

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Real Estate

 Precio de Cierre: EUR 7,30 (21 dic 2022)
 Distribución informe: 22 dic 2022 (11:00h)

Inicio de cobertura
 Análisis Independiente de Compañías

Inmobiliaria del Sur (ISUR), es una inmobiliaria con sede en Sevilla y presencia en Andalucía y Madrid, con un modelo de negocio que combina la actividad de promoción (residencial y terciaria) y patrimonial, con una cartera de activos en alquiler (fundamentalmente oficinas), ambas actividades con un peso relevante en términos de GAV. El Consejo de Administración controla de forma directa e indirecta c. 64% del capital.

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com
 +34 915 904 226

Una promotora "con red"

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	136,3	144,7
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	397,7	422,1
Número de Acciones (Mn)	18,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	8,48 / 7,85 / 7,24	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,07	
Rotación ⁽²⁾	12,7	
Factset / Bloomberg	ISUR-ES / ISUR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración	64,4
Free Float	35,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	17,8	18,7	18,7	18,7
Total Ingresos	125,2	127,1	161,9	182,8
EBITDA Rec.	22,5	22,9	28,3	31,5
% Var.	-8,5	1,8	24,0	11,3
% EBITDA Rec./Ing.	17,9	18,0	17,5	17,3
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	11,0	17,6	3,1	7,5
Beneficio neto	12,0	15,0	9,7	11,8
BPA (EUR)	0,68	0,80	0,52	0,63
% Var.	-40,8	18,5	-35,2	21,3
BPA ord. (EUR)	0,52	0,48	0,52	0,63
% Var.	9,2	-7,7	8,1	21,3
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	9,7	-16,2	-20,6	-0,4
Pay-out (%)	46,6	45,5	45,5	45,5
DPA (EUR)	0,32	0,36	0,24	0,29
Deuda financiera neta	198,0	241,9	269,3	274,1
DN / EBITDA Rec.(x)	8,8	10,6	9,5	8,7
ROE (%)	9,5	11,0	6,8	8,0
ROCE (%) ⁽⁴⁾	4,9	4,1	4,4	4,7

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	10,8	9,1	14,1	11,6
PER Ordinario	14,0	15,2	14,1	11,6
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9
Dividend Yield (%)	4,3	5,0	3,2	3,9
EV/Ventas	3,18	3,13	2,46	2,18
EV/EBITDA Rec.	17,7	17,4	14,0	12,6
EV/EBIT	18,1	20,4	17,0	14,9
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	7,1	n.a.	n.a.	n.a.

(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.

UNA INMOBILIARIA SINGULAR, QUE COMBINA LOS NEGOCIOS DE PROMOCIÓN Y PATRIMONIAL. ISUR es una inmobiliaria de pequeño tamaño con un modelo de negocio que combina la actividad de promoción (residencial y terciaria) con la patrimonial, con una cartera de activos en régimen de alquiler (edificios de oficinas, hoteles, locales y plazas de garaje), ambos con un peso relevante en términos de GAV (40% promoción, 60% patrimonial).

LA CARTERA DE SUELO ACTUAL "GARANTIZA" UN AUMENTO SIGNIFICATIVO DE LA ACTIVIDAD. ISUR cuenta con una cartera de suelo que debiera permitir el desarrollo de +4.000 viviendas, de las que 1.700 ya se encontrarían en comercialización (47% vendidas). Lo que aporta visibilidad: el nivel de preventas supone c. 55% de las entregas previstas hasta 2024e.

EN 2024E DEBERÍAMOS TENER UNA COMPAÑÍA CON INGRESOS DE EUR 180MN Y EBITDA DE EUR 30MN. Asumiendo un escenario conservador, estimamos niveles de entregas de, al menos, 450 viviendas en 2023e y 2024e (vs c. 380 en 2021 y 2022e). Por lo que en 2024e deberíamos tener una compañía con unas ventas de EUR 180Mn (+13,5% TACC 21-24e) y EBITDA de c. EUR 30Mn (+12% TACC 21-24e).

UNA ALTERNATIVA PARA ENTRAR EN EL SECTOR PROMOTOR DE UNA FORMA MÁS SEGURA. La actividad patrimonial (contribución c. 45% en EBITDA) aporta una fuente de ingresos y caja recurrente que otorga una mayor resiliencia y capacidad para autofinanciar el crecimiento, lo que permite a la compañía "ser más paciente" en el negocio promotor. Algo especialmente interesante en el actual contexto de mercado. LTV c. 40% resultado del peso del negocio patrimonial en el GAV (c. 60%).

COTIZANDO CON UN DESCUENTO DEL 60% FRENTE AL VALOR DE SUS ACTIVOS. A fecha de este informe ISUR cotiza con un descuento del 60% vs NAV 9m22 frente a un promedio del 50% del sector promotor cotizado en España y de las grandes SOCIMIs españolas. Aunque, obviamente, en un entorno de mayor rentabilidad de bonos hay riesgo de rebajas en las valoraciones de activos, el descuento actual parecería "excesivo". Máxime tratándose de una promotora "con red"... La aceleración de la actividad (e ingresos) "garantizada" por la actual cartera de suelo debiera ser un potente catalizador para la acción.

Comportamiento relativo (base 100)

Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-6,4	-7,8	-2,3	-2,3	-11,5	-12,2
vs Ibxex 35	-7,7	-12,6	-1,3	2,5	3,2	8,9
vs Ibxex Small Cap Index	-5,5	-9,6	6,8	11,2	-19,0	-20,0
vs Eurostoxx 50	-5,5	-16,9	5,3	8,4	-13,7	-19,1
vs Índice del sector ⁽³⁾	-2,3	-5,0	57,1	62,6	43,1	33,4

(*) 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.

Una inmobiliaria integrada verticalmente: una “rareza” en el sector (cotizado). Con argumentos creíbles de crecimiento a largo plazo

Inmobiliaria del Sur (ISUR) es una inmobiliaria de pequeño tamaño con un modelo de negocio singular que combina la actividad de promoción (fundamentalmente residencial) y patrimonial, con una cartera de activos en régimen de alquiler (edificios de oficinas, hoteles, locales y plazas de garaje), ambos con un peso relevante en términos de GAV (40% promoción, 60% patrimonial). Además, cuenta con una constructora 100% participada al servicio del negocio promotor (lo que permite un mayor control de costes, calidad y plazos). Fundada en 1945, cotiza en Bolsa desde 1984 (desde 2007 en el mercado continuo).

A) La macro es (y seguirá siendo) la variable más importante del sector inmobiliario. Y los indicadores más recientes muestran señales de debilitamiento. Lo que pesará a c/p ...

La recesión asoma y la subida de tipos de interés frenará la demanda de vivienda a c/p.

Hoy las expectativas de crecimiento son menores a las esperadas hace unos meses, y los tipos de interés han subido más de lo que se esperaba inicialmente. La recesión asoma y la subida de tipos de interés hipotecarios (el Euribor 12 meses, principal referencia con la que financian los españoles sus hipotecas, se sitúa ya en máximos desde 2009).

Lo anterior, junto con el impacto de la inflación sobre la renta disponible real de los hogares, apunta a que durante los próximos trimestres veremos retrocesos tanto en precios como en compraventas de vivienda. Algo que ya sería visible analizando los datos del tercer trimestre 2022 estanco: el precio de tasación de la vivienda libre se mantuvo plano (0,0% intertrimestral), lo que implica que en términos interanuales se ha desacelerado de forma muy marcada a lo largo de 2022, desde el +6,7% del 1T, +5,5% en el 2T y el +4,7% del 3T.

B) ... pero el desequilibrio entre oferta-demanda de viviendas es, en sí mismo, un motor de crecimiento a largo plazo

Mercado residencial: desde 2014 hemos visto una recuperación sostenida de la demanda (alcanzando ya en 2021 máximos no vistos desde 2007)... según datos del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, el dato de transacciones de vivienda 1S22 se situó en 373.145 (+10% vs 2021 y +37% vs 2019). Por lo que podríamos cerrar 2022 con un volumen de transacciones por encima de 700.000 (superando al ejercicio 2021, el mejor desde 2007).

Aunque la oferta de viviendas continúa (y continuará) siendo limitada (cerca de 100.000 unidades anuales)

... con una oferta de viviendas que continúa siendo limitada (las viviendas libres iniciadas continúan en el entorno de las 100.000 unidades anuales). En 2021 el número de viviendas libres iniciadas se situó en el entorno de las 100.000 unidades (+4,4% vs 2019). Este nivel se mantiene muy por debajo de los máximos alcanzados en 2006 (650.000) y por debajo del crecimiento esperado de la demanda: en 2021 el número medio de hogares creció en c. 172.000 (+0,9% vs 2020). De hecho, durante el período 2008-2021 el incremento de nuevos hogares superó (en términos acumulados) en cerca de 300.000 el número de viviendas terminadas.

Frente a un crecimiento del número de hogares de c. 180.000/año

Lo que explica que ahora el problema es de falta de “stock” y no de exceso de oferta (como ocurrió en 2008).

Respecto al crecimiento de los hogares (una de las principales variables utilizadas para extrapolar la demanda de vivienda), el INE apunta a un crecimiento del +0,9% TACC para los próximos 15 años (lo que implicaría la creación de 180.000 nuevos hogares al año). Con todo, los limitantes a la oferta, como la falta de capacidad del sector de la construcción (por la dificultad para encontrar mano de obra), falta de suelo urbanizable e incertidumbre sobre la nueva ley de vivienda, continuarán pesando a corto y medio plazo.

Desequilibrio oferta-demanda: un motor de crecimiento a largo plazo para el residencial español

Un desequilibrio que será, en sí mismo, un motor de crecimiento a largo plazo (una vez superado el entorno macro actual). A corto plazo parece inevitable un debilitamiento de la demanda de vivienda (subida de tipos, menor crecimiento económico) y su resultado es hoy una incógnita. Aunque el sector enfrenta 2023 en buenas condiciones (tanto las familias como las promotoras cuentan con una posición más solvente que en el pasado).

Si ponemos la vista en el más largo plazo, la oferta seguirá siendo escasa (e inferior a la demanda) lo que, a nuestro juicio será, en sí mismo, un motor de crecimiento para el residencial español. Y esto es esencial para una compañía como ISUR.

C) ISUR cuenta con un modelo de negocio singular que combina un negocio promotor con el patrimonial: una “rareza” en el sector cotizado en España

ISUR desarrolla su actividad a través de dos negocios principales, i) promoción residencial y terciaria (67% s/Ingresos 2021) y ii) patrimonial (12% s/Ingresos) a los que se suman dos negocios complementarios al servicio del negocio promotor (tanto para las promociones propias como para las desarrolladas con terceros a través de negocios conjuntos): i) construcción (18% s/Ingresos 2021) y ii) gestión y comercialización (3% s/Ingresos 2021). En concreto, desde un punto de vista de modelo de negocio, destacamos:

Un modelo de negocio que combina la promoción residencial y terciaria, con el negocio patrimonial

- **Un modelo de negocio singular, por la combinación de la promoción de viviendas con la actividad patrimonial...** ISUR combina un negocio promotor (con capacidad de entregar > 350 viviendas/año y una cartera de suelo que debiera permitir la construcción de +4.000 viviendas, de las que el 40% hoy ya estarían en comercialización) con el patrimonial, con una cartera de activos en alquiler de 130.000 m2 de oficinas (71% sobre el total), hoteles (21%) y locales comerciales (8%) que ofrece un gross yield del 4,9%. Ocupación del 88% de los activos en alquiler (y gran parte de la desocupación en espacios en rehabilitación).

En nuestra opinión, la generación recurrente de rentas del negocio patrimonial (c. 45% del EBITDA de la compañía en 2021) permite “ser más paciente” en el negocio promotor, adquiriendo suelo en las fases bajistas del ciclo (algo que ya quedó demostrado en el período 2008-2012) y maximizando el retorno para el accionista.

GAV 9m22: EUR 600Mn (+ 15% vs 2021). 40% promoción-60% patrimonial

- **... ambas con un peso relevante en términos de GAV (38% promoción – 62% patrimonial).** A cierre de 2015, el GAV de ISUR alcanzó los EUR 600Mn (+15% vs 2021), de los que el 62% corresponde al negocio patrimonial y un 38% al promotor. Por geografías, el 80% se sitúa en Andalucía, donde la compañía cuenta con una posición de referencia y consolidada en el alquiler de oficinas (fundamentalmente en Sevilla), y el 20% en Madrid.

Con un marcado carácter local (Andalucía), donde cuenta con una amplia experiencia

- **Integración vertical.** Con una constructora 100% participada y al servicio del negocio promotor, lo que permite un mayor control de costes, calidad y tiempos de ejecución. Además, el desarrollo de los activos patrimoniales desde la promoción permite capturar el valor añadido de todo el proceso.

- **Desarrollo de una parte relevante del negocio promotor a través de joint ventures,** con el triple objetivo de: (i) asumir proyectos de mayor tamaño, (ii) mejorar la rentabilidad de la inversión (por la prestación a los negocios conjuntos de servicios de construcción, y gestión y comercialización) y (iii) diversificación de riesgos.

- **Enfoque local, en mercados donde cuenta con una amplia experiencia.** ISUR combina 1) una sólida posición en Andalucía, donde ha desarrollado su actividad desde su fundación en 1945, manteniendo una posición de referencia tanto en promoción como en alquiler de oficinas, con 2) el crecimiento en Madrid (el mercado más dinámico en el inmobiliario español, donde ISUR espera generar c. 40% de su actividad de promoción residencial a partir de 2025e).

La refinanciación de deuda en 2019 retrasa > 60% de los vencimientos a partir de 2026e

- **Nivel de endeudamiento razonable (LTV < 40%).** Un apalancamiento superior a la media de las promotoras cotizadas en España (con LTV < 20%) explicado por el peso del negocio patrimonialista en el valor de sus activos (c. 60% sobre el GAV). La refinanciación de deuda realizada en 2019 (en condiciones más favorables) retrasa el 60% de los vencimientos a partir de 2026e.

El equipo directivo cuenta con amplia trayectoria en la compañía...

- **Alineación de intereses entre la propiedad y la gestión.** Con accionistas de control que no han variado en la práctica a lo largo de la historia de la compañía, y con prevalencia tanto en el Consejo de Administración como en el equipo directivo. Lo que implica una alineación de intereses entre la propiedad y la gestión (el Consejo de Administración controla *de facto* c. 60% del capital).

...lo que consideramos que podrá reducir los riesgos inherentes al propio ciclo.

En definitiva, una “rareza” en el sector cotizado en España. Todos los puntos anteriores (combinación de promoción y patrimonial, integración vertical, desarrollo del negocio a través de joint ventures, enfoque local...) son, en su mayoría, estratégicos y diferenciales frente a inmobiliarias con negocios centrados exclusivamente en la promoción. Lo que convierte a ISUR en una alternativa para entrar en el negocio promotor español de una forma más segura, reduciendo el riesgo inherente al ciclo inmobiliario residencial.

D) La cartera de suelo actual “garantiza” un aumento muy significativo de la actividad... pero habrá que esperar a 2025e para recoger sus frutos

Llegados a este punto, ahora toca preguntarse qué puede esperarse de una compañía como ISUR en un contexto como el actual. Nuestras proyecciones 2022e-2024e pueden resumirse en:

El negocio promotor de ISUR apunta a un aumento muy significativo de su actividad (pero en 2025e)

Sin olvidar la elevada contribución del área patrimonial al EBITDA (margen EBITDA > 70%)

En 2024e deberíamos tener una compañía con ingresos de EUR 180Mn y EBITDA de EUR 30Mn (+13,5% y + 12% TACC 21-24e)

Pese al repunte de la inversión en circulante, el apalancamiento seguirá siendo razonable

- La cartera de suelo y el nivel de preventas apuntan a una aceleración del crecimiento del negocio promotor (Ingresos promoción: +12% TACC 21-24e).** Asumiendo un escenario conservador (el entorno actual invita a la prudencia), estimamos niveles de entregas de, al menos, 450 viviendas en 2024e (la compañía cuenta con 1.700 viviendas en comercialización), con ingresos de c. EUR 120Mn (+12% TACC 21-24e). Aunque a partir de 2024e la visibilidad es menor, en 2025e estimamos entregas cercanas a las 800 viviendas (Ingresos 2025e promoción: EUR 190Mn). Un auténtico salto en tamaño teniendo en cuenta que en 2021 y 2022e se entregarán aproximadamente 380 viviendas.
- La actividad patrimonial (muy recurrente) proporciona una elevada visibilidad tanto en ingresos como en márgenes (Ingresos patrimonial: + 6,5% TACC 21-24e).** El escenario que planteamos para el negocio patrimonial contempla la continuidad del crecimiento orgánico de un dígito medio hasta alcanzar unos ingresos por rentas de EUR 18,6Mn en 2024e (+6,5% TACC 2021-2024e) resultado de: i) la actualización de rentas por la inflación (esencialmente en 2022, visible en los rdos. 9m22) y ii) una ligera mejora en la ocupación de la cartera de activos hasta alcanzar niveles del 90% en 2024e (vs 88% en 2021). Sin olvidar la elevada contribución del área patrimonial a la generación de EBITDA y cash flow (con un margen EBITDA cercano al 75%).
- Servicios accesorios (construcción; gestión y comercialización): crecimiento en línea con la actividad promotora.** Los ingresos generados por los negocios de construcción (12,5% s/Ingresos 2022e) y gestión y comercialización (3% s/Ingresos 2022e) corresponden a los servicios prestados a las promociones desarrolladas con negocios conjuntos. Por lo que su crecimiento depende de: i) la evolución de la actividad promotora de la compañía, ii) el mix de entregas correspondientes a joint ventures (con más ingresos por estos servicios cuanto mayor sea el nivel de actividad realizado a través de negocios conjuntos) y iii) el % de participación de ISUR en cada una de las joint ventures (normalmente entre un 50% y un 70%).
- A nivel consolidado el crecimiento en ingresos (+13,5% TACC 21-24e) se traducirá en uno similar en EBITDA hasta alcanzar c. EUR 30Mn en 2024e (+12% TACC 21-24e).** Con todo lo anterior, en 2024e deberíamos tener una compañía con niveles de ingresos consolidados de EUR 180Mn (+13,5% TACC 2021-2024e) y EBITDA de EUR 30Mn (+12% TACC 21-24e), sin mejora de márgenes (Mg. EBITDA 17,5%, por el mayor peso del negocio de construcción en el mix de ingresos, con menores márgenes). Si ponemos la vista en 2025e, el fuerte aumento de la actividad esperado para el negocio promotor debiera impulsar los ingresos 2025e a > 250Mn y EBITDA de c. EUR 50Mn (Mg. EBITDA 18,5%, una mejora de margen frente a 2022e explicada por el mayor peso del negocio promotor en el mix).
- Y pese al repunte de los niveles de inversión, se mantendrá un nivel de apalancamiento razonable.** El elevado nivel de inversión estimado para los próximos años incrementará la Deuda Neta hasta niveles de EUR 275Mn en 2024e (+38% vs 2021). Pese a ello, el nivel de apalancamiento seguirá siendo razonable, con un LTV medio para el período 2022e-2024e < 45% y un EBITDA siempre superior a 3x los intereses (pese al incremento del coste de la deuda de 250pb estimado).

Tabla 1. Resumen de ventas, margen bruto y margen EBITDA (2022e – 2025e)

EUR Mn	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Promoción	98,0	83,6	90,3	115,3	117,3	193,0
Patrimonial	13,3	15,4	17,3	18,1	18,7	19,2
Construcción	18,5	22,7	15,8	23,7	41,9	46,3
Gestión y comercialización	2,9	3,5	3,7	4,8	4,9	8,0
Total sales	132,7	125,2	127,1	161,9	182,8	266,5
Coste de ventas de promoción	(73,2)	(63,8)	(70,4)	(89,9)	(89,1)	(145,7)
Gross margin	59,6	61,3	56,6	72,0	93,7	120,8
% over total sales	44,9%	49,0%	44,6%	44,5%	51,2%	45,3%
EBITDA	24,5	22,5	22,9	28,3	31,5	49,3
EBITDA margin (%)	18,5%	17,9%	18,0%	17,5%	17,3%	18,5%

Nota: El importante crecimiento en ingresos en 2025e se explica esencialmente por las mayores entregas de viviendas esperadas (c. 800 unidades, frente a las 450 unidades de 2023e y 2024e).

E) En conclusión: una combinación de negocios (promoción y patrimonial) que permite aspirar a un aumento significativo de la actividad, limitando los niveles de riesgo

La “foto” que nos deja ISUR es la de una compañía resiliente que aspira a un aumento significativo de su actividad. Aunque, a nuestro juicio, lo verdaderamente interesante son los factores que hacen que ese crecimiento sea creíble y pueda ser alcanzado con una menor exposición a la evolución del ciclo inmobiliario residencial. En concreto, esos factores son:

Una compañía que aspira a un aumento significativo de actividad...

- **Una cartera de suelo que ofrece gran visibilidad y hace creíble el salto en tamaño del negocio promotor.** La cartera de suelo actual permitirá la construcción de +4.000 viviendas (de las que 1.700 ya se encontrarían en comercialización; 47% vendidas). Es decir, las viviendas que se entregarán durante el período estimado serán, en su mayoría, sobre suelo en cartera.
- **Integración vertical (con una constructora al servicio del negocio promotor).** A diferencia de otras promotoras, ISUR cuenta con una constructora 100% participada (que sólo construye para ISUR y sus promociones con negocios conjuntos), lo que debiera permitir un mayor control de costes, calidad y plazos (algo “clave” en el momento actual).
- **Negocio patrimonial, con activos de calidad (con tasas de ocupación de c. 90%),** que aportan una fuente recurrente de caja (con márgenes muy elevados; > 70% en EBITDA). Lo que permite reducir el perfil de riesgo de la compañía. Además, el valor de los activos patrimoniales genera una mayor “holgura” desde un punto de vista financiero ya que, en caso de necesidad, ISUR podría vender activos.

... con un modelo de negocio resiliente que aporta una mayor grado de visibilidad

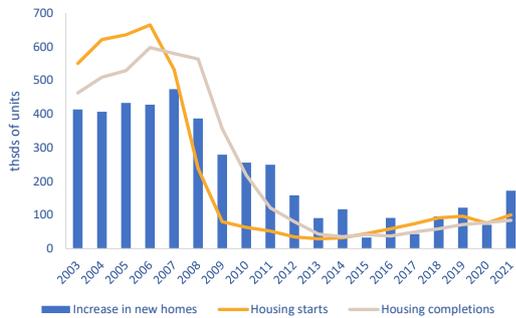
En definitiva, una alternativa de inversión en el inmobiliario español con una combinación que permite aspirar a un aumento significativo de la actividad, limitando los niveles de riesgo. Todo lo anterior son factores diferenciales de ISUR que permiten afrontar períodos de incertidumbre (como el actual) con un mayor grado de visibilidad (tanto en ingresos como en márgenes) e incluso aprovechar la parte baja del ciclo inmobiliario-promotor para la adquisición de suelo a precios más atractivos (lo que debiera mejorar el retorno para el accionista a largo plazo frente a una promotora tradicional).

Cotizando con un descuento del 60% frente al NAV (el mayor del sector promotor cotizado)

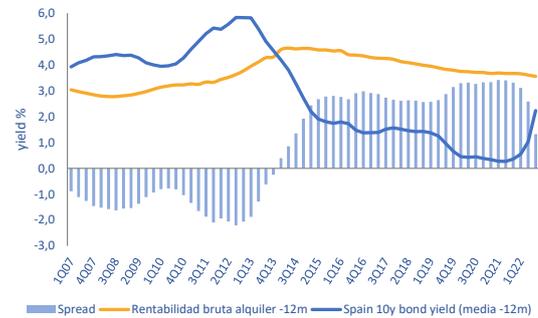
Cotizando con un descuento del 60% frente al NAV de septiembre 2022e. Obviamente existe riesgo de rebajas en valoraciones de activos en un entorno de mayor rentabilidad de bonos, pero a fecha de este informe ISUR cotiza con un descuento del 60% vs NAV 9m22 frente a un promedio del 50% del sector promotor cotizado en España y de las grandes SOCIMIs españolas. Un descuento aparentemente “excesivo” que hace visible la oportunidad que ISUR representa hoy en el inmobiliario español. Una promotora “con red”.

La compañía en 8 gráficos

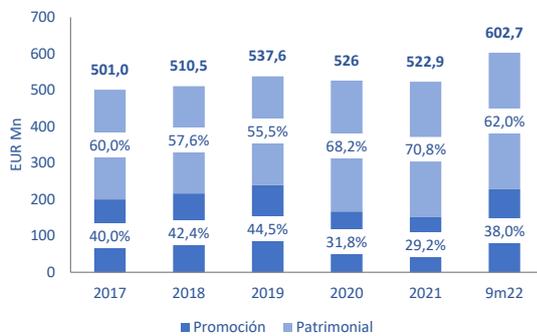
Desequilibrio oferta-demanda: un motor de crecimiento a largo plazo para el residencial español



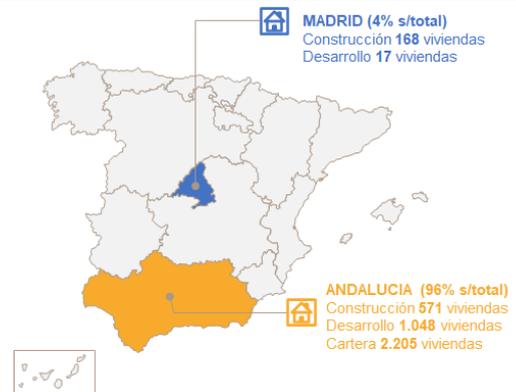
Aunque la macro y la fuerte subida de tipos de interés pesarán sobre el sector a corto plazo



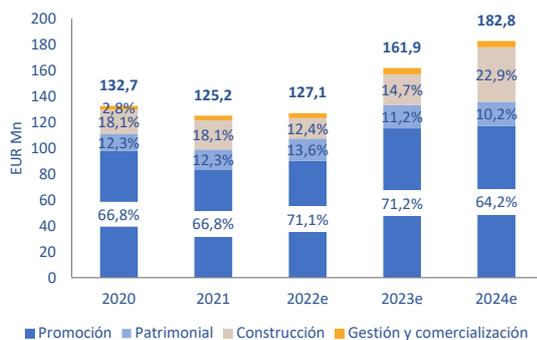
ISUR: Una inmobiliaria singular, que combina los negocios de promoción y patrimonial, ambos con peso relevante sobre GAV



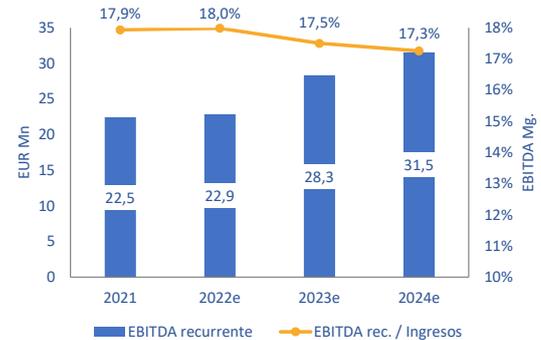
Con una cartera de suelo que debiera permitir la construcción de +4.000 viviendas (40% ya en comercialización)



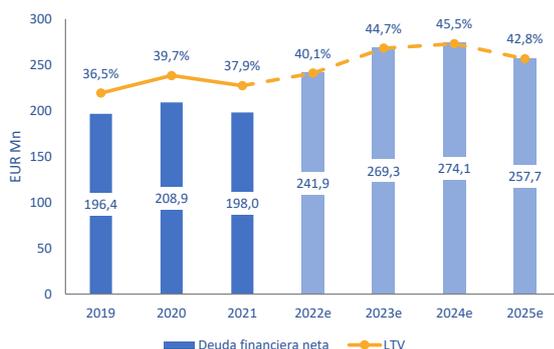
En 2024e deberíamos tener una compañía con ventas de EUR 180Mn...



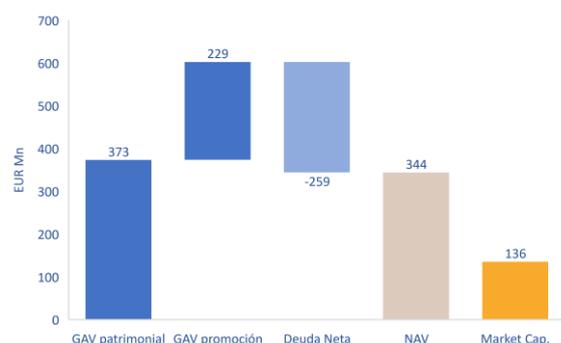
... Y EBITDA de EUR 30Mn (+12% TACC 2021-2024e)



Pese al repunte de los niveles de inversión, mantendrá un apalancamiento razonable (LTV < 45%)



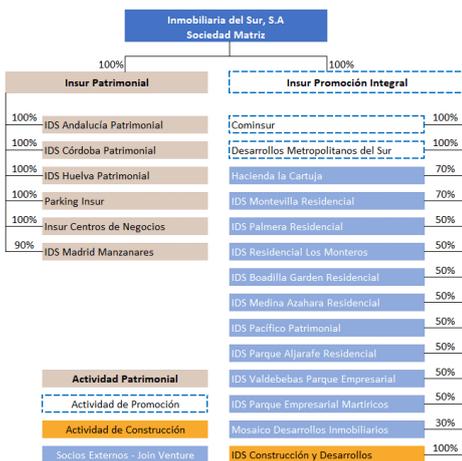
Cotizando con un descuento cercano al 60% frente al valor neto de los activos (NAV)



Descripción del negocio

Una inmobiliaria singular, que combina los negocios de promoción y patrimonial. Lo que reduce el riesgo

Gráfico 1. Estructura societaria



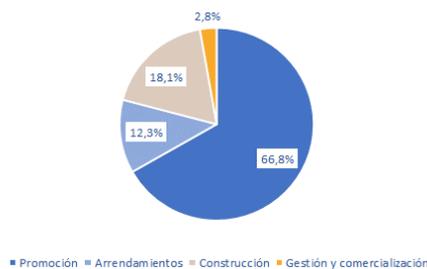
Inmobiliaria del Sur, Insur (ISUR), es un grupo inmobiliario con sede en Sevilla, y presencia en Andalucía (donde cuenta con una posición de referencia) y Madrid. Combina la actividad de promoción (fundamentalmente residencial) y patrimonial, con una cartera de activos en régimen de alquiler (locales, edificios de oficinas y plazas de aparcamiento; pero sin alquiler residencial). Además, cuenta con una constructora (100% participada) al servicio del negocio promotor, tanto para el desarrollo de las promociones propias como para las desarrolladas con terceros a través de negocios conjuntos (lo que permite un mayor control de costes, calidad y plazos). Fundada en 1945, cotiza en bolsa desde 1984 (desde 2007 en el mercado continuo).

La estrategia de la compañía pasa por el desarrollo de una parte relevante del negocio promotor a través de alianzas con terceros

Con el objetivo de incrementar el volumen de negocio y reducir el riesgo, una parte relevante del negocio promotor se realiza a través de sociedades en las que ISUR toma una participación significativa (normalmente c. 50%; Gráfico 1), consideradas negocios conjuntos.

Sin embargo, y dado que ISUR no tiene el control conforme al artículo 42 del código de comercio de estos negocios conjuntos, se consolidan por el método de puesta en equivalencia (según lo establecido en la NIIF 11). Paralelamente, y con el objetivo de reflejar el auténtico volumen de activos gestionados, ISUR realiza trimestralmente una conciliación entre los estados financieros bajo NIIF con el método de integración proporcional, **método que emplearemos a lo largo de este informe (salvo que se indique lo contrario)**; ya que permite realizar un mejor análisis de la auténtica magnitud y evolución de sus actividades a través de JV (cada vez con más peso en la actividad promotora, lo que quedaría totalmente “oculto” en una consolidación por puesta en equivalencia.

Gráfico 2. Mix de ingresos por negocio (2021, consolidación proporcional)



A septiembre 2022 tenía un GAV de EUR 603Mn de los que >60% corresponden al negocio patrimonial

ISUR desarrolla su actividad a través de dos negocios principales, i) promoción residencial y terciaria (67% s/Ingresos 2021; Gráfico 2) y ii) patrimonial (12% s/Ingresos 2021) a los que se suman dos negocios complementarios al servicio del negocio promotor (tanto para las promociones propias como para las desarrolladas con terceros a través de negocios conjuntos): i) construcción (18% s/Ingresos 2021) y ii) gestión y comercialización (3% s/Ingresos 2021).

A septiembre 2022 la tasación de la cartera de activos (GAV) por método de consolidación proporcional tenía un valor total de EUR 602,7Mn (+15% vs 2021; Gráfico 3), de los que el 62% del mismo corresponde al negocio patrimonial (edificios de oficinas, hoteles, locales y plazas de parking) y un 38% al negocio promotor. El GAV 9m22 estuvo empujado por la adquisición del 50% que ISUR no poseía en Desarrollos Metropolitanos del Sur (JV al 50% con BBVA, adquirida en junio por EUR 18,2Mn). En términos de NAV por acción, ISUR cerró septiembre con un NAV de 18,4 €/acción (+5,8% vs 2021), lo que implica que, a fecha de este informe, cotiza con un descuento del 60% vs NAV 9m22 (Gráfico 5) vs un promedio del 50% del sector promotor cotizado en España y de las grandes socimis españolas.

Gráfico 3. GAV por negocio (2017-2021)

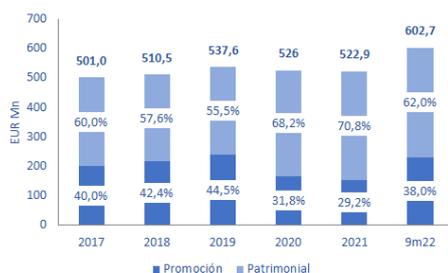
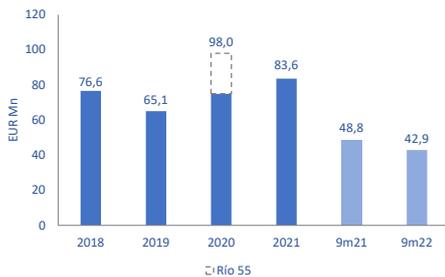


Gráfico 4. NAV (2017-2021)



Gráfico 5. Evolución descuento acción vs NAV



Gráfico 6. Ingresos del negocio promotor


Nota: Los ingresos de promoción 2020 incluyen la venta del edificio Sur del edificio de oficinas Río 55 (Madrid) por importe de EUR 23Mn. Excluyendo la venta de Río 55, los ingresos del negocio de promoción crecieron un 15,2% en 2021.

Promoción (67% s/Ingresos 2021; 38% s/GAV): un negocio verticalmente integrado, fundamentalmente residencial, y con capacidad para crecer

La actividad promotora, que constituye el origen de la compañía, mantiene un modelo de negocio escalable y flexible basado (desde 2016) en la estandarización de procesos y en el desarrollo de una parte relevante de sus promociones a través de alianzas con terceros (joint ventures). Lo que permite incrementar el volumen de negocio (y asumir proyectos de mayor envergadura) toda vez que se diversifica el riesgo. Además, con el fin de reducir el riesgo de promoción ISUR es proactiva en la compra de suelo en fases bajas del ciclo (algo que ya quedo demostrado en el período 2008-2012), adquiriendo suelo finalista o sin riesgo de calificación urbanística (tratando siempre al suelo como materia prima y no como mercadería).

En 2021 ISUR entregó 380 viviendas (71 propias y 309 a través de JV) con un precio medio de venta (PMV) de EUR 320.000, lo que se tradujo en unos ingresos ajustados por el porcentaje en los negocios conjuntos de EUR 83,6Mn (+11,5% vs 2020; excluyendo el impacto de la venta del edificio Sur de oficinas de Río 55 en Madrid; Gráfico 6). A 9m22, ISUR había entregado 189 viviendas con un PMV de EUR 309.000.

Durante el período 2019-9m22, el margen bruto del negocio promotor se situó entre el 27,5% de 2019 y el 22% de 9m22 (frente a un margen bruto objetivo de entre el 24,5% y 26%).

Gráfico 7. Ingresos del negocio constructor y de prestación de servicios (2018-2021)

Adicionalmente, al negocio promotor se suman dos negocios complementarios: construcción (18% s/Ingresos) y prestación de servicios (2% s/Ingresos)

ISUR cuenta con una constructora (100% participada) al servicio del negocio promotor (de carácter instrumental), tanto para el desarrollo de las promociones propias como para las desarrolladas con terceros a través de negocios conjuntos, lo que permite un mayor control de costes, calidad y tiempos de ejecución (lo que debiera contribuir a reducir los períodos de maduración, en línea con la estrategia de la compañía).

Los ingresos generados por los negocios de construcción y gestión y comercialización corresponden a los servicios prestados por ISUR a las promociones desarrolladas con terceros, consideradas negocios conjuntos. En concreto, en 2021 el negocio de construcción aportó unos ingresos vía fees de EUR 22,7Mn (+22,6% vs 2020, reflejo del inicio de la construcción de nuevas promociones), con un margen de c. 2% lo que, junto a los fees recibidos por la prestación de servicios de gestión y comercialización (EUR 3,5Mn en 2021; 2,8% s/Ingresos) permite mejorar la rentabilidad del negocio promotor (con incremento del margen EBITDA de aprox. +4p.p., estimado por Lighthouse).

Gráfico 8. Mix geográfico del negocio promotor

Con una cartera de suelo que permitiría la construcción de 4.000 viviendas (40% en comercialización), manteniendo una exposición diferencial en Andalucía

A septiembre 2022, el negocio promotor contaba con un GAV de EUR 229,3Mn (38% s/total), con un banco de suelo que debiera permitirle la construcción de 4.000 viviendas (Gráfico 8), de las que 1.671 ya se encontrarían en comercialización (incluyendo viviendas de promociones terminadas pendientes de entrega) y el 47% de las mismas ya estarían vendidas.

En cuanto al mix geográfico de la cartera de suelo, tras la entrega en 2022 de una promoción de 80 viviendas en Extremadura (Cáceres), en la actualidad ISUR concentra sus desarrollos fundamentalmente en Andalucía (96% s/total; esencialmente en Sevilla y Málaga, aunque también con presencia en Granada, Córdoba y Cádiz; Gráfico 8), mientras que Madrid aún sólo representa el 4% del total de suelo (10% si consideramos las viviendas en construcción y en desarrollo). De hecho, la estrategia de la compañía pasa por aumentar la actividad de promoción residencial en Madrid hasta alcanzar un 40% del total.

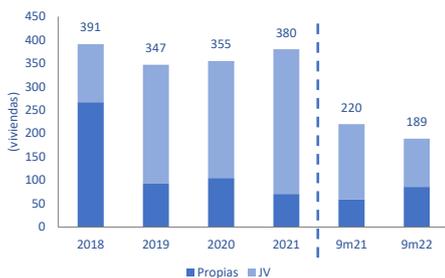
En concreto, a septiembre 2022 ISUR contaba con 11 promociones en construcción, equivalentes a 733 viviendas (18% sobre el total; Gráfico 8), de las que el 62% se encuentran en Andalucía y el 23% restante en Madrid y otras 11 promociones en desarrollo, equivalentes a 1.065 viviendas. Lo que ofrece una enorme visibilidad, ya que las ventas de los próximos 6 años provendrán de las promociones de la cartera actual de suelo. Además, ISUR cuenta con una cartera de suelo en balance que debiera permitirle la construcción de 2.205 viviendas adicionales (1.941 propias y 264 a través de JV).

Gráfico 9. Evolución de preventas anuales (consolidación proporcional)


Analizando las promociones en curso se puede observar que la mayoría del producto está enfocado a la demanda actual (con más metros cuadrados, zonas comunes...)

Con 22 promociones en desarrollo (de las que 11 ya se encuentran en construcción), analizamos su localización, precios de venta, nivel de preventas, etc. Lo que aporta una visión realista y clarificadora del producto promotor de ISUR.

Por tipo de producto, ISUR cuenta tanto con promociones de viviendas unifamiliares como plurifamiliares. Y en su mayoría son proyectos enfocados a clases medias y medias altas del segmento residencial, con buenas calidades, zonas comunes, y con un precio medio de venta de entre 300.000 y 400.000 €/unidad. Es decir, un producto orientado al tipo de vivienda que demanda actualmente la población española (que tras el impacto de la pandemia busca viviendas más amplias y con zonas comunes ajardinadas). Adicionalmente los proyectos de segunda residencia (c. 11-12% sobre el total) se localizan en zonas como Marbella, Estepona (Málaga) o la costa tropical de Granada, donde siempre ha habido una fuerte atracción turística.

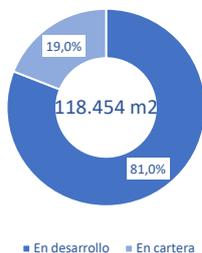
Gráfico 10. Evolución de las entregas anuales


En cuanto al nivel de preventas, a septiembre ISUR contaba con una cartera de preventas de 779 unidades por EUR 218Mn (EUR 178Mn en proporcional; Gráfico 9), equivalentes al 47% de las viviendas en comercialización. Lo que supone un 55% de las entregas previstas hasta 2024e. De hecho, para 2023e el 86% de las entregas están pre-ventas y en 2024e están cerca del 40%. Y ya hay un 10% de preventas de viviendas que se entregarán en 2025e.

Finalmente, la adquisición en 2022 del 50% que ISUR no controlaba en la JV Desarrollos Metropolitanos del Sur (JV al 50% con BBVA) provoca un importante cambio en el mix de preventas: en la actualidad del 70% de las promociones son propias.

Adicionalmente, la promoción de activos para uso terciario supondrá un catalizador para el crecimiento y diversificación del negocio. Aunque no antes de 2024e

Además de los proyectos actuales de promoción residencial, ISUR cuenta con cinco grandes proyectos de promoción terciaria en desarrollo (con 118.454 m²) que supondrán un importante catalizador para el negocio promotor, tanto en términos de volumen (Gráfico 11), como de mix, ya que incrementará su exposición a Madrid, donde concentra c. 40% de los metros cuadrados en desarrollo; aunque no antes de 2024e. Estos proyectos son:

Gráfico 11. Promoción terciaria


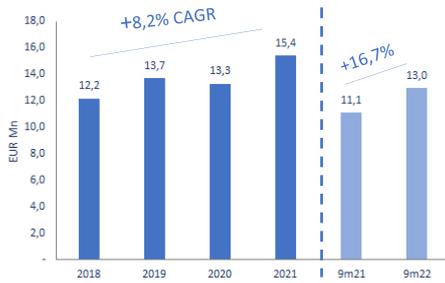
- **Proyecto Ágora (Málaga capital)**, con 9.500 m² de oficinas y una inversión prevista de EUR 31Mn. Con licencia obtenida ya en el 3T22.
- **Proyecto Martiricos (Málaga capital)**, con 10.900 m² de oficinas y una inversión prevista de EUR 31Mn.
- **Proyecto hotelero en Atlanterra (Tarifa, Cádiz)**, con 30.000 m² edificables y una inversión prevista de EUR 66Mn.
- **Proyecto en Las Tablas (Madrid)**, con 9.000 m² de oficinas y una inversión prevista de EUR 39Mn.
- **Campus empresarial en Valdebebas (Madrid)**, con 36.500 m² de oficinas y una inversión prevista de EUR 100Mn.

Gráfico 12. Ocupación y superficie bruta alquilable de los activos patrimoniales


Negocio Patrimonial (12% s/Ingresos; 62% s/GAV): un negocio recurrente con márgenes elevados (oficinas). Gross yield 4,9%

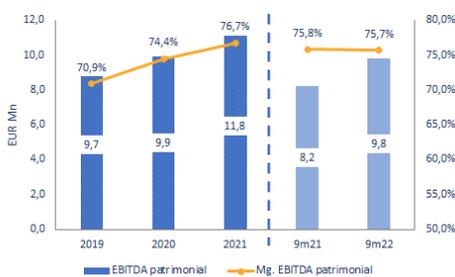
El valor de la cartera de activos en alquiler de ISUR (GAV) ascendía a EUR 373,4Mn en septiembre (62% s/total) y cuenta con un 130.900 m² de oficinas, hoteles, locales y más de 3.000 plazas de garaje, esencialmente en Andalucía, donde es líder en el mercado de oficinas en localizaciones prime en Sevilla.

Además, durante los últimos años ISUR incrementa significativamente la presencia del negocio en Madrid (donde a fecha de este informe ya cuenta con c. 20% del total de su cartera de activos destinados al arrendamiento), donde destaca el desarrollo desde la promoción del proyecto Río 55, ubicado dentro de la M-30 en la calle Virgen del Puerto (formado por dos edificios con 27.500 m² de superficie y 400 plazas de aparcamiento, todo ello entorno a una amplia zona verde; en 2020 se vendió uno de los edificios (EUR 46Mn; EUR 23Mn en proporcional), estando actualmente alquilado el "Edificio Norte" a BNP).

Gráfico 13. Ingresos de la actividad patrimonial (2018-9m22)


La cartera de activos en arrendamiento está compuesta de edificios completos (en los que ISUR mantiene una propiedad del 100% salvo en IDS Manzanares, con propiedad del 90%), lo que facilita un mayor control y una mayor eficiencia en la gestión. En este negocio la generación de EBITDA depende esencialmente de: i) la evolución de los precios de alquiler, ii) los niveles de ocupación y iii) la gestión de los gastos directos asociados al alquiler e indirectos (administración y estructura).

En concreto, durante el período 2018-2021, el negocio patrimonial de ISUR incrementa sus ingresos hasta EUR 15,4Mn (+8,2% TACC 2018-2021) esencialmente como resultado de: i) el incremento de la tasa de ocupación hasta niveles cercanos al 90% en 2021 (vs 82% en 2018 y ii) el aumento de la superficie bruta alquilable hasta 130.000 m² (+12,9% vs 2018) esencialmente como resultado de la puesta en explotación del "Edificio Norte" del proyecto Río 55 (con c. 14.000 m² de oficinas). A cierre de septiembre 2022 la ocupación mejoró hasta el 88,4% (+0,7p.p. vs 2021) y la renta anualizada de los contratos en vigor ascendió a EUR 18,6Mn (+6% vs 2021; lo que implicaría un gross yield del 4,9%).

Gráfico 14. EBITDA y Mg. EBITDA de la actividad patrimonial (2018-9m22)


En términos de EBITDA (ajustado para excluir el impacto de la venta de inversiones inmobiliarias), el negocio patrimonial aporta unos márgenes muy elevados (> 70% durante el período 2019-9m22; Gráfico 14).

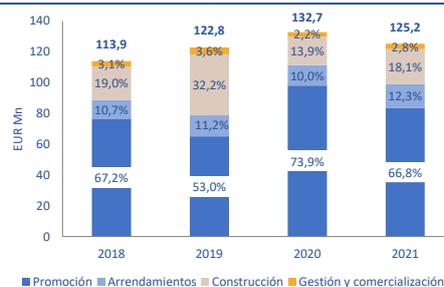
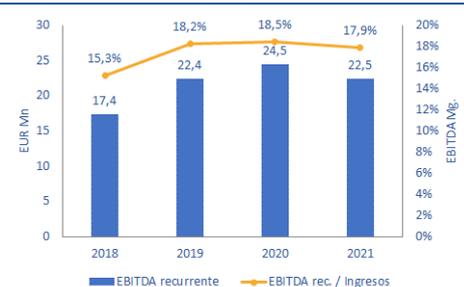
Finalmente, destacamos que las inversiones inmobiliarias de ISUR se encuentran contabilizadas a coste (y no a valor razonable) con plusvalías latentes de EUR 153Mn a cierre de 2021 (EUR 114Mn netas de impuestos). La estrategia de la compañía pasa por incrementar el tamaño de la actividad patrimonial, desarrollando los activos desde la promoción (lo que permite capturar el valor añadido de todo el proceso), y aumentando el peso del negocio en Madrid acelerando el programa de rotación de activos para crecer en ese mercado.

La combinación del negocio promotor con el patrimonial permite generar márgenes elevados (Mg. EBITDA 2021, c. 18%)

Todo lo anterior se traduce en una compañía que en 2021 generó unos ingresos consolidados de EUR 125,2Mn (Gráfico 15), de los que el 67% correspondieron al negocio promotor, el 21% a los ingresos derivados de la construcción y prestación de servicios (al servicio del negocio promotor) y el 12% al negocio patrimonial.

Los aprovisionamientos corresponden al coste de ventas del negocio de promoción (Mg. Bruto negocio promotor c. 24%). Y los gastos de explotación están en su gran mayoría vinculados a la actividad de construcción de la propia compañía (57% sobre costes de explotación); este concepto junto con los gastos de comercialización y estructura de cada una de las promociones suponen aproximadamente el 80% de los costes generales del negocio. El otro gran componente de costes estaría en los gastos de explotación y estructura del negocio patrimonial (9% s/costes de explotación) y en los gastos de estructura a nivel corporativo (muy estables a lo largo del tiempo: c. EUR 4,5Mn/año, 11% s/costes de explotación).

Durante el período 2019-2021 ISUR genera un margen EBITDA Recurrente de c. 18% (Gráfico 16). Un margen EBITDA que se encontraría en línea con el de las principales promotoras españolas cotizadas (17,5% y 17,3% para AEDAS Homes y Neinor Homes, respectivamente), aunque alcanzado con un menor nivel de volatilidad/riesgo (por la recurrencia y estabilidad que aporta el negocio patrimonial).

Gráfico 15. Mix de Ingresos (2018-2021)

Gráfico 16. EBITDA y Mg. EBITDA (2018-2021)


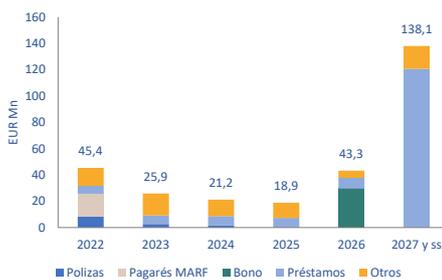
Nota: EBITDA Recurrente 2020 ajustado para excluir el impacto no recurrente de deterioros (EUR 5,1Mn).

Gráfico 17. Deuda Neta y LTV

A cierre de 9m22 el apalancamiento de ISUR se situaba en un 43% del GAV

ISUR ha mantenido una estructura de balance saneada en todas las fases del ciclo (incluyendo la gran crisis inmobiliaria de 2008), manteniendo un apalancamiento dentro de unos límites razonables (LTV < 40%), con un EBITDA que en 2021 era superior a 4x los intereses (vs 2,5x en 2018).

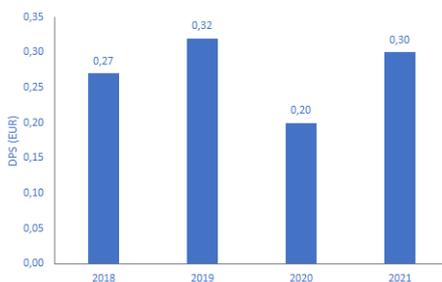
Las importantes inversiones realizadas en el período 9m22 en compra de solares (EUR 34,5Mn) y la adquisición del 50% de DMS (EUR 23,4Mn neto de deuda y caja) incrementan la Deuda Neta 9m22 a EUR 258Mn (+30,8% vs 2021), un nivel de deuda que implica un LTV del 42,9% (vs 37,8% en 2021; Gráfico 17) y que debiera reducirse ligeramente en el último trimestre del año como resultado de las entregas de promociones programadas.

Gráfico 18. Vencimientos de deuda (2021)


Nota: Otros incluye pagos financiados, préstamos hipotecarios subrogables, préstamos solares, otros préstamos, arrendamientos financieros e intereses devengados no vencidos.

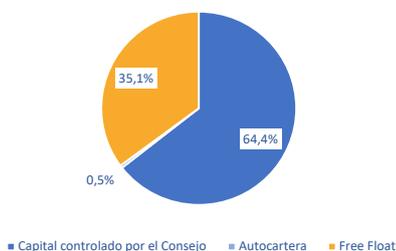
Un apalancamiento superior a la media de las promotoras cotizadas en España (con LTV < 20%) que se explica como resultado del elevado peso del negocio patrimonialista en el valor de sus activos (c. 60% sobre el GAV), un negocio de carácter más recurrente que admite niveles de deuda superiores a los soportados por un negocio exclusivamente promotor.

En cuanto a la composición de la deuda, en 2019 se formaliza un préstamo sindicado por importe de EUR 110Mn y vencimiento a 10 años con el objetivo de reforzar la estructura financiera de la actividad patrimonial y reducir sus costes. Además, en diciembre 2021 emite un bono MARF de EUR 30Mn con un cupón del 4% anual y vencimiento en 2026 (calificación BBB- por Axesor) para impulsar el negocio de promoción. Lo que repercute en un calendario de vencimientos donde c. 60% de los mismos se concentran a partir de 2026 (Gráfico 18). Adicionalmente, en su plan estratégico ISUR contempla una ampliación de capital de hasta c. EUR 60Mn para impulsar el crecimiento de sus negocios.

Gráfico 19. Dividendo por acción (2018-2021)

ISUR ha pagado dividendos los últimos 30 años (payout c. 45-50%)

Con la excepción de 2012, ISUR lleva repartiendo dividendos durante los últimos 30 años de forma continuada. La actual política de dividendos es la de repartir entre el 45% y el 50% del beneficio consolidado después de impuestos. En 2021 ISUR repartió un dividendo total de 0,30 euros por acción (EUR 5,6Mn; payout c. 45%, dividend yield del 3,8%).

Adicionalmente, ISUR ha aprobado un programa de recompra de acciones propias por un importe máximo de EUR 5Mn con el objetivo de atender la retribución variable del equipo directivo y complementar la retribución al accionista. El número máximo de acciones a adquirir es de 375.000 (2% del capital social), de las que c. 25% se destinarán al plan de retribución variable y el resto a la reducción del capital mediante la amortización de acciones propias para complementar la retribución del accionista.

Gráfico 20. Estructura accionarial

Alineación de intereses entre la propiedad y la gestión: el Consejo de Administración controla c. 64% del capital

El Consejo de Administración representa de forma directa e indirecta c. 64% del capital. En concreto, los miembros del Consejo controlan el 23% del capital, mientras que otros accionistas vinculados al mismo (por lo general familiares) controlan un 41% adicional. Accionistas de control que no han variado en la práctica a lo largo de la historia de la compañía y con aparente vocación de permanencia. Los cambios en el accionariado no son, a priori, un factor a tomar en cuenta.

Con una participación relevante en manos de la familia Pumar (una de las familias fundadoras de la compañía; participación c. 30%) y presencia tanto en el Consejo de Administración como en el equipo directivo ocupando, entre otros, los cargos de presidente del consejo y Director General.

Free Float del 35,1% (Gráfico 20). Aunque de no computar las participaciones no significativas (< 3%) vinculadas al Consejo, el free float se incrementaría hasta c. 50%.

En definitiva, una inmobiliaria con un modelo de negocio singular que ofrece la posibilidad de entrar en el negocio promotor de una forma más segura

Llegados a este punto interesa preguntarse: ¿"Qué" es ISUR hoy? ¿Cómo genera Cash Flow?

- **Un modelo de negocio singular**, que combina las actividades de promoción (con capacidad de entregar c. 350 viviendas/año) con la patrimonial (con 130.000 m2 de oficinas, hoteles y locales comerciales), ambas con un peso relevante en términos de GAV (38% promoción – 62% patrimonial).

A nuestro juicio, la generación estable de rentas del negocio patrimonial (c. 45% del EBITDA de la compañía en 2021) permite ser más paciente en el negocio promotor, adquiriendo suelo en las fases bajistas del ciclo (algo que ya quedo demostrado en el período 2008-2012).

- **Integrado verticalmente**, con una constructora, 100% participada y al servicio del negocio promotor, lo que permite un mayor control de costes, calidad y tiempos de ejecución. Adicionalmente, ISUR desarrolla sus activos patrimoniales desde la promoción, capturando el valor añadido de todo el proceso.
- **Desarrollo de una parte relevante del negocio promotor a través de joint ventures**, con el triple objetivo de: (i) asumir proyectos de mayor tamaño, (ii) mejorar de la rentabilidad de la inversión (por la prestación a los negocios conjuntos de servicios de construcción y gestión y comercialización) y (iii) diversificación de riesgos.
- **Enfoque local, en mercados donde cuenta con una amplia experiencia**: combinando una sólida posición en Andalucía (principalmente en Sevilla y Málaga capital), donde mantiene una posición de referencia tanto en promoción como en alquiler de oficinas, con el crecimiento en Madrid (el mercado más dinámico en el inmobiliario español, donde ISUR espera generar c. 40% de su actividad de promoción residencial a partir de 2025e).
- **Nivel de endeudamiento razonable (LTV < 40%)**. Un apalancamiento superior a la media de las promotoras cotizadas en España (con LTV < 20%) explicado por el peso del negocio patrimonialista en el valor de sus activos (c. 60% sobre el GAV). La refinanciación de deuda realizada en 2019 (en condiciones más favorables) retrasa el 60% de los vencimientos a partir de 2026.
- **Alineación de intereses entre la propiedad y la gestión**. Con accionistas de control que no han variado en la práctica a lo largo de la historia de la compañía y con presencia tanto en el Consejo de Administración como en el equipo directivo.

A nuestro juicio ISUR aparece como una alternativa para entrar en el negocio promotor español, con exposición muy local (concentrada en Andalucía y Madrid), de una forma más segura: por la combinación del negocio promotor con el patrimonial. Una combinación que aporta una fuente de ingresos y caja recurrente que otorga una mayor resiliencia al negocio y capacidad para autofinanciar su crecimiento, manteniendo un nivel de deuda proporcional a la capacidad de pago de las rentas generadas por el negocio patrimonial. Aunque obviamente esta estrategia también reduce, matemáticamente, el potencial que pudiera derivarse de una aceleración del ciclo residencial (frente a un negocio 100% promotor).

Inmobiliario: la macro pesará a c/p. Pero a l/p el desequilibrio entre oferta-demanda es, en sí mismo, un driver de crecimiento

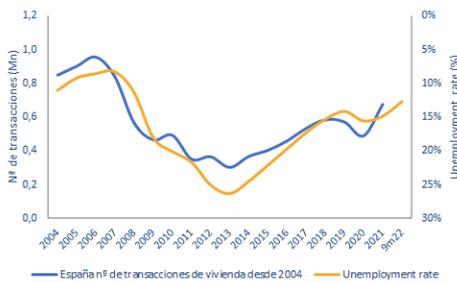
Habitualmente el inversor mira el sector inmobiliario de un país (oficinas, centros comerciales, residencial...) como un “proxy” de su economía, de forma que, si la macro va bien, el sector inmobiliario lo hace también bien (P/L, Bolsa). Y viceversa. Una correlación que tiene toda lógica pues las dinámicas de demanda son más rápidas y se adelantan a las de oferta (muy rígida). Esta correlación es también aplicable al mercado inmobiliario residencial (donde es incluso mayor).

La macro es (y será) la variable más importante del sector inmobiliario

No vamos a entrar en detalle en la futura evolución macro en España, pero los indicadores más recientes muestran señales claras de debilitamiento. Pese a que para el conjunto del año 2022e se espera un crecimiento del PIB del 4,5%, para el 4T ya se espera un crecimiento negativo. Y para 2023e, la mayoría de los servicios de análisis recogidos por Funcas han revisado a la baja su estimación de crecimiento del PIB, situando las previsiones del consenso en el 1,1%. Con respecto a la inflación, la estimación de consenso se revisa al alza hasta el 8,7% para 2022 y el 4,1% para 2023.

En relación al empleo en España, tras registrar una tasa de paro máxima de c. 27% en el 1T13, la buena marcha de la economía desde 2014 ha reducido la misma hasta el 12,7% de septiembre 2022 (lo que habría animado al inmobiliario español durante los últimos años; Gráfico 21). Según estimaciones del consenso recogido por Funcas, la tasa de paro media anual se reducirá en 2022e hasta el 13% (tres décimas menos frente a los datos recogidos en septiembre) y se mantendrá en este valor en 2023. Lo que indicaría un estancamiento en la reducción del paro.

Gráfico 21: Transacciones de vivienda vs tasa de desempleo (2005-3T22)



Nota: Tasa de paro (eje derecho, invertido).

Gráfico 22: España PIB (% var qoq)



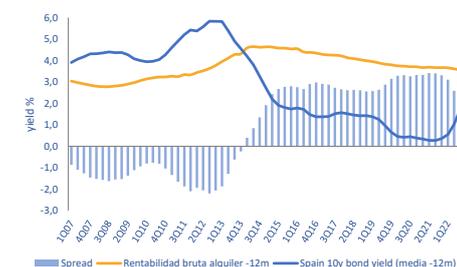
Gráfico 23: Cambio en el desempleo



Gráfico 24: BCE tipos de intervención vs Euribor 12 meses



Gráfico 25: Bono 10 años español (media 12m) vs rentabilidad por alquiler

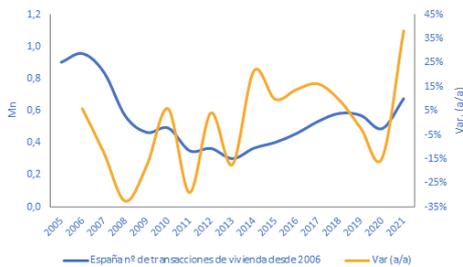


Y también los tipos de interés, donde nunca había tenido lugar una subida tan rápida y contundente (en tan sólo cinco meses los tipos han subido un 2,5%)

La política monetaria impacta de forma directa en el mercado inmobiliario por los efectos de las variaciones de los tipos de interés en la demanda, y ésta en los precios inmobiliarios. Mientras que en el *comercial real estate* es mucho más relevante para las valoraciones de activos la evolución del mercado de renta fija y la rentabilidad del bono a 10 años, en el caso del mercado residencial la variable más importante es la evolución de los tipos a corto, siendo el Euribor 12 meses la principal referencia con la que financian los españoles sus hipotecas.

El endurecimiento actual de la política monetaria está provocando un brusco aumento en los tipos de interés, endureciendo el acceso a financiación de familias y empresas. En la última reunión del BCE (diciembre 2022) se acordó una subida de 50p.b para los tres indicadores de tipos de interés. Nunca había tenido lugar una subida tan rápida y contundente de los tipos de interés desde que existe el euro (Gráfico 24), ya que en sólo cinco meses los tipos han subido desde cero hasta el 2,5% (lo que representa el nivel más alto desde 2009). Todo parece indicar que las subidas de tipos de interés no acaban aquí y que van a ser necesarias nuevas alzas.

El bono a 10 años se sitúa en el 3,4% (vs 0,56% a cierre 2021) y el Euribor 12m se eleva al 3,2% (vs -0,5% a cierre 2021), reduciendo el spread entre la rentabilidad generada por la vivienda en alquiler y la rentabilidad media ofrecida por la renta fija durante los últimos doce meses al 1,8% (Gráfico 25; el spread con el bono a fecha de este informe se situaría en el 0,2%).

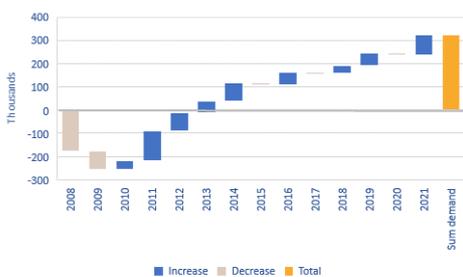
Gráfico 26: Número de transacciones de vivienda en España (2005-2021)


Mercado residencial: desde 2014 hemos visto una recuperación sostenida de la demanda (alcanzando ya en 2021 máximos no vistos desde 2007)...

La crisis económica de 2008 provocó un desplome de la demanda del segmento residencial, donde se pasó de cerca de un millón de transacciones año (incluyendo vivienda nueva y vivienda usada; Gráfico 26) a niveles de c. 300.000 viviendas/año en 2013. Es en 2014, con la mejora del empleo, la mayor facilidad de crédito, la recuperación de la confianza en la economía y una demanda claramente insatisfecha tras tantos años de crisis, cuando se inicia la recuperación.

En concreto, según datos de MITMA (Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana), el dato de transacciones de vivienda 1S22 se situó en 373.145 (+10% vs 2021 y +37% vs 2019). Por lo que podríamos cerrar un 2022 con un volumen de transacciones por encima de 700.000 (superando al ejercicio 2021, el mejor desde 2007). Aunque la persistente elevada inflación continúa enturbiando las perspectivas de cara a 2023e, ejercicio en el que las previsiones no son tan optimistas. De hecho, la demanda ya estaría mostrando signos de cierto agotamiento (el número de compraventas creció un 6,9% interanual en septiembre vs tasas > 30% a comienzos de año).

Por mercados, durante los últimos años Andalucía y Madrid (donde ISUR concentra su actividad) representaron el 20% y 18%, respectivamente de las transacciones de vivienda libre nueva en España y una media del 19% (Andalucía) y 13% (Madrid) de las transacciones de vivienda usada.

Gráfico 27: Oferta y demanda (crecimiento del número de hogares vs viviendas terminadas)


Fuente: Lighthouse a partir de datos de Mitma (2022). Un incremento en el gráfico anterior implica un mayor crecimiento del número de hogares vs viviendas terminadas.

... con una oferta de viviendas que continúa siendo limitada (las viviendas libres iniciadas continúan en el entorno de las 100.000 unidades anuales)

Es de sobra conocido que el desplome de la demanda en 2008 produjo un severo ajuste en el sector inmobiliario español, que tuvo su reflejo en una brusca contracción del número de viviendas iniciadas (-85% 2009 vs 2006) y que le llevó a tocar mínimos en 2013 (< 30.000 uds).

En 2021 el número de viviendas libres iniciadas ascendió a c. 100.000 (+32% vs 2020, por el impacto de la pandemia y +4,4% vs 2019). Este nivel se mantiene muy por debajo de los máximos alcanzados pre-crisis 2008 (c. 650.000 en 2006; Gráfico 28) y por debajo del crecimiento esperado de la demanda: en 2021 el número medio de hogares creció en c. 172.000 (+0,9% vs 2020). Durante el período 2008-2021 el incremento de nuevos hogares superó (en términos acumulados) en cerca de 300.000 el número de viviendas libres terminadas (Gráfico 27).

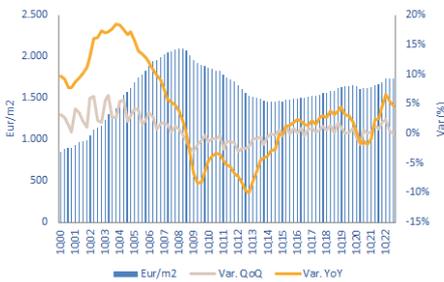
Gráfico 28: Nuevos hogares vs viviendas iniciadas y viviendas terminadas en España


Fuente: INE (2022)

Respecto al crecimiento de los hogares (una de las principales variables utilizadas para extrapolar la demanda de vivienda), el INE apunta a un crecimiento del 0,9% TACC para los próximos 15 años (lo que implicaría la creación de 180.000 nuevos hogares al año). Un crecimiento que estará liderado por Baleares, Murcia y Madrid (con TACCs 1,3% -1,6%) y con un incremento esperado para Andalucía del 0,9% TACC (completamente en línea con el esperado para la media del mercado nacional). Lo que implica que, de mantenerse el número de viviendas iniciadas actual (c. 100.000), la oferta continuará siendo inferior a la demanda. De hecho, el número de visados de obra nueva (109.000 viviendas durante los últimos 12m hasta agosto) es inferior a la creación neta de hogares (206.000 -12m hasta septiembre 2022).

Con todo, los limitantes a la oferta como la falta de capacidad del sector de la construcción (por la dificultad para encontrar mano de obra), falta de suelo urbanizable e incertidumbre sobre la nueva ley de vivienda, continuarán pesando a corto y medio plazo. Lo que explica que ahora el problema que sea de falta de "stock" y no de exceso de oferta (como ocurrió en 2008).

Gráfico 29: Precio m2 vivienda en España



Fuente: MITMA

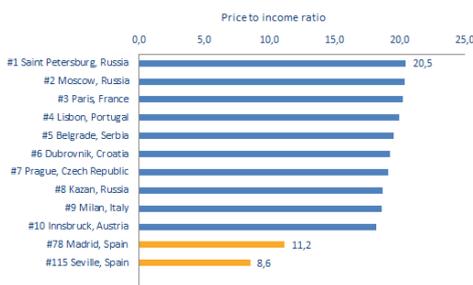
Lo que empuja al alza los precios de la vivienda, que en el 3T22 subían un 4,7%, aunque aún se encuentran c. 20% por debajo de los precios del “pico” anterior

Desde los mínimos de 2014, el precio de la vivienda ha subido un 19,2% hasta septiembre 2022. Aunque pese a la recuperación de precios, éstos están aún lejos de los máximos históricos alcanzados en el anterior ciclo. En general, los precios por m2 del residencial en España estarían en media un 20% por debajo de los precios del pico anterior (marzo 2008; Gráfico 29).

Según datos de MITMA, a cierre de septiembre 2022 los precios de la vivienda en España subían un 4,7% interanual, superando ya en un 6,2% el nivel de septiembre 2019. Y, pese a que continúan subiendo a tasas elevadas, a medida que avanza el año la ralentización es clara en términos interanuales: +6,7% en 1T, +5,5% en 2T y +4,7% en el 3T 22. Una desaceleración del precio de la vivienda que, en términos intertrimestrales, ya podría estar anticipando un enfriamiento del mercado inmobiliario (en el 3T22 el precio de tasación de la vivienda libre se mantuvo plano (+0,0% intertrimestral, Gráfico 29); una tendencia que debiera continuar en 2023e como resultado de la fuerte subida de tipos de interés.

Por geografías, destaca el fuerte crecimiento en Baleares (+7,3% interanual) y la C. de Madrid (+7,0%). El crecimiento del precio de la vivienda en Andalucía en el 3T fue del 4,6% interanual (con crecimientos para Sevilla, Málaga y Granada, donde ISUR concentra la mayor parte de su cartera, del +2,9%, +7,4% y +5,9%, respectivamente). No obstante, es importante resaltar que dada la gran cantidad de matices del mercado residencial (no hay dos activos inmobiliarios “iguales”) y que sus dinámicas de oferta y demanda son locales, los precios medios sólo ofrecen una visión parcial.

Gráfico 30: Precio de la vivienda sobre renta familiar en Europa (neta de impuestos)



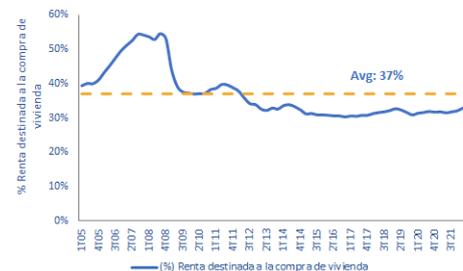
Fuente: Numbeo

Y el esfuerzo de los hogares para la compra de una vivienda ha crecido de forma continuada desde 2013

La subida del precio de la vivienda por encima de los salarios durante los últimos años, junto al alza en el coste de financiación desde 2022, estarían mermando el poder adquisitivo de las familias, deteriorando la relación entre el precio de la vivienda y los ingresos familiares.

La tasa de esfuerzo para la compra de vivienda de los hogares españoles (calculado como la ratio en años entre el precio medio de la vivienda y la renta bruta estimada por hogar) ha crecido de forma continuada desde 2013. En concreto, según datos de Banco de España, a cierre de septiembre 2022 el esfuerzo realizado por los hogares españoles para la adquisición de una vivienda equivaldría a 8,2 años de renta bruta por hogar. Si bien esta cifra aún se encuentra lejos del máximo de 9,4 años alcanzado en el 3T 2007 ya supera la media del período comprendido entre 2005 y 2T 2022 (media de 7,7 años; Gráfico 32) y continuará al alza en los próximos meses.

Gráfico 31: Renta destinada la compra de vivienda (1T05-2T22)



Fuente: Banco de España.

Gráfico 32: Precio de la vivienda sobre la renta bruta de los hogares



Pese al incremento del porcentaje de renta destinado a la compra de vivienda hasta el 33,6% en septiembre 2022 éste aún se encuentra en niveles cercanos a las medias históricas (c. 37% desde 2005), a diferencia de lo que sucedía antes de la crisis de 2008 cuando una familia utilizaba c. 50% de sus ingresos para pagar su cuota hipotecaria mensual (gráfico 31).

Finalmente, haciendo una comparativa de precios sobre ingresos entre una muestra de 150 ciudades de Europa, podemos ver como Madrid y Sevilla están claramente por detrás en precios (Gráfico 30).

Las subidas de tipos anticipan una corrección para el inmobiliario. Aunque el sector enfrenta el entorno de incertidumbre actual en buenas condiciones

La macro sigue siendo la variable más importante para el sector inmobiliario. Hoy las expectativas de crecimiento son menores a las esperadas hace unos meses y los tipos de interés han subido más de lo que se esperaba inicialmente. La recesión asoma y la subida de tipos de interés hipotecarios junto con el impacto de la inflación sobre la renta disponible real de los hogares apunta a que durante los próximos trimestres veremos retrocesos tanto en precios como en compraventas de vivienda.

No obstante, el mercado español (uno de los mercados más afectados por la burbuja) lleva desde 2014 con un crecimiento orgánico moderado y en línea con el crecimiento de la economía. Y a diferencia de la crisis de 2008 (provocada por la sobre-oferta y el hiperendeudamiento del sector, que llevaron a la quiebra de numerosos promotores), el entorno actual encuentra al inmobiliario español en una posición saneada. De hecho, el endurecimiento crediticio tras la crisis financiera ha resultado en un perfil más solvente tanto de las familias como de las empresas promotoras, lo que ahora les deja en una mejor posición que en el pasado. Además, el exceso de ahorro acumulado por los hogares en la pandemia, junto a una oferta que continuará siendo limitada (e inferior a una demanda relativamente fuerte), debiera contribuir a sostener el consumo y la inversión.

Cabe matizar que hay un riesgo reseñable y a vigilar los próximos trimestres: la continuidad de la subida de los tipos de interés podría provocar un deterioro aún mayor de la tasa de esfuerzo (hoy en niveles ligeramente superiores a la media desde 2005), lo que debilitaría el mercado restringiendo la demanda (provocando una ralentización mayor en precios).

Gráfico 33: Principales promotoras cotizadas en España vs sector en Europa



Fuente: Facset

Y el comportamiento en Bolsa de las principales promotoras españolas cotizadas ha sido muy dispar: ¿por qué?

Ahora la pregunta es sólo una: ¿Cómo impacta este entorno sobre el valor de mercado de las promotoras? Durante el último año el comportamiento en mercado de las principales promotoras españolas cotizadas ha muy sido dispar (Gráfico 33). Por un lado encontramos el comportamiento de AEDAS Homes y Neinor Homes (más expuestas al ciclo promotor) que acumulan una caída en los últimos 12m del -44% y -21%, respectivamente. Y, por otro, encontramos a Metrovacesa (la promotora cotizada con menor apalancamiento: LTV c. 6,5x) e Insur (con un negocio patrimonialista que explica c. 60% del GAV y aporta una mayor recurrencia y estabilidad en la generación de caja; lo que mejora su percepción de riesgo) con caídas del -10% y -5,5%, respectivamente. A lo que habría que sumar el hecho de que ISUR hoy cotiza con un descuento del 60% frente a su NAV, el mayor del sector promotor cotizado en España (promedio de c. 50%) y frente a un descuento del 50% de las socimis, lo que podría estar explicando su mejor comportamiento relativo frente al sector.

Obviamente el deterioro de la macro en España junto con la evolución de los tipos de interés (que impacta directamente sobre la tasa de esfuerzo y supondrá mayores tasas de descuento para los activos patrimoniales) impacta sobre la evolución del sector inmobiliario. Y a corto plazo el riesgo de revisión es a la baja por las siguientes razones: mayor coste de financiación hipotecaria, (ii) menor tasa de ahorro de los hogares y (iii) pérdida de tractivo de la inversión en vivienda para alquiler (frente a otras alternativas como los bonos soberanos).

En definitiva, a corto plazo parece inevitable un debilitamiento de la demanda (por la subida de tipos de interés y el empeoramiento del entorno económico) y su resultado es hoy aún una incógnita. No obstante, el sector enfrenta el entorno de incertidumbre actual en buenas condiciones (tanto las familias como las promotoras cuentan con una posición más solvente que en el pasado). Si ponemos la vista en el más largo plazo, la oferta seguirá siendo escasa (e inferior a la demanda) lo que, a nuestro juicio, en sí mismo será un motor de crecimiento para sector promotor (una vez superado el entorno de incertidumbre actual).

Como hemos dicho otras veces, no hace falta ser un analista financiero para saber que la actual debilidad de todo el sector inmobiliario no va a desaparecer hasta que la incertidumbre macro empiece a despejarse. Por lo que mientras el entorno actual persista, será complicado ver al sector recuperando las posiciones perdidas en el último año. Aunque todo lo negativo que la macro pueda traer, por conocido (e incluso obvio), ya debiera estar cotizado.

Oficinas: la oferta disponible ha sido y será el principal factor que mueve los precios de alquiler (y las dinámicas en Málaga hoy parecen especialmente atractivas)...

ISUR cuenta con exposición al mercado de oficinas (esencialmente en Sevilla, pero también en Málaga y Madrid, donde concentra sus principales proyectos en desarrollo). El negocio patrimonial de ISUR (esencialmente oficinas y locales comerciales) representa c. 60% del valor de sus activos (GAV) y sus contratos de alquiler generan c. 50% del EBITDA (lo que aporta recurrencia y actúa como “red” sobre la capacidad de generación de caja de la compañía).

Centraremos nuestro análisis en la oferta de superficie disponible, pues ha sido y seguirá siendo el principal factor que mueve los precios del alquiler. Por geografías, según datos de CBRE el mercado de oficinas de Sevilla cuenta con una disponibilidad muy elevada (c. 25%), aunque se reduce al 5% para los edificios prime. El entorno CBD y Cartuja (donde ISUR concentra una parte importante de su cartera de oficinas) siguen siendo las zonas con los alquileres más altos de la ciudad, con rentas prime (con una renta media de c. 12 eur/m² que puede alcanzar cerca de 17 eur/m² dependiendo de la calidad del edificio).

En Málaga, donde ISUR concentra c. 25% de sus proyectos de oficinas en desarrollo con 20.400 m², la disponibilidad de superficie es muy reducida (c. 4%) como resultado de la falta de promoción de edificios de oficinas y el creciente interés que está generando la ciudad en empresas tecnológicas. La disponibilidad se reduce al 1,5% en las zonas más céntricas de la ciudad, siendo el entorno del CBD el más demandado (con rentas similares a las de Sevilla, pero que la escasez de oferta debiera seguir presionando al alza).

En cuanto a Madrid (donde ISUR cuenta con desarrollos en Las Tablas y Valdebebas, ambos fuera de la M-30), la oferta de oficinas continúa siendo elevada, con una tasa de desocupación media que aún se sitúa en el 11,6% a cierre del 3T22 (-50 p.b. vs 2T22). En lo referente a precios de alquiler, la renta media en Madrid se sitúa en c. 20,2 EUR/m² (+9,6% interanual) y la prime, la más elevada de España, en c. 36,7 EUR/m² (+3,5% interanual), aún por debajo de los niveles alcanzados en 2008 (en La Castellana las oficinas llegaron a alcanzar niveles de 46-48 EUR/m²).

... aunque el entorno macro actual dificultará el aumento de las rentas. Lo que invita a ser selectivos (los activos de calidad son los que mejores perspectivas tienen)

Aunque no creemos que el entorno actual marcado por el enfriamiento de la economía permita una subida de rentas generalizada en el mercado de oficinas en España, eso no significa que en determinadas zonas no se vayan a producir incrementos de rentas. Conviene recordar que no todo lo que está en CBD es bueno y no todo lo que está en la periferia es malo (generalizar en inmobiliario siempre lleva a errores). Por lo que creemos que en este momento del ciclo los edificios de determinada calidad, donde sí puede haber problemas de oferta son los que mejores perspectivas tienen (ubicación, incluyendo zonas en Business District que puedan considerarse premium; certificación energética B+ y A; sostenibilidad...). De hecho, según un análisis realizado por CBRE los edificios certificados tienen una prima media de alquiler a cinco años de entre el 13% y el 29%.

Finalmente, el proceso de contracción de yields parece haber tocado suelo. En octubre la yield de los activos de oficinas premium en CBD Madrid se sitúa en el 3,75% (vs 3,25% anterior, el mínimo de la serie histórica) aunque continúa siendo inferior a los niveles vistos en los momentos de boom en 2007 (3,9%). Y tras el fuerte repunte en las rentabilidades de los bonos soberanos en 2022 (Bono Español 10y: 3,4%), el spread con la renta fija se ha reducido de forma muy significativa. Lo que debiera llevar a exigir mayores rentabilidades a los activos (presionando las valoraciones a la baja). Es decir, hoy no parece lógico invertir en inmobiliario esperando rebajas adicionales de rentabilidad, lo que reafirma nuestra opinión de que en este contexto hay que ser especialmente selectivos en el tipo de activo/compañía en la que invertir.

La cartera de suelo actual “garantiza” un aumento significativo de la actividad... pero habrá que esperar a 2025e

ISUR es una inmobiliaria de pequeño tamaño gestionada por un equipo directivo con una gran experiencia en el sector, con un modelo de negocio singular que combina la promoción de viviendas con un negocio patrimonialista (ambos con peso relevante en términos de GAV).

No cabe duda de que durante el último año el escenario del segmento residencial se ha complicado. Por un lado, encontramos mayor competencia tanto en la compra de suelo como en la comercialización de viviendas (con más promociones en venta) y, por otro, la subida tan rápida y contundente de tipos de interés podría frenar la demanda a corto plazo. Ante este entorno, la pregunta es sólo una: ¿Qué cabe esperar de una inmobiliaria como ISUR en términos de resultado operativo y generación de caja?

2021-2024e: la cartera de suelo y el nivel de preventas apuntan a una aceleración del crecimiento del negocio promotor (Ingresos promoción: +12% TACC 21-24e)

Según los resultados 9m22, ISUR cuenta con una cartera de suelo que debiera permitir el desarrollo de 4.000 viviendas, de las que 1.700 ya se encontrarían en comercialización (47% vendidas; incluyendo promociones terminadas pendientes de venta). Una cartera de preventas (779 viviendas) que, a cierre de septiembre, tenía un valor de EUR 218Mn (EUR 178Mn en consolidación proporcional). Y que supone una cobertura aproximada del 50% de nuestra estimación de entregas hasta 2025e, lo que incrementa la visibilidad del negocio para los próximos tres años. En concreto, las principales hipótesis detrás de nuestra estimación de ingresos del negocio promotor se resumen en:

- **Entrega de 2.450 viviendas entre 2021-25e:** Aunque en 2022e estimamos un nivel de entregas similar al visto en 2021 (370-380 uds), las promociones en curso (11 promociones en desarrollo, 1.100 viviendas) y la cartera de preventas permiten estimar una aceleración del crecimiento a partir de 2023e; aunque habrá que esperar hasta 2025e para ver niveles de entregas cercanos a las 800 viviendas/año (Tabla 1; lo que supondrá un auténtico salto de escala para la compañía). Una hipótesis conservadora que implicaría la entrega de 2.450 viviendas entre 2021-2025e (frente al objetivo de c. 2.900 del plan estratégico de la compañía).
- **Cambio en el mix de propiedad de las promociones (con más peso de promociones propias frente a las desarrolladas a través de JV).** La adquisición de DMS provocó un cambio significativo en la cartera de preventas 9m22, incrementando el peso de las promociones propias hasta el 65% (vs 20% del cierre 2021). Lo que impactará en el mix de futuras entregas. Estimamos un mix del 60%/40% de promociones propias/JVs en 2022e y 2023e, reduciéndose a niveles de c. 40%/60% a partir de 2024e (Tabla 1).
- **Con un precio medio de venta de 320.000 euros.** El precio medio de venta de las viviendas entregadas en el período 9m22 se situó en 309.000 euros. Estimamos un crecimiento de los precios de venta a partir de 2023e hasta niveles cercanos a los 340.000 euros/unidad esencialmente como resultado del mayor porcentaje de entregas de viviendas en Madrid a partir de 2023e (con precios c. 25% superiores).

Gráfico 34: Entregas y mix de entregas

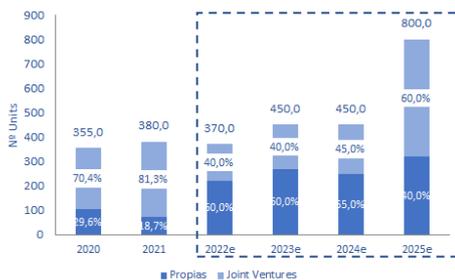


Gráfico 35: Ingresos del negocio promotor

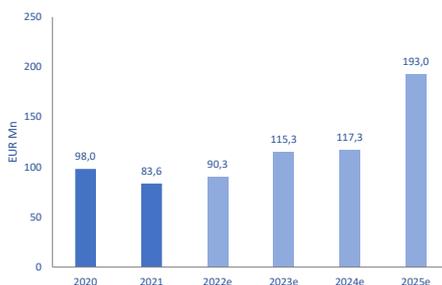


Tabla 1. Estimaciones del negocio promotor (2020-2025e)

EUR Mn	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nº Units	355,0	380,0	370,0	450,0	450,0	800,0
Own units (%)	29,6%	18,7%	60,0%	60,0%	55,0%	40,0%
Joint venture units ⁽¹⁾ (%)	70,4%	81,3%	40,0%	40,0%	45,0%	60,0%
Selling price (thousand euro unit)	342.656	320.113	305.000	320.250	336.263	344.669
% change	-2,3%	-6,6%	-4,7%	5,0%	5,0%	2,5%
Total sales	98,0	83,6	90,3	115,3	117,3	193,0
Gross margin	24,8	19,8	19,9	25,4	28,1	47,3
% over sales	25,3%	23,6%	22,0%	22,0%	24,0%	24,5%

Nota 1: ISUR mantiene una participación de entre el 50% y el 70% en sus joint ventures.

Gráfico 36: Margen bruto del negocio promotor


- Aunque el entorno actual presionará los márgenes en 2023e. En términos de márgenes, estamos viendo una presión tanto en los precios de los suelos finalistas como en los materiales de construcción. Y, aunque el negocio de ISUR cuenta con ciertas particularidades que debieran proteger sus márgenes (negocio verticalmente integrado con una constructora 100% participada y una cartera de suelo que debiera permitirle la construcción de +4.000 viviendas), lo cierto es que sus márgenes se resintieron en los resultados 9m22: Mg. Bruto 9m22 21,7% (vs 24,7% en 9m21).

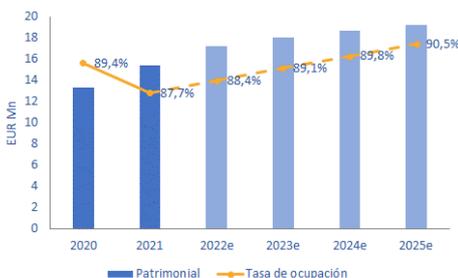
Si bien esta presión en márgenes no pensamos que sea creciente a futuro, consideramos que se mantendrá en 2023e. Lo que nos lleva a estimar un margen bruto del negocio promotor de c. 22% en 2022e y 2023e (Tabla 1). Aunque el incremento en el mix de entregas de promociones a través de JV (con márgenes superiores) y la normalización de precios de materiales de construcción permitirá una vuelta del margen bruto del negocio promotor a niveles cercanos al 24% ya en 2024e.

Todo lo anterior se resume en un negocio promotor que, asumiendo un escenario conservador (el entorno actual invita a la prudencia), debiera aspirar a niveles de entregas de, al menos, cerca de 450 viviendas en 2024e, con ingresos de c. EUR 120Mn (+12% TACC 21-24e). Y, si ponemos la vista en el más largo plazo, debiera superar las 600 viviendas entregadas a partir de 2025e (Ingresos 2025e > EUR 145Mn). Un salto en tamaño significativo teniendo en cuenta que en 2021 y 2022e se entregarán aproximadamente 380 viviendas.

Además, el desarrollo de los proyectos de promoción terciaria-oficinas (96.000 m2 en desarrollo y 22.500 m2 en cartera; para más detalle sobre los proyectos ver el epígrafe de descripción del negocio) supondrán una importante palanca de crecimiento adicional (aunque no antes de 2025e, por lo que su venta aún no ha sido considerada en nuestras proyecciones financieras).

La actividad patrimonial (muy recurrente) proporciona una elevada visibilidad tanto en ingresos como en márgenes (Ingresos patrimonial: + 6,7% TACC 21-24e)

ISUR cuenta con una cartera de activos de gran calidad (ocupación del 88% y gran parte de la desocupación sobre espacios en proceso de rehabilitación) con 130.000 m2 de oficinas (71%), hoteles (21%) y locales comerciales (8%) con presencia en Andalucía (80%) y Madrid (20%). Una particularidad que le permitirá atravesar el contexto actual con una visibilidad diferencial frente a una inmobiliaria con un negocio 100% promotor.

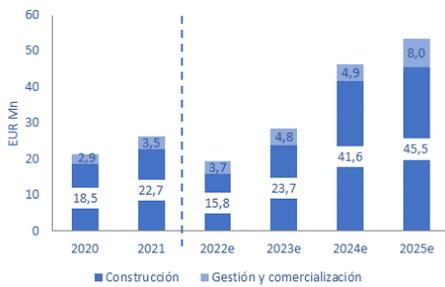
Gráfico 37: Ingresos de la actividad patrimonial y tasa de ocupación


De hecho, el escenario que planteamos para el negocio patrimonial de ISUR contempla la continuidad del crecimiento orgánico de un dígito medio hasta alcanzar unos ingresos por rentas de EUR 18,6Mn en 2024e (Tabla 2; +6,7% TACC 2021-2024e; en línea con el crecimiento visto durante el período 2018-2021) como resultado de: i) la actualización de rentas por la inflación (esencialmente en 2022e, algo ya visible con los resultados 9m22) y renegociación de contratos y ii) una ligera mejora en la ocupación de la cartera de activos hasta alcanzar niveles medios de c. 90% (vs 87,7% en 2021).

Tabla 2. Estimaciones del negocio patrimonial (2020-2025e)

EUR Mn	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Superficie Bruta Alquilable (SBA m2)	135.243	132.026	130.882	130.882	130.882	130.882
M2 Comercializados	6.434	10.173	10.173	10.173	10.173	10.173
Comercialización s/SBA	4,76%	7,71%	7,71%	7,71%	7,71%	7,71%
Tasa de ocupación	89,4%	87,7%	88,4%	89,1%	89,8%	90,5%
Superficie alquilada	120.907	115.787	115.700	116.616	117.532	118.448
Change (%)	12,2%	-2,4%	-0,9%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR m2	9,2	11,1	12,4	12,9	13,3	13,5
EUR m2 change (%)	-14,5%	21,1%	12,0%	4,1%	2,5%	2,0%
Total sales	13,3	15,4	17,3	18,1	18,7	19,2
Total sales chg (%)	-3,0%	16,0%	11,9%	4,9%	3,3%	2,8%
EBITDA rental business	9,9	11,8	13,2	13,9	14,4	14,8
EBITDA Mg.	74,4%	76,7%	76,7%	76,8%	76,8%	76,9%

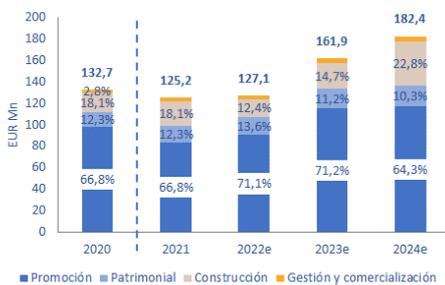
Sin olvidar la elevada contribución del área patrimonial a la generación de EBITDA y free cash flow, pues hablamos de un negocio con un margen EBITDA cercano al 77% (Tabla 2), con una elevadísima capacidad de conversión de EBITDA en caja. Un factor diferencial de ISUR frente a otras inmobiliarias con un negocio 100% dependiente de la promoción, pues permite afrontar períodos de incertidumbre (como el actual) con un mayor grado de visibilidad (tanto en ingresos como en márgenes) e incluso aprovechar la parte baja del ciclo inmobiliario-promotor para la adquisición de suelo a precios más atractivos.

Gráfico 38: Ingresos de construcción y gestión y comercialización

Servicios accesorios (construcción; gestión y comercialización): crecimiento en línea con la actividad de promoción

Los ingresos generados por los negocios de construcción (12,5% s/Ingresos 2022e) y gestión y comercialización (3% s/Ingresos 2022e) corresponden exclusivamente a los servicios prestados por ISUR a las promociones desarrolladas con terceros (joint ventures). Por lo que su capacidad de crecimiento depende de: i) la evolución de la actividad promotora de la compañía, ii) el mix de entregas correspondientes a joint ventures (con más ingresos por estos servicios cuanto mayor sea el nivel de actividad realizado a través de negocios conjuntos) y iii) el % de participación de ISUR en cada una de las joint ventures (normalmente entre un 50% y un 70%).

Por un lado, nuestras estimaciones contemplan la continuidad de los fees generados a través de la prestación de servicios de gestión y comercialización de las promociones con terceros (c. 4,5% sobre ingresos de promoción) hasta alcanzar niveles de c. EUR 5Mn en 2024e (+12% TACC 2021-2024e; completamente en línea con el crecimiento de la actividad promotora).

Y, por otro, estimamos una aceleración de los ingresos generados por la constructora hasta niveles de c. EUR 40Mn a partir de 2024e (vs EUR 23Mn en 2021) resultado de: i) el inicio (ya en el 4T22) de la construcción de un mayor volumen de unidades (en 2025e debieran entregarse > 800 viviendas frente a las 380 de 2021, lo que implicará, matemáticamente, un mayor volumen de ingresos de construcción) y ii) el inicio de la construcción de los proyectos de promoción terciaria (que estimamos que aporten ingresos de c. EUR 15Mn/año en 2024e y 2025e, lo que explica el “salto” del negocio en 2024e; Gráfico 38).

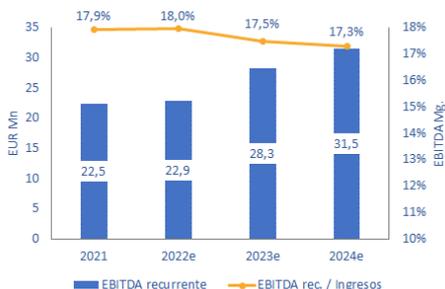
Gráfico 39: Mix de ingresos (2021-2024e)

A nivel consolidado el crecimiento en ingresos (+13,5% TACC 21-24e) se traducirá en uno similar en EBITDA (+12% TACC 21-24e) hasta alcanzar c. EUR 30Mn en 2024e

Con todo ello esperamos que ISUR alcance unos ingresos consolidados de c. EUR 180Mn (Gráfico 39), de los que el 65% estarán explicados por el negocio promotor, el 24% por los ingresos derivados de la construcción y prestación de servicios a las promociones desarrolladas a través de negocios conjuntos y el 11% restante por el negocio patrimonial. Unos ingresos que en 2025e debieran acercarse a los EUR 250Mn, aunque evidentemente, la visibilidad es menor (Tabla 3).

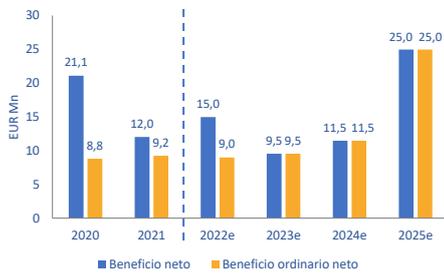
Los aprovisionamientos corresponden al coste de ventas del negocio de promoción, y dado que la gran mayoría de las promociones que se van a entregar son las que corresponden a suelos ya adquiridos, estimamos una vuelta del margen bruto promotor hasta niveles de c. 24% a partir de 2024e (Mg. Bruto negocio promotor c. 24%).

Los gastos de explotación están en su gran mayoría vinculados a la actividad de construcción de la propia compañía que, junto con los gastos de comercialización y estructura de cada una de las promociones, suponen una media del 80% de los costes generales del negocio (Tabla 3). El otro gran componente de costes estaría en los gastos de explotación y estructura del negocio patrimonial (9% s/costes de explotación) y en los gastos de estructura a nivel corporativo (muy estables a lo largo del tiempo: c. EUR 4,5Mn/año, 10% s/costes de explotación).

Lo anterior se traducirá en un EBITDA 2022e de EUR 23Mn (en línea con el visto en 2021) que debiera incrementarse hasta c. EUR 30Mn en 2024e. La integración vertical del negocio permitirá mantener un margen EBITDA de c. 18% (pese al menor margen bruto del negocio promotor estimado). Unos niveles de EBITDA que deberían alcanzarse con poco riesgo a la baja (dada la elevada contribución del negocio patrimonial al EBITDA; c. 50% del EBITDA).

Gráfico 40: EBITDA y Mg. EBITDA consolidado (2021-2024e)

Tabla 3. Resumen de ventas y margen EBITDA

EUR Mn	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Promoción	98,0	83,6	90,3	115,3	117,3	193,0
Patrimonial	13,3	15,4	17,3	18,1	18,7	19,2
Construcción	18,5	22,7	15,8	23,7	41,9	46,3
Gestión y comercialización	2,9	3,5	3,7	4,8	4,9	8,0
Total sales	132,7	125,2	127,1	161,9	182,8	266,5
Coste de ventas	(73,2)	(63,8)	(70,4)	(89,9)	(89,1)	(145,7)
Gross margin	59,6	61,3	56,6	72,0	93,7	120,8
% over total sales	44,9%	49,0%	44,6%	44,5%	51,2%	45,3%
Gastos actividad de construcción	(18,3)	(22,3)	(15,6)	(23,4)	(41,4)	(45,7)
Gastos de comercialización y entrega	(5,6)	(5,4)	(5,8)	(7,4)	(7,5)	(12,4)
Gastos de explotación (patrimonial)	(2,3)	(2,6)	(2,9)	(3,0)	(3,1)	(3,2)
Gastos de estructura (patrimonial)	(1,1)	(1,0)	(1,1)	(1,2)	(1,2)	(1,3)
Gastos de estructura (promoción)	(4,0)	(3,6)	(3,8)	(3,8)	(3,9)	(4,0)
Gastos de estructura (corporativo)	(3,7)	(4,1)	(4,6)	(4,7)	(4,9)	(4,9)
EBITDA	24,5	22,5	22,9	28,3	31,5	49,3
EBITDA margin (%)	18,5%	17,9%	18,0%	17,5%	17,3%	18,5%

Gráfico 41: Beneficio Neto y Beneficio Ordinario Neto


El incremento del coste financiero reducirá la capacidad de convertir EBITDA en Beneficio Neto, aunque continuará siendo cercana al 40%

Durante el período 2018-2021, ISUR convierte c. 40% del EBITDA Recurrente generado en Beneficio Neto Ordinario (calculado como el Beneficio Neto excluyendo los resultados por la venta de inversiones inmobiliarias, extraordinarios y otros no recurrentes). Y para el período 2022e-2024e, las principales partidas que se encuentran entre el EBITDA y el Beneficio Neto ordinario son:

- **Incremento del gasto financiero.** Nuestras estimaciones contemplan una subida 250pb del coste efectivo de la deuda hasta c. 4,5% en 2023e que, incluyendo la capitalización de costes por intereses directamente imputables al desarrollo de las promociones en curso (c. 30-40% sobre el gasto financiero total estimado en 2023e), se traducirá en un coste medio de la deuda 2023e de c. 3,5% (vs c. 2% en 2021). Lo que, junto con el crecimiento estimado del nivel de deuda, implicará niveles de gasto financiero de c. EUR 10,5Mn a partir de 2023e (vs c. EUR 6Mn en 2022e y 2021).
- **Tasa fiscal (25%).** Nuestra tesis es la continuidad de la carga impositiva vista en 2021 en el período 2022e-2024e (25%).

Adicionalmente, en 2022e es importante considerar (por su impacto en Beneficio Neto) lo siguiente:

- **Resultado de la venta de inversiones inmobiliarias.** Incluimos en nuestras estimaciones 2022e un resultado por la venta de inversiones inmobiliarias de EUR 1,3Mn (visible en los resultados 9m22).

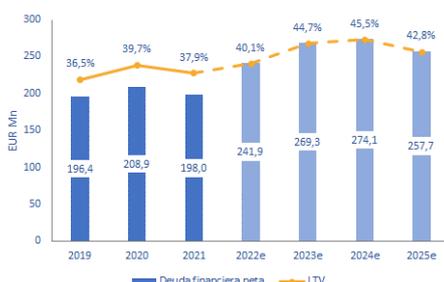
Nuestras estimaciones no contemplan plusvalías adicionales por rotación de activos. Lo que podría ser una palanca adicional de generación de valor.

- **Resultado por la toma de control de Desarrollos Metropolitanos del Sur (DMS).** Estimamos un impacto contable de c. EUR 6,5Mn en 2022e por el registro a valor razonable de DMS tras su adquisición en junio 2022.

Todo lo anterior nos lleva a estimar niveles de Beneficio Neto 2022e de EUR 15Mn que, excluyendo los resultados por la venta de inversiones inmobiliarias (EUR 1,3Mn) y el extraordinario derivado de la consolidación de DMS (EUR 6,7Mn) se traducirá en un Beneficio Neto Ordinario 2022e de EUR 9Mn (c. 40% s/EBITDA Rec.) que, pese al incremento de los gastos financieros, debiera incrementarse hasta niveles de EUR 12Mn en 2024e (+8,4% TACC 21-24e).

ISUR necesitará una fuerte inversión en circulante para ser una gran generador de caja a partir de 2025e

El importante crecimiento esperado en número de entregas para 2025e (c. 800 vs 380 en 2021 y 2022e) así como el desarrollo de los proyectos de promoción terciaria implicarán un incremento de las necesidades de circulante destinadas a 1) la compra de suelo (durante el período 9m22 ISUR invierte EUR 34,5Mn en la compra de solares; inversión total durante el período 2021-2025e c. EUR 200Mn) y 2) el desarrollo de las promociones en curso. A partir de 2025e, una vez se aceleren las entregas de viviendas ISUR empezará a generar gran cantidad de caja (estimamos un FCF Rec. de cerca EUR 20Mn en 2025e; FCF Rec. yield 25e c. 15%).

Gráfico 42: Deuda Neta y LTV (2020-2024e)


Y pese al incremento de la deuda neta, el apalancamiento continuará siendo razonable (LTV < 45%)

El elevado nivel de inversión estimado para los próximos años incrementará la Deuda Neta hasta niveles de c. EUR 275Mn en 2024e (+38% vs 2021; Gráfico 42). Pese a ello, el nivel de apalancamiento seguirá siendo razonable con un LTV medio del período < 45%, con un EBITDA siempre superior a 3x los intereses (pese al incremento del gasto financiero hasta niveles de c. EUR 10,5Mn a partir de 2023e).

Nuestras estimaciones contemplan una continuidad de la política de dividendos similar a la vista en 2021, con un payout del 45%-50% del beneficio neto que, sobre los beneficios de 2022e, implicará un dividendo de EUR 5,5Mn (dividend yield 4%), incrementándose progresivamente hasta niveles de c. EUR 12Mn en 2025e (yield 2025e c. 9%).

En definitiva, una combinación de negocios (promoción y patrimonial) que permite aspirar a un aumento significativo de la actividad, limitando los niveles de riesgo

No cabe duda de que durante el último año el escenario del segmento residencial se ha complicado. El deterioro de la macro en España es un hecho. Y las revisiones a la baja de las estimaciones de crecimiento, junto a la rápida y contundente subida de tipos de interés, podrían frenar la demanda de viviendas a corto plazo.

Pese a lo anterior, la “foto” que nos deja ISUR es la de una compañía que aspira a un aumento significativo de su actividad, con un negocio promotor que debiera alcanzar niveles de entregas superiores a las 450 viviendas en 2024e (y 800 en 2025e frente). Un auténtico cambio de escala si tenemos en cuenta que en 2021 se entregaron 380 viviendas. Aunque, a nuestro juicio, lo verdaderamente interesante son los factores que hacen que ese crecimiento sea creíble y pueda ser alcanzado con una menor exposición a la evolución del ciclo inmobiliario residencial (frente a una compañía con un negocio 100% promotor). En concreto, esos factores son:

- **Una cartera de suelo que ofrece gran visibilidad y hace creíble el salto en tamaño del negocio promotor.** La cartera de suelo actual permitirá la construcción de +4.000 viviendas (de las que 1.700 ya se encontrarían en comercialización; 47% vendidas). Es decir, las viviendas que se entregarán durante el período estimado serán, en su mayoría, sobre suelo en cartera.
- **Integración vertical (con una constructora al servicio del negocio promotor).** A diferencia de otras promotoras, ISUR cuenta con una constructora 100% participada (que sólo construye para ISUR y sus promociones con negocios conjuntos), lo que debiera permitir un mayor control de costes, calidad y plazos (algo “clave” en el momento actual).
- **Negocio patrimonial, con activos de calidad (con tasas de ocupación de c. 90%),** que aportan una fuente recurrente de caja (con márgenes muy elevados; > 70% en EBITDA). Lo que permite reducir el perfil de riesgo de la compañía. Además, el valor de los activos patrimoniales genera una mayor “holgura” desde un punto de vista financiero ya que, en caso de necesidad, ISUR podría vender activos.

Todo lo anterior son factores diferenciales de ISUR que permiten afrontar períodos de incertidumbre (como el actual) con un mayor grado de visibilidad (tanto en ingresos como en márgenes), e incluso aprovechar la parte baja del ciclo inmobiliario-promotor para la adquisición de suelo a precios más atractivos (lo que debiera mejorar el retorno para el accionista a largo plazo frente a una promotora tradicional).

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(31,9)	(12,7)	7,8	n.a.			
Market Cap	136,3	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	258,7	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 9m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,4%	3,8%	
Risk free rate (rf)	3,4%	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)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,2	
Coste del Equity	10,0%	Ke = Rf + (R * B)			8,9%	11,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	34,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	65,5%	D			=	=	
WACC	5,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			5,3%	6,3%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(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 Factset	Mkt. Cap	PER 22e	BPA 22e-24e	EV/EBITDA 22e	EBITDA 22e-24e	EV/Vtas. 22e	Ingresos 22e-24e	EBITDA/Vtas. 22e	FCF 22e-24e	FCF Yield 22e
Metrovacesa	MVC-ES	961,6	30,4	-6,4%	19,4	1,0%	1,8	3,4%	9,3%	13,5%	6,5%
Aedas Homes	AEDAS-ES	616,9	5,7	-5,7%	6,3	-3,2%	1,1	-1,0%	17,8%	11,9%	3,2%
Neinor Homes	HOME-ES	659,9	6,7	-12,0%	3,7	-8,5%	0,6	-12,5%	16,9%	16,8%	-62,8%
Inmobiliarias			14,3	-8,0%	9,8	-3,6%	1,2	-3,4%	14,7%	14,1%	-17,7%
ISUR	ISUR-ES	136,3	9,1	-11,4%	17,4	17,5%	3,1	19,9%	18,0%	n.a.	89,3%

Análisis de sensibilidad (2023e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 23e	EBITDA 23e	EV/EBITDA 23e
Max	19,3%	31,3	12,7x
Central	17,5%	28,3	14,0x
Min	15,7%	25,4	15,6x

¿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:

- **Freno en la demanda de vivienda.** Comprar suelo y desarrollar viviendas no deja de ser la parte industrial (¿“fácil”?) del negocio promotor. La dificultad y el riesgo está en la comercialización de las promociones desarrolladas (algo visto en la crisis inmobiliaria de 2008). El entorno actual de tipos (con Euribor en máximos desde enero 2009) incrementa considerablemente los costes de financiación hipotecaria. Lo que podría provocar un freno en la demanda de vivienda que impactaría inevitablemente en el negocio promotor de ISUR (c. 64% s/Ingresos 23e), retrasando las entregas de promociones estimadas (lo que además implicaría un mayor consumo de caja y menores márgenes y ROCEs).

En concreto, una reducción del 10% en el número de entregas estimadas en 2023e provocaría una reducción de c. 8% de los ingresos consolidados y de c. 10% en términos de EBITDA.

- **Situación macro actual y su impacto en el negocio patrimonial (oficinas): tanto en la capacidad de subir rentas...** El entorno actual (inflación disparada, entorno de tipos, contracción del crédito, menor liquidez...) impacta de lleno en el crecimiento, y su efecto ya se está viendo reflejado en una revisión a la baja de las estimaciones de PIB y creación de empleo (que según los últimos datos del consenso será nula en 2023e). Lo que podría implicar un incremento de rentas de los activos en alquiler más lento de lo esperado (especialmente en el segmento de oficinas, donde la compañía mantiene la mayoría de sus activos en alquiler).

Una contracción de las rentas por alquiler del 10% en 2023e (vs crecimiento del 5% estimado) provocaría una contracción del EBITDA 2023e del 7%.

- **... como en el nivel de ocupación de inmuebles:** ISUR ha incrementado de forma continuada la tasa de ocupación desde niveles del 70% en 2016 hasta el 88,5% en 9m22. Nuestras estimaciones contemplan una continuidad en la mejora de los niveles de ocupación con un incremento anual de 0,5p.p. (similar al visto en 2022), hasta alcanzar una ocupación del 90% en 2024e.

Una reducción en la elevada tasa de ocupación actual hasta el 80% en 2023e impactaría de forma negativa en los resultados de la compañía (-5% en EBITDA frente a nuestro escenario central).

- **Subida de costes de construcción y su impacto sobre los márgenes del negocio promotor.** Aunque ISUR cuenta con un negocio inmobiliario integrado verticalmente (con una constructora participada al 100%, algo poco común en el sector), la continuidad de la subida de costes tanto en la compra de suelo como en los materiales de construcción podría impactar negativamente en nuestras estimaciones de márgenes y generación de EBITDA. Algo que ya ha quedado patente en los resultados 9m22 de ISUR (el margen bruto del negocio promotor se reduce al 22% vs 25% anterior).

Aunque nuestras estimaciones no contemplan una mejora de márgenes en 2023e (estimamos un margen bruto similar al visto en el período 9m22), una contracción adicional de 1,5p.p hasta el 20,5% provocaría una contracción del EBITDA 2023e del 6,5%.

- **Nivel de deuda y evolución de los tipos de interés.** A cierre de septiembre 2022, ISUR contaba con una deuda neta de EUR 259Mn (LTV 43%), concentrando c. 60% de los vencimientos a partir de 2026, con un tipo de interés referenciado esencialmente al Euribor 1 año (80% s/total).

Nuestras estimaciones contemplan una subida 250 pb del coste efectivo de la deuda hasta c. 4,5% en 2023e que, incluyendo la capitalización de costes por intereses directamente imputables al desarrollo de las promociones en curso (c. 30-40% sobre el gasto financiero total estimado en 2023e), se reduciría a un coste medio de c. 3,5% (vs c. 2% en 2021). Una subida adicional de otros 100 pb de los tipos de interés supondría un incremento de c. 15% del gasto financiero neto estimado en 2023e.

- **Repunte de las tasas de descuento y su impacto en la valoración de activos.** El repunte de la rentabilidad del bono español a 10 años (hoy 3,4% vs 0,5% a principios de año) resta atractivo a la inversión inmobiliaria como activo de inversión.

En igualdad de condiciones, un incremento de las yields exigidas al segmento oficinas (3,75% en activos premium en CBD Madrid vs c. 6% en los máximos de 2012) y al segmento residencial (hoy cercanas al 3,6% vs c. 5% en 2014) reducirá (inevitablemente) la valoración de los activos. Hoy cerca de máximos. Lógicamente toda variación en la valoración de los activos incidirá en el propio negocio (precios de venta, márgenes, niveles de apalancamiento...) y en su capacidad de generación de cash flow.

Un Consejo amplio formado, en su mayoría, por consejeros dominicales (64% del capital)

Tabla 4. Composición del Consejo de Administración

Miembro del consejo	Fecha primer nombramiento	Condición del consejero	% Capital
Ricardo Pumar López	02/12/2005	Ejecutivo	0,9%
Esteban Jiménez Planas	28/01/2005	Dominical	5,1%
Andrés Claudio Fernández Romero	19/06/2004	Dominical	0,3%
Fernando Pumar López	09/04/2021	Dominical	3,0%
Antonio Román Lozano	31/03/2022	Dominical	5,0%
Jose Manuel Pumar López	26/06/2010	Dominical	0,6%
Ignacio Ybarra Osborne	25/01/2002	Dominical	0,0%
Augusto Sequeiros Pumar	27/03/2002	Dominical	0,6%
Salvador Granell Balén	26/06/2010	Dominical	0,7%
Candelas Arranz Pumar	05/04/2019	Dominical	1,1%
Luis Alarcón de Francisco	31/03/2022	Dominical	5,1%
Alberto Hoyos-Limón Pumar	30/12/2021	Dominical	0,0%
Jorge Segura Rodríguez	15/11/2012	Independiente	0,1%
Jose Luis Galán González	07/06/2014	Independiente	0,0%
Brita Hektoen Wergeland	28/04/2018	Independiente	0,0%
Total			22,6%

Nota 1: Esteban Jimenez Planas es consejero en representación de Menezpla, S.L.

Nota 2: Ignacio Ybarra es consejero en representación de Incredisa, S.L.

Desde un punto de vista de gobernanza, ISUR puede ser vista como una compañía familiar caracterizada por un amplio consejo (compuesto por 15 miembros; relativamente estable durante los últimos 10 años) que representa directa e indirectamente al 64% del accionariado. Sin presencia de consejeros ejecutivos “puros” (sin participación significativa en el capital). Destacamos:

- **Un Consejo controlado por los principales accionistas...** Con 11 de los 15 miembros dominicales que representan c. 64% del capital, algo lógico teniendo en cuenta el origen familiar de la compañía. En concreto, los miembros del Consejo controlan directamente el 23% del capital, mientras que otros accionistas vinculados al mismo (por lo general familiares) controlan un 41% adicional. No obstante, de los 11 consejeros dominicales, 6 representan participaciones que se sitúan entre el 3% y el 9% (sin ningún vínculo familiar entre sí).

Con una participación relevante en manos de la familia Pumar (una de las familias fundadoras de la compañía; participación c. 30%) y presencia tanto en el Consejo de Administración (con 6 de los 15 asientos del Consejo) como en el equipo directivo ocupando, entre otros, los cargos de Presidente del Consejo y Director General.

- **... con elevada experiencia en el sector inmobiliario (un factor clave en el entorno actual).** La mayoría del Consejo cuenta con una gran experiencia en el sector inmobiliario. Por ponerlo en contexto, 8 de sus 15 miembros (Tabla 4) fueron nombrados consejeros hace más de 10 años y, por tanto, “navegaron” la parte baja del ciclo durante el período 2008-2013.

Además, el equipo directivo también cuenta con amplia trayectoria en la compañía (9 de sus 12 miembros se unieron al grupo hace más de 15 años). Dado el momento del ciclo inmobiliario actual, consideramos que la experiencia en el sector tanto del Consejo de Administración como del equipo directivo claramente podrá reducir los riesgos inherentes al propio ciclo.

- **Y baja presencia de consejeros independientes.** Los consejeros independientes representan el 20% del total (vs la recomendación del 33,3% del Código de buen gobierno de la CNMV para sociedades en las que la capitalización no sea elevada). Lo que dificulta la independencia de sus comisiones (aunque tanto la comisión de auditoría como la comisión de nombramientos y retribuciones cuentan con mayoría de consejeros independientes).

Tabla 5. Principales métricas de Gobierno Corporativo

KPI	2019	2020	2021
% de consejeros independientes	20,0%	20,0%	20,0%
% de consejeros dominicales	80,0%	80,0%	80,0%
% de consejeros ejecutivos	6,7%	6,7%	6,7%
% de mujeres en el consejo de administración	13,3%	13,3%	13,3%
Remuneración del consejo/gastos de personal (%) ⁽¹⁾	8,7%	8,6%	10,8%

Nota 1: La retribución del Presidente ejecutivo en 2021 incluye la entrega de acciones correspondientes al sistema de remuneración variable del período 2016-2020. Lo que explica el incremento puntual del porcentaje de remuneración del Consejo sobre gastos de personal.

- **La remuneración del Consejo se ha mantenido estable durante los últimos 3 años.** Durante los ejercicios 2019 y 2020 la remuneración del Consejo se ha mantenido relativamente estable (c. 9% sobre gastos de personal).

En 2021 la remuneración del Consejo se incrementa hasta EUR 990k (+28% vs 2020; 10,8% s/gastos de personal) como resultado de la entrega de las acciones correspondientes a la remuneración variable del período 2016-2020 del Presidente del Consejo.

En la Política de Remuneraciones de los consejeros para el periodo 2022/2024 se ha aprobado un nuevo sistema de retribución de carácter variable a largo plazo, para el presidente y 12 directivos (coste anual máximo de 400.000 euros). La percepción de esta retribución está vinculada a la permanencia en la compañía y el cumplimiento de los objetivos marcados en el Plan Estratégico 2021/2025.

- **Sin una política explícita de diversidad para la selección de consejeros.** Aunque sin política explícita de diversidad para la selección de consejeros, el Reglamento del Consejo establece que el mismo debe velar por que los procedimientos de selección de sus miembros favorezcan la diversidad profesional, de conocimientos y de género (evitando, en todo caso, cualquier tipo de sesgo que obstaculice la selección de consejeras).

El porcentaje de mujeres en el Consejo se ha mantenido estable durante los últimos 3 años (13,3% s/total), al igual que el porcentaje de mujeres en la plantilla con c. 32% (33,2%, 2019; 31,6%, 2020; 32,1%, 2021).

- **Sin una comisión de Sostenibilidad y medioambiente.** La supervisión del cumplimiento de las políticas y reglas en materia medioambiental se atribuye a la comisión de Nombramientos y Retribuciones y Comisión de Auditoría (Comité RSC).
- **Contribución a la sociedad:** En 2021 ISUR destinó cerca de 130.000 euros (+14,5% vs 2020; 0,6% del EBITDA) a la cooperación con entidades sin ánimo de lucro dedicadas a apoyar a personas con discapacidad y personas vulnerables.
- **Retribución al accionista estable (payout c. 45-50%), incluyendo recompra de acciones.** Con la excepción de 2012, ISUR lleva repartiendo dividendos durante los últimos 30 años de forma continuada. La actual política de dividendos es la de repartir entre el 45% y el 50% del beneficio consolidado después de impuestos. En 2021 ISUR repartió un dividendo total de 0,30 euros por acción (EUR 5,6Mn; payout c. 45%, dividend yield del 4%).

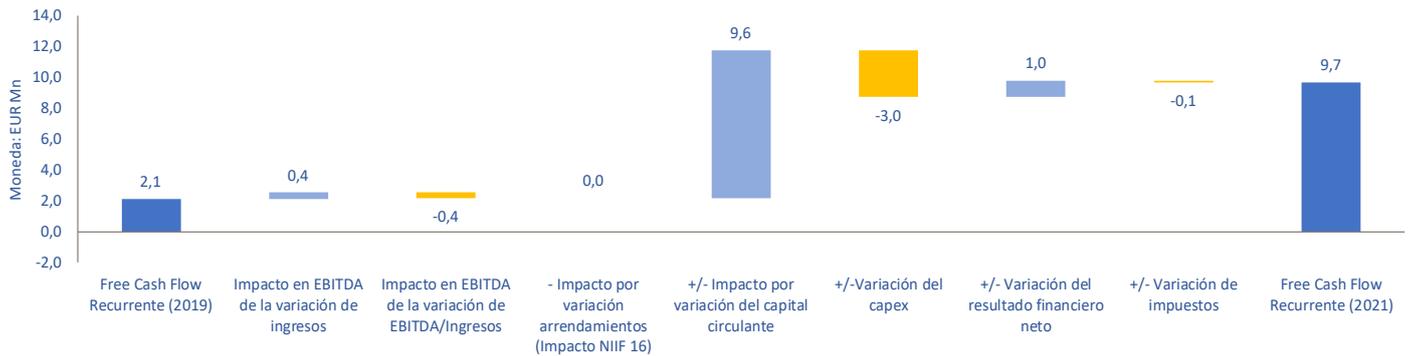
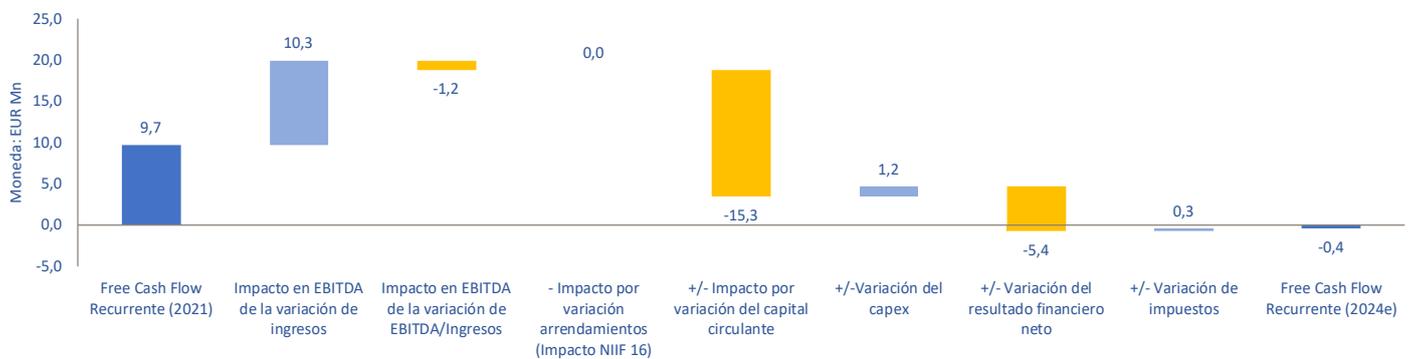
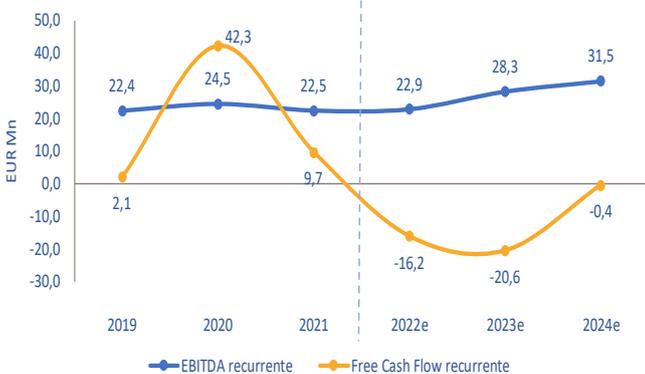
Además, ISUR ha aprobado un programa de recompra de acciones por un importe máximo de EUR 5Mn con el objetivo de atender la retribución variable del equipo directivo y complementar la retribución al accionista. En concreto, el número máximo de acciones a adquirir es de 375.000 (2% del capital social), de las que c. 25% se destinarán al plan de retribución variable y el resto a la reducción del capital mediante la amortización de acciones propias para complementar la retribución del accionista.

Anexo 1. Proyecciones financieras (consolidación proporcional)

Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e		
Inmovilizado inmaterial	-	-	-	-	-	-	-	-		
Inmovilizado material	139,1	146,7	146,7	216,0	216,9	244,9	243,3	242,0		
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Inmovilizado financiero	2,1	1,8	1,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	226,4	263,5	196,9	185,2	211,0	211,0	253,3	273,0		
Total activo	367,7	412,1	414,1	402,6	402,6	456,4	497,1	515,5		
Patrimonio neto	103,8	107,2	122,3	131,5	140,9	140,9	143,8	151,1		
Minoritarios	-	-	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	-	-	-	-	-		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	184,8	196,4	208,9	198,0	241,9	241,9	269,3	274,1		
Pasivo circulante	79,0	108,4	79,7	69,9	69,9	70,5	80,9	87,1		
Total pasivo	367,7	412,1	414,1	402,6	402,6	456,4	497,1	515,5		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	18-21	21-24e
Total Ingresos	113,9	122,8	132,7	125,2	125,2	127,1	161,9	182,8	3,2%	13,5%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>7,8%</i>	<i>8,1%</i>	<i>-5,7%</i>	<i>1,5%</i>	<i>27,4%</i>	<i>12,9%</i>			
Coste de ventas	(51,5)	(47,2)	(73,2)	(63,8)	(70,4)	(70,4)	(89,9)	(89,1)		
Margen Bruto	62,4	75,6	59,6	61,3	56,6	56,6	72,0	93,7	-0,6%	15,1%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>54,8%</i>	<i>61,6%</i>	<i>44,9%</i>	<i>49,0%</i>	<i>44,6%</i>	<i>44,5%</i>	<i>51,2%</i>			
Gastos de personal	(9,0)	(9,7)	(9,0)	(9,1)	(10,3)	(10,3)	(10,6)	(10,7)		
Otros costes de explotación	(36,0)	(43,5)	(26,0)	(29,8)	(23,5)	(23,5)	(33,1)	(51,4)		
EBITDA recurrente	17,4	22,4	24,5	22,5	22,9	22,9	28,3	31,5	8,8%	12,0%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>28,6%</i>	<i>9,5%</i>	<i>-8,5%</i>	<i>1,8%</i>	<i>24,0%</i>	<i>11,3%</i>			
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>15,3%</i>	<i>18,2%</i>	<i>18,5%</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,0%</i>	<i>17,5%</i>	<i>17,3%</i>			
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	(5,1)	-	-	-	-	-		
EBITDA	17,4	22,4	19,4	22,5	22,9	22,9	28,3	31,5	8,8%	12,0%
Depreciación y provisiones	(3,6)	(2,5)	(6,3)	(4,3)	(4,6)	(4,6)	(4,9)	(4,9)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado de la venta de inversiones inmob.	6,1	4,1	0,3	3,8	1,3	1,3	-	-		
EBIT	19,9	24,0	13,3	21,9	19,5	19,5	23,4	26,7	3,3%	6,8%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,6%</i>	<i>-44,4%</i>	<i>64,2%</i>	<i>-10,9%</i>	<i>20,1%</i>	<i>13,8%</i>			
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>17,5%</i>	<i>19,5%</i>	<i>10,1%</i>	<i>17,5%</i>	<i>15,4%</i>	<i>14,5%</i>	<i>14,6%</i>			
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(6,6)	(6,6)	(5,9)	(5,6)	(6,3)	(6,3)	(10,5)	(11,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	13,3	17,4	7,4	16,4	13,3	13,3	12,9	15,7	7,2%	-1,4%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>31,1%</i>	<i>-57,2%</i>	<i>120,1%</i>	<i>-19,0%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>21,3%</i>			
Extraordinarios	-	(4,4)	21,9	-	6,7	6,7	-	-		
Beneficio antes de impuestos	13,3	13,0	29,4	16,4	20,0	20,0	12,9	15,7	7,2%	-1,4%
Impuestos	(3,2)	(4,1)	(8,3)	(4,3)	(5,0)	(5,0)	(3,2)	(3,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>24,1%</i>	<i>31,9%</i>	<i>28,2%</i>	<i>26,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>			
Minoritarios	-	-	(0,0)	(0,1)	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	10,1	8,8	21,1	12,0	15,0	15,0	9,7	11,8	6,1%	-0,7%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>-12,2%</i>	<i>138,4%</i>	<i>-43,0%</i>	<i>24,6%</i>	<i>-35,2%</i>	<i>21,3%</i>			
Beneficio ordinario neto	5,5	9,3	8,8	9,2	9,0	9,0	9,7	11,8	19,1%	8,4%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>69,9%</i>	<i>-5,3%</i>	<i>5,0%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>8,1%</i>	<i>21,3%</i>			
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	18-21	21-24e
EBITDA recurrente						22,9	28,3	31,5	8,8%	12,0%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(25,2)	(31,9)	(13,4)		
Cash Flow operativo recurrente						-2,4	-3,6	18,1	29,8%	-9,4%
CAPEX						(2,5)	(3,2)	(3,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(6,3)	(10,5)	(11,0)		
Impuestos						(5,0)	(3,2)	(3,9)		
Free Cash Flow Recurrente						(16,2)	(20,6)	(0,4)	27,5%	-26,9%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(22,1)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(38,3)	(20,6)	(0,4)	28,3%	-26,6%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(5,6)	(6,8)	(4,4)		
Variación de Deuda financiera neta						43,9	27,4	4,9		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow (consolidación proporcional)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
								19-21	21-24e
EBITDA recurrente		22,4	24,5	22,5	22,9	28,3	31,5	0,1%	12,0%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>		28,6%	9,5%	-8,5%	1,8%	24,0%	11,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>		18,2%	18,5%	17,9%	18,0%	17,5%	17,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante		(7,7)	37,9	1,9	(25,2)	(31,9)	(13,4)		
= Cash Flow operativo recurrente		14,7	62,4	24,4	(2,4)	(3,6)	18,1	28,6%	-9,4%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>		111,3%	324,1%	-61,0%	-109,8%	-50,8%	605,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>		12,0%	47,0%	19,5%	n.a.	n.a.	9,9%		
- CAPEX		(1,9)	(5,9)	(4,9)	(2,5)	(3,2)	(3,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow		(6,6)	(5,9)	(5,6)	(6,3)	(10,5)	(11,0)		
- Impuestos		(4,1)	(8,3)	(4,3)	(5,0)	(3,2)	(3,9)		
= Free Cash Flow recurrente		2,1	42,3	9,7	(16,2)	(20,6)	(0,4)	n.a.	-26,9%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>		101,6%	n.a.	-77,1%	-267,2%	-27,2%	97,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>		1,7%	31,9%	7,7%	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros		-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones		(3,9)	(51,9)	4,0	(22,1)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		(5,2)	2,6	0,6	-	-	-		
= Free Cash Flow		(7,0)	(7,0)	14,3	(38,3)	(20,6)	(0,4)	n.a.	-26,6%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>		94,6%	0,2%	303,3%	-367,8%	46,3%	97,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>		1,6%	31,0%	7,1%	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>		n.a.	n.a.	10,5%	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)		(130,0)	2,1	42,3	9,7	(16,2)	(20,6)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos		1,4	1,8	(1,4)	0,3	6,3	3,7		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos		3,6	0,3	(0,7)	0,1	(0,8)	(0,4)		
= Variación EBITDA recurrente		5,0	2,1	(2,1)	0,4	5,5	3,2		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante		139,7	45,6	(36,0)	(27,1)	(6,7)	18,5		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente		144,7	47,7	(38,1)	(26,7)	(1,2)	21,7		
+/- Variación del CAPEX		(1,9)	(4,1)	1,1	2,3	(0,7)	(0,4)		
+/- Variación del resultado financiero neto		(6,6)	0,7	0,4	(0,7)	(4,2)	(0,5)		
+/- Variación de impuestos		(4,1)	(4,1)	4,0	(0,7)	1,8	(0,7)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente		132,1	40,2	(32,6)	(25,8)	(4,4)	20,1		
Free Cash Flow Recurrente		2,1	42,3	9,7	(16,2)	(20,6)	(0,4)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
EBIT		24,0	13,3	21,9	19,5	23,4	26,7	-4,4%	6,8%
* <i>Tasa fiscal teórica</i>		30,0%	28,2%	26,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		(7,2)	(3,8)	(5,7)	(4,9)	(5,9)	(6,7)		
EBITDA recurrente		22,4	24,5	22,5	22,9	28,3	31,5	0,1%	12,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante		(7,7)	37,9	1,9	(25,2)	(31,9)	(13,4)		
= Cash Flow operativo recurrente		14,7	62,4	24,4	(2,4)	(3,6)	18,1	28,6%	-9,4%
- CAPEX		(1,9)	(5,9)	(4,9)	(2,5)	(3,2)	(3,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		(7,2)	(3,8)	(5,7)	(4,9)	(5,9)	(6,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente		5,7	52,7	13,8	(9,8)	(12,7)	7,8	56,0%	-17,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>		104,2%	830,7%	-73,9%	-171,1%	-29,4%	161,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>		4,6%	39,7%	11,0%	n.a.	n.a.	4,3%		
- Adquisiciones / + Desinversiones		(3,9)	(51,9)	4,0	(22,1)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		(5,2)	2,6	0,6	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"		(3,5)	3,4	18,4	(31,9)	(12,7)	7,8	n.a.	-24,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>		97,4%	196,7%	441,6%	-273,4%	60,2%	161,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>		1,4%	13,3%	3,5%	n.a.	n.a.	2,0%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>		n.a.	0,9%	4,6%	n.a.	n.a.	2,0%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2024e)

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	136,3	
+ Minoritarios	3,1	Rdos. 9m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 9m 2022
+ Deuda financiera neta	258,7	Rdos. 9m 2022
- Inmovilizado financiero	0,4	Rdos. 9m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	397,7	

Anexo 4. Principales comparables 2022e

		Inmobiliarias				
EUR Mn		Metrovacesa	Aedas Homes	Neinor Homes	Average	ISUR
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MVC-ES	AEDAS-ES	HOME-ES		ISUR-ES
	País	Spain	Spain	Spain		Spain
	Market cap	961,6	616,9	659,9		136,3
	Enterprise value (EV)	1.024,1	1.015,9	521,4		397,7
Información financiera básica	Total Ingresos	566,7	902,4	830,2		127,1
	Cto. Total Ingresos	10,9%	17,9%	-9,5%	6,4%	1,5%
	2y TACC (2022e - 2024e)	3,4%	-1,0%	-12,5%	-3,4%	19,9%
	EBITDA	52,8	160,2	140,6		22,9
	Cto. EBITDA	92,7%	9,4%	7,0%	36,3%	1,8%
	2y TACC (2022e - 2024e)	1,0%	-3,2%	-8,5%	-3,6%	17,5%
	EBITDA/Ingresos	9,3%	17,8%	16,9%	14,7%	18,0%
	EBIT	53,2	157,7	135,5		19,5
	Cto. EBIT	62,6%	10,1%	7,1%	26,6%	-10,9%
	2y TACC (2022e - 2024e)	0,7%	-3,4%	-6,9%	-3,2%	16,9%
	EBIT/Ingresos	9,4%	17,5%	16,3%	14,4%	15,4%
	Beneficio Neto	29,7	103,8	96,7		15,0
	Cto. Beneficio Neto	61,1%	11,5%	-6,1%	22,2%	24,6%
	2y TACC (2022e - 2024e)	2,9%	0,3%	-10,8%	-2,6%	-11,4%
CAPEX/Ventas	15,0%	0,4%	16,8%	10,7%	2,0%	
Free Cash Flow	129,7	73,4	110,7		(38,3)	
Deuda financiera Neta	243,7	297,2	320,6		241,9	
DN/EBITDA (x)	4,6	1,9	2,3	2,9	10,6	
Pay-out	616,0%	87,4%	57,4%	253,6%	45,5%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	30,4	5,7	6,7	14,3	9,1
	P/BV (x)	0,5	0,6	0,6	0,6	1,0
	EV/Ingresos (x)	1,8	1,1	0,6	1,2	3,1
	EV/EBITDA (x)	19,4	6,3	3,7	9,8	17,4
	EV/EBIT (x)	19,2	6,4	3,8	9,8	20,4
	ROE	1,6	10,5	9,1	7,1	11,0
	FCF Yield (%)	13,5	11,9	16,8	14,1	n.a.
	DPA	1,21	2,01	0,72	1,31	0,36
Dvd Yield	19,1%	15,2%	8,8%	14,4%	5,0%	

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 Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas
28020 Madrid
T: +34 915 904 226
www.ieaf.es/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

David López Sánchez

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (www.ieaf.es/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@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

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-Dic-2022	n.a.	7,30	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

