

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 13,70 (21 feb 2024)

Fecha del informe: 22 feb 2024 (13:00h)

Inicio de cobertura

Análisis Independiente de Compañías

**Vitruvio (YVIT)** es una inmobiliaria “clásica” que se dedica a la adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento con un enfoque patrimonialista de gestión, principalmente, en Madrid (donde concentra c. 94% de su GAV). Dispone de una cartera diversificada con exposición a residencial (39,2%), comercial (33,3%), oficinas (22,6%) y logístico (4,9%). Cotiza en BME Growth desde 2016 en régimen de SOCIMI (free float: 94,5%).

**José Miguel Cabrera van Grieken** – jose.cabrera@institutodeanalistas.com

**Luis Esteban Arribas** – luis.esteban@institutodeanalistas.com

+34 915 904 226

## El arte (y el valor) de la prudencia

**UNA INMOBILIARIA CLÁSICA (Y LÍQUIDA) CON VOCACIÓN PATRIMONIALISTA...** que cotiza en régimen de SOCIMI. YVIT es una inmobiliaria patrimonialista “clásica”. Y es la SOCIMI con el free float más elevado de BME Growth (94%) y alta liquidez (EUR 8,7Mn volumen -12m). Es decir: una inmobiliaria “realmente” invertible.

**... DONDE LA UBICACIÓN Y TIPOLOGÍA DE SU CARTERA HAN DEMOSTRADO UN GRADO EXTRA DE DEFENSIVIDAD.** El valor de la cartera de YVIT a cierre de 2023 (GAV) asciende a EUR 163Mn (vs EUR 54,8Mn en 2016). La diversificación sectorial de la cartera distribuida entre sector residencial (39,2%), comercial (33,3%), oficinas (22,6%) e industrial y logístico (4,9%); la concentración en zonas prime de Madrid garantizan una alta ocupación (>95%; incluso durante el Covid-19) y suponen un grado extra de defensividad que reduce el riesgo del modelo de negocio.

**EL BAJO RIESGO OFRECE UNA ELEVADA VISIBILIDAD HASTA 2025E ...** Asumiendo un escenario sin adquisiciones (GAV estable), en 2025e deberíamos tener una compañía con unos ingresos (GRI) de EUR 9,2Mn (+4% TACC 23e-25e; GRI Yield 25e: 5,6% vs 5,2% en 23e), por actualización de rentas, y un EBITDA de EUR 5,4Mn (+5,6% TACC 23e-25e; Mg. EBITDA rec. 59%). Todo ello, con un bajo nivel de apalancamiento (LTV 23e: 14,9% vs 35,2% medio del sector).

**... Y (GARANTIZA) UN DIVIDENDO ESTABLE Y CRECIENTE.** En el caso de YVIT, la retribución al accionista es estratégica. Y la gestión se orienta a su protección (+7% TACC 2017-2023) y mejora (DPA +5,7% TACC 23e-25e; Dividend Yield 2025e, 3,4%).

**EN CONCLUSIÓN: INMOBILIARIA DE BAJO RIESGO CON UNA OPCIÓN CREÍBLE DE CRECIMIENTO NO ORGÁNICO (Y “PRUDENTE”). LO QUE IMPLICA MOMENTUM.** El momento de mercado actual (muy posibles bajadas de tipos en 2024) favorece el modelo de negocio de YVIT y ofrece las condiciones para poder aprovechar el bajo descuento (-9% vs NAV) y reactivar su estrategia de crecimiento inorgánico (no dilutiva y ligada al precio de la acción) para crecer en GAV. Algo que hoy no es visible en nuestros números, pero que sería una opción de volver a “saltar” en GRI (inviabile sólo con crecimiento orgánico) y que indudablemente tendría efecto sobre el DPA y valoración. Todo ello, sin deteriorar su perfil de bajo riesgo (estratégico). Una SOCIMI realmente invertible (por liquidez y tamaño) ante un momentum favorable por la posible oportunidad de un salto (no orgánico y “prudente”) en tamaño.

**Market Data**

|                                  |                       |       |
|----------------------------------|-----------------------|-------|
| Market Cap (Mn EUR y USD)        | 126,1                 | 136,2 |
| EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup> | 172,0                 | 185,9 |
| Número de Acciones (Mn)          | 9,2                   |       |
| -12m (Max/Med/Mín EUR)           | 13,80 / 13,06 / 10,49 |       |
| Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)     | 0,04                  |       |
| Rotación <sup>(2)</sup>          | 7,3                   |       |
| Factset / Bloomberg              | YVIT-ES / YVIT SM     |       |
| Cierre año fiscal                | 31-dic                |       |

**Estructura Accionarial (%)**

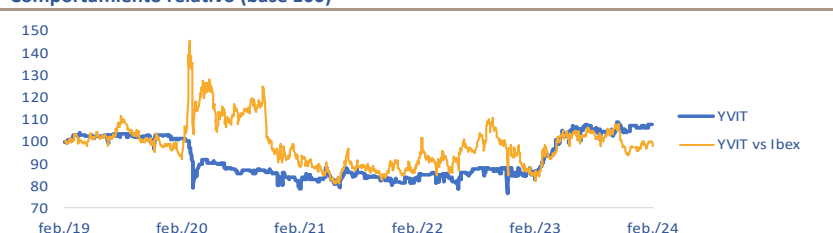
|            |      |
|------------|------|
| Onchena    | 5,5  |
| Free Float | 94,5 |

**Datos Financieros**

| Básicos (EUR Mn)                   | 2022  | 2023e | 2024e | 2025e |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Nº Acc. ajustado (Mn)              | 8,2   | 8,8   | 9,2   | 9,2   |
| Total Ingresos                     | 8,2   | 8,5   | 8,9   | 9,2   |
| EBITDA Rec.                        | 4,8   | 4,9   | 5,2   | 5,4   |
| % Var.                             | 8,7   | 1,8   | 5,8   | 5,4   |
| % EBITDA Rec./Ing.                 | 58,1  | 57,2  | 58,2  | 59,0  |
| % Var EBITDA sector <sup>(3)</sup> | 11,3  | 7,7   | 4,7   | 5,6   |
| Beneficio neto                     | 2,7   | 3,4   | 3,2   | 3,4   |
| BPA (EUR)                          | 0,32  | 0,38  | 0,35  | 0,37  |
| % Var.                             | 55,5  | 18,2  | -8,7  | 6,4   |
| BPA ord. (EUR)                     | 0,09  | 0,28  | 0,32  | 0,34  |
| % Var.                             | -54,6 | 216,9 | 13,0  | 7,1   |
| Free Cash Flow Rec. <sup>(4)</sup> | 3,4   | 2,3   | 3,0   | 0,0   |
| Pay-out (%)                        | 122,8 | 114,6 | 127,4 | 125,7 |
| DPA (EUR) <sup>(6)</sup>           | 0,40  | 0,44  | 0,45  | 0,47  |
| Deuda financiera neta              | 34,8  | 24,2  | 25,3  | 29,7  |
| DN / EBITDA Rec.(x)                | 7,3   | 5,0   | 4,9   | 5,5   |
| ROE (%)                            | 2,7   | 3,2   | 2,9   | 3,1   |
| ROCE (%) <sup>(4)</sup>            | 2,4   | 3,1   | 2,9   | 3,1   |

**Ratios y Múltiplos (x)<sup>(5)</sup>**

|                              |      |      |       |       |
|------------------------------|------|------|-------|-------|
| PER                          | 42,2 | 35,7 | 39,1  | 36,7  |
| PER Ordinario                | n.a. | 48,7 | 43,1  | 40,2  |
| P/BV                         | 1,3  | 1,1  | 1,1   | 1,2   |
| Dividend Yield (%)           | 2,9  | 3,2  | 3,3   | 3,4   |
| EV/Ventas                    | n.a. | n.a. | 19,44 | 18,69 |
| EV/EBITDA Rec.               | 36,0 | 35,3 | 33,4  | 31,7  |
| EV/EBIT                      | 46,6 | 39,8 | 42,7  | 39,8  |
| FCF Yield (%) <sup>(4)</sup> | 2,7  | 1,8  | 2,4   | n.a.  |

**Comportamiento relativo (base 100)**


| Comportamiento en bolsa (%)         | -1m  | -3m  | -12m | YTD  | -3Y  | -5Y   |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|-------|
| Absoluto                            | 0,7  | 3,8  | 30,5 | 0,7  | 37,1 | 7,8   |
| vs Ibex 35                          | -1,7 | 0,9  | 19,5 | 0,7  | 10,6 | -1,9  |
| vs Ibex Small Cap Index             | 2,5  | 3,6  | 45,6 | 3,7  | 50,1 | -4,5  |
| vs Eurostoxx 50                     | -6,2 | -5,8 | 16,2 | -4,6 | 6,6  | -26,3 |
| vs Índice del sector <sup>(3)</sup> | 2,1  | -0,8 | 35,2 | 9,8  | 81,4 | 50,1  |

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

(4) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(5) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(6) DPA calculado con el número de acciones ajustadas.

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

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

## Vitruvio (YVIT) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.140 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

## Glosario

---

### Valor de la cartera

|       |                        |   |
|-------|------------------------|---|
| GAV   | Gross Asset Value      | Valor bruto de los activos.                     |
| NAV   | Net Asset Value        | Valor bruto de los activos menos la deuda neta. |
| NNNAV | Triple Net Asset Value | Valor de los activos en caso de liquidación.    |

### Flujo de Caja

|      |                                |  |
|------|--------------------------------|--|
| FFO  | Funds From Operations          | Flujo de caja generado por las operaciones de una compañía.  |
| AFFO | Adjusted Funds From Operations | Flujo de caja generado por las operaciones de una compañía ajustado por CAPEX de mantenimiento y reforma de inmuebles. |

### Ingresos

|     |                      |  |
|-----|----------------------|--|
| GRI | Gross Rental Income  | Ingresos brutos de la compañía proveniente de la actividad de alquiler de los inmuebles. |
| NRI | Net Rental Income    | Ingresos brutos de la compañía menos los gastos repercutibles al inquilino.              |
| NOI | Net Operating Income | Ingresos netos (NRI) menos los gastos asumidos por la compañía.                          |

### Ratios

|           |         |                                   |
|-----------|---------|-----------------------------------|
| GRI Yield | GRI/GAV | Rentabilidad Bruta de la cartera. |
| NRI Yield | NRI/GAV | Rentabilidad Neta de la cartera.  |

## Activos “prime” con altos niveles de ocupación que ofrecen una gran visibilidad. Y una opción de crecimiento del GAV “ligado” a la cotización

YVIT es una SOCIMI que cotiza en BME Growth con una cartera diversificada por tipo de activo

Vitruvio (YVIT) es una SOCIMI (Mkt Cap. EUR 126Mn) que se dedica a la adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento con un enfoque patrimonialista de gestión (no especulativo). La cartera de activos se encuentra diversificada entre residencial, comercial, oficinas y logístico con c. 90% del GAV localizado en Madrid.

Desde 2016, YVIT cotiza en BME Growth en régimen de SOCIMI (Sociedad Anónima Cotizada de Inversión Inmobiliaria) con un Free Float del 94% y una liquidez elevada (EUR 8,7Mn volumen -12m). Al acogerse al régimen especial de las SOCIMI’s establecido en la ley 16/2012, la tasa fiscal es del 0%.

El 90% del GAV (c. EUR 147Mn) se encuentra localizado en Madrid

El valor de la cartera de YVIT a cierre de 2023 (Gross Asset Value; GAV) asciende a EUR 163,0Mn (vs EUR 54,8Mn en 2016). Compuesta por 62 activos distribuidos entre sector residencial (39,2%), superficies comerciales (33,3%), oficinas (22,6%) e industrial y logístico (4,9%). Los tres mayores activos concentran >30% del valor total de la cartera. Y se encuentran localizados en zonas prime de Madrid, lo que garantiza alta ocupación (>95%) y reduce el riesgo.

El NAV 2023 (Net Asset Value) asciende a EUR 138,8Mn (+8,8% vs 2022). La venta de activos no estratégicos desde 2020 (EUR 22,1Mn) y la entrada de capital nuevo (EUR 13,8Mn en 2023) han logrado reducir el nivel de Deuda Neta en 2023e hasta EUR 24,2Mn (vs EUR 51,2Mn en 2020). A fecha de este informe, el descuento Mkt Cap./NAV es del 9% (vs 40% de las grandes SOCIMIs).

### A) Un modelo de negocio de bajo riesgo y capacidad de crecer (Ingresos 2023e: EUR 8,5Mn; +22,2% TACC 2016-2023e)

YVIT es una SOCIMI convencional y relativamente “joven” (creada en 2014). Con un modelo de negocio orientado a minimizar/controlar el riesgo. Históricamente Identificamos dos fases distintas, entre 2016-2023e, hasta alcanzar la situación actual:

2016-2020: Salto en tamaño de la compañía, principalmente a raíz del M&A

**2016-2020: Salto en tamaño.** El “gran” crecimiento de la compañía fue mediante crecimiento inorgánico. Las tres palancas de crecimiento inorgánico de la compañía son: (i) compraventa granular/selectiva de activos, (ii) aportaciones de patrimonios familiares (vía equity) o (iii) adquisiciones de otras SOCIMIs o inmobiliarias. Durante el período 2016-2020, YVIT contaba con un descuento muy bajo vs NAV (0%-6%), lo que facilitó el “salto” en tamaño vía M&A (pago en acciones sin dilución) y aportaciones patrimoniales (igualmente pagadas con equity sin dilución), elevando el GAV 2020 hasta EUR 172,1Mn (vs EUR 54,8Mn en 2016) y los ingresos hasta EUR 7,6Mn (+38,1% TACC 2016-2020).

2020-2023e: Foco en la rentabilidad y la retribución al accionista

**2020-2023e: Recuperar niveles de rentabilidad pre-Covid 19.** El descuento Mkt Cap./NAV del segmento SOCIMI de BME Growth se “dispara” en 2020-2022 (-20,3% sector; -25,4% en YVIT). Eliminando la posibilidad de aumentar de tamaño (GAV) vía M&A de YVIT. La pandemia afectó, también, a los márgenes, reduciendo el Mg. EBITDA rec. 2020 hasta el 53,6% (-4,2p.p. vs 2019). Sin apenas variación en el GAV -3y (-5,3%), YVIT puso todo el foco en aumentar los Yields (GRI Yield 2023e: 5,2% vs 4,4% en 2020 y 4,9% en 2019), recuperar niveles de rentabilidad operativos pre-Covid (Mg. EBITDA rec. 2023e 57,2%) y mejorar la retribución al accionista (DPA 2020-2023: +15,9% TACC).

Un modelo con ingresos recurrentes (por las rentas de arrendamientos)

Un análisis de la evolución de YVIT en el período 2016-2023 permite definir con claridad las grandes líneas de su modelo de negocio. Y que debieran mantenerse en el futuro:

- **Ingresos recurrentes, manteniendo altos niveles de ocupación.** Históricamente en el sector, los incrementos de las rentas se producen con ocupación c. 100%. Y esto es lo que ha permitido a YVIT crecer a “doble dígito” en ingresos (revisando los contratos con los arrendatarios) en períodos sin variación del GAV. Los ingresos han crecido un +12,7% TACC 2017-2023e (ocupación media: 98%).
- **Márgenes estables y gestión externalizada.** La gestión externalizada de Abante asegura una rentabilidad en línea con comparables (Mg. EBITDA de c.58%).

Niveles de apalancamiento conservador (LTV 2023: 14,9%)

- **Niveles de apalancamiento conservadores (LTV 2023: 14,9%).** Los estatutos de YVIT establecen una limitación de apalancamiento (DN/GAV) del 33%. YVIT ha mantenido un nivel de endeudamiento medio LTV del 26,2% (29,8% en 2020). La Deuda Neta 2023e (EUR 24,2Mn; LTV 14,9%) otorga capacidad de aprovechar oportunidades de crecimiento inorgánico con financiación vía Deuda (con un margen de DN “extra” hasta el límite del LTV (33%) de c. EUR 28 Mn.
- **Crecimiento no orgánico más allá del M&A.** Además de la gestión, Abante cuenta su propia cartera de clientes que *de facto* son una potencial fuente de crecimiento del GAV vía aportaciones patrimoniales financiadas con pago en acciones de YVIT.
- **El mercado como objetivo prioritario.** En la estrategia de YVIT (corto, medio y largo plazo) el mercado no es un “convidado de piedra”. Sino “clave de bóveda”. Ya que el acceso a financiación no bancaria (que posibilite crecimiento no orgánico adicional y recurrente) depende casi exclusivamente del precio de su propia acción. Lo que explica la fuerte dependencia del modelo de negocio de YVIT de la cotización. Y un modelo de negocio que “mira” necesariamente en dirección al mercado.

YVIT ha mostrado gran capacidad para crecer y ser rentable en todas las fases del ciclo

El modelo de negocio de YVIT ha probado ser eficaz al adaptarse a las diferentes fases y vicisitudes del ciclo macro/inmobiliario (crisis de demanda, subidas tipos de interés, inflación). Un modelo de negocio con ingresos recurrentes, alta conversión del EBITDA en caja (c.50%) y apetito inversor (ampliaciones de capital dinerarias EUR 40Mn desde 2017) que busca el crecimiento del dividendo y del precio de la acción. Todo ello, en una compañía muy poco apalancada (LTV 2023e: 14,9% vs 29,8% de su sector en 2022). Es decir, sin deteriorar el bajo perfil de riesgo de la compañía y manteniendo un balance apto para aprovechar un (¿previsible?) cambio de ciclo (ante las posibles bajadas de tipos en 2024e) y optar a crecer no orgánicamente.

### B) Elevada visibilidad para los próximos años y un dividendo creciente (casi) asegurado

Si ponemos la vista en el medio/largo plazo, ¿qué podemos esperar de YVIT? Nuestras proyecciones 2024e-2025e pueden resumirse en:

Hasta 2025e, estimamos un crecimiento a dígito medio en ingresos (+4,0% TACC 2023e-2025e)

**Crecimiento a dígito bajo en Ingresos hasta 2025e (GRI: +4,0% TACC 2023e-2025e) ...** Los tres pilares del modelo de negocio de YVIT son: (i) ocupación, (ii) incremento de las rentas de alquiler y (iii) rotación de activos. El perfil de los activos en alquiler de la compañía es defensivo, esencialmente por su ubicación prime que conlleva una demanda “casi” inelástica. Y que hará posible revisar los contratos de arrendamiento a la inflación, mejorando la rentabilidad de los activos que esperamos se sitúe en 5,6% GRI Yield 2025e (vs 5,2% en 2023e). Las proyecciones de nuestro modelo se basan en el último dato publicado (GAV 2023e: EUR 163Mn). Esperamos que el crecimiento orgánico de un dígito bajo tenga continuidad hasta alcanzar unos ingresos (GRI) de EUR 9,2Mn en 2025e (vs EUR 8,5Mn en 2023e).

Manteniendo sus niveles de rentabilidad (Mg. EBITDA rec. 2025e: 59,0%)

**... defendiendo sus niveles de rentabilidad (Mg. EBITDA rec. 57,2%).** YVIT cuenta con una estructura operativa esencialmente fija y Mg. EBITDA rec. estable. A nuestro juicio, YVIT cuenta con una estructura de costes con ligero margen de mejora. Estimamos unos gastos de estructura (incluyendo la comisión de Abante y los gastos de explotación restantes) de EUR 1,9Mn anuales hasta 2025e. Todo lo anterior, permitiría a YVIT registrar un Mg. EBITDA 2025e de 59,0% (vs 57,2% en 2023e). Márgenes “inevitablemente” estables, apuntando a niveles de EBITDA rec. 2025e de EUR 5,4Mn (+5,6% TACC 23e-25e). Con crecimientos en línea con ingresos.

La generación de caja facilita /asegura el pago de dividendos (Pay-out>100%; dividend yield c.3%)

**Una alta capacidad de convertir el EBITDA en FCF rec. ...** La generación de caja derivada de la actividad patrimonialista y la estabilizada inversión en CAPEX (EUR 1Mn desde 2021) nos llevan a estimar la conversión de c.50% del EBITDA Rec. 2024e en FCF. Para 2025e, estimamos un CAPEX de EUR 4,4Mn para rehabilitar el activo Duque de Rivas 4 (primer coliving de YVIT) el cual debería estar operativo a partir del año 2026e. En términos de flujo de caja operativo (Fund From Operations) esperamos +7,3% TACC 2023e-2025e (EUR 4,1Mn 2023e; +4,1% vs 2022). Para 2024e y 2025e nuestros números apuntan a EUR 4,6Mn y EUR 4,7Mn respectivamente.

**... que permitirá el pago de un dividendo estable (y creciente): pay-out > 100%.** El compromiso de retribución al accionista es uno de los principales atractivos, “garantizando” un pago de dividendo creciente (DPA +5,7% TACC 2023e-2025e; Dividend Yield 2024e, 3,3%). YVIT cuenta con una cartera con exposición a activos protegidos contra la inflación en ubicaciones premium, que protegen el dividendo.

**Y manteniendo un bajo apalancamiento (LTV<20% y EBITDA/Intereses > 5,4x).** Pese a las salidas de caja por pagos de dividendo y la inversión en inmuebles, no esperamos necesidades de caja adicionales. Lo que debería permitir mantener un ratio de endeudamiento conservador hasta 2025e (LTV<20%).

**C) ¿Cuál es el “best case” para los números de YVIT?**

La subida de tipos y la situación macro han penalizado generalizadamente el valor de los activos inmobiliarios en España

El deterioro de la situación macro, en España, ha tenido un impacto visible en la evolución del sector inmobiliario en Bolsa. Esencialmente a raíz de la subida de tipos a mediados de 2022 (aunque la morosidad y la ocupación habían surgido durante el Covid-19; -32,9% sector SOCIMI vs IBEX -5y). Con una evidente penalización en el descuento vs NAV. Especialmente intensa en el segmento SOCIMI. El modelo de bajo riesgo y alta liquidez de YVIT le han permitido sortear razonablemente ese proceso. Con un descuento vs NAV (-9%) muy inferior al visto en la media de su sector (Merlín y Colonial con descuentos vs NAV 2023 del 39%, 48%).

YVIT presenta un descuento Mkt Cap/NAV del 9%

El menor descuento relativo de YVIT implica una posición ventajosa para llevar a cabo ampliaciones de capital (no dilutivas) que permitan adquirir activos y aprovechar el previsible efecto en valoraciones de los recortes de tipos. Pese al aparente riesgo implícito del crecimiento en M&A, el equipo de gestión e historial de YVIT, prueban su capacidad de realizar expansiones significativas en tamaño en el período 2016-2020 en condiciones similares. Algo que hoy no es visible en nuestros números (no contemplan la rotación de activos) pero que es probable, visto el track-record, y define el “best case” escenario de YVIT. Y que pasa por apalancarse al círculo virtuoso de un modelo de negocio pensado para crecer no orgánicamente en condiciones de bajo riesgo.

**Tabla 1. Ciclo de YVIT**



¿Ante las puertas de un nuevo ciclo macro y de negocio?

El momento de mercado actual parece especialmente positivo para que YVIT aproveche el círculo virtuoso de su modelo de negocio, creciendo en GAV. Lo que se traduciría en un auténtico “salto” del GRI (inviabile sólo con crecimiento orgánico) y que indudablemente tendría efecto sobre el DPA.

**A) En conclusión, el equity story de YVIT está (favorablemente) “atado” a la evolución del precio de la acción y al compromiso de retribución al accionista. En condiciones de bajo riesgo**

Un equity story en el que el bajo nivel de riesgo es un pilar central

YVIT disfruta de una liquidez muy alta (en relación al segmento SOCIMI de BME Growth) y el free float más elevado del BME Growth. Todo ello, con un modelo de negocio de muy bajo riesgo objetivo: (i) diversificación y tipo de activos, (ii) track record de crecimiento y sin deterioro de márgenes, (iii) foco en el crecimiento y protección del dividendo, (iv) crecimiento no orgánico “sensato” (por timing, no dilución y tipo de activos) y (v) bajos niveles de apalancamiento. El equity story de YVIT no se entiende sin su asociación a un bajo nivel de riesgo estructural y realmente estratégico.

El bajo nivel de riesgo no es trivial en ningún negocio. Está asociado a la valoración. Añade valor. Y explica (no de manera exclusiva pero sí muy significativa) bajos descuentos relativos vs NAV.

La consecuencia es una compañía en la que destaca su gestión prudente. Y que puede resumirse en tres pilares: 1) visibilidad de ingresos, 2) foco en el dividendo y 3) dependencia positiva del precio de la acción, que posibilita crecimiento no orgánico de calidad.

Ante un momentum favorable que permita un salto de tamaño vía crecimiento inorgánico

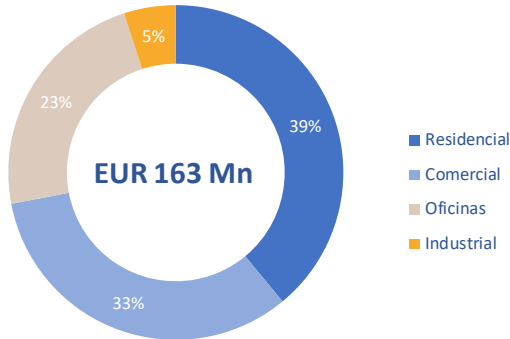
YVIT enfrenta hoy un momentum favorable en el que aprovechar sus condiciones (bajo apalancamiento, bajo descuento) para crecer no orgánicamente y dar un nuevo salto en tamaño. Esa opción, en una SOCIMI que actúa con “red” en su negocio convencional, concede un especial atractivo a esta compañía hoy. Al ser una SOCIMI realmente invertible (por liquidez y tamaño). En condiciones de (quizá) superponer a su crecimiento orgánico, rentabilidad y dividendo ordinarios, una opción real de volver a “saltar” vía crecimiento no orgánico. Y de hacerlo sin deteriorar su perfil de negocio de bajo riesgo. Con una plena alineación de intereses con sus accionistas y la cotización. Que es la que, a la postre, actúa de “llave” para activar el crecimiento por M&A o aportaciones de activos

La idea es vieja. Nos la dejó Baltasar Gracián en el siglo XVII: “El arte de la prudencia”. En el caso de YVIT, también se podría decir: “El valor de la prudencia”. Porque el bajo nivel de riesgo (estructural) de un negocio también es una fuente de creación de valor. Y es capaz de explicar menores niveles de descuento.

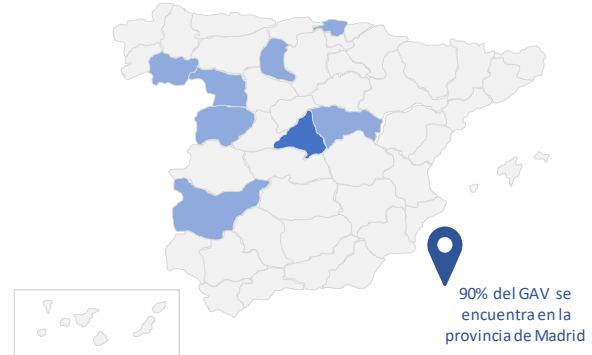


**La compañía en 8 gráficos**

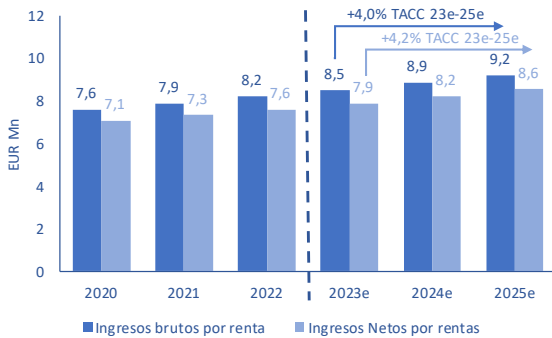
La cartera de YVIT (dic 2023) se encuentra bien diversificada por tipo de activo entre residencial, comercial, oficinas y logístico...



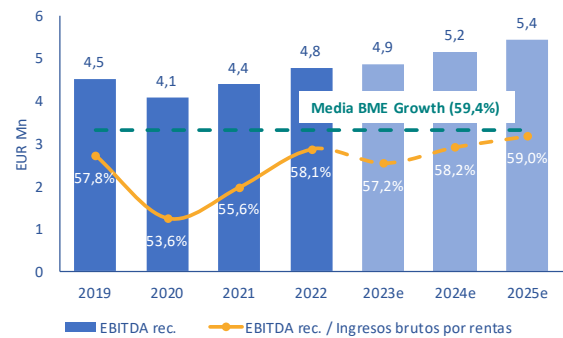
... concentrando la mayor parte del GAV en zonas de alto crecimiento (90% del GAV en Madrid)



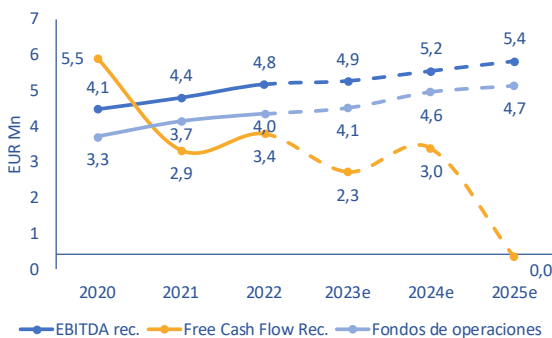
La subida de las rentas es el catalizador del crecimiento en ingresos hasta 2025e (+4,0% TACC 23e-25e; 5,6% GRI Yield 2025e)...



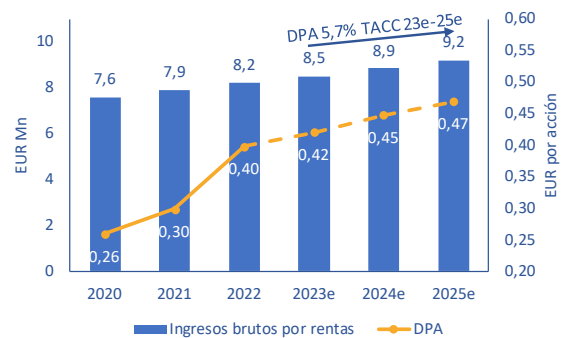
... manteniendo unos márgenes en línea con sus comparables (Mg. EBITDA >59%)



El negocio patrimonialista y las bajas necesidades de CAPEX (excepto 2025e) permiten convertir c.50% de EBITDA rec. en caja



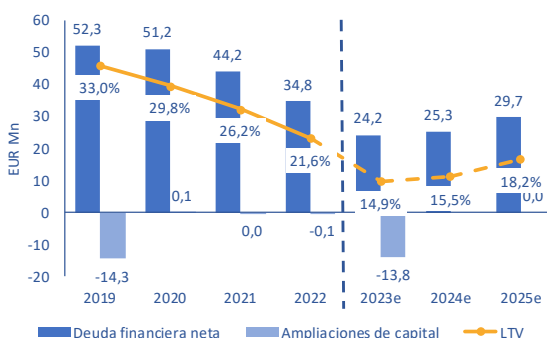
El dividendo estable y creciente (DPA 5,7% TACC 23e-25e) es uno de los principales atractivos (3,2% Dividend Yield 2023e)



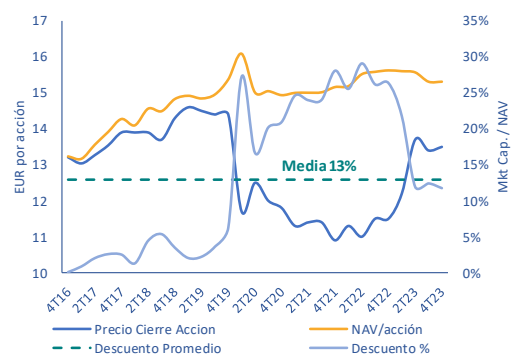
EUR 4,4Mn de CAPEX comprometido para un activo en Duque de rivás (co-living) en 25e

El DPA toma como referencia el número de acciones a cierre de año (no ajustado)

Una posición financiera holgada (LTV 2023e < 20%), explicada por las ampliaciones de capital y rotación de activos



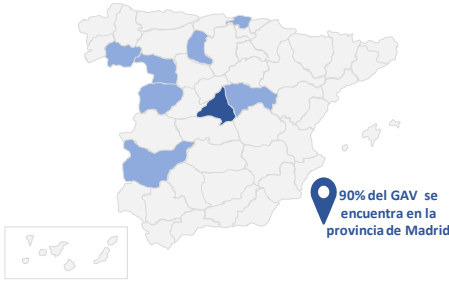
YVIT cotiza con un descuento cercano al 9% frente al Valor Neto de los Activos (NAV)



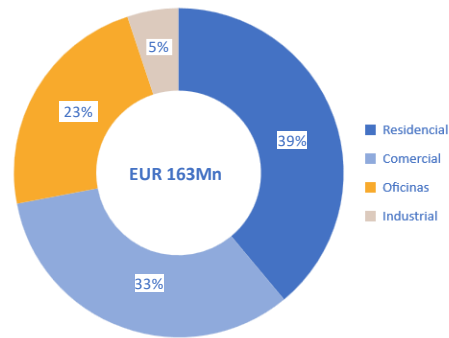
**Descripción del negocio**

**Una SOCIMI muy diversificada (lo que implica menor riesgo) y elevado free float (94%)**

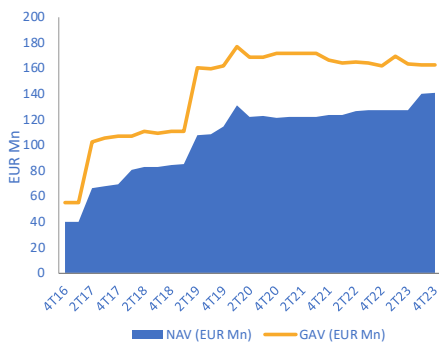
**Gráfico 1. Mix geográfico de la cartera de YVIT en función del GAV**



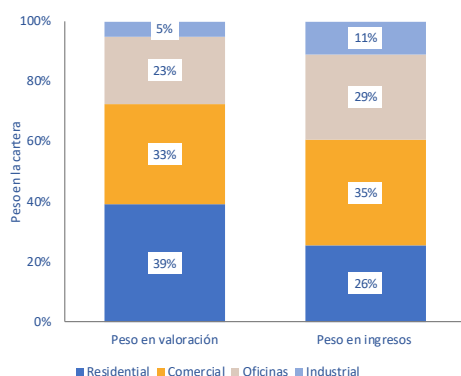
**Gráfico 2. GAV de la cartera desglosado por tipo de activos (2023)**



**Gráfico 3. Evolución del GAV y NAV (2017-2023e)**



**Gráfico 4. Peso de la cartera por valoración vs ingresos por tipología**



Vitruvio (YVIT) es una inmobiliaria “clásica” ubicada en Madrid que se dedica a la adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento (incluyendo su rehabilitación), con un enfoque patrimonialista de gestión (no especulativo) que asegura una rentabilidad sostenible para sus accionistas a largo plazo. La cartera de activos de YVIT se encuentra bien diversificada con presencia en: residencial, comercial, oficinas e industrial y logístico. Y vocación por ubicaciones caracterizadas por su alta demanda y ciudades con crecimiento demográfico. La mayor parte de la cartera (90%) está concentrada en el área de Madrid capital, principalmente dentro de la M30 (Gráfico 1).

YVIT se acoge al régimen fiscal de SOCIMI (tipo del 0% frente al tipo corporativo del 25%) y cotiza en el mercado alternativo (BME Growth) desde 2016. Es una de las c.80 SOCIMIs cotizadas de España (c.110 si incluimos las que cotizan en Euronext) donde encontramos competidores también con carteras diversificadas como Silicius o Grupo Ortiz aunque todas ellas con un free float <50% (frente a c.94% de YVIT).

**Un NAV que crece pese a la macro de los últimos años... (+12,6% TACC 2017-2023)**

El GAV (Gross Asset Value) en 2023 asciende a EUR 163Mn. Durante el periodo 2017-2019 el tamaño de la cartera creció un +23% TACC a través de crecimiento inorgánico. Desde 2019 hasta 2023, el valor de la cartera se ha mantenido constante (+0,7%). A cierre de 2023, está compuesta por 62 activos distribuidos (en relación con el GAV) entre sector residencial (39,2%), superficies comerciales (33,3%), oficinas (22,6%) e industrial y logístico (4,9%).

Las tres palancas de crecimiento no orgánico de la compañía son: (i) compraventa granular/selectiva de activos, (ii) aportaciones de patrimonios familiares (vía equity; con la ventaja de acceder a los clientes de Abante como potenciales aportantes) o (iii) adquisiciones directas de otras SOCIMIs o inmobiliarias. Por otro lado, las ampliaciones de capital, dinerarias y no dinerarias, en el periodo 2017-2023 ascienden a EUR 85,9Mn. El M&A junto con las aportaciones de patrimonios familiares y vehículos inmobiliarios representaron el 53,5% (EUR 45,9Mn) del crecimiento del GAV desde el 2017 hasta el 2023 (4 operaciones en total: 2 de grupos familiares y 2 de sociedades de inversión inmobiliaria). Y tres operaciones adicionales con grupos familiares entre 2014 y 2016.

El NAV 2023 (Net Asset Value), calculado como el GAV menos la Deuda Neta, se sitúa en EUR 138,8Mn (+12,6% TACC 2017-2023). Las razones que justifican el crecimiento del NAV son: (i) la reducción de la Deuda Neta mediante la desinversión (venta) de activos no estratégicos (en el periodo 2017-2023 se han vendido activos por valor de EUR 28,8Mn) y (ii) la entrada de capital “nuevo” a través de ampliaciones de capital (EUR 40Mn en 3 ampliaciones de capital dinerarias desde 2017) y aportaciones de patrimonios familiares (EUR 13,1Mn desde 2017).

**Tabla 1. Ampliaciones de capital (2017-2023)**

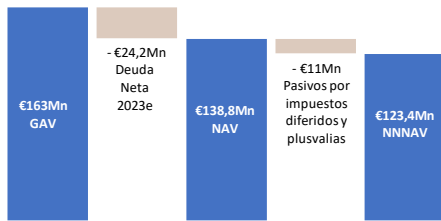
| Año   | Dineraria | No Dineraria | Total | Operación Asociada       |
|-------|-----------|--------------|-------|--------------------------|
| 2017  | 0,0       | 24,6         | 24,6  | Consulnor                |
| 2018  | 11,6      | 0,0          | 11,6  |                          |
| 2019  | 14,6      | 11,2         | 25,8  | Unica Real Estate SOCIMI |
| 2020  | 0,0       | 10,1         | 10,1  | Fidelges                 |
| 2023  | 13,8      | 0,0          | 13,8  |                          |
| Total | 40,0      | 45,9         | 85,9  |                          |

Nota: Todas las cifras en EUR Mn.

¿Existe una correlación histórica entre el precio de la acción y el NAV de YVIT? Desde su salida a Bolsa (2016) hasta el 2019, el precio de la acción se mantuvo a la par con el NAV. No obstante, en 2022 llegó a alcanzar un descuento del -29% (vs c.-54% de SOCIMIs en el mercado continuo). Las razones que justificaron ese descuento fueron: (i) los efectos de la paralización de la actividad durante el Covid-19 y (ii) la subida de tipos (jul 22- sept 23: +4p.p.) que presionó las valoraciones de las empresas del sector. El descuento del precio de la acción sobre el NAV se estrecha progresivamente durante 2023 por una menor incertidumbre macroeconómica hasta el c.-9% (a fecha de este informe). El anuncio de la ampliación de capital (precio fijado: EUR 13,8/acc.) en primavera de 2023 sirvió para confirmar una valoración más próxima al NAV.

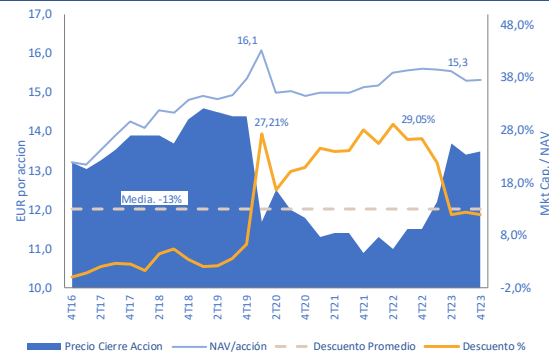


**Gráfico 5. GAV, NAV y NNAV de la cartera a 2023e**



Nota: NNAV se ajusta por pasivos por impuestos diferidos y plusvalías municipales para obtener el NNAV (valor de la cartera en el caso de una liquidación). Estimaciones Lighthouse

**Gráfico 6. Evolución del NAV y precio por acción (2016-2023)**

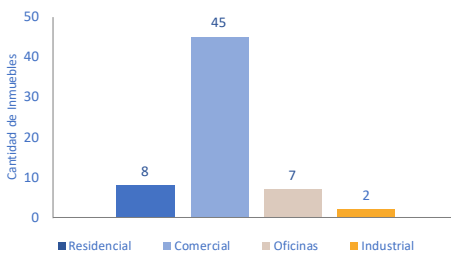


Los grandes descuentos tras la pandemia y posterior aumento de tipos restaron atractivo a las operaciones corporativas (al tener una acción infravalorada y descartar canje de acciones con fuerte descuento sobre el NAV), obligando a YVIT a optar por estrategias más tradicionales como ampliaciones de capital dinerarias o financiación bancaria. Lo que explica de manera simple que el modelo de negocio de YVIT es muy dependiente del precio de su acción, en la medida en que este es determinante al posibilitar o “vetar” el equity como fuente de financiación de operaciones de crecimiento no orgánico.

**La diversificación de activos aporta un grado “extra” de defensividad, pese a la alta concentración en activos “prime” en Madrid**

Dentro del amplio abanico de opciones del sector inmobiliario en España, YVIT mantiene el foco puesto en Madrid (la zona con mayor crecimiento en PIB y población). Sin embargo, la política de inversión de YVIT no está limitada a esta comunidad y tiene vocación por entrar en otras ciudades en crecimiento como Valencia o Málaga. La estrategia de YVIT implica la búsqueda de ubicaciones con oportunidades para sus principales tipos de activos. La migración demográfica hacia ciudades con mayor crecimiento explica de modo simple el aumento de la demanda de lugares donde vivir, trabajar y disfrutar del ocio.

**Gráfico 7. Numero de inmuebles por tipología 2023**



El 90% del GAV 2023 de la cartera se ubica en Madrid. Principalmente en la “almendra central” (dentro de la M-30). La cartera está segmentada en 4 tipos de activos: residencial, comercial y oficinas e industrial y logístico. Las ubicaciones “prime” de los inmuebles y la actividad que lleven a cabo los inquilinos son factores en los que YVIT se ha focalizado de manera estratégica en su cartera comercial, el grueso de los inquilinos en los locales se dedica a negocios de restauración (30%), salud y belleza (27%) y ocio (13%).

El objetivo de YVIT, a diferencia de otras SOCIMIs que buscan una sectorización clara (como Colonial en oficinas o Grupo LAR en centros comerciales), es buscar un equilibrio en el peso de su cartera (objetivo del 30% en los principales tipos de activos). Lo que permite capturar las mejores oportunidades que el mercado ofrece en las distintas fases del ciclo: incrementando su defensividad y mitigando el riesgo para sus accionistas. A fecha de este informe, la cartera de activos de YVIT tiene la siguiente estructura:

**Tabla 2. Principales Activos de YVIT**

| Activo              | Ubicación | Tipología          | GAV (€Mn) | % GAV |
|---------------------|-----------|--------------------|-----------|-------|
| Sagasta 24          | Madrid    | Residencial        | 23,2      | 14,2% |
| Goya 5-7            | Madrid    | Oficinas/Comercial | 18,5      | 11,3% |
| Fdz. De la Hoz 52   | Madrid    | Oficinas           | 12,6      | 7,7%  |
| Ayala 101           | Madrid    | Residencial        | 12,5      | 7,7%  |
| Ermita del Santo 14 | Madrid    | Residencial        | 9,2       | 5,6%  |
| Duque de Rivas 4    | Madrid    | Residencial        | 7,4       | 4,5%  |
| Total               |           |                    | 83,4      | 51,2% |

- i) **Residencial:** 39,2% s/GAV 2023, con una rentabilidad del 3,4% (GRI/GAV). Los ocho activos de los que dispone YVIT generan un GRI de EUR 2,2Mn (25,5% s/GRI 2023). El activo más relevante se ubica en Sagasta 24 (Madrid, 14% s/GAV 2023).
- ii) **Comercial:** 33,3% s/GAV 2023 con una rentabilidad del 5,5% (GRI/GAV). Cuenta con 45 inmuebles que generan un GRI de EUR 3,0Mn (35,1% s/GRI 2023). Destacan: Artea (Bilbao, c. 2,9% s/GAV 2023) y Goya 5 (Madrid, 11,3% s/GAV 2023).
- iii) **Oficinas:** está compuesto por 7 activos que representan un 22,6% del GAV 2023, con una rentabilidad del 6,6% (GRI/GAV) que generan un GRI de EUR 2,4Mn (28,6% s/GRI 2023). El activo más relevante se ubica en Fernández de la Hoz 52 (Madrid, c.7,7% s/GAV 2023).
- iv) **Logístico e Industrial:** compuesto únicamente por 2 activos en Madrid y Guadalajara (Encofradores 4 y Mercamadrid), con una rentabilidad del 11,5% (GRI/GAV), la más alta de la cartera. Generan un GRI de EUR 0,9Mn (10,8% s/GRI 2023).

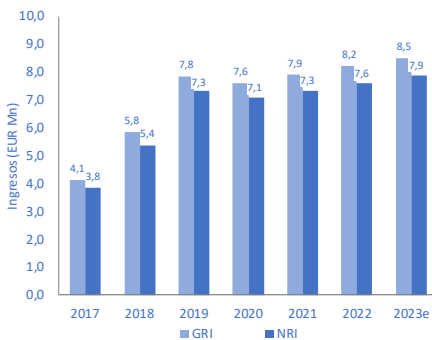
**Tabla 3. Resumen de la cartera de YVIT por tipo de activo (2023e)**

|                      | Residencial | Comercial | Oficinas | Industrial |
|----------------------|-------------|-----------|----------|------------|
| GAV (EUR Mn)         | 63,9        | 54,4      | 36,8     | 8,0        |
| Superficie (m2)      | 17.354      | 14.770    | 8.185    | 18.945     |
| Valoración (EUR /m2) | 3.680       | 3.680     | 4.495    | 423        |
| Ocupación            | 98,0%       | 91,0%     | 98,0%    | 100,0%     |
| GRI (EUR Mn)*        | 2,2         | 3,0       | 2,4      | 0,9        |
| GRI/GAV (%)*         | 3,4%        | 5,5%      | 6,6%     | 11,5%      |
| Peso en valoración   | 39,2%       | 33,3%     | 22,6%    | 4,9%       |
| Peso en ingresos     | 25,5%       | 35,1%     | 28,6%    | 10,8%      |
| Inquilinos           | 139         | 50        | 28       | 4          |
| Activos (#)          | 8           | 45        | 7        | 2          |

Nota: Estimaciones 2023e

**El aumento del GAV (2017-2023) impulsa los ingresos por rentas y recupera niveles de rentabilidad pre-Covid-19**

Los ingresos están compuestos por las rentas brutas (GRI) obtenidas por YVIT de los arrendamientos. En el periodo 2017-2023e el GRI (Ingresos en nuestro modelo) de YVIT ha pasado de EUR 4,1Mn a EUR 8,5Mn (+12,9% TACC 2017-2023e). El salto en ingresos viene explicado por el salto en tamaño mediante crecimiento inorgánico (2017-2020) del GAV:

**Gráfico 8. Evolución ingresos (GRI y NRI) 2017-2023e**


- Absorción de Consulnor Patrimonio Inmobiliario (vehículo de inversión de Banca March) en 2017 mediante una ampliación de capital no dineraria. YVIT incorporó a su cartera 21 inmuebles (comerciales y logísticos) con un valor de c. EUR 37Mn.
- OPA amistosa (2019) sobre el 100% de Única Real Estate. Operación mediante la cual YVIT incorpora 36 activos comerciales a su cartera hasta llegar a los 71 activos en total y alcanzar un GAV de c. EUR 150Mn.
- Fusión por absorción de la sociedad Fidelgés, propiedad de 7 familiares, en el 2020. YVIT aumento su GAV en EUR 10,1Mn.

Estas actividades corporativas implicaron un aumento del +48,1% y +24,1% del GRI en 2018 y 2019, respectivamente. A partir del 2019, el crecimiento del GRI se estabiliza mostrando incrementos anuales de c.+4,0% (explicado principalmente por el aumento de las rentas), con excepción de 2020 (año en el que las bonificaciones concedidas a los inquilinos y la tasa de morosidad de la cartera aumentaron a raíz del Covid-19).

En relación con la rentabilidad, la cartera ha tenido un yield (GRI/GAV) medio de 4,8% desde 2017. La reducción del GAV y el aumento del GRI han impulsado los yield de la cartera en 2021 (+0,3p.p. vs 2020), 2022 (+0,4p.p. vs 2021), (+0,1p.p. vs 2022) hasta el 5,2% en 2023e.

**Tabla 4. Evolución del GAV, NRI y yield de la cartera (2017-2023e)**

| EUR Mn | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023e |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| GAV    | 107,0 | 110,6 | 158,6 | 172,1 | 168,8 | 160,8 | 163,0 |
| GRI    | 4,1   | 5,8   | 7,8   | 7,6   | 7,9   | 8,2   | 8,5   |
| Yield  | 3,9%  | 5,3%  | 4,9%  | 4,4%  | 4,7%  | 5,1%  | 5,2%  |

**Gráfico 9. Evolución del EBITDA rec. (2017-2023e)**

**Un modelo de negocio rentable (Mg. EBITDA rec. 2023e: c.57,2%; en línea con sus comparables) y de bajo riesgo**

De las rentas brutas (GRI) obtenidas por YVIT, se deducen todos aquellos “gastos repercutibles al inquilino” (IBIs, Comunidad, del sector terciario principalmente) para obtener el Net Rental Income (NRI). En 2023e, YVIT ha obtenido un NRI/GAV de 4,8% (vs 4,1% en 2020). Al NRI se deducen los “costes no repercutibles al inquilino” (principalmente IBI, tasas de basura, gastos de comunidad, del sector residencial, así como costes asociados a reparaciones y mantenimiento, seguros, etc) para obtener el NOI (Net Operating Income). Desde 2017, el margen NOI se ha mantenido constante en c.80% (Mg. Bruto), lo que evidencia la predictibilidad de su comportamiento y su estrecha relación con los ingresos.

Por debajo del Mg. Bruto, la comisión por gestión de la cartera por parte de Abante representa el mayor gasto para YVIT. En 2023 y 2022 este gasto ascendió a c. EUR 1Mn (la comisión de Abante es el resultado del 0,75% del NAV más un incentivo de éxito del 5% en caso de incremento del NAV/acción con high water mark).

Dentro de los costes de estructura, los honorarios de Abante está incluida la gestión y administración de los inmuebles, así como la elaboración de la contabilidad, la presentación de impuestos y la estrategia de marketing y comunicación. La comisión de éxito de Abante está ligada al incremento del NAV/acción, es decir, que la ejecución de ampliaciones de capital no tiene efecto a este respecto. La captación de recursos de capital no lleva asociada ninguna comisión para Abante.

El resto de los costes de estructura (otros gastos de explotación) se corresponden con gastos operativos fijos como asesores legales y regulatorios, auditoría, valoraciones de activos, servicios bancarios, etc. Lo anterior, llevó a YVIT a registrar un EBITDA rec. 2023e de EUR 4,9Mn (+1,8% vs 2022; Mg. EBITDA 2023e: 57,2%).

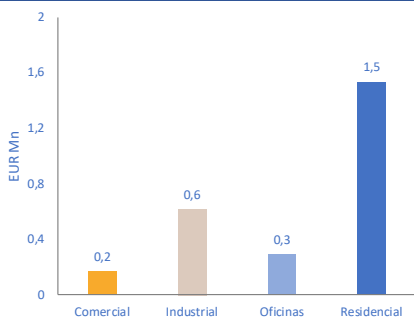
La generación de EBITDA recurrente (sin tener en cuenta el resultado de enajenaciones) de YVIT depende esencialmente de: (i) la evolución de los precios de alquiler (determinado por el mercado), (ii) los niveles de ocupación (c.96%) y (iii) la eficiencia en la gestión de la cartera.

El EBITDA recurrente de la compañía ha crecido un +12,7% TACC 2017-2023e (en línea con el comportamiento del GRI, NRI y NOI), lo que aporta una elevada visibilidad. El margen medio EBITDA rec./GRI se ha mantenido en el 56,9% (en línea con sus comparables) durante el mismo periodo. En el 2020, como consecuencia de la pandemia, el margen descendió hasta el 53,6% (-4,2p.p. vs 2019). Recuperándose durante los siguientes ejercicios hasta el 57,2% en 2023e (-0,9p.p. vs 2022).

**Tabla 5. Principales KPIs (2017-2023e)**

| EUR Mn                            | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       | 2023e      |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Ingresos brutos por rentas</b> | <b>4,1</b> | <b>5,8</b> | <b>7,8</b> | <b>7,6</b> | <b>7,9</b> | <b>8,2</b> | <b>8,5</b> |
| Cto. GRI                          |            | 41,8%      | 34,1%      | -3,0%      | 4,0%       | 4,1%       | 3,5%       |
| <b>Ingresos netos por rentas</b>  | <b>3,8</b> | <b>5,4</b> | <b>7,3</b> | <b>7,1</b> | <b>7,3</b> | <b>7,6</b> | <b>7,9</b> |
| Mg. NRI                           | 93,4%      | 92,1%      | 93,6%      | 93,2%      | 92,9%      | 92,4%      | 92,7%      |
| <b>Ingresos operativos netos</b>  | <b>3,2</b> | <b>4,7</b> | <b>6,3</b> | <b>6,0</b> | <b>6,2</b> | <b>6,3</b> | <b>6,8</b> |
| Mg. NOI                           | 77,5%      | 80,2%      | 80,4%      | 78,6%      | 78,9%      | 77,1%      | 79,7%      |
| <b>EBITDA recurrente</b>          | <b>2,4</b> | <b>3,4</b> | <b>4,5</b> | <b>4,1</b> | <b>4,4</b> | <b>4,8</b> | <b>4,9</b> |
| Mg. EBITDA rec.                   | 57,7%      | 58,4%      | 57,8%      | 53,6%      | 55,6%      | 58,1%      | 57,2%      |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>2,4</b> | <b>3,9</b> | <b>5,2</b> | <b>4,2</b> | <b>4,4</b> | <b>6,9</b> | <b>5,7</b> |
| Mg. EBITDA                        | 57,9%      | 66,5%      | 66,7%      | 54,8%      | 55,8%      | 83,6%      | 66,6%      |
| <b>Otros Indicadores</b>          |            |            |            |            |            |            |            |
| GAV                               | 107,0      | 110,6      | 158,6      | 172,1      | 168,8      | 160,8      | 163,0      |
| NAV                               | 69,7       | 81,1       | 115,7      | 121,6      | 123,0      | 127,4      | 138,8      |

**Gráfico 10. Resultados de enajenaciones por tipología (2017-2023e)**

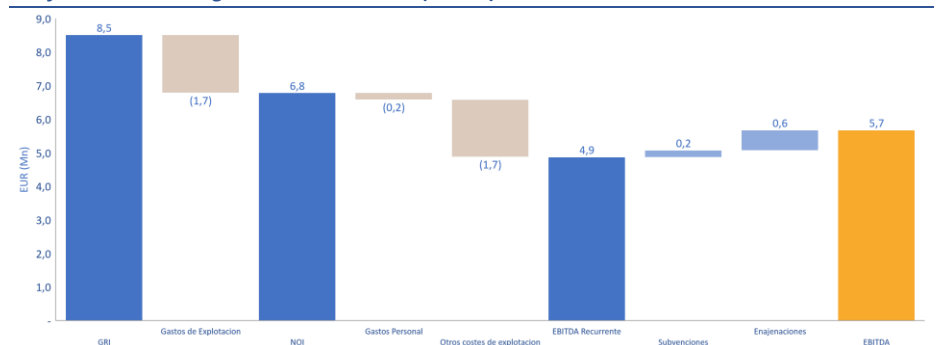


**Gráfico 11. Evolución de FFO y AFFO (2017-2023e)**



Para llegar al EBITDA de la compañía, ajustamos el valor por el resultado de las enajenaciones del periodo (incluidas en el cálculo de EBITDA ya que consideramos que son parte de la actividad de las SOCIMI). El EBITDA mostró un crecimiento de +15,5% TACC 2017-2023e. Influido por la variación del resultado de enajenación de activos. Durante el periodo 2017-2023e, la compañía reportó un resultado acumulado por enajenaciones de EUR 2,6Mn.

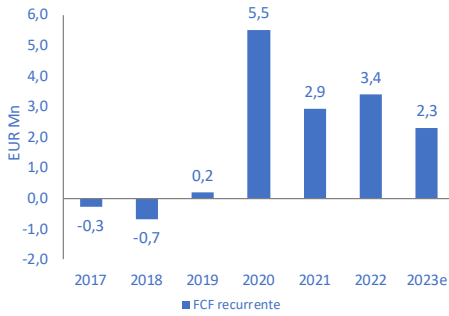
**Gráfico 12. Desde Ingresos hasta EBITDA (2023e)**



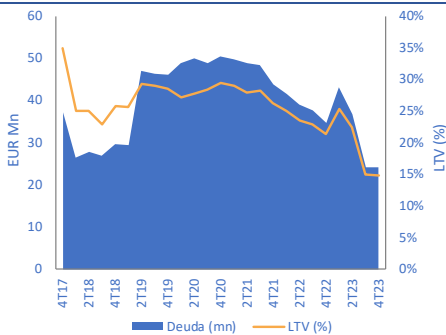
### ... y una generación de caja creciente

La evolución del flujo de caja operativo (Funds From Operations, FFO), es decir, el beneficio neto del ejercicio ajustado por todas las partidas que no representan un impacto en caja, ha pasado de EUR 2,0Mn en 2017 hasta los EUR 4,1Mn en 2023e (+13,0% TACC 2017-2023e). Durante el mismo periodo, los FFO/acc. crecen desde los EUR 0,40/acc. a los EUR 0,45/acc. (+1,8% TACC 2017-2023e). El comportamiento del FFO garantiza la política de dividendo de YVIT (EUR 0,45 FFO/acc vs EUR 0,42 Dividendo/acc. en 2023e). Ajustando los FFO por la inversión en CAPEX, obtenemos unos flujos por operaciones ajustados (AFFO) que crecen desde los EUR -0,6Mn en 2017 hasta los EUR 3,1Mn en 2023.

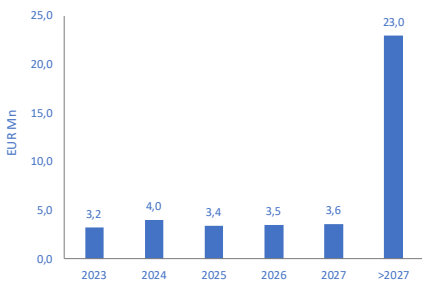
**Gráfico 13. Free Cash Flow rec. (2017-2023e)**



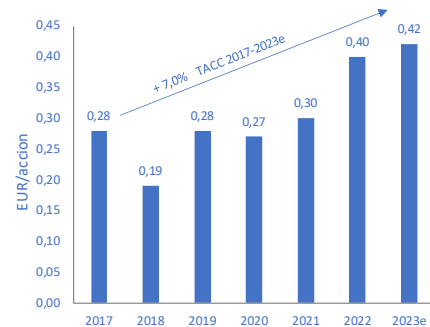
**Gráfico 14. Evolución del LTV (%) y DN (2017-2023e)**



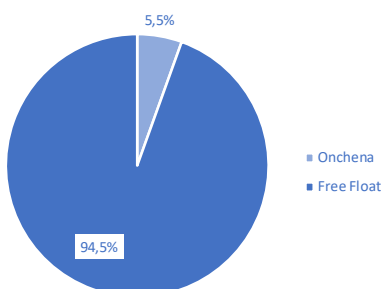
**Gráfico 15. Vencimiento de la Deuda Bruta**



**Gráfico 16. Dividendo por acción aprobado (2017-2023e)**



**Gráfico 17. Estructura accionarial (2023)**



Las principales partidas que lastran la generación de caja recurrente son i) los gastos financieros (c. EUR 0,9Mn/año) y ii) la inversión en CAPEX. El 10% de los inmuebles de la cartera, principalmente activos residenciales con necesidad de rehabilitación, son intensivos en CAPEX. En el resto de los activos las necesidades de inversión son inferiores. En total, desde 2017 a 2023e, la inversión acumulada en CAPEX es de EUR 7,9Mn (70,7% corresponde a activos residenciales). La transformación de estos activos ha sido uno de los catalizadores de la revalorización del NAV/acción.

A nivel de Free Cash Flow recurrente, YVIT ha pasado de EUR -0,3Mn en 2017 a EUR 2,3Mn en 2023. La partida más significativa con impacto en el FCF de la compañía es la rotación de la cartera y la adquisición de inmobiliarias/SOCIMIs. En el periodo 2017-2023 se han desinvertido activos por EUR 28,8Mn.

**El nivel de apalancamiento (14,9% s/GAV) supone una sólida posición financiera que invita a pensar en más crecimiento no orgánico (activos o M&A)**

Los estatutos de YVIT establecen una limitación de apalancamiento (DN/GAV) del 33%. Dicho límite podrá elevarse al 40% por causas excepcionales solamente durante un año.

La compañía puso en marcha una estrategia de desinversión en activos no estratégicos con el objetivo de disminuir su nivel de endeudamiento desde 2020 (anticipándose a las subidas de tipos) con la finalidad de capturar y capitalizar las mejores oportunidades del mercado. YVIT posee una estrategia activa de rotación de cartera. El objetivo, tal y como lo viene haciendo estos últimos años, es rotar entre un 3%-5% de la cartera al año. La compañía ha desinvertido activos por importe total de EUR 22,1Mn desde 2020 hasta hoy.

Adicionalmente, YVIT utiliza las ampliaciones de capital como método de financiación para facilitar la inversión. Entre 2017 y 2023 ha realizado 7 ampliaciones de capital (EUR 85,9Mn).

La Deuda Neta 2023 asciende a EUR 24,2Mn (-30,3% vs 2022; -45,2% vs 2021), el 49% está cubierta frente una evolución de los tipos de interés. El coste ponderado de la deuda es de 3,5% vs 5,1% de rentabilidad de la cartera (GRI/GAV).

Desde que la compañía empezó a cotizar en BME Growth en 2016, ha mantenido un nivel de apalancamiento medio de c.27% (DN/GAV) sobrepasando el límite del 33% únicamente durante dos trimestres en 2017, a raíz de la absorción de Consulnor (46% TV). El LTV a 2023e es del 14,9% (vs 21,6% en 2022; vs 29,8% SOCIMIs en BME Growth), el más bajo desde 2015, consecuencia de la ampliación de capital realizada en julio del 2023 (EUR 13,8Mn). El ratio de EBITDA/intereses 2023e es de 4,6x (vs 4,6x de media desde 2016).

**Un pago de dividendo creciente (DPA TACC 2017-2023e: +7,0%) que supone un Dividend Yield 2023 del 3,2%**

Debido a su carácter de SOCIMI, YVIT tiene obligación de repartir (una vez satisfechas las obligaciones legales): i) el 100% de los beneficios procedentes de dividendos, ii) al menos el 50% de los beneficios derivados de la transmisión de inmuebles/acciones/participaciones y iii) al menos el 80% del resto de beneficios obtenidos.

El pay-out se ha situado en niveles por encima del 100% desde 2021. En el periodo de 2017 hasta 2023, el DPA crece a una TACC de +7,0%. A partir de 2022, se establecen 4 pagos trimestrales con el mismo importe a lo largo del ejercicio. En concreto, YVIT ha aprobado un dividendo (que se ha repartido en 4 pagos a lo largo del 2023) de 0,42 EUR/acción (lo que, a precios actuales, supone un Dividend Yield de 3,2%; pay-out > 100%). Desde su salida a Bolsa (2016), YVIT ha repartido EUR c.16,3Mn a sus accionistas en forma de dividendos, lo que supone un pay-out acumulado de +279%.

**Estructura accionarial muy diversificada y sin accionistas de control. Una "rareza" en el sector SOCIMI español.**

Las sucesivas ampliaciones de capital desde su constitución en 2014 (dinerarias y no dinerarias) se elevan a 14, por un importe agregado de EUR 120Mn. Lo que ha diluido la participación de los accionistas de referencia. El accionariado en la actualidad no cuenta con ningún accionista de control y el único con una participación >5% es Onchena (family office).

A diferencia de las SOCIMIs de BME Growth (free float medio inferior al 10%), YVIT presenta un free float del 94%. A cierre del 2023, YVIT cuenta c.650 accionistas (Onchena 5,5%). Lo que implica un alto nivel de liquidez relativa respecto al segmento SOCIMI de BME Growth.

**En conclusión, ¿qué es YVIT hoy? La clave está en la diversificación de sus activos. Es decir, en crecer en condiciones (reales) de bajo riesgo.**

En nuestra opinión, YVIT es una SOCIMI con una cartera diversificada por tipo de activo y en ubicaciones prime, cuyo modelo de negocio se basa en:

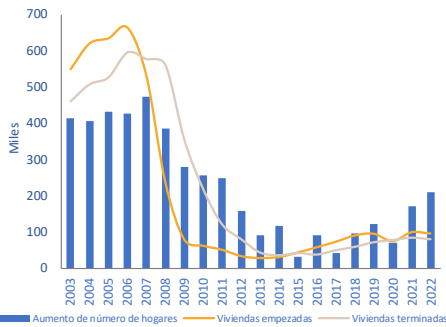
- **Exposición a distintos tipos de activos.** Una cartera de activos equilibrada entre residencial, comercial, oficinas e industrial hace posible aprovechar las diferentes fases del ciclo y permite adaptarse a las nuevas tendencias que influyan en la demanda. Esta diversificación contribuye a fortalecer la resiliencia y a mitigar los riesgos inherentes al negocio.
- **Cartera en activos “prime” en Madrid.** Concentrada en inmuebles con localizaciones estratégicas dentro del área metropolitana. Las ubicaciones en Madrid aseguran una demanda sólida y niveles de ocupación elevados (ocupación media del 96%). Adicionalmente, la calidad de los inquilinos y sus tasas de esfuerzos contenidas ayuda a disminuir el riesgo de morosidad de la cartera. La diversificación geográfica es hoy mínima (Madrid >90% s/GAV 2023).
- **Ingresos recurrentes.** Las rentas de los arrendamientos son recurrentes y crecientes y condicionados al nivel de ocupación (cerca de la ocupación plena). GRI TACC 2017-2023e: 12,9%.
- **Abante como gestora.** La gestión “externalizada” en Abante Asesores permite obtener unos márgenes en línea con sus competidores (Mg. EBITDA rec 2023e: 57,2%). Además, la cartera de clientes de Abante facilita el acceso a una fuente de potenciales accionistas que participen en las ampliaciones de capital y aportaciones patrimoniales.
- **Niveles de apalancamiento conservadores,** por debajo de la media sector. YVIT cierra el 2023 con una Deuda Neta del EUR 24,2Mn (un LTV de 14,9% vs 29,8% de las SOCIMIs en BME Growth). Lo que implica una estructura de capital conservadora. Y de bajo riesgo.
- **Y dividendos “seguro” y creciente.** Retribución al accionista estable y creciente (DPA +7,0% TACC 2017-2023). La compañía ha aprobado un dividendo de EUR 0,45/acc. para 2024e (+7,1% vs DPA 2023).
- **Elevada liquidez,** con un free float del c.94% y una difusión accionarial que la convierten en una de las SOCIMIs más invertibles y líquidas dentro del mercado BME Growth. (c.650accionistas) y un volumen acumulado de EUR 38,9Mn desde su salida a bolsa (29,4% vs Cap actual). La diversificación accionarial es estratégica para YVIT. La rotación de la capital media anual se sitúa en un nivel del 5,5%.
- **El mercado como objetivo prioritario.** En la estrategia de YVIT (corto, medio y largo plazo) el mercado no es un “convidado de piedra”. Sino “clave de bóveda”. Ya que el acceso a financiación no bancaria (que posibilite crecimiento no orgánico) depende casi exclusivamente del precio de la acción de la propia YVIT.

Hoy YVIT debe ser vista como una SOCIMI cotizada e invertible por sus condiciones de tamaño y liquidez. Objetivamente el modelo de negocio es de muy bajo riesgo (diversificación, ubicación de activos, apalancamiento) y el foco está puesto en el 100% de los accionistas. Buscando crecimiento del NAV, del dividendo y del precio de la acción, sin deteriorar el bajo perfil de riesgo de la compañía. Una opción práctica y realista de aprovechar el más que probable cambio de tendencia del inmobiliario cotizado español en 2024 (+13,5% vs Ibx 35 - 12m).



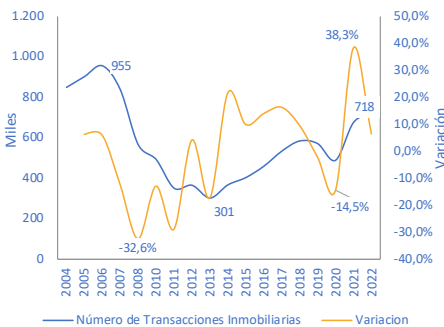
## El desequilibrio entre la oferta y demanda es esencial para entender el sector SOCIMI en España

**Gráfico 18. Nuevos hogares vs viviendas iniciadas y terminadas en España**



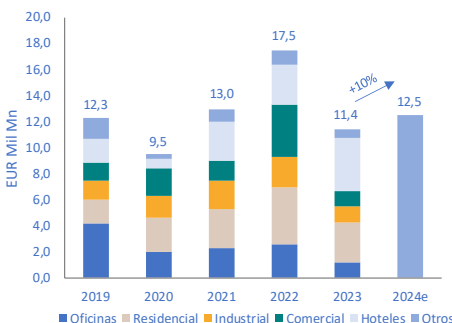
Fuente: MITMA, Banco de España.

**Gráfico 19. Número de transacciones inmobiliarias en España**



Fuente: MITMA.

**Gráfico 20. Inversión inmobiliaria por tipo de activo**



Fuente: CBRE.

El sector inmobiliario está muy correlacionado con el momento que atraviesa su economía. Y es un buen indicador de esta. Si la macro va bien, el sector inmobiliario lo hará bien (y viceversa). Una oferta rígida e inelástica, sumada al impacto de la macro en la demanda (mucho más fluctuante y dinámica), marca las perspectivas del sector a corto y medio plazo.

Al analizar el sector, el componente macroeconómico sigue siendo la variable más determinante. Sin embargo, la exposición a diferentes ramificaciones dentro del inmobiliario (residencial, retail, oficinas, logístico, etc.) garantizarán una diversificación que permitirá una resiliencia en entornos económicos adversos (alta inflación y tipos de interés) debido a los diferentes comportamientos de cada tipología de inmueble a lo largo del ciclo económico.

En este epígrafe nos centraremos en las dinámicas de oferta y demanda del mercado inmobiliario español de los últimos años, la evolución de sectores donde YVIT mantiene el grueso de su cartera y el mercado de SOCIMIs cotizadas en España.

### Las condiciones macroeconómicas actuales suponen un reto “teórico” para el sector inmobiliario, por el contexto de altos tipos de interés y desaceleración.

La elevada inflación ha obligado a los bancos centrales a elevar el coste de la deuda pese al riesgo evidente de recesión. En “pura teoría”, altas tasas de interés se traducen en un mayor coste de financiación para los compradores de inmuebles y, en consecuencia, una reducción en la demanda y caída de precios.

Pese a las condiciones desfavorables actuales (macro débil, inflación y tipos altos), el mercado inmobiliario español se muestra resiliente. La subida vertical de tipos (jul 22 – sept 23: +4,5p.p.), no ha lastrado en el inmobiliario residencial los precios de la vivienda (+12,9% -2y) ni del alquiler (+18,0% -2y).

### El mercado inmobiliario español ha sufrido una gran “transformación” desde la última crisis inmobiliaria (y el Covid-19)...

En c.15 años, el mercado español inmobiliario ha cambiado drásticamente: “para bien”. Un largo proceso de reestructuración y saneamiento hace que la “foto” hoy sea completamente distinta a la vista tras la crisis de 2008. La inversión total en inmobiliario asciende a EUR 11.400Mn en 2023 (-35% vs 2022) una variación explicada por las condiciones de financiación que ralentizan la inversión. Aun así, la inversión en España ha retrocedido menos que en Europa, en donde la inversión se ha situado un -48% respecto a 2022.

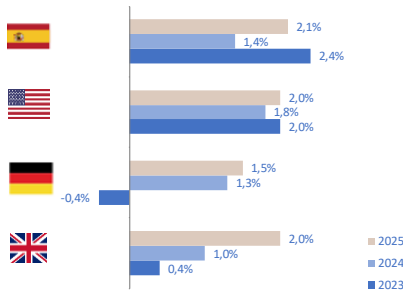
En el sector residencial, las principales características de este proceso son: (i) según el FMI, el porcentaje de deuda de los hogares en relación con el PIB se sitúa en el 53% en 2022 (vs 89% en 2009), (ii) el saldo de hipotecas vivas del 20% en 2023 vs 40% en 2008), (iii) los requisitos para obtener una hipoteca se han endurecido (LTV 80% vs 100% en 2008), (iv) la oferta de inmuebles disponibles se ha visto reducida drásticamente (variación acumulada de stock +532% durante 2004-2009 vs -31% en 2009-2022).

Tras la pandemia, el sector hotelero es el que se ha visto más beneficiado por la rápida recuperación del turismo, lo que ha llevado a suponer >35% de la inversión en 2023 (vs 20% en 2019). Según CBRE, ha superado los EUR 4.000Mn en transacciones (TTM; +30% vs 2022).

Por otra parte, las superficies comerciales y las oficinas han perdido paulatinamente peso en la inversión en favor de los hoteles y el residencial en España. La consolidación del teletrabajo ha afectado negativamente a la inversión en oficinas. Durante el año 2023, se realizaron operaciones EUR 267Mn en oficinas, lo que supone un descenso del -54% (vs 2022) según CBRE. La inversión en este tipo de activo se sitúa >15% del total del año (vs c.40% en 2015). No obstante, las ubicaciones “prime” en Madrid mantienen una alta demanda y concentraron el 72% de la inversión total en oficinas.

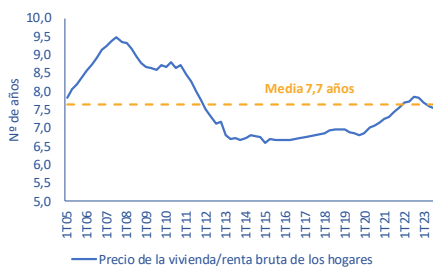


**Gráfico 21. Estimaciones del crecimiento del PIB para el 2023e, 2024e y 2025e**



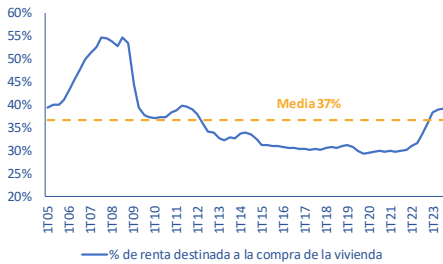
Fuente: OECD, BCE.

**Gráfico 22. Número de años para adquirir una vivienda**



Fuente: Banco de España.

**Gráfico 23. Esfuerzo medio (% de renta de los hogares españoles) para adquirir una vivienda**



Fuente: Banco de España.

El auge del e-commerce ha tenido efecto sobre los activos comerciales que han perdido atractivo durante 2023, donde la inversión ha caído -70% hasta los EUR 267Mn. Pese a ello, las empresas de retail mantienen su apuesta por la experiencia de compra física; que será determinante para la evolución futura del segmento comercial.

Estos cambios explican (parcialmente) la heterogeneidad del sector español. Y el efecto que las tendencias y los hábitos tienen sobre los diferentes segmentos. Esperamos que 2024e sea un año de transición y crecimiento entre el 5-10%, especialmente durante la segunda mitad del año, aunque hiperdpendiente del escenario macroeconómico.

**...y ha experimentado una sólida recuperación de la demanda (+8,8% TACC 2014-2022)**

La crisis económica de 2008 provocó un desplome en la demanda del segmento residencial, pasando de cerca de un millón de transacciones año (incluyendo vivienda nueva y vivienda usada) a niveles de c.300.000 viviendas/año en 2013. La recuperación, que comienza en 2014, viene explicada por 4 factores: i) mejora del empleo, ii) mayor facilidad de crédito (tipos del c.0%, 2013-2022), iii) la recuperación de la confianza en la economía y iv) una demanda claramente insatisfecha tras tantos años de crisis. Según datos de MITMA (Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana), las transacciones de vivienda en 2022 se situaron en c.717.000 (+6% vs 2021 y +47% vs 2020). La mejor cifra desde 2007 (c.837.000 transacciones), evidenciando la solidez de la demanda.

**Una demanda creciente frente una oferta estancada e insuficiente explican tanto el déficit estructural de vivienda como la presión en los precios de los inmuebles**

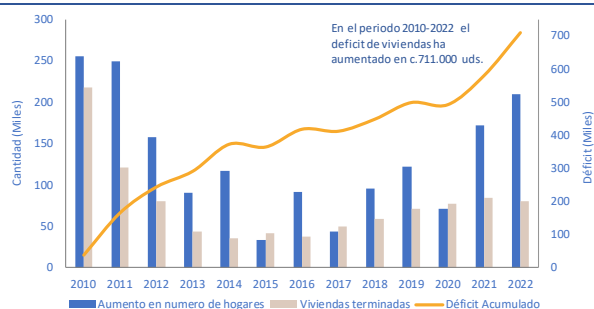
Una de las principales consecuencias de la crisis inmobiliaria española iniciada en 2008 fue la drástica contracción en las viviendas iniciadas. Pasando de c.600.000 viviendas libres en 2006 a c.35.000 en sus niveles más bajos en 2014 (una reducción en la oferta de c.94%).

Un déficit estructural que sigue sosteniendo los precios. En España los precios de la vivienda han aumentado un +8,1% en el 2023 (+7,6% 1S23, -1y) según Idealista. Mientras que la evolución interanual en otros países europeos con datos hasta el cierre del 1S23 muestran una tendencia bajista (Alemania c.-9,9%; Países Bajos c.-4,3%; Eurozona c.-1,7%) reflejando ya los efectos (teóricos) de la subida de tipos.

Las principales razones que explican el “anómalo” comportamiento de los precios de la vivienda en el mercado español son:

- i) La principal razón es la escasez de oferta de inmuebles. En 2022, el número de viviendas iniciadas y terminadas fue de c.97.000 y c.80.000 respectivamente. Mientras que el número de nuevos hogares alcanzó los c.200.000. El diferencial acumulado de hogares nuevos vs viviendas iniciadas en la última década (2013-2022) es de c.467.000 viviendas.
- ii) La fuerte demanda extranjera, tanto en el sector residencial como en el turístico. Tras las restricciones de la pandemia, la inversión extranjera ha aumentado considerablemente en España (principalmente en Madrid y Barcelona). Según el Colegio de Registradores de España, en 2022 el 13,75% de las compras de vivienda fueron formalizadas por extranjeros.
- iii) El encarecimiento de los materiales de construcción como factor adicional que ralentiza la recuperación de la obra nueva.

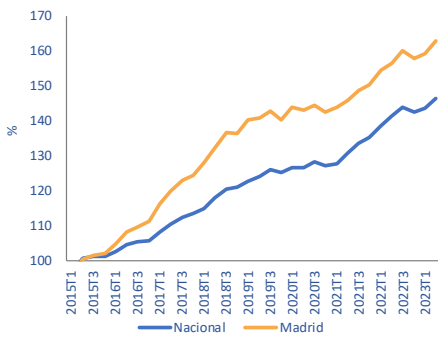
**Gráfico 24. Aumento en el número de hogares vs viviendas terminadas**



Fuente: Banco de España, MITMA.

En definitiva, el mercado residencial español parece navegar a contracorriente del resto de los mercados europeos. Pasando de una situación de exceso de oferta a principios de siglo al escenario actual, en que la demanda supera (por mucho) a la oferta. Sin sentir el efecto del aumento de los costes de financiación. La inversión y demanda extranjeras seguirán siendo el principal soporte del precio en el mercado inmobiliario (que estimamos siga al alza a m/p).

**Gráfico 25. Evolución de los precios de alquiler residencial. Base 2015 = 100**



Fuente: INE.

**Tabla 7. Variación precio del alquiler vs variación salarios (2014-2023)**

| tal       | Periodo   | Variación Precio del alquiler | Variación Renta Bruta | Variación Salarios |
|-----------|-----------|-------------------------------|-----------------------|--------------------|
| Fotocasa  | 2014-2023 | 61,5%                         | 21,3%                 | 13%                |
| Idealista | 2014-2023 | 61,6%                         | 21,3%                 | 13%                |

**Tabla 6. Variación del precio de la vivienda vs PIB en España**

| España          | 2020   | 2021  | 2022  | Acumulado 19-22 | 2023e | Acumulado 19-23e |
|-----------------|--------|-------|-------|-----------------|-------|------------------|
| Precio Vivienda | 0,9%   | 3,2%  | 4,4%  | 8,7%            | 8,1%  | 17,5%            |
| PIB             | -11,2% | 6,4%  | 5,8%  | 0,0%            | 2,4%  | 2,4%             |
| Diferencial     | 12,1%  | -3,2% | -1,4% | 8,7%            | 5,7%  | 15,2%            |

Fuente: INE e Idealista.

### Esfuerzo de los hogares españoles para acceder a una vivienda: propiedad vs alquiler

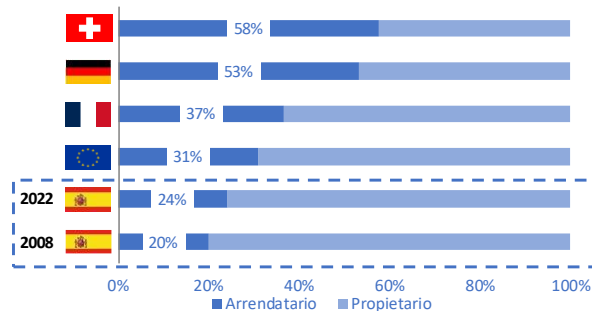
La subida del precio de la vivienda por encima de los salarios se ha mantenido constante durante los últimos años. Lo que, sumado al alza del coste de financiación, ha mermado el poder adquisitivo de las familias, aumentando la brecha entre el precio de la vivienda y los ingresos familiares. Desde el 2013, el esfuerzo medio de los hogares españoles (número de años necesario) para la compra de vivienda ha aumentado de forma continuada. Según datos de Banco de España, el esfuerzo medio necesario de los hogares españoles para la adquisición de una vivienda en 2022 equivaldría a 7,8 años de renta bruta (vs 9,4 años alcanzado en el 3T 2007 aunque por encima de la media histórica 7,7 años).

El porcentaje de la renta de los hogares destinado al alquiler se sitúa en 43% del salario bruto en 2023 (vs 28% en 2014). Según Idealista y Fotocasa, el precio de alquiler de viviendas ha aumentado un 61,5% entre los años 2014-2023 mientras que la renta bruta disponible por hogares ha aumentado un 21,3% durante el mismo periodo.

### Todo indica que el sector del alquiler seguirá creciendo en los próximos años

El mercado inmobiliario español se caracteriza por mantener un nivel históricamente bajo de vivienda en alquiler frente a en propiedad (c.24%). Pese al impulso experimentado desde 2008 (+4p.p.) aún se encuentra lejos de la media europea (31%).

**Gráfico 26. Vivienda en propiedad vs alquiler en Europa**



Fuente: Eurostat.

Esta tendencia ha elevado el precio del alquiler, especialmente, en las principales ciudades como Madrid o Barcelona. En concreto, en Madrid, el precio se sitúa en 17,9 EUR/m<sup>2</sup> (vs 11,5 EUR/m<sup>2</sup> en 2012). La falta de vivienda nueva es el principal catalizador del aumento de precios.

En nuestra opinión, son razones estructurales que no se revertirán con facilidad, lo que asegura una continuidad en el crecimiento del alquiler vs propiedad, permitiendo así que el mercado de alquiler siga creciendo en favor de los grandes operadores del sector (las SOCIMIS). Entre las que se encuentra YVIT con una cartera diversificada que genera unas rentas netas anuales de EUR 2,1Mn en residencial, EUR 3,0Mn en comercial, EUR 2,3Mn en oficinas y EUR 0,8Mn en logístico (c.90% de los ingresos se genera en el área de Madrid y alrededores).

### Sector Residencial: ralentización en la inversión, pero la falta de oferta impulsa los precios

Entre enero y septiembre de 2023, disminuye la inversión en el mercado de alquiler residencial español hasta los EUR 1.320Mn (-35% vs 2022). En el 3T 2023, la inversión superó los EUR 270Mn. Aunque la rentabilidad de las ubicaciones prime en Madrid aumenta hasta el 4,0% (+0,75p.p. vs 2022).

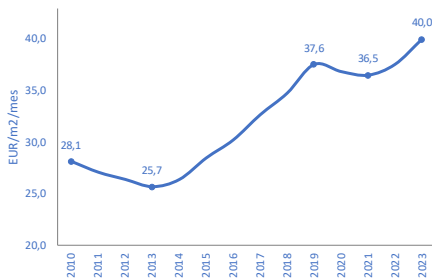
La dificultad para adquirir viviendas ha continuado impulsando la demanda de alquiler. La escasez de oferta en las principales ciudades de España mantiene un crecimiento constante en los precios del alquiler (+10,1% en 2023; TACC 2020-2023: +4,33%).

### Sector de Oficinas: las rentas en edificios “prime” siguen al alza

La tasa de ocupación en el país ronda el 75%, alineada con el promedio europeo. En Madrid, la tasa de disponibilidad ha alcanzado el 9,7% (ocupación 90,3%), siendo más estable en las zonas del centro de la ciudad (dentro de la M-30) por la fuerte demanda de oficinas de alta calidad y localización premium.

Las rentas en ubicaciones “prime” en Madrid han experimentado un ligero aumento del 2% interanual a cierre de septiembre 2023, alcanzando los c.38 EUR/m<sup>2</sup>, lo que supone una rentabilidad de 4,5% (+0,35p.p.; -1y). Las áreas centrales continúan siendo atractivas para los inquilinos dispuestos a pagar más por espacios en edificios bien ubicados y de alta calidad. Para el periodo 2024e-2026e esperamos una TACC de +1,1% en el precio de las rentas de las oficinas por la sólida demanda de espacios de calidad, y pese a la absorción de nuevo producto.

**Gráfico 27. Evolución de los precios de alquiler oficinas dentro M-30 (Madrid) (2010-2023)**



Fuente:CBRE

En 2023, la principal demanda de oficinas en Madrid provino de empresas de servicios profesionales, del sector inmobiliario y educativo, sectores como distribución y consumo han perdido protagonismo respecto a 2022. La creciente demanda por parte de inquilinos especialmente en zonas prime, propietarios e inversores en oficinas que cumplan con estándares ESG, está impulsando la creación de nuevos proyectos de edificios sostenibles en España.

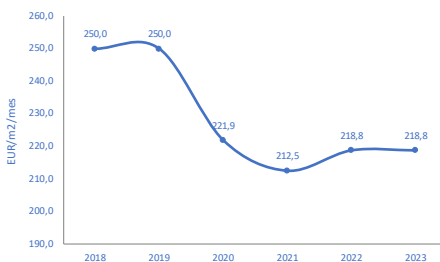
Las rentas en edificios de primera categoría pueden ser hasta un 15% más altas en promedio que el resto. Los edificios que no cumplen con estándares de calidad se enfrentan a tasas de desocupación más altas, descuentos en precio y tienen un menor potencial para aumentar las rentas, lo que podría impulsar la reconversión de estos edificios para otros usos. En el segmento de oficinas, la sostenibilidad (ESG) ha pasado a ser un instrumento de diferenciación y crecimiento.

### Sector Comercial: la mejora de la macro impulsará su evolución

El mercado de alquiler comercial enfrenta desafíos relacionados con la disminución de ingresos en los hogares y la desaceleración de las ventas minoristas no esenciales. A pesar de esto, la recuperación del turismo y el valor estratégico que implica en las tiendas físicas, incluyendo negocios nativos “on-line” que también buscan presencia física, continuará impulsando el mercado. Las principales áreas comerciales en Madrid y Barcelona han recuperado su afluencia prepandemia. La demanda local de alta calidad en las grandes zonas urbanas sigue sólida, y aunque las aperturas de tiendas son selectivas el negocio minorista busca nuevos espacios.

La inversión en el segmento comercial ha sido la más penalizada durante 2023, reduciéndose un -70% respecto 2022. El principal desafío al que se enfrentan estas superficies son la del comercio online, lo que ha llevado a los establecimientos a reinventarse como punto de recogida o de envío. Las zonas que mejor resisten son las que garantizan una gran afluencia.

**Gráfico 28. Evolución de los precios retail High Street Madrid (2018-2023)**



Fuente:CBRE

Desde la segunda mitad de 2022, se ha observado un aumento de las rentabilidades “prime”, lo que ha llevado a los inversores a ser más selectivos al evaluar activos comerciales. A cierre de 9m23, la rentabilidad prime en centros comerciales ha alcanzado el 6% (+0,6 p.p., -1y). En locales de calle, la rentabilidad prime ha llegado al 3,9% (+0,45 p.p., -1y), mientras que, en parques comerciales, la rentabilidad prime es del 5,8% (+0,35 p.p., -1y). Para el periodo 2023e-2027e estimamos una TACC del +1,9%.

A pesar de la desaceleración de la inversión causada por los cambios de tendencia en los consumidores, por la incertidumbre económica actual, esperamos un interés continuo de los inversores en el segmento comercial, impulsado por los activos que cumplen con los estándares ESG, lo que favorecerá la recuperación de la inversión a m/p y l/p.

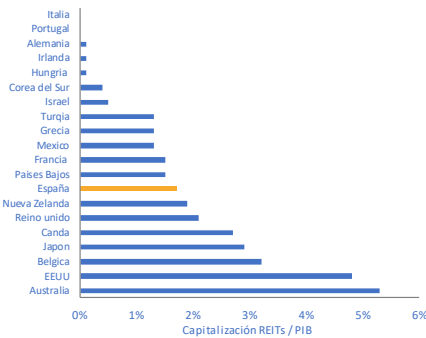
### SOCIMIs: una solución efectiva (y “única”) para invertir en real estate español y cotizado

Según el informe “SOCIMI un mercado que se consolida” de JLL (2023), EE.UU. cuenta con el mercado de REITs (Real Investment Trusts; SOCIMIs: Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria) más grande del mundo con una capitalización total de EUR 1,2Bn (4,8% de su PIB).

Reino Unido es el líder europeo con un mercado de EUR 65,000Mn (2,1% de su PIB). En España, el mercado de SOCIMI cerró 2023 con una capitalización bursátil de EUR 23.3312Mn (1,6% en términos de PIB), lo que supone un buen nivel de penetración y consolidación teniendo en cuenta que es un sector/vehículo con tan solo 12 años de vida.

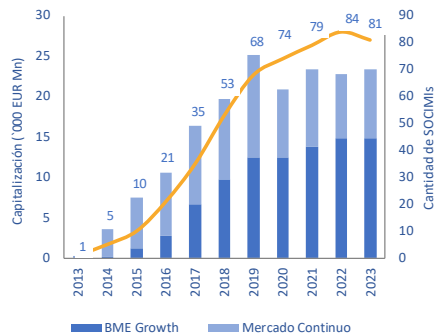
En España, las SOCIMIs nacen en el año 2009 (Ley 11/2009) aunque, en un inicio sin la acogida esperada, ya que el tratamiento fiscal difería significativamente de las ya establecidas en otras partes del mundo. No es hasta la aprobación de la Ley 12/2012 a finales de 2012 cuando las SOCIMIs españolas se acogen a un régimen similar a los REITs internacionales.

**Gráfico 29. Capitalización de los REITS vs PIB (2022)**



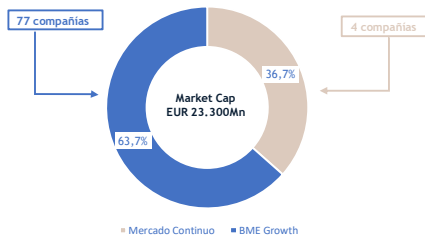
Fuente: JLL.

**Gráfico 30. Evolución de las SOCIMIs en el mercado español**



Fuente: FactSet, BME.

**Gráfico 31. Mercado de SOCIMIs cotizadas en España. (Continuo y BME Growth)**



Fuente: FactSet, BME.

A fecha de este informe, hay 81 SOCIMIs cotizadas en España, de las cuáles, sólo 4 cotizan en el Mercado Continuo (Merlin Properties, Inmobiliaria Colonial, Lar España y Árima) y suponen c.40% del valor de capitalización total. Únicamente Merlin y Colonial ya explican c.35% del valor total de las SOCIMIs cotizadas.

El resto de las compañías cotizan en BME Growth. Por lo general son compañías poco o nada conocidas por el inversor institucional que presentan una exposición variada tanto por tipo de inmueble (residencial, oficinas, comercial, logística y hoteles) como geográfica al real estate español. Ya que son compañías con activos casi exclusivamente en España.

El sector a nivel nacional está muy fragmentado. El tamaño promedio de estos vehículos de inversión es de c. EUR 200Mn (muy por debajo de grandes mercados como Japón, Australia, Reino Unido, Canadá o Francia). Lo que invita a pensar en el M&A como una vía natural de crecimiento y una tendencia del sector a la concentración (facilitada por la macro actual).

**Tabla 8. Operaciones corporativas del sector inmobiliario (2021-2022)**

| Compañía Adquirida             | Comprador                  | Año  | Deal Value (EUR Mn) | Participacion |
|--------------------------------|----------------------------|------|---------------------|---------------|
| Tree Inversiones Inmobiliarias | BBVA                       | 2022 | 1.987               | 100%          |
| Bleco Investment               | Santander                  | 2022 | 299                 | 100%          |
| Mile 22@                       | GMP SOCIMI                 | 2022 | 220                 | 100%          |
| C.C. Torrecardenas             | Lighthouse Properties      | 2022 | 172                 | 100%          |
| La finca global asset SOCIMI   | Grupo la finca promociones | 2022 | 130                 | 38%           |
| Lar España SOCIMI              | Castellana Properties      | 2022 | 96                  | 22%           |
| Montepino                      | Bankinter                  | 2021 | 1.200               | 95%           |
| Vivenio                        | Aware Super                | 2021 | 800                 | 49%           |
| Société Foncière Lyonnaise     | Colonial                   | 2021 | 800                 | 13%           |
| Meridional Gallega             | Montealito                 | 2021 | 12                  | 100%          |

Fuente: FactSet, CAPCorp.

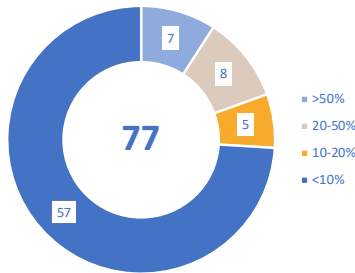
El segmento SOCIMI de BME Growth es percibido por el mercado como un área de pequeñas compañías (Mkt Cap medio de EUR 180Mn), con muy bajos niveles de free float (más del 80% de las SOCIMIs con un free float < 20%) y de liquidez relativa <1% (volumen anual vs Mkt Cap).

Podemos identificar dos grupos dentro del segmento SOCIMI de BME Growth. Por un lado, están todas aquellas que operan como vehículos de inversión para otras empresas y/o patrimonios familiares. Compañías que no tendrían como primer objetivo atraer nuevos inversores ni ampliar su base accionarial, lo que implica bajos niveles de "free float" (<10%). Una de las principales causas del bajo nivel de liquidez del sector. La combinación de reducido tamaño e iliquidez aleja a estas compañías (el grueso de las SOCIMIs de BME Growth) del óptimo desde el punto de vista del inversor institucional.

Por otro lado, encontramos las SOCIMIs que, en nuestra opinión, son claramente "invertibles": abiertas a captar nuevos accionistas y con niveles razonables de tamaño/free float/liquidez. Es decir: el segmento SOCIMI de BME Growth, casi siempre asociado a iliquidez extrema, y por tanto, no fácilmente invertible, sí tiene un conjunto de compañías que con criterios estándar de selección de inversión, "pasan cualquier filtro".

Hemos seleccionado aquellas SOCIMIs con capitalización superior a EUR 100Mn y free float superior al 20% (capitalización agregada de c. EUR 2.400Mn). Con una capitalización media por compañía de EUR 160Mn y una liquidez media por encima del 2,2%.

**Gráfico 32. Número de las SOCIMIs en el BME Growth según su free float**



Fuente: FactSet, BME.

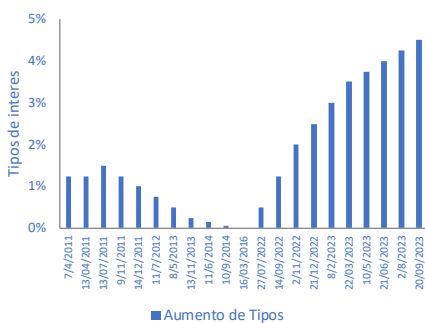
**Tabla 9. Principales SOCIMIs en el BME Growth según Free Float**

| SOCIMI        | Free Cap (EUR Mn) | Liquidez Media |
|---------------|-------------------|----------------|
| ATOM Hoteles  | 275,8             | 1,3%           |
| ORES          | 152,2             | 1,0%           |
| Vitruvio      | 119,2             | 5,5%           |
| Millenium     | 102,4             | 1,5%           |
| All Iron      | 101,6             | 1,0%           |
| Adriano Care  | 87,7              | 0,0%           |
| Silicius      | 81,0              | 4,7%           |
| Inversa Prime | 59,0              | 8,0%           |
| Ibervalles    | 56,2              | 0,0%           |
| Serrano 61    | 47,0              | 1,1%           |
| GOP           | 38,1              | 7,6%           |
| Hispanotels   | 33,8              | 0,2%           |
| Trajano       | 28,0              | 0,9%           |
| Arrienda      | 27,8              | 0,5%           |
| Veracruz      | 19,7              | 0,8%           |

Fuente: FactSet, BME.

Nota: La liquidez media es calculada como el volumen negociado (-1y) dividido entre la capitalización.

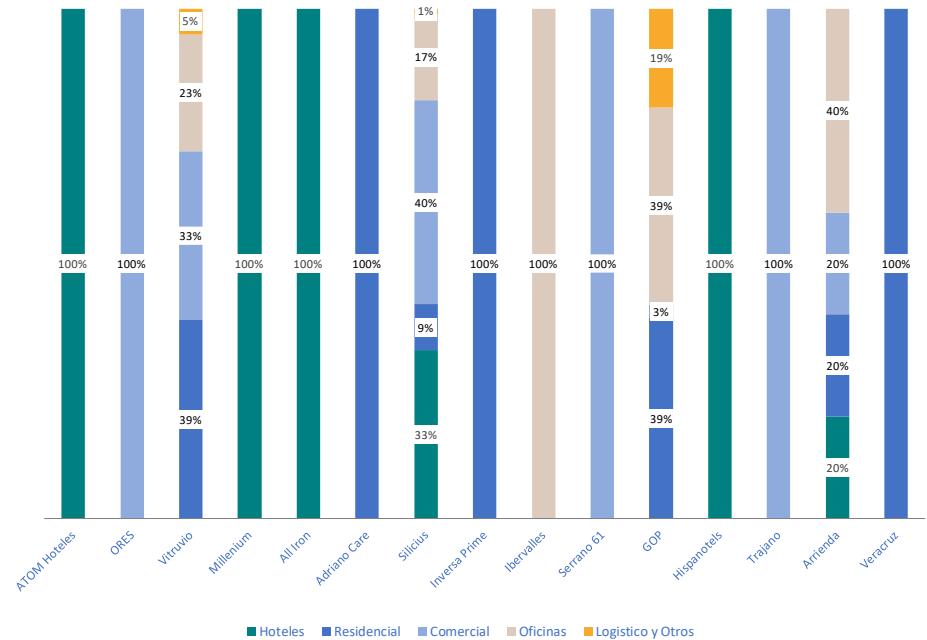
**Gráfico 34. Aumento de tipos de interés desde 2011**



Fuente: BCE.

La diversificación en la exposición de los activos es un factor clave a la hora de “navegar” las diferentes fases del ciclo, permitiendo a los inversores con una filosofía conservadora capturar las rentabilidades más atractivas del sector al mismo tiempo que disminuyen el riesgo de su inversión. Y la selección de SOCIMIs invertibles se demuestra especialmente atractiva en la medida en que ofrece múltiples opciones en términos de mix de activos.

**Gráfico 33. Tipología de la cartera de las principales SOCIMIs “invertibles” en BME Growth**



Fuente: Web corporativas.

Aunque con predominancia de compañías monoactivo del sector hotelero (5). En total se identifican hasta 15 SOCIMIs invertibles con criterios exigentes en términos de tamaño y liquidez. YVIT es una de ellas.

**Tabla 10. KPIs principales SOCIMIs (2022)**

|               | Market Cap. (EUR Mn) | Nº Acc. (Mn) | Precio (EUR) | GAV (EUR Mn) | NAV (EUR Mn) | Descuento | Ingresos (EUR Mn) | BPA (EUR) | DPA (EUR) | Div. Yield | LTV   | DN (EUR Mn) |
|---------------|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|-------------------|-----------|-----------|------------|-------|-------------|
| ATOM Hoteles  | 364,9                | 32,3         | 11,3         | 774,4        | 468,4        | -22,1%    | 13,8              | 0,27      | 0,22      | 2,0%       | 39,5% | 306,0       |
| ORES          | 210,5                | 196,7        | 1,1          | 361,5        | 203,5        | 3,4%      | 22,3              | 0,03      | 0,09      | 8,6%       | 43,7% | 158,0       |
| Vitruvio      | 126,1                | 9,2          | 13,7         | 163,0        | 138,8        | -9,1%     | 8,2               | 0,49      | 0,41      | 3,0%       | 14,9% | 24,2        |
| Millenium     | 290,1                | 116,0        | 2,5          | 595,4        | 539,4        | -45,8%    | 13,0              | 0,03      | 0,00      | 0,0%       | 9,4%  | 56,0        |
| All Iron      | 123,6                | 13,2         | 9,4          | 212,5        | 160,0        | -22,3%    | 3,8               | 0,24      | 0,02      | 0,2%       | 24,7% | 52,5        |
| Adriano Care  | 122,4                | 12,0         | 10,2         | 221,7        | 150,4        | -18,6%    | 10,9              | 0,20      | 0,20      | 2,0%       | 32,2% | 71,4        |
| Silicius      | 342,2                | 31,4         | 10,9         | 649,7        | 430,0        | -20,4%    | 29,2              | 0,60      | 0,03      | 0,3%       | 33,8% | 219,7       |
| Inversa Prime | 97,2                 | 78,4         | 1,2          | 156,7        | 125,0        | -22,9%    | 2,2               | 0,01      | 0,00      | 0,2%       | 20,2% | 31,6        |
| Ibervalles    | 242,4                | 38,5         | 6,3          | 260,0        | -            | -         | -7,4              | -0,11     | -         | n.a.       | -     | -           |
| Serrano 61    | 107,0                | 5,0          | 21,4         | -            | -            | -         | 4,5               | -0,35     | -         | n.a.       | -     | 35,9        |
| GOP           | 94,1                 | 6,2          | 15,2         | 196,0        | 131,5        | -28,5%    | 11,5              | 1,04      | 0,99      | 6,5%       | 32,9% | 64,5        |
| Hispanotels   | 64,8                 | 11,2         | 5,8          | -            | -            | -         | 7,4               | 0,45      | 0,47      | 8,0%       | -     | -           |
| Trajano       | 63,2                 | 14,2         | 4,4          | 152,2        | 85,0         | -22,4%    | 17,6              | 0,38      | 0,16      | 3,5%       | 44,2% | 67,2        |
| Arrienda      | 60,2                 | 20,6         | 2,9          | -            | -            | -         | 2,1               | 0,06      | 0,07      | 2,5%       | -     | 5,7         |
| Veracruz      | 86,0                 | 2,8          | 31,0         | -            | -            | -         | 9,9               | 0,95      | 0,89      | 2,9%       | -     | 35,9        |

Fuente: BME, FactSet.

**En conclusión, ¿Ante el inicio de un nuevo paradigma?**

El deterioro de la situación macro, en España, junto a la evolución de los tipos de interés está teniendo un impacto ya “palpable” en la evolución del sector inmobiliario en Bolsa. Aunque se trata de un escenario lógico y descontado por los mercados desde el inicio de la subida de tipos a mediados de 2022. Las principales inmobiliarias y SOCIMIs del país han llegado a mostrar descuentos por encima del 50% frente a su NAV (principal referencia de valoración en el sector inmobiliario). A fecha de este informe, los descuentos (vs NAV 2023) de Merlin, Colonial y LAR España se sitúan en -39%, -48% y -41%, respectivamente. Es decir, el sector ya habría descontado “el peor de los mundos”.

Los últimos datos publicados de inflación de diciembre (+3,1%, -1y) y el fin de la subida de tipos (actualmente en 4,5% en la zona euro), invitan a pensar que el peor momento ya ha pasado. El Banco Central Europeo (BCE) ha manifestado su intención de comenzar a bajar los tipos de interés a partir de la segunda mitad de 2024e (al igual que la Fed), lo que, en nuestra opinión, debe suponer un respiro para las valoraciones de los activos (penalizadas por el coste financiación) y un punto de inflexión en los precios de las acciones, ya muy castigadas.

Este eventual reconocimiento del valor justo de los activos por parte del mercado cotizado supondría un catalizador de la industria en el m/p y l/p. Además de abrir la puerta a una reactivación de las operaciones corporativas. Es decir, el sector inmobiliario en su conjunto enfrenta un futuro cada vez más positivo. Y la disponibilidad de opciones cotizadas de inversión aparece como algo útil y necesario. Las SOCIMIs son una opción teórica. Pero también práctica en la medida que también ofrecen algunas alternativas objetivamente invertibles, no solo en el Mercado Continuo, también dentro de las cotizadas en BME Growth.

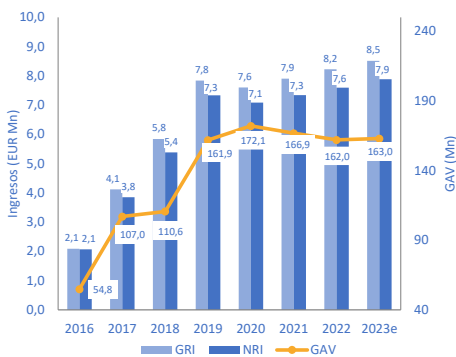


## Una cartera diversificada, en ubicaciones premium (máxima ocupación) y con capacidad de crecer (+4,0% TACC 23e-25e)

YVIT es una SOCIMI de pequeño tamaño con un enfoque patrimonialista y visión de largo plazo. El mayor atractivo de su cartera es la concentración de los activos en zonas CBD (Central Business District; premium) en Madrid (c.90% del GAV) que garantizan una elevada ocupación (incluso durante el Covid-19, dónde se situó en el 96,5%). Es una de las SOCIMIs con mayor liquidez en BME Growth (free float: 94%). Además, el peso equilibrado entre residencial, comercial y oficinas (residencial c.40%) incrementa la defensividad del modelo de negocio.

Durante el período 2016-2023, YVIT ha triplicado su tamaño (GAV) elevándolo hasta EUR 163Mn (vs 54,8Mn en 2016), acompañado por un salto en ingresos (GRI 2023: 4,1x 2016) y en rentabilidad (Mg. EBITDA rec. 2023e: 57,2% vs 45,6% en 2016).

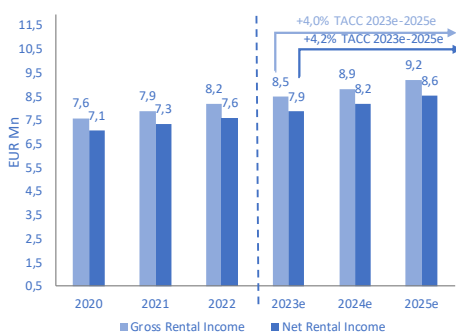
**Gráfico 35. Evolución GAV vs GRI y NRI (2016-2023e)**



Identificamos dos etapas distintas en el crecimiento de YVIT: (i) la primera (2016-2020), donde la compañía se benefició de un descuento muy bajo (0%-6%) del precio de la acción sobre el NAV que hizo posible el “salto” en tamaño (GAV, Ingresos, EBITDA) a través de M&A (con pago en acciones) y aportaciones patrimoniales pagadas sin dilución y (ii) la segunda etapa (2020-2023), donde el mayor descuento Mkt Cap/NAV (13%-28%) ralentizó la capacidad de aumentar de tamaño vía M&A, poniendo el foco en recuperar niveles de rentabilidad operativos (pre-Covid-19) y mejorar la retribución al accionista (DPA 2020-2023: +15,9% TACC).

YVIT cierra 2023 con EUR 163Mn de GAV (vs EUR 160,8Mn en 2022) y un GRI Yield 2023 del 5,2% (5,1% en 2022). Es decir, en 2023 mejora la rentabilidad de los alquileres sin aumentar el GAV.

**Gráfico 36. Evolución de los ingresos y ocupación NRI vs GRI (2022-2025e)**



Ahora, en un entorno macroeconómico agitado (inflación, subidas de tipos, malas perspectivas económicas), surgen las siguientes preguntas: ¿cuál es la capacidad de crecimiento orgánico (sin variaciones del GAV) del negocio? ¿qué niveles de rentabilidad podría alcanzar? ¿Cuál es su capacidad de generación de caja?, y ¿cómo podría evolucionar el reparto de dividendos en los próximos años?

### Un modelo de negocio dependiente de la macro (como cualquier inmobiliaria) pero que ofrece una elevada visibilidad (Ingresos: +4,0% TACC 2023e-2025e)...

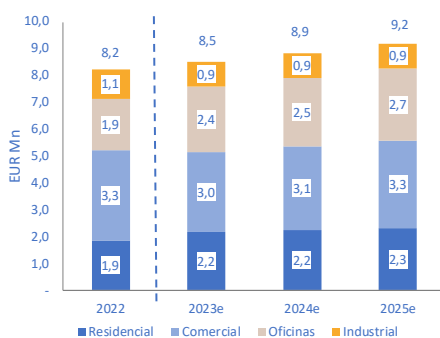
La actividad de YVIT se basa principalmente en: (i) las rentas por los arrendamientos y (ii) la rotación de activos. La línea de negocio de arrendamientos es defensiva (y recurrente) lo que implica una elevada visibilidad para los próximos ejercicios. Con un GAV estable, estimamos un crecimiento orgánico de un dígito bajo en ingresos (GRI: +4,0% TACC 2023e-2025e). Las tres variables sobre las que pivotan nuestras estimaciones se pueden resumir en:

- **Ocupación elevada:** El foco de inversión de YVIT pasa por la adquisición de activos en ubicaciones premium. Por áreas: (i) en residencial, aquellas que se encuentren en zonas más tensionadas, disfrutando de una demanda (casi) inelástica, (ii) en comercial, el foco está en actividades de restauración, ocio y salud y belleza y (iii) en oficinas, el foco está en ubicaciones CBD (Central Business District) en los que YVIT busca una elevada ocupación. Todo ello, nos lleva a estimar una ocupación media anual del 97,8% hasta 2025e.
- **Crecimiento de rentas a un dígito medio:** Históricamente en el sector, los incrementos de las rentas se producen con ocupación c.100%. Lo que implica una correlación directa entre el nivel de ocupación y la capacidad de YVIT de subir precios a los inquilinos.

Por ello, proyectamos un crecimiento orgánico de los ingresos brutos (GRI) de: (i) TACC 23e-25e: +3,3% en el residencial, (ii) TACC 23e-25e: +4,8% tanto en comercial como en oficinas y (iii) sin variación significativa en logístico (tras la venta de la nave de Getafe). Lo que implicara un GRI yield de 5,2% en 2023e y de 5,6% en 2025e.

En el crecimiento estructural por tipo activo, destaca industrial (>10%) frente a residencial (c.3,5%).

**Gráfico 37. Evolución de los ingresos por tipología (2022-2025e)**



**Tabla 11. Proyecciones de GRI por tipología (2019-2025e)**

| GRI Yield (%) | 2019        | 2022        | 2023e       | 2024e       | 2025e       | TACC (GRI)  |             |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|               |             |             |             |             |             | 2019-2022   | 2022-2025e  |
| Residencial   | 3,8%        | 3,0%        | 3,4%        | 3,5%        | 3,6%        | 5,9%        | 7,4%        |
| Comercial     | 3,9%        | 6,0%        | 5,5%        | 5,8%        | 6,1%        | 3,8%        | -0,7%       |
| Oficinas      | 6,6%        | 6,5%        | 6,5%        | 6,8%        | 7,1%        | -0,2%       | 11,4%       |
| Industrial    | 11,0%       | 8,9%        | 11,3%       | 11,4%       | 11,5%       | -6,7%       | -4,5%       |
| <b>Total</b>  | <b>4,9%</b> | <b>5,1%</b> | <b>5,2%</b> | <b>5,4%</b> | <b>5,6%</b> | <b>1,6%</b> | <b>3,8%</b> |

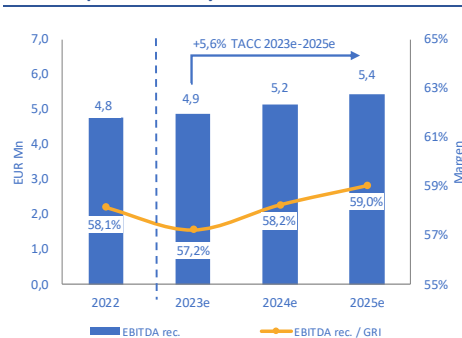
Los gastos repercutibles a los inquilinos (c. 7% s/GRI) se mantienen fijos para el período proyectado. Lo que lleva el Net Rental Income (NRI; ingresos en nuestro modelo) a EUR 8,2Mn 2024e (yield s/GAV; 5,0% vs 4,7% en 2022). Estimamos que el aumento de precios siga empujando el NRI Yield hasta el 5,3% en 2025e (+0,7p.p. vs 2019).

- **Rotación de activos:** Si bien la actividad de rotación de la cartera (compra/venta de inmuebles) es el principal driver de crecimiento de YVIT, nuestras estimaciones no recogen ninguna operación inorgánica de compra/venta que no sea pública. Por tanto, todas las proyecciones de nuestro modelo utilizan el último dato publicado del GAV 2023 EUR 163Mn.

Lo anterior apunta a unos ingresos totales (GRI) de EUR 8,9Mn en 2024e (+4,0% vs 2023) y EUR 9,2Mn en 2025e (+4,0% TACC 2023e-2025e). Unos ingresos con un alto grado de defensividad por la ubicación “prime” de los activos y con una recurrencia “casi” total (salvo por las pequeñas fluctuaciones del nivel de ocupación). Pese a que nuestras estimaciones no incorporan aumentos en el GAV, no se puede descartar que se lleven a cabo (más aún en el previsible entorno de bajada de tipos de interés y posibles reducciones del descuento Mkt Cap/NAV antes de 2025e), lo que supone un “riesgo” de revisión al alza de nuestras estimaciones.

### Una estructura de costes asentada y que lleva a crecimientos de EBITDA en línea con los ingresos (+5,6% TACC 2023-2025e). Y márgenes estables

El coste de ventas corresponde tanto a los gastos repercutibles al inquilino como a los gastos a cargo de YVIT como propietario. Estimamos un Mg. Bruto (Net Operating Income; NOI) del c.80% para el período 2024e-2025e (en línea con 2023 y con los niveles pre-Covid).

**Gráfico 38. Evolución del EBITDA recurrente y EBITDA (2022-2025e)**


La naturaleza del negocio no permite grandes economías de escala. Por debajo del NOI, el mayor gasto se corresponde con la comisión de gestión de Abante (0,75% del NAV más una comisión de éxito del 5% en caso de incremento del NAV/acc.), dejando a YVIT con unos gastos “prácticamente fijos”. El EBITDA recurrente de la compañía ha crecido un +13% TACC 2017-2023 (en línea con el comportamiento del GRI, NRI y NOI), lo que aporta una elevada visibilidad. Y reduce el nivel de riesgo asociado al negocio.

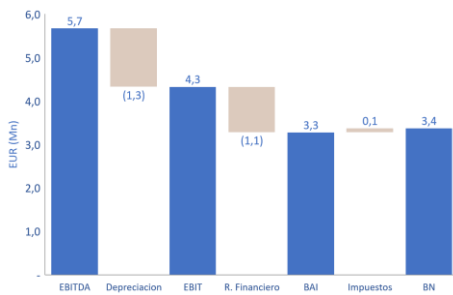
A nuestro juicio, YVIT cuenta con una estructura de costes con ligero margen de mejora. Lo que nos lleva a estimar unos gastos de estructura (incluyendo la comisión de Abante y los gastos de explotación restantes) de EUR 1,9Mn anuales hasta 2025e. Todo esto permitiría a YVIT registrar un Mg. EBITDA rec. 2025e de 59,0% (vs 57,2% en 2023e; Mg. EBITDA rec. medio 2017-2022 56,9%). Márgenes “inevitadamente” estables.

Por debajo del EBITDA recurrente, estimamos un ingreso por subvención de EUR 0,2Mn anual (vigente hasta 2028) concedido por el Ministerio de Fomento (sobre el repago del principal + intereses de un préstamo concedido para Vivienda Social que se adquirió junto al terreno en 2018). En relación con el resultado de enajenaciones de activos, estimamos unos resultados de EUR 0,6Mn en 2023 (resultado de la venta de una nave logística en Getafe). Lo que dejaría un EBITDA 2023 de EUR 5,7Mn. No estimamos resultados por enajenaciones para 2024e y 2025e.

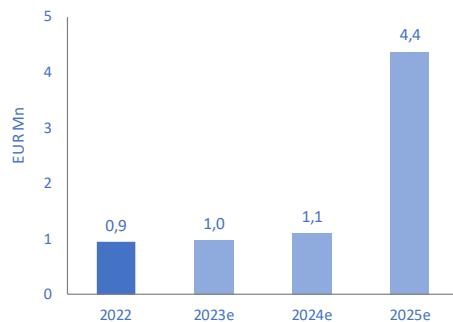
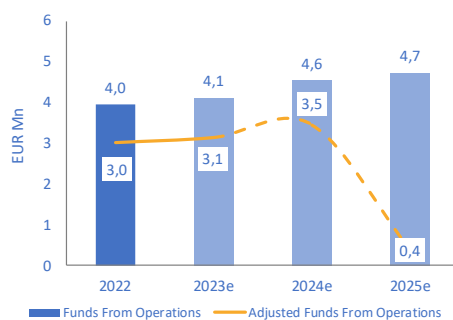
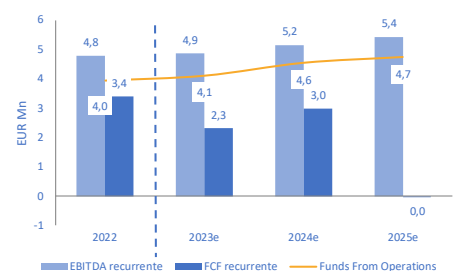
### Capacidad de generación de Beneficio Neto positivo, recurrente y creciente

Las principales partidas que se encuentran entre EBITDA y Beneficio Neto son:

- **Depreciación:** Esperamos un gasto de amortización estable basado en un GAV de EUR 163Mn sin variaciones. Estimamos una amortización de EUR 1,3Mn para 2024e-2025e.

**Gráfico 39. Desde EBITDA hasta BN 2023e**


- **Variación del valor de los inmuebles:** El valor de los inmuebles de YVIT es revisado anualmente por un experto independiente. Desde 2018, ha registrado un deterioro neto acumulado del valor de los inmuebles de EUR 12,9Mn (principalmente en 2020 y 2022 por la subida de tipos). No estimamos deterioro o revalorización de los inmuebles de YVIT para el período proyectado.
- **Gastos Financieros.** Proyectamos c.EUR 1Mn/año para el período estimado. Esperamos que se mantengan estables, combinación de la previsible bajada de tipos y el incremento de la deuda.
- **Tasa fiscal:** YVIT se acoge al régimen fiscal especial de las SOCIMIS (0%). En nuestras estimaciones para 2024e-2025e asumimos EUR 0,1Mn/año, por la reversión del activo/pasivo por impuesto diferido que aflora en la compra/venta de inmuebles.

**Gráfico 40. Evolución del CAPEX (2022-2025e)**

**Gráfico 41. Evolución de FFO y AFFO (2022-2025e)**

**Gráfico 42. Evolución EBITDA rec., Free Cash Flow rec. y FFO (2022-2025e)**

**Tabla 12. Desde EBITDA rec. hasta Beneficio Neto (2020-2025e)**

|                                  | 2021       | 2022       | 2023e      | 2024e      | 2025e      |
|----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>EBITDA Recurrente</b>         | <b>4,4</b> | <b>4,8</b> | <b>4,9</b> | <b>5,2</b> | <b>5,4</b> |
| EBITDA rec. / Ingresos           | 55,6%      | 58,1%      | 57,2%      | 58,2%      | 59,0%      |
| Subvenciones                     | 0,2        | 0,2        | 0,2        | 0,2        | 0,2        |
| Resultado de Enajenaciones       | (0,2)      | 1,9        | 0,6        | -          | -          |
| <b>EBITDA</b>                    | <b>4,4</b> | <b>6,9</b> | <b>5,7</b> | <b>5,4</b> | <b>5,6</b> |
| EBITDA/Ingresos                  | 55,8%      | 83,6%      | 66,6%      | 60,5%      | 61,2%      |
| Depreciación                     | (1,3)      | (1,3)      | (1,3)      | (1,3)      | (1,3)      |
| Variación del valor del inmueble | (0,5)      | (1,9)      | -          | -          | -          |
| <b>EBIT</b>                      | <b>2,6</b> | <b>3,7</b> | <b>4,3</b> | <b>4,0</b> | <b>4,3</b> |
| EBIT / Ingresos                  | 32,9%      | 44,8%      | 50,8%      | 45,6%      | 47,0%      |
| Resultado Financiero Neto        | (1,0)      | (0,8)      | (1,1)      | (0,9)      | (1,0)      |
| <b>Beneficio Ordinario</b>       | <b>1,6</b> | <b>2,9</b> | <b>3,3</b> | <b>3,1</b> | <b>3,3</b> |
| Impuestos                        | 0,1        | (0,2)      | 0,1        | 0,1        | 0,1        |
| <b>Beneficio Neto</b>            | <b>1,7</b> | <b>2,7</b> | <b>3,4</b> | <b>3,2</b> | <b>3,4</b> |
| <b>Beneficio Neto Ordinario</b>  | <b>2,2</b> | <b>2,5</b> | <b>2,5</b> | <b>3,0</b> | <b>3,2</b> |

Nota: Beneficio Neto Ordinario excluye no recurrentes, variación del valor de los inmuebles y extraordinarios, aplicando el impuesto correspondiente (en el caso de YVIT, activos y pasivos por impuestos diferidos generados por la compra/venta de inmuebles).

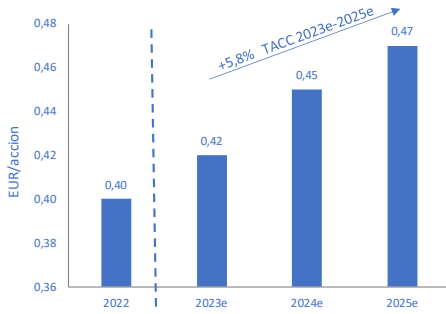
El nivel de EBITDA/año estimado para el período 2023e-2025e de c. EUR 5Mn, debiera traducirse en niveles de Beneficio Neto de c. EUR 3Mn (conversión de EBITDA en BNO de c.60%) recurrentemente. Sujeto a la variación del valor de los inmuebles y a los resultados de enajenaciones (no contemplados en nuestro modelo).

### Alta capacidad de generar FCF, que revierte en el accionista. El foco de la estrategia está en asegurar/maximizar el Dividend Yield (2024e: 3,4%)

La alta capacidad de generación de CF del negocio patrimonialista es uno de los mayores atractivos de YVIT. Aunque La generación de FCF Rec. en el período 2024e-2025e estará condicionada por el CAPEX. Pese a que el modelo de negocio de YVIT no es intensivo en capital.

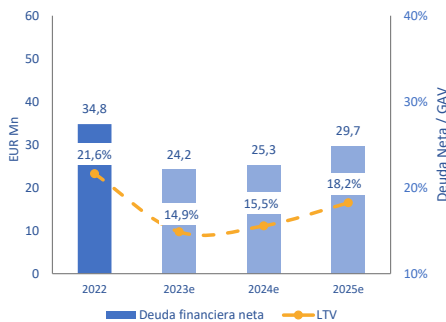
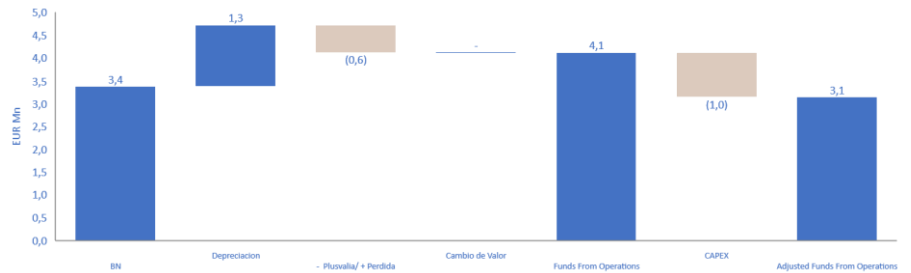
Estimamos una inversión de CAPEX en 2024e, de EUR 1Mn (en línea con los años anteriores). Para 2025e, esperamos un gran salto en la inversión hasta los EUR 4,4Mn, explicado por las reformas necesarias en el activo Duque de Rivas 4 (primer coliving de YVIT) el cual debería estar operativo a partir del año 2026e.

Para 2024e, proyectamos un Free Cash Flow Recurrente de EUR 3,0Mn (+29,3% vs 2023) y sin FCF Rec. positivo en 2025e. Por otra parte, para el flujo de caja operativo "Fund From Operations" (FFO; BN + Amort +/- Resultados por enajenación +/- Cambios en el valor de activos) esperamos que crezcan a un +7,3% TACC 2023-2025e. Estimamos para el 2023e EUR 4,1Mn (+4,1% vs 2022). Para el 2024e y 2025e esperamos que se sitúe c. EUR 4,6Mn y EUR 4,7Mn respectivamente.

**Gráfico 44. Evolución del DPA (2022-2025e)**

**Tabla 13. Rentabilidad por dividendo mercado continuo, BME Growth e YVIT**

|          | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------|------|------|------|------|
| Continuo | 3,0% | 2,9% | 2,2% | 5,2% |
| Growth   | 7,0% | 4,3% | 1,5% | 2,9% |
| YVIT     | 1,9% | 2,3% | 2,8% | 3,5% |

Fuente: JLL.

**Gráfico 45. Evolución DN y LTV (2022-2025e)**

**Gráfico 43. Desde BN hasta AFFO (2023e)**


YVIT tiene previsto mantener la política de dividendos que establece la ley de SOCIMIs (80% del BN). Además, el objetivo de YVIT es el de subir cada año el dividendo, al menos, lo mismo que la inflación. El reparto de dividendos es uno de los pilares de la estrategia de YVIT.

En 2023, YVIT ha aprobado un dividendo total de 0,42 EUR/acc (3,2% Dividend Yield 2023e, +100% de pay-out). El pago del dividendo se realiza en 4 pagos a lo largo del año. Para los años 2024e y 2025e esperamos un crecimiento en el dividendo del 5% anual, es decir, 0,45 EUR/acción y EUR 0,47 EUR/acc, lo que implicaría un pay-out por encima del 100% cada año (Dividend Yield 2025e: 3,4%).

La rentabilidad por dividendo de YVIT ha aumentado desde el 2019 en +1,6p.p. En 2021 y 2022 se situó por encima de la media de las SOCIMIs del BME Growth (Tabla 13).

### Sólida posición financiera gracias al bajo nivel de apalancamiento (LTV<20%)

La generación de caja del negocio permite a YVIT no necesitar de capital adicional para financiar su actividad orgánica. No obstante, la compra/venta de inmuebles afecta al nivel de endeudamiento de la compañía. Desde 2020, YVIT ha seguido una estrategia de reducir sus niveles de endeudamiento (LTV 2020: 29,8%). La ampliación de capital llevada a cabo en 2023 (EUR 13,8Mn) ha reducido su DN 2023e hasta EUR 24,2Mn (LTV: 14,9%).

El único año estimado que requerirá de inversión (2025e), incrementará la Deuda Neta hasta niveles de EUR 29,7Mn en 2025e (Gráfico 45; por la inversión en Duque de Rivas), aunque en términos relativos se mantendrá un bajo apalancamiento, con un LTV siempre inferior al 20% y una generación de EBITDA que superará en más de 5x a los intereses de la deuda. El ratio de cobertura (EBITDA rec. /intereses) proyectado en 2024e aumenta hasta las 5,7x y en 2025e se sitúa en 5,5x.

Esperamos que YVIT mantenga una estructura de balance saneada en todas las fases del ciclo lo que vuelve a resaltar su perfil de bajo riesgo y valida el modelo de negocio/gestión (manteniendo el nivel de apalancamiento siempre dentro de unos límites conservadores: LTV sistemáticamente < 20%; Gráfico 45).

### En conclusión, un negocio diversificado, recurrente y en buena posición financiera para aprovechar una (¿previsible?) recuperación del sector

Parece claro que las SOCIMIs han sufrido un severo castigo durante 2022-2023, consecuencia de la subida de tipos (+4,5p.p.) más rápida e intensa de los últimos años. Lo que ha llevado al sector a cotizar con un elevado descuento medio (2022-2023) de la capitalización sobre el NAV (-60,3% en Mercado Continuo y -25,9% en BME Growth) por la penalización en la valoración de los activos (YVIT descuento medio: -21,4%).

Hoy, YVIT cuenta con un negocio recurrente y una cartera diversificada. Lo que reduce significativamente el riesgo de su modelo de negocio. Los principales factores que permitirán aprovechar la “previsible” recuperación del sector son:

- **Incremento de las rentas:** las ubicaciones “prime” garantizan altos niveles de ocupación (c.98%), permitiendo aumentar el precio de las rentas a los inquilinos. Además, la calidad y diversificación de la cartera disminuye el riesgo de morosidad. Aspirando a mantener un crecimiento a dígito medio (GRI: +4,0% TACC 2023e-2025e).

- **Modelo de negocio rentable:** La gestión externalizada de Abante garantiza unos niveles de rentabilidad del Mg. EBITDA rec. de c.58% (en línea con sus comparables). El componente fijo de los gastos hará posible traducir el crecimiento en ingresos en uno similar en EBITDA (+5,6% TACC 2023e-2025e). Con márgenes estables.
- **La capacidad de generar caja:** La recurrencia en la generación de Free Cash Flow recurrente, permite a la compañía convertir c. 50% del EBITDA en caja.
- **Bajo apalancamiento (LTV <20%):** Para el periodo proyectado, no estimamos un nivel de endeudamiento superior a LTV<20%, lo que implica un ratio de cobertura de intereses que ratifica el bajo riesgo del modelo de negocio. Y permite a YVIT disfrutar de una posición financiera saludable para afrontar oportunidades nuevas de inversión.
- **Dividendos: pay-out > 100%.** El compromiso de retribución al accionista es uno de los principales atractivos, “garantizando” un pago de dividendo creciente (DPA +5,7% TACC 2023e-2025e) que proteja al inversor de la inflación (Dividend Yield 2025e: 3,4% a fecha de este informe).

Nos encontramos, por tanto, ante una de las compañías más líquida del sector SOCIMI de BME Growth (94% free float) con un acceso diferencial a la cartera de clientes de Abante Asesores como potenciales inversores en ampliaciones de capitales o aportaciones patrimoniales. Todo ello, con una cartera con exposición a activos protegidos contra la inflación en ubicaciones premium, que garantizan una alta ocupación y *de facto* protegen el dividendo.

YVIT mantiene uno de los niveles más bajos de endeudamiento del sector (LTV<20%), que facilitará el aprovechamiento de oportunidades de crecimiento no orgánico. Y facilita la rotación de activos. Junto a ello, la compañía está estratégicamente “atada” al precio de la acción. En la medida en que es la vía lógica de crecer por aportaciones patrimoniales. Que “exigen” un precio una cotización fuerte para evitar dilución.

En conclusión: (i) alta visibilidad en números, (ii) modelo de negocio de bajo riesgo, (iii) opción de apalancarse/aprovechar la recuperación del sector en un contexto de bajada de tipos y iv) condiciones objetivas de SOCIMI realmente invertible (liquidez y orientación del management al mercado y la cotización). El spread existente entre la capitalización y el valor de los activos es del -9% a fecha de este informe.

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

|                                    | 2023e        | 2024e  | 2025e | Perpetuo <sup>(1)</sup> |                   |                      |  |
|------------------------------------|--------------|--|-------|-------------------------|-------------------|----------------------|--|
| Free Cash Flow "To the Firm"       | 1,0          | 3,9  | 0,9   | n.a.                    |                   |                      |  |
| <b>Market Cap</b>                  | <b>126,1</b> | A la fecha de este informe                             |       |                         |                   |                      |  |
| <b>Deuda financiera neta</b>       | <b>34,8</b>  | Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)           |       |                         |                   |                      |  |
|                                    |              |  |       |                         | Inputs favorables | Inputs desfavorables |  |
| Coste de la deuda                  | 4,0%         | Coste de la deuda neta                                 |       |                         | 3,8%              | 4,3%                 |  |
| Tasa fiscal (T)                    | 0,0%         | T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo) |       |                         | =                 | =                    |  |
| <b>Coste de la deuda neta</b>      | <b>4,0%</b>  | <b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>                |       |                         | <b>3,8%</b>       | <b>4,3%</b>          |  |
| Risk free rate (rf)                | 3,3%         | Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)   |       |                         | =                 | =                    |  |
| Equity risk premium                | 6,0%         | R (estimación propia)                                  |       |                         | 5,5%              | 6,5%                 |  |
| Beta (B)                           | 1,0          | B (estimación propia)                                  |       |                         | 0,9               | 1,1                  |  |
| <b>Coste del Equity</b>            | <b>9,3%</b>  | <b>Ke = Rf + (R * B)</b>                               |       |                         | <b>8,3%</b>       | <b>10,5%</b>         |  |
| Equity / (Equity + Deuda Neta)     | 78,4%        | E (tomando como valor del equity su Market Cap)        |       |                         | =                 | =                    |  |
| Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta) | 21,6%        | D  |       |                         | =                 | =                    |  |
| <b>WACC</b>                        | <b>8,2%</b>  | <b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>                          |       |                         | <b>7,3%</b>       | <b>9,1%</b>          |  |
| <b>G "Razonable"</b>               | <b>2,0%</b>  |  |       |                         | <b>2,0%</b>       | <b>1,5%</b>          |  |

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

### Inputs de valoración por múltiplos

| Compañía                | Ticker  | Mkt. Cap | PER 23e     | BPA          | EV/EBITDA   | EBITDA      | EV/Vtas.    | Ingresos      | EBITDA/Vtas. | FCF Yield    | FCF           |
|-------------------------|---------|----------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
|                         | Factset |          |             | 23e-25e      | 23e         | 23e-25e     | 23e         | 23e-25e       | 23e          | 23e          | 23e-25e       |
| Merlin Properties       | MRL-ES  | 4.312,5  | 16,8        | 6,6%         | 23,1        | 7,7%        | 17,8        | 7,5%          | 77,0%        | 2,6%         | 26,0%         |
| Colonial                | COL-ES  | 2.762,8  | 21,0        | 6,2%         | 29,2        | 6,7%        | n.a.        | 6,0%          | 80,4%        | 10,9%        | -15,3%        |
| Lar España              | LRE-ES  | 539,0    | 8,8         | 1,4%         | 17,2        | 7,0%        | 12,2        | 3,0%          | 71,0%        | 18,4%        | -28,3%        |
| Arima                   | ARM-ES  | 177,7    | n.a.        | 65,8%        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 37,4%         | 3,9%         | n.a.         | 41,4%         |
| <b>Mercado Continuo</b> |         |          | <b>15,5</b> | <b>20,0%</b> | <b>23,2</b> | <b>7,1%</b> | <b>15,0</b> | <b>13,5%</b>  | <b>58,1%</b> | <b>10,6%</b> | <b>6,0%</b>   |
| SEGRO                   | SGRO-GB | 12.438,5 | n.a.        | 51,3%        | 29,7        | 9,6%        | n.a.        | -2,5%         | 70,4%        | n.a.         | -34,0%        |
| Land Securities         | LAND-GB | 5.615,4  | 12,6        | 0,9%         | 18,4        | 1,9%        | 14,3        | 1,0%          | 77,5%        | n.a.         | -2,6%         |
| Icade                   | ICAD-FR | 2.203,2  | n.a.        | n.a.         | 20,6        | 8,3%        | 3,5         | -52,4%        | 16,9%        | n.a.         | n.a.          |
| <b>Europa</b>           |         |          | <b>12,6</b> | <b>26,1%</b> | <b>22,9</b> | <b>6,6%</b> | <b>8,9</b>  | <b>-18,0%</b> | <b>54,9%</b> | <b>n.a.</b>  | <b>-18,3%</b> |
| YVIT                    | YVIT-ES | 126,1    | 35,7        | -1,4%        | 35,3        | -0,3%       | n.a.        | 4,0%          | 66,6%        | 1,8%         | -44,3%        |

### Análisis de sensibilidad (2024e)

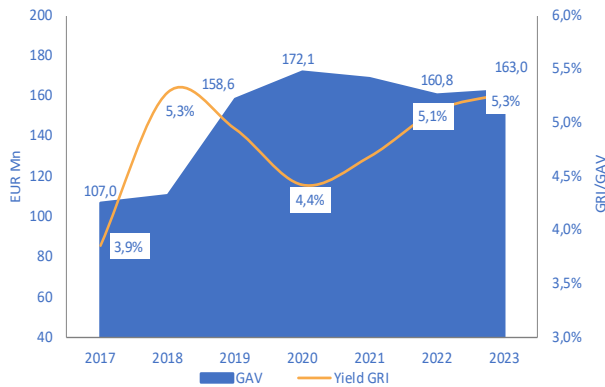
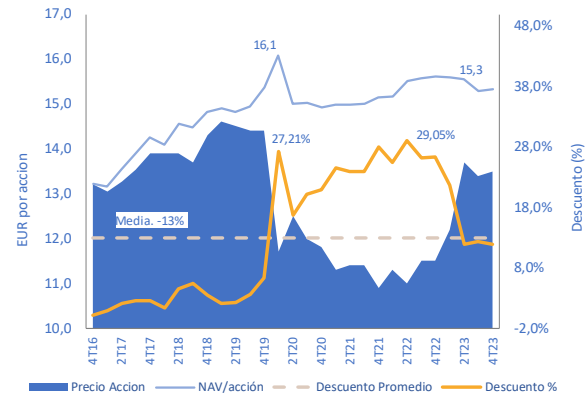
#### A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

| Escenario | EBITDA/Ingresos 24e | EBITDA 24e | EV/EBITDA 24e |
|-----------|---------------------|------------|---------------|
| Max       | 64,0%               | 5,7        | 30,3x         |
| Central   | 58,2%               | 5,2        | 33,4x         |
| Min       | 52,4%               | 4,6        | 37,1x         |

#### B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

| FCF Rec. EUR Mn | CAPEX/Ventas 24e |       |       |   | Escenario |      |      | FCF Rec./Yield 24e |  |  |
|-----------------|------------------|-------|-------|---|-----------|------|------|--------------------|--|--|
| EBITDA 24e      | 11,2%            | 12,4% | 13,6% |   | Max       | 2,9% | 2,8% | 2,7%               |  |  |
| 5,7             | 3,6              | 3,5   | 3,4   | ➔ | Central   | 2,5% | 2,4% | 2,3%               |  |  |
| 5,2             | 3,1              | 3,0   | 2,9   |   | Min       | 2,0% | 2,0% | 1,9%               |  |  |
| 4,6             | 2,6              | 2,5   | 2,4   |   |           |      |      |                    |  |  |



**Inputs de valoración (Sectorial)**
**Evolución GAV y GRI/NAV (2017-2023e)**

**Evolución descuento Capitalización vs NAV (2016-2023)**

**KPIs SOCIMIs mercado continuo y Europa**

| Mercado Continuo  | Ticker  | Tipología  | Capitalización (EUR Mn) | Free Float | GAV (EUR Mn) | NAV (EUR Mn) | Descuento/Prima | Ingresos (EUR Mn) | Yield (GRI/GAV) | DPA (EUR) | Div. Yield | LTV    |
|-------------------|---------|------------|-------------------------|------------|--------------|--------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------|------------|--------|
| Merlin Properties | MRL     | Mixto      | 4.313                   | 66,3%      | 11.717       | 7.925        | -45,6%          | 460,7             | 3,9%            | 1,20      | 4,1%       | 32,4%  |
| Colonial          | COL     | Oficinas   | 2.763                   | 37,1%      | 13.000       | 7.645        | -63,9%          | 354               | 2,7%            | 0,24      | 3,4%       | 41,2%  |
| Lar España        | LRE     | Comercial  | 539                     | 48,3%      | 1.473        | 927          | -41,8%          | 80,228            | 5,4%            | 0,57      | 13,5%      | 37,1%  |
| Arima             | ARM     | Oficinas   | 178                     | 45,0%      | 380          | 331          | -46,4%          | 8,071             | 2,1%            | 0,00      | 0,0%       | 12,8%  |
| <b>Europa</b>     |         |            |                         |            |              |              |                 |                   |                 |           |            |        |
| SEGRO             | SGRO-GB | Industrial | 12.439                  | 98,4%      | 39.933       | 12.819       | -3,0%           | 728,0             | 1,8%            | 0,32      | 3,3%       | 32,1%  |
| Land Securities   | LAND-GB | Comercial  | 5.615                   | 98,6%      | 25.149       | 7.972        | -29,6%          | 703,5             | 2,8%            | 0,46      | 6,1%       | 31,7%  |
| ICADE             | ICAD-FR | Mixto      | 2.203                   | 59,9%      | 18.743       | 11.377       | -80,6%          | 427,1             | 2,3%            | 4,77      | 15,6%      | 39,3%  |
| Vitruvio          | YVIT    | Mixto      | 126                     | 94,5%      | 163,0        | 138,8        | -13,20%         | 8,5               | 5,2%            | 0,42      | 3,1%       | 14,90% |

**Performance vs indices**

|  | -1m   | -3m   | -12m  | YTD   | -3y   | -5y    |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Absoluto                                   | 0,7%  | 3,8%  | 28,0% | 0,7%  | 26,9% | -3,5%  |
| <b>vs Mercado</b>                          |       |       |       |       |       |        |
| vs IBEX 35                                 | -1,7% | 0,9%  | 17,2% | 0,7%  | 2,3%  | -12,3% |
| vs Euro STOXX 50                           | -6,2% | -5,8% | 14,0% | -4,6% | -1,4% | -34,1% |
| <b>vs Referencias de Small Cap</b>         |       |       |       |       |       |        |
| vs IBEX SMALL                              | 2,5%  | 3,6%  | 42,8% | 3,7%  | 38,8% | -14,5% |
| vs Universo Micro Cap España de Lighthouse | 2,1%  | 4,4%  | 35,9% | 2,0%  | 30,5% | -12,6% |
| vs MSCI Europe Micro Cap                   | 1,2%  | -0,4% | 42,4% | 3,3%  | 59,7% | -16,1% |
| <b>vs Sector</b>                           |       |       |       |       |       |        |
| vs S&P Spain REIT                          | 4,7%  | 3,5%  | 36,0% | 15,0% | 30,6% | 31,7%  |
| vs S&P Europe REIT                         | 1,9%  | 1,1%  | 40,8% | 9,2%  | 50,0% | 39,0%  |

**Desglose GRI/NRI/NOI**

| Desglose Gastos de Explotacion (EUR Mn) | 2016 | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Gross Rental Income</b>              | 2.1  | 4.1   | 5.8   | 7.8   | 7.6   | 7.9   | 8.2   | 8.5   | 8.9   | 9.2   | 9.6   |
| Cto. GRI                                |      | 97.2% | 41.8% | 34.1% | -3.0% | 4.0%  | 4.1%  | 3.5%  | 4.0%  | 4.0%  | 3.9%  |
| Gastos Repercutibles                    | 0.0  | -0.3  | -0.5  | -0.5  | -0.5  | -0.6  | -0.6  | -0.6  | -0.6  | -0.6  | -0.7  |
| <b>Net Rental Income</b>                | 2.1  | 3.8   | 5.4   | 7.3   | 7.1   | 7.3   | 7.6   | 7.9   | 8.2   | 8.6   | 8.9   |
| Cto. NRI                                |      | 85.9% | 39.9% | 36.3% | -3.4% | 3.6%  | 3.5%  | 3.8%  | 4.1%  | 4.2%  | 3.9%  |
| NRI/GRI                                 |      | 99.1% | 93.4% | 92.1% | 93.6% | 93.2% | 92.9% | 92.4% | 92.7% | 92.8% | 93.0% |
| Gastos No repercutibles                 | -0.4 | -0.7  | -0.7  | -1.0  | -1.1  | -1.1  | -1.3  | -1.1  | -1.2  | -1.2  | -1.2  |
| <b>Net Operating Income</b>             | 1.6  | 3.2   | 4.7   | 6.3   | 6.0   | 6.2   | 6.3   | 6.8   | 7.1   | 7.4   | 7.7   |
| NOI/GRI                                 |      | 78.8% | 77.5% | 80.2% | 80.4% | 78.6% | 78.9% | 77.1% | 79.7% | 79.8% | 80.0% |
| <b>GAV</b>                              | 54.8 | 107.0 | 110.6 | 161.9 | 172.1 | 166.9 | 162.0 | 163.0 | 163.0 | 163.0 | 163.0 |
| GRI Yield                               | 3.8% | 3.9%  | 5.3%  | 4.8%  | 4.4%  | 4.7%  | 5.1%  | 5.2%  | 5.4%  | 5.6%  | 5.87% |
| NRI Yield                               | 3.8% | 3.6%  | 4.9%  | 4.5%  | 4.1%  | 4.4%  | 4.7%  | 4.8%  | 5.0%  | 5.3%  | 5.46% |

## ¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el Free Cash Flow:

- 1. Deterioro de la situación macro.** El entorno actual (inflación, tipos elevados, disminución en el crédito, menor liquidez...) tiene su efecto en los principales indicadores macro (estimación de PIB, nivel de desempleo, menor capacidad adquisitiva). Lo que podría implicar un incremento de rentas de los activos en alquiler más lento de lo esperado. Si no hubiera crecimiento de las rentas por alquiler en 2024e (vs +4,0% estimado) estimamos un ajuste en nuestras proyecciones del EBITDA recurrente 2024e del -3,8%.
- 2. Nivel de ocupación de los inmuebles.** Las tasas de ocupación de YVIT han sido, históricamente, próximas a la plena ocupación (c. 96%). Y nuestras estimaciones contemplan su continuidad. Una reducción en la tasa de ocupación impactaría de forma negativa en los resultados de la compañía (un riesgo aplicable esencialmente al segmento de oficinas, comercial e industrial; 89,4% s/Ingresos netos de la cartera de rentas).
- 3. Reducción de los niveles de rentabilidad.** Nuestras estimaciones para 2024e contemplan un margen EBITDA rec. del 58,2% (en línea con la media 2017-2022) como resultado de un negocio con unos costes de estructura muy estables y una gestión externalizada. Si se volviesen a registrar los márgenes de 2020 (Mg. EBITDA rec. 53,6%; por dotaciones extraordinarias en concepto de morosidad consecuencia de la pandemia, o bien, fruto de una mayor desocupación o un aumento en las bonificaciones concedidas a los inquilinos) implicaría un ajuste en las estimaciones del EBITDA rec. 2024e de -8,0%.
- 4. Menor reparto de dividendos.** El dividendo es uno de los principales atractivos de la compañía. Una disminución de nuestras estimaciones en beneficio neto de un -10% en 2024e (asumiendo un payout del 122%, ya que la compañía fija su política de dividendos en base al beneficio neto obtenido en el periodo y a los flujos de caja operativos o “funds from operations”) implicaría un dividendo por importe 0,40 EUR/acción (vs 0,45 EUR/acc estimado para 2024e).
- 5. Inversión en CAPEX.** El CAPEX en YVIT es empleado para reformas y rehabilitaciones de los inmuebles (principalmente residencial). Es una de las principales partidas que reducen la generación de caja recurrente. Un aumento de las necesidades de CAPEX del +15% (por aumento de coste de materiales o mano de obra), reduciría la generación de caja de 2024e hasta EUR 2,8Mn (vs FCF rec. EUR 3,0Mn de nuestras estimaciones). Aunque no debiera afectar negativamente al dividendo estimado, ya que YVIT mantiene una posición de liquidez elevada.
- 6. Subida del coste de la deuda.** YVIT cuenta con una deuda neta 2023e de EUR 24,2Mn (LTV 14,9%), concentrando más del 50% de los vencimientos a partir de 2027e. YVIT tiene el 49% de su deuda cubierta con derivados y financiaciones a tipo fijo, sin embargo, el resto está expuesta a fluctuaciones de los tipos de interés. Si el coste de la deuda subiese +0,2p.p. el BN en 2024e disminuiría un -4,9% (vs estimación inicial). Riesgo estrictamente teórico en la medida en que el contexto real de mercado es de bajada de tipos.
- 7. Repunte de la tasa de descuento y su impacto en la valoración de los activos.** Un entorno macroeconómico con tasas de descuento elevadas afectará de manera negativa a las valoraciones de los inmuebles. El GAV de la cartera disminuirá y apalancamiento de la compañía aumentará. Aunque cabe destacar que la compañía ya ha experimentado desde 2020 hasta 2022 deterioros netos (menos reversiones) por valor de EUR 12,3Mn.

Además, el repunte de la rentabilidad del bono español a 10 años (hoy c. 3,2% vs 0,5% a principios de 2022) resta atractiva al sector inmobiliario como alternativa de inversión (YVIT Dividend Yield 2023: 3,2%).

8. **Aumento de los descuentos del precio de la acción frente al NAV.** El comportamiento de la acción frente al NAV/acc. es un factor fundamental en la estrategia de crecimiento de YVIT. Un descuento bajo sobre el precio de la acción favorecería la actividad de M&A (por canjes de acciones a la par) y aportaciones patrimoniales. Si el descuento (-9% a fecha de este informe) se ampliase (-28% en 2021), YVIT tendría que utilizar estrategias alternativas (como la financiación bancaria o la rotación de activos) para llevar a cabo sus planes de expansión.
9. **Riesgo regulatorio.** El sector residencial (22,8% s/GRI 2022 de YVIT) es el sector más regulado en el mercado inmobiliario, por lo que cualquier iniciativa legislativa (como la limitación de la subida del precio del alquiler, duración de los contratos, exigencias a los propietarios) puede afectar al core del negocio. El riesgo es (aún) mayor al estar concentrada la cartera de activos residenciales en la Comunidad de Madrid.
10. **Dificultad para financiarse.** Las SOCIMIs son negocios hiperdependientes de inversión para ganar tamaño y generar crecimiento no orgánico. Por lo que deben recurrir a los mercados de capitales constantemente para financiar su expansión. Lo que implica un riesgo por dependencia del contexto de mercado al financiarse (coste de capital, falta de interés en ampliaciones de capitales).
11. **Cambio en los hábitos de consumo/trabajo:** La digitalización ha tenido un impacto significativo tanto en centros comerciales (e-commerce) como en las oficinas (teletrabajo). Especialmente tras el Covid-19. Desde un punto de vista muy teórico (y a muy largo plazo) la digitalización puede afectar a las costumbres y reducir la demanda en ambos sectores. Lo que pudiera acabar constituyendo una amenaza a la actividad tradicional de las SOCIMIs. No obstante, el foco de inversión de los activos comerciales de YVIT son actividades de restauración, ocio y salud y belleza, más resilientes a esos cambios en los hábitos de los consumidores. En cuanto a las oficinas, YVIT tiene el compromiso de continuar invirtiendo en ubicaciones representativas, más resistentes a los procesos descritos para este submercado.

## Un Consejo con amplia experiencia en el sector inmobiliario y c.20% de independientes

**Tabla 14. Consejo de Administración**

| Nombre                      | Carácter      | Cargo            |
|-----------------------------|---------------|------------------|
| Joaquín López-Chicheri      | Ejecutivo     | Presidente y CEO |
| Pablo Uriarte               | Ejecutivo     | Consejero        |
| Marta Campello              | Independiente | Consejero        |
| Jesús Martínez Cabrera      | Dominical     | Consejero        |
| Juan Acero-Riesgo Terol     | Dominical     | Consejero        |
| Javier Estrada              | Independiente | Consejero        |
| Onchena S.L.*               | Dominical     | Consejero        |
| Tomás Hurtado Helguero      | Dominical     | Consejero        |
| Torrealba y Bezares, S.L.** | Dominical     | Consejero        |

(\*) Accionista de la Sociedad representado por Manuel Cereijo.  
 (\*\*) Accionista de la Sociedad representado por Eladio Bezares Munilla.

**Tabla 15. Estructura accionarial**

| Nombre                 | % Capital |
|------------------------|-----------|
| Onchena                | 5,5%      |
| Torrealba y Bezares    | 2,8%      |
| Jesús Martínez-Cabrera | 1,1%      |
| Autocartera            | 0,2%      |
| Free Float             | 90,4%     |
| Total                  | 100,0%    |

**Tabla 17. Comisión de Auditoría**

| Nombre                 | Cargo      |
|------------------------|------------|
| Javier Estrada         | Presidente |
| Pablo Uriarte          | Vocal      |
| Joaquín López-Chicheri | Vocal      |
| Enrique Nieto          | Secretario |

YVIT se fundó en Madrid en 2014. Es un vehículo de inversión inmobiliaria con una cartera de activos en el sector residencial, comercial, oficinas y logístico. La gestión de YVIT está contratada con Abante Asesores. YVIT cotiza en BME Growth desde julio de 2016.

- Un Consejo de Administración con el objetivo de seguir incrementando el peso de consejeros independientes.** El Consejo de Vitruvio (YVIT) está compuesto por nueve miembros: dos ejecutivos (y también dominicales): Joaquín López-Chicheri (presidente ejecutivo) y Pablo Uriarte, cinco dominicales y dos independientes (c.20% del total). No existe ninguna relación familiar entre los miembros del Consejo y sus porcentajes de derecho a voto representan el 11,4% del total.

YVIT no tiene personal de alta dirección más allá de la dirección ejecutiva, la cual está encomendada a los consejeros delegados Joaquín López-Chicheri y Pablo Uriarte, ambos con amplia experiencia en el sector inmobiliario y fundadores de YVIT. En la actualidad ambos son socios directivos de Abante Asesores.

Durante 2023, YVIT ha ratificado su compromiso con los estándares de buena gobernanza, nombrando un consejero independiente adicional. Lo que deja el peso de los consejeros independientes en el 22%.

**Tabla 16. Principales métricas de Gobierno Corporativo**

| KPI  | 2021  | 2022  | 2023  |
|--|-------|-------|-------|
| % de consejeros independientes               | 10,0% | 10,0% | 22,2% |
| % de consejeros dominicales                  | 90,0% | 90,0% | 77,8% |
| % de consejeros ejecutivos                   | 33,3% | 33,3% | 22,2% |
| % de mujeres en el consejo de administración | 11,1% | 11,1% | 11,1% |
| Número de casos de corrupción confirmados    | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |

Nota: Los consejeros ejecutivos (que representan el 22% en el consejo de 2023) también son consejeros dominicales.

- Remuneración del Consejo de Administración.** La compensación de los consejeros se reduce a dietas por su asistencia efectiva a las reuniones del Consejo: EUR 500 por reunión, que puede aumentar hasta los EUR 1.000 si el NAV por acción experimenta una evolución positiva respecto al ejercicio anterior (con high-water-mark). Los consejeros Joaquín López-Chicheri, Pablo Uriarte y Marta Campello rechazan percibir dichas dietas. La remuneración total devengada en 2022 y 2021 por este concepto ha ascendido a EUR 24.000 en cada año.

Los consejeros ejecutivos, Joaquín López-Chicheri y Pablo Uriarte, perciben su retribución indirectamente vía contratos laborales con el grupo Abante Asesores, (gestora de YVIT).

- Comisión de auditoría.** YVIT estableció una comisión de auditoría y control en 2016 con su incorporación a BME Growth. La comisión de auditoría está formada por un independiente (Javier Estrada; Presidente), y dos consejeros ejecutivos/dominicales (Joaquín López-Chicheri y Pablo Uriarte).

- Relación con Abante.** Abante no tiene participación accionarial (ni directa ni indirecta en YVIT). La relación se limita a un contrato que regula la gestión de los activos y asesoramiento de YVIT. Adicionalmente, el grueso de los accionistas minoritarios (c.60%) de YVIT son a su vez clientes de Abante.

5. **Honorarios de Abante.** Los servicios de gestión de la cartera de inmuebles de YVIT que se establecen en el contrato devengan una contraprestación a Abante Asesores de una comisión fija anual del 0,75% sobre el NAV y otra comisión de éxito del 5% anual sobre el incremento del NAV/acc. (con high-water-mark). La comisión total pagada a Abante Asesores en 2021 y 2022 ascendió a EUR 1,02Mn (12,9% y 12,4% s/GRI respectivamente). Para el 2023e estimamos que el importe de la remuneración se mantenga en línea con 2021 y 2022.
6. **Retribución al accionista.** La tributación en el régimen fiscal especial de SOCIMIS (tipo del 0% en el Impuesto de Sociedades) exige la distribución de al menos el 80% del beneficio por rentas y el 50% del obtenido por transmisión de inmuebles. Lo que *de facto* implica una garantía de altos niveles de pay-out.

En el período 2016-2022, YVIT ha repartido c. EUR 12,5Mn (pay-out agregado >100%). El DPA 2022 (0,40 EUR/acc) implica un yield a precios actuales del 2,9%. El pay-out 2021 y 2022 fue superior al 100%, al complementar el reparto de resultados con distribución de dividendos con cargo a prima de emisión.

7. **Accionariado muy diversificado, con un solo accionista por encima del 5%.** Consecuencia de las 14 ampliaciones de capital acometidas por YVIT desde su constitución, es su elevado nivel de free float (c.94%) y diversificación accionarial, con tan solo un accionista por encima del 5% del capital (Onchena, 5,5%) y un total de 646 accionistas.
8. **Apalancamiento limitado.** Los estatutos de YVIT establecen un límite máximo de endeudamiento (deuda neta vs GAV) del 33% (se habilita un endeudamiento adicional del 7% por un periodo máximo de 12 meses), cifra conservadora y por debajo de la media del sector en Europa (c.40%).
9. **Conflictos de Interés.** Joaquín López-Chicheri, Pablo Uriarte y Marta Campello, quienes forman parte del Consejo de YVIT, son también socios de Abante Asesores. Lo que supone un teórico conflicto de interés, ya que Abante Asesores es la actual gestora de YVIT.

Abante Asesores no tiene un acuerdo de exclusividad con YVIT, es decir, teóricamente puede ofrecer cualquiera de sus servicios a otras SOCIMIS (lo que implicaría conflictos de interés). Sin embargo, a fecha de este informe, este conflicto de interés no se produce en la práctica, ya que YVIT es el único cliente en servicios de asesoramiento y gestión inmobiliaria integral de Abante Asesores (que sí presta servicios de mero asesoramiento inmobiliario a sus clientes). Abante Asesores es el gestor de YVIT desde su creación (2014). Lo que avala/objetiva la ausencia de conflictos de interés con clientes de Abante Asesores. Siendo YVIT la única compañía a la que Abante ha prestado servicios de gestión hasta la fecha.

Finalmente, Manuel Cereijo, consejero dominical de YVIT, es consejero en Inversa Prime (SOCIMI) desde 2023, empresa dedicada principalmente al alquiler vitalicio para personas mayores (propiedad inversa), una línea de negocio que YVIT tiene la intención de explorar en el futuro.

## Anexo 1. Proyecciones financieras

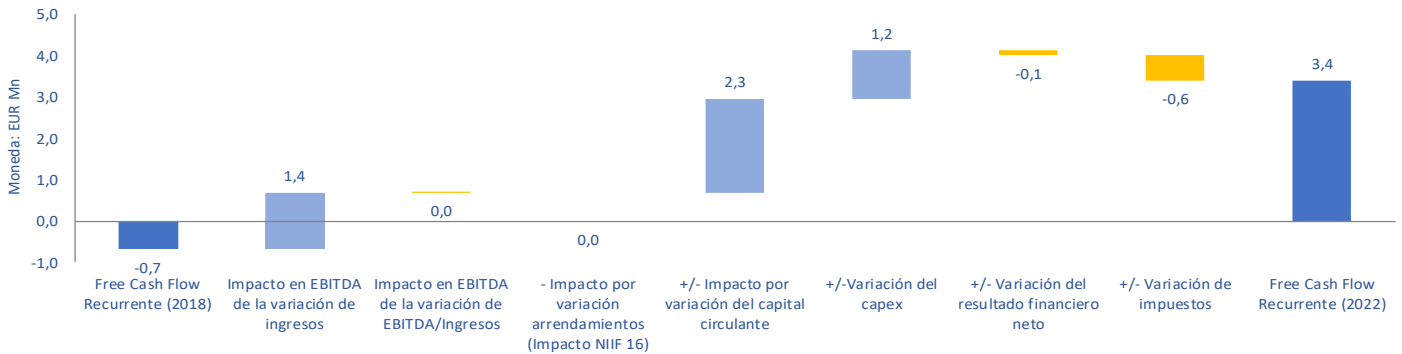
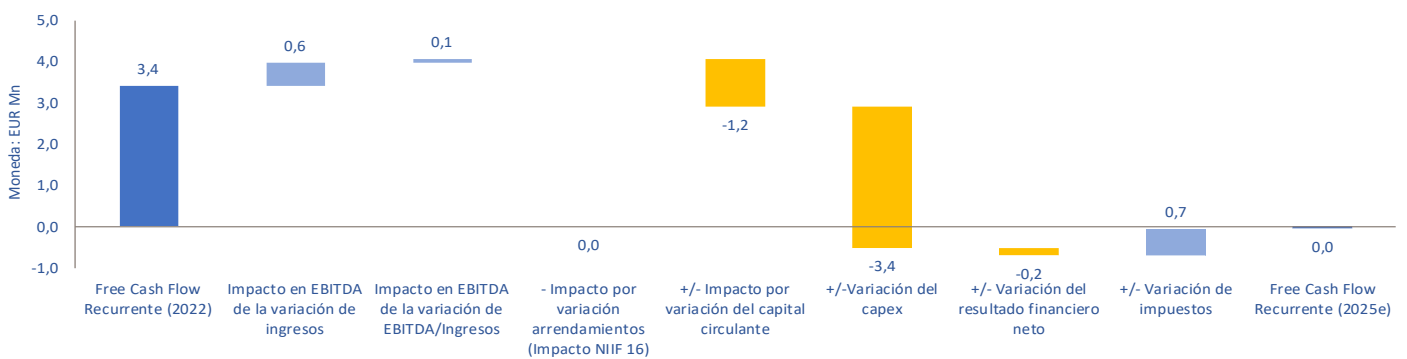
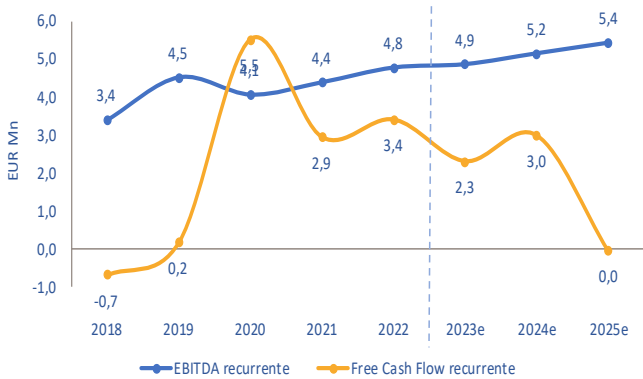
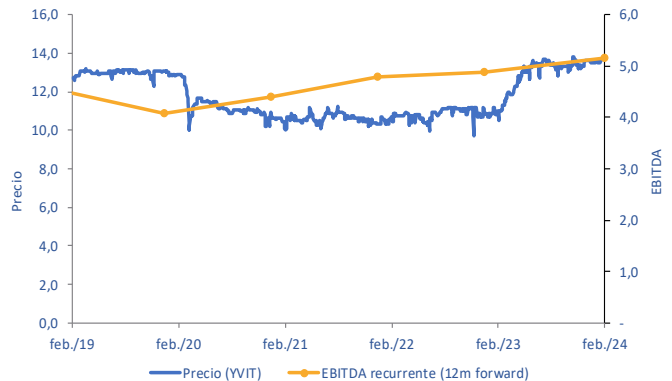
| <b>Balance (EUR Mn)</b>                        | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023e</b>  | <b>2024e</b> | <b>2025e</b> |               |               |
|--|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| Inmovilizado inmaterial                        | 2,7          | 2,5          | 2,1           | 1,9           | 1,9           | 1,7           | 1,5          | 1,4          |               |               |
| Inmovilizado material                          | 95,0         | 135,6        | 148,7         | 142,2         | 133,7         | 135,9         | 135,9        | 139,2        |               |               |
| Otros activos no corrientes                    | -            | -            | -             | -             | -             | -             | -            | -            |               |               |
| Inmovilizado financiero                        | 4,8          | 10,8         | 4,1           | 3,4           | 3,7           | 3,8           | 3,9          | 4,0          |               |               |
| Fondo de comercio y otros intangibles          | 1,0          | 0,9          | 0,8           | 0,6           | 0,5           | 0,4           | 0,3          | 0,3          |               |               |
| Activo circulante                              | 1,6          | 5,2          | 2,4           | 2,7           | 1,1           | 1,9           | 2,0          | 2,0          |               |               |
| <b>Total activo</b>                            | <b>105,1</b> | <b>154,9</b> | <b>158,1</b>  | <b>151,0</b>  | <b>140,9</b>  | <b>143,7</b>  | <b>143,7</b> | <b>146,9</b> |               |               |
| Patrimonio neto                                | 72,0         | 97,9         | 97,5          | 96,8          | 97,5          | 110,8         | 110,0        | 109,1        |               |               |
| Minoritarios                                   | -            | -            | -             | -             | -             | -             | -            | -            |               |               |
| Provisiones y otros pasivos a LP               | 2,9          | 3,6          | 8,5           | 8,3           | 7,5           | 7,3           | 7,1          | 6,9          |               |               |
| Otros pasivos no corrientes                    | -            | -            | -             | -             | -             | -             | -            | -            |               |               |
| Deuda financiera neta                          | 29,4         | 52,3         | 51,2          | 44,2          | 34,8          | 24,2          | 25,3         | 29,7         |               |               |
| Pasivo circulante                              | 0,8          | 1,1          | 0,9           | 1,7           | 1,1           | 1,3           | 1,3          | 1,2          |               |               |
| <b>Total pasivo</b>                            | <b>105,1</b> | <b>154,9</b> | <b>158,1</b>  | <b>151,0</b>  | <b>140,9</b>  | <b>143,7</b>  | <b>143,7</b> | <b>146,9</b> |               |               |
|  |              |              |               |               |               |               |              |              |               | <b>TACC</b>   |
| <b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>           | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023e</b>  | <b>2024e</b> | <b>2025e</b> | <b>18-22</b>  | <b>22-25e</b> |
| <b>Total rentas brutas (GRI)<sup>(1)</sup></b> | <b>5,8</b>   | <b>7,8</b>   | <b>7,6</b>    | <b>7,9</b>    | <b>8,2</b>    | <b>8,5</b>    | <b>8,9</b>   | <b>9,2</b>   | <b>8,9%</b>   | <b>3,8%</b>   |
| <i>Cto. Total Ingresos</i>                     | <i>41,8%</i> | <i>34,1%</i> | <i>-3,0%</i>  | <i>4,0%</i>   | <i>4,1%</i>   | <i>3,5%</i>   | <i>4,0%</i>  | <i>4,0%</i>  |               |               |
| Gastos de explotación                          | (1,2)        | (1,5)        | (1,6)         | (1,7)         | (1,9)         | (1,7)         | (1,8)        | (1,8)        |               |               |
| <b>Ingresos Operativos Netos</b>               | <b>4,7</b>   | <b>6,3</b>   | <b>6,0</b>    | <b>6,2</b>    | <b>6,3</b>    | <b>6,8</b>    | <b>7,1</b>   | <b>7,4</b>   | <b>7,8%</b>   | <b>5,1%</b>   |
| <i>Ingresos Operativos Netos / Ingresos</i>    | <i>80,2%</i> | <i>80,4%</i> | <i>78,6%</i>  | <i>78,9%</i>  | <i>77,1%</i>  | <i>79,7%</i>  | <i>79,8%</i> | <i>80,0%</i> |               |               |
| Gastos de personal                             | (0,1)        | (0,2)        | (0,2)         | (0,2)         | (0,2)         | (0,2)         | (0,2)        | (0,2)        |               |               |
| Otros costes de explotación                    | (1,2)        | (1,6)        | (1,7)         | (1,7)         | (1,4)         | (1,7)         | (1,7)        | (1,8)        |               |               |
| <b>EBITDA recurrente</b>                       | <b>3,4</b>   | <b>4,5</b>   | <b>4,1</b>    | <b>4,4</b>    | <b>4,8</b>    | <b>4,9</b>    | <b>5,2</b>   | <b>5,4</b>   | <b>8,8%</b>   | <b>4,3%</b>   |
| <i>Cto. EBITDA recurrente</i>                  | <i>43,7%</i> | <i>32,6%</i> | <i>-10,0%</i> | <i>8,0%</i>   | <i>8,7%</i>   | <i>1,8%</i>   | <i>5,8%</i>  | <i>5,4%</i>  |               |               |
| <i>EBITDA rec. / Ingresos</i>                  | <i>58,4%</i> | <i>57,8%</i> | <i>53,6%</i>  | <i>55,6%</i>  | <i>58,1%</i>  | <i>57,2%</i>  | <i>58,2%</i> | <i>59,0%</i> |               |               |
| Otros ingresos y gastos no recurrentes         | 0,0          | 0,4          | 0,2           | 0,2           | 0,2           | 0,2           | 0,2          | 0,2          |               |               |
| Resultado de Enajenaciones                     | 0,5          | 0,3          | (0,1)         | (0,2)         | 1,9           | 0,6           | -            | -            |               |               |
| <b>EBITDA</b>                                  | <b>3,9</b>   | <b>5,2</b>   | <b>4,2</b>    | <b>4,4</b>    | <b>6,9</b>    | <b>5,7</b>    | <b>5,4</b>   | <b>5,6</b>   | <b>15,4%</b>  | <b>-6,5%</b>  |
| Depreciación y provisiones                     | (1,2)        | (1,4)        | (1,4)         | (1,3)         | (1,3)         | (1,3)         | (1,3)        | (1,3)        |               |               |
| Gastos capitalizados                           | -            | -            | -             | -             | -             | -             | -            | -            |               |               |
| Variación de valor de los inmuebles            | (0,2)        | (0,4)        | (0,4)         | (0,5)         | (1,9)         | -             | -            | -            |               |               |
| <b>EBIT</b>                                    | <b>2,5</b>   | <b>3,5</b>   | <b>2,3</b>    | <b>2,6</b>    | <b>3,7</b>    | <b>4,3</b>    | <b>4,0</b>   | <b>4,3</b>   | <b>10,4%</b>  | <b>5,5%</b>   |
| <i>Cto. EBIT</i>                               | <i>63,0%</i> | <i>39,8%</i> | <i>-34,3%</i> | <i>13,9%</i>  | <i>42,0%</i>  | <i>17,3%</i>  | <i>-6,7%</i> | <i>7,3%</i>  |               |               |
| <i>EBIT / Ingresos</i>                         | <i>42,5%</i> | <i>44,3%</i> | <i>30,0%</i>  | <i>32,9%</i>  | <i>44,8%</i>  | <i>50,8%</i>  | <i>45,6%</i> | <i>47,0%</i> |               |               |
| Impacto fondo de comercio y otros              | -            | 0,1          | 0,1           | -             | -             | -             | -            | -            |               |               |
| Resultado financiero neto                      | (0,8)        | (1,0)        | (1,1)         | (1,0)         | (0,8)         | (1,1)         | (0,9)        | (1,0)        |               |               |
| Resultados por puesta en equivalencia          | -            | -            | -             | -             | -             | -             | -            | -            |               |               |
| <b>Beneficio ordinario</b>                     | <b>1,7</b>   | <b>2,6</b>   | <b>1,2</b>    | <b>1,6</b>    | <b>2,9</b>    | <b>3,3</b>    | <b>3,1</b>   | <b>3,3</b>   | <b>14,0%</b>  | <b>4,9%</b>   |
| <i>Cto. Beneficio ordinario</i>                | <i>70,1%</i> | <i>52,6%</i> | <i>-52,5%</i> | <i>30,7%</i>  | <i>78,6%</i>  | <i>13,4%</i>  | <i>-4,4%</i> | <i>6,7%</i>  |               |               |
| Extraordinarios                                | -            | -            | (9,5)         | -             | -             | -             | -            | -            |               |               |
| <b>Beneficio antes de impuestos</b>            | <b>1,7</b>   | <b>2,6</b>   | <b>(8,3)</b>  | <b>1,6</b>    | <b>2,9</b>    | <b>3,3</b>    | <b>3,1</b>   | <b>3,3</b>   | <b>14,0%</b>  | <b>4,9%</b>   |
| Impuestos                                      | 0,2          | 0,1          | 0,1           | 0,1           | (0,2)         | 0,1           | 0,1          | 0,1          |               |               |
| <i>Tasa fiscal efectiva</i>                    | <i>n.a.</i>  | <i>n.a.</i>  | <i>n.a.</i>   | <i>n.a.</i>   | <i>7,8%</i>   | <i>n.a.</i>   | <i>n.a.</i>  | <i>n.a.</i>  |               |               |
| Minoritarios                                   | -            | -            | -             | -             | -             | -             | -            | -            |               |               |
| Actividades discontinuadas                     | -            | -            | -             | -             | -             | -             | -            | -            |               |               |
| <b>Beneficio neto</b>                          | <b>1,9</b>   | <b>2,7</b>   | <b>(8,2)</b>  | <b>1,7</b>    | <b>2,7</b>    | <b>3,4</b>    | <b>3,2</b>   | <b>3,4</b>   | <b>8,4%</b>   | <b>8,9%</b>   |
| <i>Cto. Beneficio neto</i>                     | <i>71,0%</i> | <i>39,7%</i> | <i>-40,4%</i> | <i>120,9%</i> | <i>55,5%</i>  | <i>26,7%</i>  | <i>-4,3%</i> | <i>6,4%</i>  |               |               |
| <b>Beneficio ordinario neto</b>                | <b>1,2</b>   | <b>1,9</b>   | <b>1,1</b>    | <b>1,6</b>    | <b>0,7</b>    | <b>2,5</b>    | <b>2,9</b>   | <b>3,1</b>   | <b>-12,4%</b> | <b>62,7%</b>  |
| <i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>           | <i>24,5%</i> | <i>53,6%</i> | <i>-40,0%</i> | <i>40,6%</i>  | <i>-54,6%</i> | <i>239,6%</i> | <i>18,4%</i> | <i>7,1%</i>  |               |               |
|  |              |              |               |               |               |               |              |              |               | <b>TACC</b>   |
| <b>Cash Flow (EUR Mn)</b>                      | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023e</b>  | <b>2024e</b> | <b>2025e</b> | <b>18-22</b>  | <b>22-25e</b> |
| <b>EBITDA recurrente</b>                       |              |              |               |               |               | <b>4,9</b>    | <b>5,2</b>   | <b>5,4</b>   | <b>8,8%</b>   | <b>4,3%</b>   |
| Arrendamientos (Impacto NIIF 16)               |              |              |               |               |               | -             | -            | -            |               |               |
| Var. capital circulante                        |              |              |               |               |               | (0,5)         | (0,2)        | (0,1)        |               |               |
| <b>Cash Flow operativo recurrente</b>          |              |              |               |               |               | <b>4,3</b>    | <b>5,0</b>   | <b>5,3</b>   | <b>27,9%</b>  | <b>-3,0%</b>  |
| CAPEX  |              |              |               |               |               | (1,0)         | (1,1)        | (4,4)        |               |               |
| Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow        |              |              |               |               |               | (1,1)         | (0,9)        | (1,0)        |               |               |
| Impuestos                                      |              |              |               |               |               | -             | -            | -            |               |               |
| <b>Free Cash Flow Recurrente</b>               |              |              |               |               |               | <b>2,3</b>    | <b>3,0</b>   | <b>(0,0)</b> | <b>62,8%</b>  | <b>-26,3%</b> |
| Resultado de enajenaciones                     |              |              |               |               |               | 0,6           | -            | -            |               |               |
| - Adquisiciones / + Desinversiones             |              |              |               |               |               | (2,3)         | -            | -            |               |               |
| Extraordinarios con impacto en Cash Flow       |              |              |               |               |               | -             | -            | -            |               |               |
| <b>Free Cash Flow</b>                          |              |              |               |               |               | <b>0,6</b>    | <b>3,0</b>   | <b>(0,0)</b> | <b>n.a.</b>   | <b>-26,1%</b> |
| Ampliaciones de capital                        |              |              |               |               |               | 13,8          | -            | -            |               |               |
| Dividendos                                     |              |              |               |               |               | (3,9)         | (4,1)        | (4,3)        |               |               |
| <b>Variación de Deuda financiera neta</b>      |              |              |               |               |               | <b>(10,5)</b> | <b>1,1</b>   | <b>4,4</b>   |               |               |

(1) Ver desglose por tipo de renta (GRI, NRI, NOI y GRI/NRI Yield) en [Inputs de Valoración Sectorial](#)



## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

| A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)  | 2019          | 2020         | 2021         | 2022        | 2023e        | 2024e      | 2025e        | TACC         |               |
|--|---------------|--------------|--------------|-------------|--------------|------------|--------------|--------------|---------------|
|  |               |              |              |             |              |            |              | 19-22        | 22-25e        |
| <b>EBITDA recurrente</b>   | <b>4,5</b>    | <b>4,1</b>   | <b>4,4</b>   | <b>4,8</b>  | <b>4,9</b>   | <b>5,2</b> | <b>5,4</b>   | <b>1,9%</b>  | <b>4,3%</b>   |
| <i>Cto. EBITDA recurrente</i>  | 32,6%         | -10,0%       | 8,0%         | 8,7%        | 1,8%         | 5,8%       | 5,4%         |              |               |
| <i>EBITDA rec. / Ingresos</i>  | 57,8%         | 53,6%        | 55,6%        | 58,1%       | 57,2%        | 58,2%      | 59,0%        |              |               |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16)   | -             | -            | -            | -           | -            | -          | -            |              |               |
| +/- Var. Capital circulante  | (3,3)         | 2,7          | 0,4          | 1,0         | (0,5)        | (0,2)      | (0,1)        |              |               |
| <b>= Cash Flow operativo recurrente</b>  | <b>1,3</b>    | <b>6,7</b>   | <b>4,8</b>   | <b>5,8</b>  | <b>4,3</b>   | <b>5,0</b> | <b>5,3</b>   | <b>66,7%</b> | <b>-3,0%</b>  |
| <i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>                                       | -42,2%        | 436,7%       | -28,3%       | 20,4%       | -25,2%       | 14,8%      | 6,5%         |              |               |
| <i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>                                 | 16,0%         | 88,5%        | 61,1%        | 70,7%       | 51,0%        | 56,3%      | 57,7%        |              |               |
| - CAPEX  | (0,1)         | (0,2)        | (1,0)        | (0,9)       | (1,0)        | (1,1)      | (4,4)        |              |               |
| - Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow                                  | (0,9)         | (1,0)        | (0,9)        | (0,8)       | (1,1)        | (0,9)      | (1,0)        |              |               |
| - Impuestos  | (0,1)         | -            | 0,0          | (0,7)       | -            | -          | -            |              |               |
| <b>= Free Cash Flow recurrente</b>   | <b>0,2</b>    | <b>5,5</b>   | <b>2,9</b>   | <b>3,4</b>  | <b>2,3</b>   | <b>3,0</b> | <b>(0,0)</b> | <i>n.a.</i>  | <b>-26,3%</b> |
| <i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>  | 127,2%        | n.a.         | -46,6%       | 15,8%       | -32,1%       | 29,3%      | -101,6%      |              |               |
| <i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>                                      | 2,4%          | 72,5%        | 37,2%        | 41,4%       | 27,1%        | 33,8%      | n.a.         |              |               |
| - Gastos de reestructuración y otros   | 0,3           | (0,1)        | (0,2)        | 1,9         | 0,6          | -          | -            |              |               |
| - Adquisiciones / + Desinversiones   | (0,5)         | 3,5          | 2,6          | 7,6         | (2,3)        | -          | -            |              |               |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow                                     | (24,5)        | -            | (0,3)        | -           | -            | -          | -            |              |               |
| <b>= Free Cash Flow</b>  | <b>(24,4)</b> | <b>8,9</b>   | <b>5,0</b>   | <b>12,9</b> | <b>0,6</b>   | <b>3,0</b> | <b>(0,0)</b> | <b>36,2%</b> | <b>-26,1%</b> |
| <i>Cto. Free Cash Flow</i>   | n.a.          | 136,5%       | -43,8%       | 156,4%      | -95,6%       | 423,5%     | -101,6%      |              |               |
| <i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>                             | 0,1%          | 4,4%         | 2,3%         | 2,7%        | 1,8%         | 2,4%       | n.a.         |              |               |
| <i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>  | n.a.          | 7,1%         | 4,0%         | 10,2%       | 0,5%         | 2,4%       | n.a.         |              |               |
| <b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b> |               |              |              |             |              |            |              |              |               |
|  | 2019          | 2020         | 2021         | 2022        | 2023e        | 2024e      | 2025e        |              |               |
| <b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>  | <b>(0,7)</b>  | <b>0,2</b>   | <b>5,5</b>   | <b>2,9</b>  | <b>3,4</b>   | <b>2,3</b> | <b>3,0</b>   |              |               |
| Impacto en EBITDA de la variación de ingresos                                    | 1,2           | (0,1)        | 0,2          | 0,2         | 0,2          | 0,2        | 0,2          |              |               |
| Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos                             | (0,1)         | (0,3)        | 0,2          | 0,2         | (0,1)        | 0,1        | 0,1          |              |               |
| <b>= Variación EBITDA recurrente</b>   | <b>1,1</b>    | <b>(0,5)</b> | <b>0,3</b>   | <b>0,4</b>  | <b>0,1</b>   | <b>0,3</b> | <b>0,3</b>   |              |               |
| - Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)                         | -             | -            | -            | -           | -            | -          | -            |              |               |
| +/- Impacto por variación del capital circulante                                 | (2,0)         | 5,9          | (2,2)        | 0,6         | (1,6)        | 0,4        | 0,0          |              |               |
| <b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>                            | <b>(0,9)</b>  | <b>5,5</b>   | <b>(1,9)</b> | <b>1,0</b>  | <b>(1,5)</b> | <b>0,6</b> | <b>0,3</b>   |              |               |
| +/- Variación del CAPEX  | 2,0           | (0,2)        | (0,8)        | 0,1         | (0,0)        | (0,1)      | (3,3)        |              |               |
| +/- Variación del resultado financiero neto                                      | (0,2)         | (0,1)        | 0,1          | 0,1         | (0,2)        | 0,1        | (0,1)        |              |               |
| +/- Variación de impuestos   | (0,0)         | 0,1          | 0,0          | (0,7)       | 0,7          | -          | -            |              |               |
| <b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>                                 | <b>0,9</b>    | <b>5,3</b>   | <b>(2,6)</b> | <b>0,5</b>  | <b>(1,1)</b> | <b>0,7</b> | <b>(3,0)</b> |              |               |
| <b>Free Cash Flow Recurrente</b>   | <b>0,2</b>    | <b>5,5</b>   | <b>2,9</b>   | <b>3,4</b>  | <b>2,3</b>   | <b>3,0</b> | <b>(0,0)</b> |              |               |
| <b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>     |               |              |              |             |              |            |              |              |               |
|  | 2019          | 2020         | 2021         | 2022        | 2023e        | 2024e      | 2025e        | TACC         |               |
| <b>EBIT</b>  | <b>3,5</b>    | <b>2,3</b>   | <b>2,6</b>   | <b>3,7</b>  | <b>4,3</b>   | <b>4,0</b> | <b>4,3</b>   | <b>2,0%</b>  | <b>5,5%</b>   |
| * Tasa fiscal teórica  | 0,0%          | 0,0%         | 0,0%         | 7,8%        | 0,0%         | 0,0%       | 0,0%         |              |               |
| = Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)                           | -             | -            | -            | (0,3)       | -            | -          | -            |              |               |
| <b>EBITDA recurrente</b>   | <b>4,5</b>    | <b>4,1</b>   | <b>4,4</b>   | <b>4,8</b>  | <b>4,9</b>   | <b>5,2</b> | <b>5,4</b>   | <b>1,9%</b>  | <b>4,3%</b>   |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16)   | -             | -            | -            | -           | -            | -          | -            |              |               |
| +/- Var. Capital circulante  | (3,3)         | 2,7          | 0,4          | 1,0         | (0,5)        | (0,2)      | (0,1)        |              |               |
| <b>= Cash Flow operativo recurrente</b>  | <b>1,3</b>    | <b>6,7</b>   | <b>4,8</b>   | <b>5,8</b>  | <b>4,3</b>   | <b>5,0</b> | <b>5,3</b>   | <b>66,7%</b> | <b>-3,0%</b>  |
| - CAPEX  | (0,1)         | (0,2)        | (1,0)        | (0,9)       | (1,0)        | (1,1)      | (4,4)        |              |               |
| - Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)                           | -             | -            | -            | (0,3)       | -            | -          | -            |              |               |
| <b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>                                 | <b>1,2</b>    | <b>6,5</b>   | <b>3,8</b>   | <b>4,6</b>  | <b>3,4</b>   | <b>3,9</b> | <b>0,9</b>   | <b>56,8%</b> | <b>-40,9%</b> |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>                              | n.a.          | 446,5%       | -41,7%       | 20,9%       | -26,6%       | 15,8%      | -75,8%       |              |               |
| <i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>                        | 15,2%         | 85,4%        | 47,9%        | 55,7%       | 39,5%        | 44,0%      | 10,2%        |              |               |
| - Adquisiciones / + Desinversiones   | (0,5)         | 3,5          | 2,6          | 7,6         | (2,3)        | -          | -            |              |               |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow                                     | (24,5)        | -            | (0,3)        | -           | -            | -          | -            |              |               |
| <b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>  | <b>(23,7)</b> | <b>10,0</b>  | <b>6,1</b>   | <b>12,1</b> | <b>1,0</b>   | <b>3,9</b> | <b>0,9</b>   | <b>35,9%</b> | <b>-57,3%</b> |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>   | n.a.          | 142,3%       | -39,5%       | 99,6%       | -91,6%       | 281,1%     | -75,8%       |              |               |
| <i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>                   | 0,7%          | 3,8%         | 2,2%         | 2,7%        | 2,0%         | 2,3%       | 0,5%         |              |               |
| <i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>                                 | n.a.          | 5,8%         | 3,5%         | 7,1%        | 0,6%         | 2,3%       | 0,5%         |              |               |
| <b>Flujo de caja operativo (FFO)</b>   | <b>4,2</b>    | <b>3,3</b>   | <b>3,7</b>   | <b>4,0</b>  | <b>4,1</b>   | <b>4,6</b> | <b>4,7</b>   |              |               |
| <i>Mkt Cap/Flujo de caja operativo (FFO)</i>                                     | 26,1x         | 29,2x        | 23,9x        | 23,8x       | 30,6x        | 27,7x      | 26,6x        |              |               |
| <b>Flujo de caja operativo ajustado (AFFO)</b>                                   | <b>4,1</b>    | <b>3,1</b>   | <b>2,7</b>   | <b>3,0</b>  | <b>3,1</b>   | <b>3,5</b> | <b>0,4</b>   |              |               |
| <i>Mkt Cap/Flujo de caja operativo ajustado (AFFO)</i>                           | 26,5x         | 31,4x        | 33,1x        | 31,3x       | 40,2x        | 36,5x      | n.a.         |              |               |

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)**

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)**

**Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente**

**Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)**

**Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe**

|                                    | EUR Mn       | Fuente         |
|------------------------------------|--------------|----------------|
| Market Cap                         | 126,1        |                |
| + Minoritarios                     | -            | Rdos. 12m 2022 |
| + Provisiones y otros pasivos a LP | 7,5          | Rdos. 12m 2022 |
| + Deuda financiera neta            | 34,8         | Rdos. 12m 2022 |
| - Inmovilizado financiero          | (3,7)        | Rdos. 12m 2022 |
| +/- Otros                          |              |                |
| <b>Enterprise Value (EV)</b>       | <b>172,0</b> |                |

## Anexo 4. Comportamiento histórico<sup>(1)</sup>

| Comportamiento histórico<br>(EUR Mn) | TACC |      |      |      |      |       |        |        |         |        |        |        |        |        |       |        |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
|                                      | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017  | 2018   | 2019   | 2020    | 2021   | 2022   | 2023e  | 2024e  | 2025e  | 12-22 | 22-25e |
| Total Ingresos                       |      |      |      |      |      | 4,1   | 5,8    | 7,8    | 7,6     | 7,9    | 8,2    | 8,5    | 8,9    | 9,2    | n.a.  | 3,8%   |
| Cto. Total ingresos                  |      |      |      |      |      | n.a.  | 41,8%  | 34,1%  | -3,0%   | 4,0%   | 4,1%   | 3,5%   | 4,0%   | 4,0%   |       |        |
| EBITDA                               |      |      |      |      |      | 2,4   | 3,9    | 5,2    | 4,2     | 4,4    | 6,9    | 5,7    | 5,4    | 5,6    | n.a.  | -6,5%  |
| Cto. EBITDA                          |      |      |      |      |      | n.a.  | 62,8%  | 34,7%  | -20,3%  | 5,8%   | 56,0%  | -17,6% | -5,6%  | 5,2%   |       |        |
| EBITDA/Ingresos                      |      |      |      |      |      | 57,9% | 66,5%  | 66,7%  | 54,8%   | 55,8%  | 83,6%  | 66,6%  | 60,5%  | 61,2%  |       |        |
| Beneficio neto                       |      |      |      |      |      | 1,1   | 1,9    | 2,7    | (8,2)   | 1,7    | 2,7    | 3,4    | 3,2    | 3,4    | n.a.  | 8,9%   |
| Cto. Beneficio neto                  |      |      |      |      |      | n.a.  | 71,0%  | 39,7%  | -404,7% | 120,9% | 55,5%  | 26,7%  | -4,3%  | 6,4%   |       |        |
| Nº Acciones Ajustado (Mn)            |      |      |      |      |      | 4,9   | 5,7    | 7,5    | 8,2     | 8,2    | 8,2    | 8,8    | 9,2    | 9,2    |       |        |
| BPA (EUR)                            |      |      |      |      |      | 0,23  | 0,34   | 0,36   | -1,00   | 0,21   | 0,32   | 0,38   | 0,35   | 0,37   | n.a.  | 4,8%   |
| Cto. BPA                             |      |      |      |      |      | n.a.  | 46,2%  | 6,6%   | n.a.    | n.a.   | 55,5%  | 18,2%  | -8,7%  | 6,4%   |       |        |
| BPA ord. (EUR)                       |      |      |      |      |      | 0,23  | 0,22   | 0,25   | 0,14    | 0,20   | 0,09   | 0,28   | 0,32   | 0,34   | n.a.  | 56,5%  |
| Cto. BPA ord.                        |      |      |      |      |      | n.a.  | -5,1%  | 17,2%  | -45,0%  | 40,6%  | -54,6% | n.a.   | 13,0%  | 7,1%   |       |        |
| CAPEX                                |      |      |      |      |      | (2,6) | (2,1)  | (0,1)  | (0,2)   | (1,0)  | (0,9)  | (1,0)  | (1,1)  | (4,4)  |       |        |
| CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>            |      |      |      |      |      | 63,5% | 36,2%  | 0,8%   | 3,1%    | 13,2%  | 11,5%  | 11,6%  | 12,4%  | 47,4%  |       |        |
| Free Cash Flow                       |      |      |      |      |      | (5,0) | 0,3    | (24,4) | 8,9     | 5,0    | 12,9   | 0,6    | 3,0    | (0,0)  | n.a.  | -26,1% |
| DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>         |      |      |      |      |      | 15,6x | 7,6x   | 10,0x  | 12,3x   | 10,0x  | 5,1x   | 4,3x   | 4,7x   | 5,3x   |       |        |
| PER (x)                              |      |      |      |      |      | 55,8x | 39,0x  | 30,5x  | n.a.    | 53,6x  | 41,9x  | 35,7x  | 39,1x  | 36,7x  |       |        |
| EV/Vtas (x)                          |      |      |      |      |      | n.a.  | 18,76x | 19,58x | n.a.    | 17,51x | 16,15x | n.a.   | 19,44x | 18,69x |       |        |
| EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>         |      |      |      |      |      | 45,1x | 28,2x  | 29,3x  | 36,5x   | 31,4x  | 19,3x  | 30,3x  | 32,1x  | 30,5x  |       |        |
| Comport. Absoluto                    |      |      |      |      |      | 7,0%  | 4,0%   | 2,3%   | -16,6%  | -5,6%  | 8,6%   | 21,5%  | 4,0%   |        |       |        |
| Comport. Relativo vs Ibex 35         |      |      |      |      |      | -0,4% | 22,4%  | -8,5%  | -1,3%   | -12,5% | 15,0%  | -1,0%  |        |        |       |        |

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

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

## Anexo 5. Principales comparables 2023e

| Datos                         | Mercado                 | Mercado Continuo |                   |          |            |         | Europa   |          |                 |        | YVIT    |
|-------------------------------|-------------------------|------------------|-------------------|----------|------------|---------|----------|----------|-----------------|--------|---------|
|                               |                         | EUR Mn           | Merlin Properties | Colonial | Lar España | Arima   | Average  | SEGRO    | Land Securities | Icade  |         |
| Mercado                       | Ticker (Factset)        | MRL-ES           | COL-ES            | LRE-ES   | ARM-ES     |         | SGRO-GB  | LAND-GB  | ICAD-FR         |        | YVIT-ES |
|                               | País                    | Spain            | Spain             | Spain    | Spain      |         | UK       | UK       | France          |        | Spain   |
|                               | Market cap              | 4.312,5          | 2.762,8           | 539,0    | 177,7      |         | 12.438,5 | 5.615,4  | 2.203,2         |        | 126,1   |
|                               | Enterprise value (EV)   | 8.454,7          | 8.832,5           | 1.103,6  | 255,6      |         | 18.272,6 | 10.009,5 | 5.779,4         |        | 172,0   |
| Información financiera básica | Total Ingresos          | 476,2            | 376,2             | 90,2     | 9,0        |         | 874,3    | 701,1    | 1.656,9         |        | 8,5     |
|                               | Cto.Total Ingresos      | 7,9%             | 1,4%              | 8,0%     | 11,5%      | 7,2%    | 12,0%    | -24,1%   | -15,5%          | -9,2%  | 3,5%    |
|                               | 2y TACC (2023e - 2025e) | 7,5%             | 6,0%              | 3,0%     | 37,4%      | 13,5%   | -2,5%    | 1,0%     | -52,4%          | -18,0% | 4,0%    |
|                               | EBITDA                  | 366,7            | 302,3             | 64,1     | 0,4        |         | 615,2    | 543,7    | 280,4           |        | 5,7     |
|                               | Cto. EBITDA             | -0,7%            | 9,0%              | n.a.     | 132,9%     | 47,1%   | 162,2%   | 0,4%     | -56,6%          | 35,3%  | -17,6%  |
|                               | 2y TACC (2023e - 2025e) | 7,7%             | 6,7%              | 7,0%     | n.a.       | 7,1%    | 9,6%     | 1,9%     | 8,3%            | 6,6%   | -0,3%   |
|                               | EBITDA/Ingresos         | 77,0%            | 80,4%             | 71,0%    | 3,9%       | 58,1%   | 70,4%    | 77,5%    | 16,9%           | 54,9%  | 66,6%   |
|                               | EBIT                    | 329,8            | 294,9             | 57,3     | (8,7)      |         | 608,2    | 532,8    | 257,6           |        | 4,3     |
|                               | Cto. EBIT               | -10,3%           | 9,9%              | 2,6%     | -658,8%    | -164,1% | 164,5%   | 0,1%     | -58,7%          | 35,3%  | 17,3%   |
|                               | 2y TACC (2023e - 2025e) | 17,6%            | 9,5%              | 16,2%    | n.a.       | 14,4%   | 9,9%     | 2,1%     | 9,1%            | 7,1%   | 0,0%    |
|                               | EBIT/Ingresos           | 69,2%            | 78,4%             | 63,5%    | n.a.       | 70,4%   | 69,6%    | 76,0%    | 15,5%           | 53,7%  | 50,8%   |
|                               | Beneficio Neto          | 253,1            | 166,9             | 66,0     | (10,4)     |         | (295,3)  | 370,3    | (1.213,6)       |        | 3,4     |
|                               | Cto. Beneficio Neto     | 512,0%           | n.a.              | -9,4%    | -198,8%    | 101,2%  | 86,9%    | 151,2%   | n.a.            | 119,1% | 26,7%   |
|                               | 2y TACC (2023e - 2025e) | 11,7%            | 9,2%              | -2,6%    | 85,7%      | 26,0%   | n.a.     | 21,4%    | 48,4%           | 34,9%  | 0,9%    |
| CAPEX/Ventas                  | 59,5%                   | -14,0%           | -24,4%            | 466,7%   | 121,9%     | 3,9%    | 38,9%    | 18,4%    | 20,4%           | 11,6%  |         |
| Free Cash Flow                | 110,2                   | 300,6            | 99,4              | (44,0)   |            | 469,3   | 247,3    | 3,6      |                 | 0,6    |         |
| Deuda financiera Neta         | 4.136,6                 | 4.895,9          | 467,5             | 64,0     |            | 5.802,8 | 3.921,0  | 3.507,6  |                 | 24,2   |         |
| DN/EBITDA (x)                 | 11,3                    | 16,2             | 7,3               | n.a.     | 11,6       | 9,4     | 7,2      | 12,5     | 9,7             | 5,0    |         |
| Pay-out                       | 82,5%                   | 81,5%            | 92,2%             | -10,4%   | 61,4%      | -126,8% | 92,5%    | -27,0%   | -20,5%          | 114,6% |         |
| Múltiplos y Ratios            | P/E (x)                 | 16,8             | 21,0              | 8,8      | n.a.       | 15,5    | n.a.     | 12,6     | n.a.            | 12,6   | 35,7    |
|                               | P/BV (x)                | 0,7              | 0,7               | 0,6      | n.a.       | 0,7     | 1,0      | 0,7      | 0,4             | 0,7    | 1,1     |
|                               | EV/Ingresos (x)         | 17,8             | n.a.              | 12,2     | n.a.       | 15,0    | n.a.     | 14,3     | 3,5             | 8,9    | n.a.    |
|                               | EV/EBITDA (x)           | 23,1             | 29,2              | 17,2     | n.a.       | 23,2    | 29,7     | 18,4     | 20,6            | 22,9   | 35,3    |
|                               | EV/EBIT (x)             | 25,6             | 29,9              | 19,3     | n.a.       | 25,0    | 30,0     | 18,8     | 22,4            | 23,8   | 39,8    |
|                               | ROE                     | 4,4              | 3,1               | 6,4      | n.a.       | 4,7     | n.a.     | 5,9      | n.a.            | 5,9    | 3,2     |
|                               | FCF Yield (%)           | 2,6              | 10,9              | 18,4     | n.a.       | 10,6    | 3,8      | 4,4      | 0,2             | 2,8    | 1,8     |
|                               | DPA                     | 0,45             | 0,26              | 0,73     | 0,04       | 0,37    | 0,31     | 0,46     | 4,33            | 1,70   | 0,44    |
|                               | Dvd Yield               | 4,9%             | 5,0%              | 11,3%    | 0,6%       | 5,5%    | 3,0%     | 6,1%     | 15,0%           | 8,1%   | 3,2%    |

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

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: +34 915 904 226  
[institutodeanalistas.com/lighthouse](https://institutodeanalistas.com/lighthouse)

---

### Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

### Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institutodeanalistas.com

### Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@institutodeanalistas.com

### José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

jose.cabrera@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](https://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](mailto: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                        |
|---------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|---------------------|---------------------------------|
| 22-Feb-2024   | n.a.          | 13,70        | n.a.              | n.a.          | Inicio de cobertura | José Miguel Cabrera van Grieken |

