

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Real Estate

 Precio de Cierre: EUR 7,10 (18 abr 2023)  
 Fecha del informe: 19 abr 2023 (08:00h)

**Revisión de estimaciones: Al alza**

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

## 2023e: el nivel de preventas marca un buen punto de partida, pese a la coyuntura actual del sector

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	132,6	145,3
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	375,3	411,4
Número de Acciones (Mn)	18,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	8,14 / 7,60 / 6,91	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación <sup>(2)</sup>	9,5	
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)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	18,7	18,7	18,7	18,7
Total Ingresos	117,8	146,5	198,7	265,0
EBITDA Rec.	20,9	27,3	34,8	50,2
% Var.	-7,0	31,0	27,2	44,4
% EBITDA Rec./Ing.	17,7	18,7	17,5	19,0
% Var EBITDA sector <sup>(3)</sup>	10,6	6,7	6,6	4,5
Beneficio neto	15,0	9,7	14,9	26,4
BPA (EUR)	0,80	0,52	0,80	1,42
% Var.	18,8	-35,2	53,4	77,3
BPA ord. (EUR)	0,46	0,52	0,80	1,42
% Var.	-12,2	13,9	53,4	77,3
Free Cash Flow Rec. <sup>(4)</sup>	-41,2	-18,7	-1,7	8,5
Pay-out (%)	39,8	40,0	40,0	40,0
DPA (EUR)	0,32	0,21	0,32	0,57
Deuda financiera neta	239,9	264,6	270,1	267,6
DN / EBITDA Rec.(x)	11,5	9,7	7,8	5,3
ROE (%)	11,3	7,0	10,2	16,3
ROCE (%) <sup>(4)</sup>	4,0	4,4	5,5	7,9

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

PER	8,8	13,6	8,9	5,0
PER Ordinario	15,5	13,6	8,9	5,0
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8
Dividend Yield (%)	4,5	2,9	4,5	8,0
EV/Ventas	3,19	2,56	1,89	1,42
EV/EBITDA Rec.	18,0	13,7	10,8	7,5
EV/EBIT	19,9	16,2	12,3	8,2
FCF Yield (%) <sup>(4)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	6,4

(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.

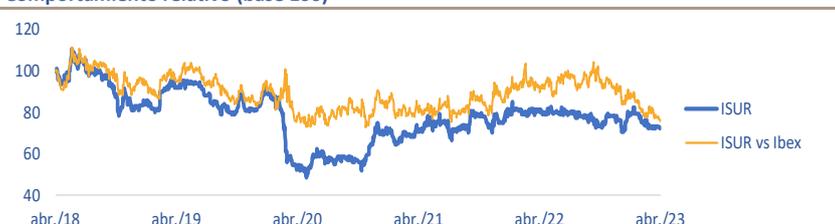
**EL NIVEL DE PREVENTAS MARCA UN BUEN PUNTO DE PARTIDA PARA 2023E.** ISUR cierra 2022 con una cartera de preventas de 680 unidades (EUR 202,1Mn; +15,7% vs 2021). Un nivel de preventas que cubre c. 90% de la estimación de entregas para 2023e y c. 36% en 2024e. Además, la cartera de suelo actual "garantiza" un aumento significativo de la actividad: ISUR cuenta con una cartera de suelo que debiera permitir el desarrollo de c. 4.000 viviendas, de las que 2.200 ya se encuentran en comercialización. Lo que permite a ISUR aspirar a un importante "salto" en el número de entregas en 2025e (c. 850 viviendas en 2025e vs c. 400 en 2023e).

**LA ACTIVIDAD PATRIMONIAL SEGUIRÁ PROPORCIONANDO UNA ELEVADA VISIBILIDAD (TANTO EN INGRESOS COMO EN MÁRGENES).** El desempeño de la actividad patrimonial en 2022 fue excelente (ocupación: +2,7p.p. hasta el 90,4% y Mg. EBITDA Rec. 80%), generando c. 65% del EBITDA total en 2022 (sin olvidar que se trata de un negocio con una elevada capacidad de conversión de EBITDA en caja).

**REVISAMOS AL ALZA NUESTRAS ESTIMACIONES 2024E.** Aunque revisamos ligeramente a la baja nuestra estimación de entregas 2023e (hasta 400 viviendas), elevamos nuestra estimación de entregas hasta c. 500 viviendas en 2024e (vs 450 anterior y c. 380 en 2022 y 2021). En 2024e deberíamos tener una compañía con unas ventas de EUR 200Mn y EBITDA de c. EUR 35Mn (+10% vs estimación anterior).

**PESE AL INCREMENTO DE LA DEUDA NETA, EL APALANCAMIENTO CONTINUARÁ SIENDO RAZONABLE (LTV < 45%).** El importante crecimiento esperado en número de entregas para 2025e y el desarrollo de los proyectos de promoción terciaria implicarán un incremento significativo de las necesidades de inversión. Pese a ello, el nivel de apalancamiento seguirá siendo razonable, con un LTV medio del período < 45% y un EBITDA siempre superior a 3x los intereses.

**UNA "RARA" COMBINACIÓN DE VALOR Y BAJO RIESGO.** Resumiendo, hoy la coyuntura del sector no es buena. Pero en ISUR encontramos una serie de factores diferenciales (cartera de suelo, integración vertical, negocio patrimonial con activos de calidad) que permiten afrontar períodos de incertidumbre como el actual con una mayor visibilidad. Todo ello cotizando con un descuento de c. 60% frente a su NAV.

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-1,4	-8,0	-11,1	1,3	32,8	-27,5
vs Ibxex 35	-8,7	-12,8	-17,9	-11,6	-3,1	-24,1
vs Ibxex Small Cap Index	-0,5	-5,5	-4,8	-9,1	-8,8	-32,6
vs Eurostoxx 50	-8,8	-12,6	-22,1	-12,6	-12,7	-42,4
vs Índice del sector <sup>(3)</sup>	-3,9	4,8	38,9	2,7	67,2	10,5

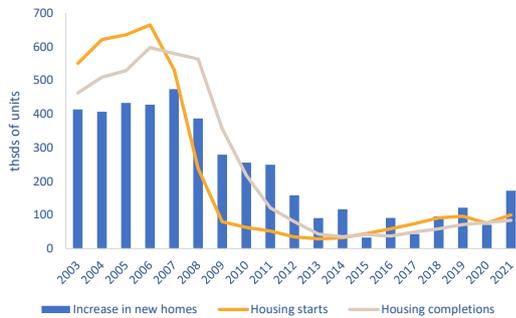
(\*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

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

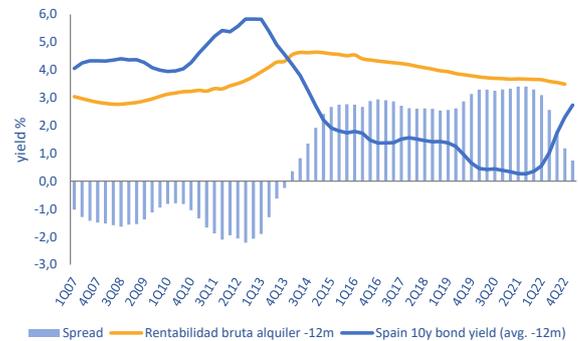
Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso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

**La compañía en 8 gráficos**

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



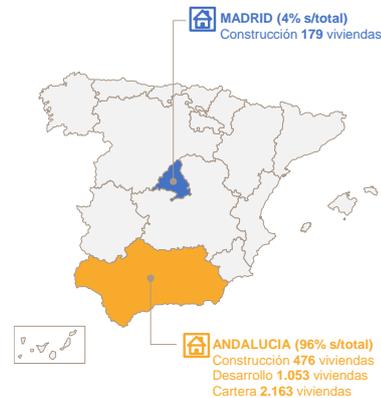
**Aunque la macro y la fuerte subida de tipos de interés pesarán sobre el sector a corto plazo**



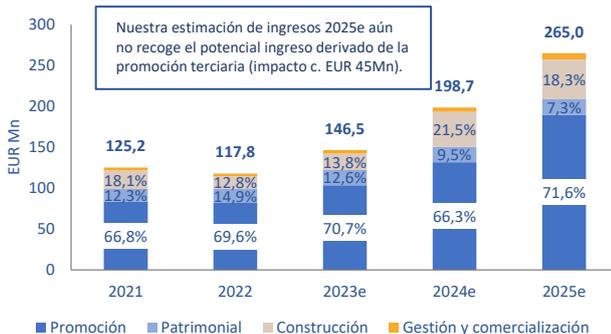
**ISUR: Una inmobiliaria singular, que combina los negocios de promoción y patrimonial, ambos con peso relevante sobre GAV**



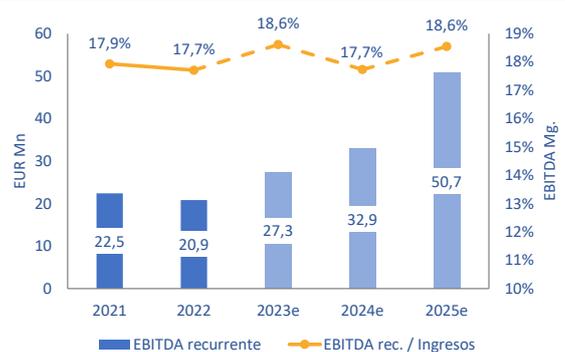
**Con una cartera de suelo que debiera permitir la construcción de +4.000 viviendas (40% ya en comercialización)**



**En 2024e deberíamos tener una compañía con ventas de EUR 200Mn...**



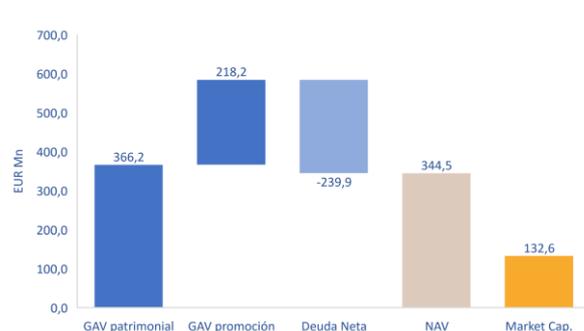
**... Y EBITDA de EUR 35Mn (+29% TACC 2022-2024e)**



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



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

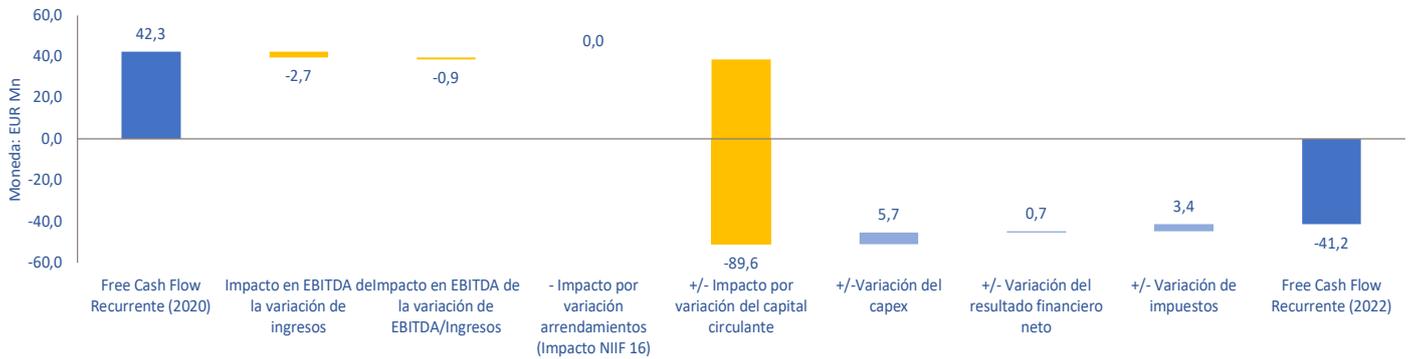
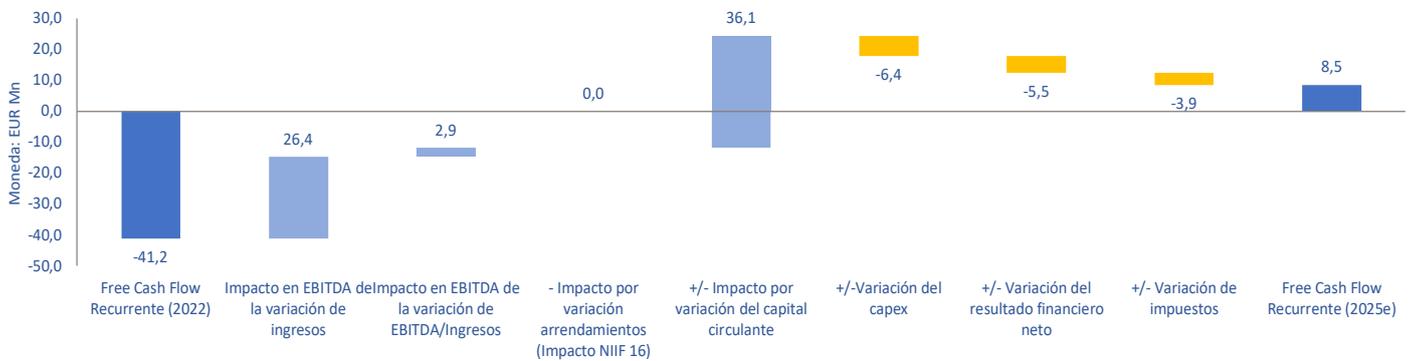
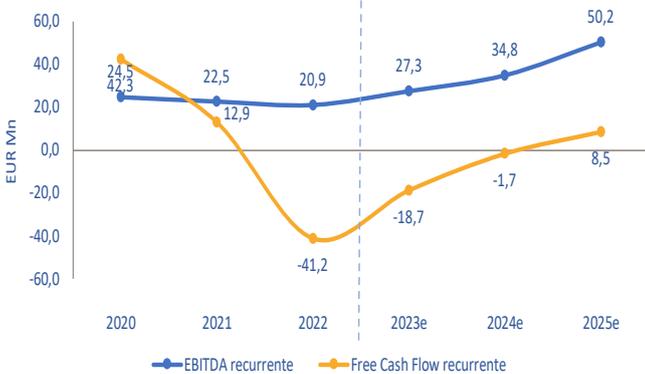


## Anexo 1. Proyecciones financieras (consolidación proporcional)

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>		
Inmovilizado inmaterial	-	-	-	-	-	-	-	-		
Inmovilizado material	139,1	146,7	216,0	216,9	216,2	215,7	216,4	218,8		
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Inmovilizado financiero	2,1	1,8	1,2	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	226,4	263,5	196,9	185,2	250,1	289,3	323,6	362,8		
<b>Total activo</b>	<b>367,7</b>	<b>412,1</b>	<b>414,1</b>	<b>402,6</b>	<b>466,6</b>	<b>505,2</b>	<b>540,4</b>	<b>581,9</b>		
Patrimonio neto	103,8	107,2	122,3	128,3	137,3	141,0	152,1	172,6		
Minoritarios	-	-	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	-	-	-	-	-		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	184,8	196,4	208,9	198,0	239,9	264,6	270,1	267,6		
Pasivo circulante	79,0	108,4	79,7	73,1	86,3	96,5	115,1	138,6		
<b>Total pasivo</b>	<b>367,7</b>	<b>412,1</b>	<b>414,1</b>	<b>402,6</b>	<b>466,6</b>	<b>505,2</b>	<b>540,4</b>	<b>581,9</b>		
										<b>TACC</b>
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>19-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>113,9</b>	<b>122,8</b>	<b>132,7</b>	<b>125,2</b>	<b>117,8</b>	<b>146,5</b>	<b>198,7</b>	<b>265,0</b>	<b>-1,4%</b>	<b>31,0%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>7,8%</i>	<i>8,1%</i>	<i>-5,7%</i>	<i>-5,9%</i>	<i>24,3%</i>	<i>35,6%</i>	<i>33,4%</i>		
Coste de ventas	(51,5)	(47,2)	(73,2)	(63,8)	(64,3)	(80,5)	(101,4)	(143,2)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>62,4</b>	<b>75,6</b>	<b>59,6</b>	<b>61,3</b>	<b>53,5</b>	<b>66,0</b>	<b>97,2</b>	<b>121,8</b>	<b>-10,9%</b>	<b>31,6%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>54,8%</i>	<i>61,6%</i>	<i>44,9%</i>	<i>49,0%</i>	<i>45,4%</i>	<i>45,0%</i>	<i>48,9%</i>	<i>46,0%</i>		
Gastos de personal	(9,0)	(9,7)	(9,0)	(9,1)	(11,1)	(11,2)	(11,2)	(11,2)		
Otros costes de explotación	(36,0)	(43,5)	(26,0)	(29,8)	(21,5)	(27,5)	(51,3)	(60,4)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>17,4</b>	<b>22,4</b>	<b>24,5</b>	<b>22,5</b>	<b>20,9</b>	<b>27,3</b>	<b>34,8</b>	<b>50,2</b>	<b>-2,3%</b>	<b>34,0%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>28,6%</i>	<i>9,5%</i>	<i>-8,5%</i>	<i>-7,0%</i>	<i>31,0%</i>	<i>27,2%</i>	<i>44,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>15,3%</i>	<i>18,2%</i>	<i>18,5%</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,7%</i>	<i>17,5%</i>	<i>19,0%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	(5,1)	-	-	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>17,4</b>	<b>22,4</b>	<b>19,4</b>	<b>22,5</b>	<b>20,9</b>	<b>27,3</b>	<b>34,8</b>	<b>50,2</b>	<b>-2,3%</b>	<b>34,0%</b>
Depreciación y provisiones	(3,6)	(2,5)	(6,3)	(4,3)	(4,2)	(4,2)	(4,2)	(4,2)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado de la venta de inversiones inmov.	6,1	4,1	0,3	3,8	2,2	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>19,9</b>	<b>24,0</b>	<b>13,3</b>	<b>21,9</b>	<b>18,8</b>	<b>23,1</b>	<b>30,6</b>	<b>46,0</b>	<b>-7,8%</b>	<b>34,7%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,6%</i>	<i>-44,4%</i>	<i>64,2%</i>	<i>-14,2%</i>	<i>23,1%</i>	<i>32,1%</i>	<i>50,4%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>17,5%</i>	<i>19,5%</i>	<i>10,1%</i>	<i>17,5%</i>	<i>16,0%</i>	<i>15,8%</i>	<i>15,4%</i>	<i>17,4%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(6,6)	(6,6)	(5,9)	(5,6)	(5,2)	(10,2)	(10,7)	(10,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>13,3</b>	<b>17,4</b>	<b>7,4</b>	<b>16,4</b>	<b>13,6</b>	<b>13,0</b>	<b>19,9</b>	<b>35,3</b>	<b>-7,9%</b>	<b>37,5%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>31,1%</i>	<i>-57,2%</i>	<i>120,1%</i>	<i>-17,1%</i>	<i>-4,5%</i>	<i>53,4%</i>	<i>77,3%</i>		
Extraordinarios	-	(4,4)	21,9	-	6,4	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>13,3</b>	<b>13,0</b>	<b>29,4</b>	<b>16,4</b>	<b>20,0</b>	<b>13,0</b>	<b>19,9</b>	<b>35,3</b>	<b>15,5%</b>	<b>20,8%</b>
Impuestos	(3,2)	(4,1)	(8,3)	(4,3)	(4,9)	(3,2)	(5,0)	(8,8)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>24,1%</i>	<i>31,9%</i>	<i>28,2%</i>	<i>26,0%</i>	<i>24,4%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	-	-	(0,0)	(0,1)	(0,1)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>10,1</b>	<b>8,8</b>	<b>21,1</b>	<b>12,0</b>	<b>15,0</b>	<b>9,7</b>	<b>14,9</b>	<b>26,4</b>	<b>19,3%</b>	<b>20,8%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>-12,2%</i>	<i>138,4%</i>	<i>-43,0%</i>	<i>24,9%</i>	<i>-35,2%</i>	<i>53,4%</i>	<i>77,3%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>10,1</b>	<b>9,3</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	<b>8,5</b>	<b>9,7</b>	<b>14,9</b>	<b>26,4</b>	<b>-2,8%</b>	<b>45,8%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>-7,8%</i>	<i>-5,3%</i>	<i>5,0%</i>	<i>-7,6%</i>	<i>13,9%</i>	<i>53,4%</i>	<i>77,3%</i>		
										<b>TACC</b>
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>19-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>27,3</b>	<b>34,8</b>	<b>50,2</b>	<b>-2,3%</b>	<b>34,0%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(29,0)	(15,8)	(15,6)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>-1,6</b>	<b>19,0</b>	<b>34,7</b>	<b>-60,0%</b>	<b>46,2%</b>
CAPEX						(3,7)	(5,0)	(6,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(10,2)	(10,7)	(10,7)		
Impuestos						(3,2)	(5,0)	(8,8)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(18,7)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>8,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>30,2%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(18,7)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>8,5</b>	<b>-72,7%</b>	<b>30,7%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(6,0)	(3,9)	(6,0)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>24,7</b>	<b>5,6</b>	<b>(2,5)</b>		

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

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								20-22	22-25e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>22,4</b>	<b>24,5</b>	<b>22,5</b>	<b>20,9</b>	<b>27,3</b>	<b>34,8</b>	<b>50,2</b>	<b>-7,8%</b>	<b>34,0%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	28,6%	9,5%	-8,5%	-7,0%	31,0%	27,2%	44,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	18,2%	18,5%	17,9%	17,7%	18,7%	17,5%	19,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(7,7)	37,9	5,1	(51,7)	(29,0)	(15,8)	(15,6)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>14,7</b>	<b>62,4</b>	<b>27,6</b>	<b>(30,8)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>19,0</b>	<b>34,7</b>	<b>-57,9%</b>	<b>46,2%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	111,3%	324,1%	-55,9%	-211,9%	94,8%	n.a.	82,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	12,0%	47,0%	22,0%	n.a.	n.a.	9,5%	13,1%		
- CAPEX	(1,9)	(5,9)	(4,9)	(0,2)	(3,7)	(5,0)	(6,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(6,6)	(5,9)	(5,6)	(5,2)	(10,2)	(10,7)	(10,7)		
- Impuestos	(4,1)	(8,3)	(4,3)	(4,9)	(3,2)	(5,0)	(8,8)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>2,1</b>	<b>42,3</b>	<b>12,9</b>	<b>(41,2)</b>	<b>(18,7)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>8,5</b>	<b>-72,4%</b>	<b>30,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	101,6%	n.a.	-69,6%	-419,7%	54,6%	91,1%	609,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	1,7%	31,9%	10,3%	n.a.	n.a.	n.a.	3,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,9)	(51,9)	4,0	5,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(5,2)	2,6	(2,6)	(0,5)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(7,0)</b>	<b>(7,0)</b>	<b>14,3</b>	<b>(36,3)</b>	<b>(18,7)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>8,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>30,7%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	94,6%	0,2%	303,3%	-353,9%	48,5%	91,1%	609,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	1,6%	31,9%	9,7%	n.a.	n.a.	n.a.	6,4%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	10,8%	n.a.	n.a.	n.a.	6,4%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(130,0)</b>	<b>2,1</b>	<b>42,3</b>	<b>12,9</b>	<b>(41,2)</b>	<b>(18,7)</b>	<b>(1,7)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,4	1,8	(1,4)	(1,3)	5,1	9,7	11,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	3,6	0,3	(0,7)	(0,3)	1,4	(2,3)	3,8		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>5,0</b>	<b>2,1</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>6,5</b>	<b>7,4</b>	<b>15,5</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	139,7	45,6	(32,8)	(56,8)	22,7	13,1	0,3		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>144,7</b>	<b>47,7</b>	<b>(34,9)</b>	<b>(58,4)</b>	<b>29,2</b>	<b>20,6</b>	<b>15,7</b>		
+/- Variación del CAPEX	(1,9)	(4,1)	1,1	4,7	(3,5)	(1,3)	(1,7)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(6,6)	0,7	0,4	0,3	(5,0)	(0,5)	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	(4,1)	(4,1)	4,0	(0,6)	1,6	(1,7)	(3,8)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>132,1</b>	<b>40,2</b>	<b>(29,4)</b>	<b>(54,0)</b>	<b>22,5</b>	<b>17,0</b>	<b>10,2</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>2,1</b>	<b>42,3</b>	<b>12,9</b>	<b>(41,2)</b>	<b>(18,7)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>8,5</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>24,0</b>	<b>13,3</b>	<b>21,9</b>	<b>18,8</b>	<b>23,1</b>	<b>30,6</b>	<b>46,0</b>	<b>18,7%</b>	<b>34,7%</b>
* Tasa fiscal teórica	30,0%	28,2%	26,0%	24,4%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(7,2)	(3,8)	(5,7)	(4,6)	(5,8)	(7,6)	(11,5)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>22,4</b>	<b>24,5</b>	<b>22,5</b>	<b>20,9</b>	<b>27,3</b>	<b>34,8</b>	<b>50,2</b>	<b>-7,8%</b>	<b>34,0%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(7,7)	37,9	5,1	(51,7)	(29,0)	(15,8)	(15,6)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>14,7</b>	<b>62,4</b>	<b>27,6</b>	<b>(30,8)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>19,0</b>	<b>34,7</b>	<b>-57,9%</b>	<b>46,2%</b>
- CAPEX	(1,9)	(5,9)	(4,9)	(0,2)	(3,7)	(5,0)	(6,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(7,2)	(3,8)	(5,7)	(4,6)	(5,8)	(7,6)	(11,5)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>5,7</b>	<b>52,7</b>	<b>17,0</b>	<b>(35,6)</b>	<b>(11,1)</b>	<b>6,3</b>	<b>16,5</b>	<b>-63,6%</b>	<b>35,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	104,2%	830,7%	-67,8%	-309,9%	69,0%	157,4%	160,7%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	4,6%	39,7%	13,6%	n.a.	n.a.	3,2%	6,2%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,9)	(51,9)	4,0	5,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(5,2)	2,6	(2,6)	(0,5)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(3,5)</b>	<b>3,4</b>	<b>18,4</b>	<b>(30,8)</b>	<b>(11,1)</b>	<b>6,3</b>	<b>16,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>36,4%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	97,4%	196,7%	441,6%	-267,3%	64,1%	157,4%	160,7%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,5%	14,0%	4,5%	n.a.	n.a.	1,7%	4,4%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	0,9%	4,9%	n.a.	n.a.	1,7%	4,4%		

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

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

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

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

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	132,6	
+ Minoritarios	3,1	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	239,9	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>375,3</b>	

## Anexo 4. Principales comparables 2023e

		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	1.145,2	662,8	748,7		132,6
	Enterprise value (EV)	1.288,9	1.059,0	748,7		375,3
Información financiera básica	Total Ingresos	616,6	901,4	670,6		146,5
	Cto. Total Ingresos	18,8%	17,7%	-26,9%	3,2%	24,3%
	2y TACC (2023e - 2025e)	7,2%	3,5%	-0,7%	3,3%	34,5%
	EBITDA	59,3	158,6	126,9		27,3
	Cto. EBITDA	n.a.	8,3%	-3,5%	2,4%	31,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	3,6%	0,9%	-9,2%	-1,5%	35,5%
	EBITDA/Ingresos	9,6%	17,6%	18,9%	15,4%	18,7%
	EBIT	59,8	155,5	127,2		23,1
	Cto. EBIT	30,6%	8,5%	0,5%	13,2%	23,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	3,2%	-0,6%	-9,5%	-2,3%	41,0%
	EBIT/Ingresos	9,7%	17,2%	19,0%	15,3%	15,8%
	Beneficio Neto	35,2	101,7	90,2		9,7
	Cto. Beneficio Neto	249,9%	9,2%	-12,5%	82,2%	-35,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	8,6%	0,5%	-17,3%	-2,7%	64,9%
	CAPEX/Ventas	3,9%	0,5%	17,9%	7,4%	2,5%
	Free Cash Flow	147,0	26,3	23,8		(18,7)
Deuda financiera Neta	280,5	344,0	380,2		264,6	
DN/EBITDA (x)	4,7	2,2	3,0	3,3	9,7	
Pay-out	n.a.	84,5%	57,1%	70,8%	40,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	31,3	5,8	8,5	15,2	13,6
	P/BV (x)	0,6	0,6	0,7	0,7	0,9
	EV/Ingresos (x)	2,1	1,2	1,1	1,5	2,6
	EV/EBITDA (x)	21,7	6,7	5,9	11,4	13,7
	EV/EBIT (x)	21,5	6,8	5,9	11,4	16,2
	ROE	2,0	10,2	8,5	6,9	7,0
	FCF Yield (%)	12,8	4,0	3,2	6,7	n.a.
	DPA	0,83	1,90	0,67	1,13	0,21
Dvd Yield	11,0%	13,4%	7,2%	10,5%	2,9%	

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).

## Anexo 5. Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(11,1)	6,3	16,5	493,0			
<b>Market Cap</b>	<b>132,6</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>239,9</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 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)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>3,6%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>3,4%</b>	<b>3,8%</b>	
Risk free rate (rf)	3,5%	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	
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,1%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,0%</b>	<b>11,3%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	35,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	64,4%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>5,9%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>5,4%</b>	<b>6,5%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,0%</b>	<b>1,5%</b>	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF 23e-25e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Metrovacesa	MVC-ES	1.145,2	31,3	6,4%	21,7	3,6%	2,1	7,2%	9,6%	12,8%	2,0%	
Aedas Homes	AEDAS-ES	662,8	5,8	-2,4%	6,7	0,9%	1,2	3,5%	17,6%	4,0%	76,9%	
Neinor Homes	HOME-ES	748,7	8,5	-13,1%	5,9	-9,2%	1,1	-0,7%	18,9%	3,2%	-61,8%	
<b>Inmobiliarias</b>			<b>15,2</b>	<b>-3,0%</b>	<b>11,4</b>	<b>-1,5%</b>	<b>1,5</b>	<b>3,3%</b>	<b>15,4%</b>	<b>6,7%</b>	<b>5,7%</b>	
<b>ISUR</b>	<b>ISUR-ES</b>	<b>132,6</b>	<b>13,6</b>	<b>64,9%</b>	<b>13,7</b>	<b>35,5%</b>	<b>2,6</b>	<b>34,5%</b>	<b>18,7%</b>	<b>n.a.</b>	<b>56,7%</b>	

### Análisis de sensibilidad (2024e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	19,3%	38,3	9,8x
Central	17,5%	34,8	10,8x
Min	15,7%	31,2	12,0x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	2,2%	2,5%	2,8%		Max	Central	Min
EBITDA 24e	2,2%	2,5%	2,8%	Max	1,9%	1,4%	1,0%
38,3	2,5	1,9	1,3	Central	n.a.	n.a.	n.a.
34,8	(1,1)	(1,7)	(2,3)	Min	n.a.	n.a.	n.a.
31,2	(4,6)	(5,2)	(5,8)				

## LIGHTHOUSE

Calle Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas  
28020 Madrid  
T: +34 915 904 226  
[institodeanalistas.com/lighthouse](https://institodeanalistas.com/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 ([institodeanalistas.com/lighthouse](https://institodeanalistas.com/lighthouse)) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

### DISCLAIMER

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

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

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con [secretaria@institutodeanalistas.com](mailto:secretaria@institutodeanalistas.com) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://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
19-Abr-2023	n.a.	7,10	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	David López Sánchez
01-Mar-2023	n.a.	7,30	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
22-Dic-2022	n.a.	7,19	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

