

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 7,15 (1 mar 2024)

Fecha del informe: 4 mar 2024 (12:40h)

**Resultados 12m 2023**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 12m 2023**

 Opinión<sup>(1)</sup>: Por debajo de lo esperado

 Impacto<sup>(1)</sup>: Mantenemos estimaciones

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

Luis esteban Arribas – luis.esteban@institutodeanalistas.com

+34 915 904 226

## Rdos. 2023: penalizados por el retraso en las entregas

**Descripción del negocio**

**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.

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	133,5	144,6
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	379,1	410,8
Número de Acciones (Mn)	18,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	7,50 / 6,99 / 6,59	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación <sup>(3)</sup>	3,7	
Factset / Bloomberg	ISUR-ES / ISUR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Consejo de Administración	68,9
Free Float	31,1

**Comportamiento relativo (base 100)**

**Comportamiento en**

bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-1,4	2,3	1,5	-16,2
vs Ibxex 35	-1,9	3,1	-6,0	-22,8
vs Ibxex Small Cap Index	-0,7	4,0	11,5	-25,8
vs Eurostoxx 50	-6,5	-7,6	-12,6	-43,3
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	3,1	3,4	1,3	16,6

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 2.

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

(4) vs Stoxx Europe 600 Real State.

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

**LA RALENTIZACION EN LA ENTREGA DE VIVIENDAS DEL NEGOCIO PROMOTOR...**

ISUR cierra el 2023 con 309 viviendas entregadas (vs 380 en 2022 y 400 en nuestras estimaciones), con un precio medio de venta (PMV) estable de EUR 262K (por la venta de una promoción propia de 65 viviendas con EUR 154k de precio medio; vs EUR 269k en 2022). Registrando unos ingresos del negocio promotor de EUR 84,7Mn (+3,3% vs 2022; incluye la venta de dos parcelas a través de sus JV por EUR 12,8Mn). Por debajo de nuestras estimaciones (-18%). La principal razón de la desviación es el retraso en la entrega de dos promociones en Madrid que se entregarán en 2024e.

**... "PENALIZA" EL CRECIMIENTO EN INGRESOS CONSOLIDADOS (-18% VS ESTIMADO).**

Ingresos planos también en el negocio de patrimonial (EUR 17,1Mn; -2,3% vs 2022) por una reducción en la superficie alquilable y una menor tasa de ocupación (87,6% vs 90,4% en 2022). Todo ello, lleva a ISUR a registrar unos ingresos consolidados (EUR 119,8Mn; +1,7% vs 2022) que se han mantenido estables.

**AUNQUE EL EBITDA MEJORA (EUR 22,3MN; +6,7% VS 2022).**

Por dos razones: i) la actividad patrimonial, que hace de red, y registra un Mg. EBITDA del 75% y ii) el negocio promotor (que pese a no haber mejorado en sus principales KPIs) mejora su Mg. Bruto hasta el 22% (+0,4p.p. vs 2022). Lo que compensa los resultados del resto de líneas de negocio (construcción y comercialización).

**LOS GASTOS FINANCIEROS PRESIONAN EL BENEFICIO NETO...**

Por debajo del EBITDA, la subida de los costes de financiación ha disparado los gastos financieros (+75,3% vs 2022), reduciendo el BN hasta EUR 11,3Mn (vs EUR 15Mn en 2022).

**... Y REDUCE EL DIVIDENDO.**

ISUR ha anunciado el reparto de un dividendo por acción de 0,29 EUR/acc (-9,4% vs 2022) tras los resultados obtenidos. Lo que ha precios de hoy implicaría un Dividend Yield de 3,4%.

**EL APALANCAMIENTO EN 2023 SE SITUA EN EL 40,9% DEL GAV (EN LINEA CON 2022).**

La rotación de activos (entrada de caja de c. EUR 13Mn) ha mantenido la deuda neta de ISUR en EUR 242,5Mn (+2,3% vs 2022) lo que con el GAV a cierre de 2023 (EUR 593Mn), implica un ratio de endeudamiento del 41% (en línea con 2022).

**MANTENEMOS ESTIMACIONES PARA 2024E. ESPERAMOS SE ALCANCEN >450 ENTREGAS (VS 309 EN 2023).**

La buena noticia la pone la resiliencia de la cartera de preventas que se sitúa en 721 uds. (nivel de cobertura de las entregas previstas para 2024e y 2025e del 73,4% y 43,0%, respectivamente). Hoy, el equity story pivota, esencialmente, sobre la materialización de las entregas previstas. A lo que habría que añadir una mejora en el margen del negocio promotor, (el precio de los materiales de construcción ha tocado techo en 2023) que automáticamente elevaría los niveles de rentabilidad. Todo ello, con la elevada visibilidad en ingresos y márgenes que proporciona la actividad patrimonial (cartera de activos de calidad).

**ISUR AÚN MANTIENE UN DESCUENTO DEL 61,9% SOBRE SU NAV 2023 (NAV 18,7 EUR/ACCIÓN EN 2023).**

Pese a la situación de elevados tipos de interés y descuento sobre el valor de los activos, ISUR cierra con un NAV 2023 de EUR 350,5Mn (+0,9% vs 2022) dejando el NAV/acc. en 18,7 EUR/acc. Lo que refuerza nuestra idea de ISUR como inmobiliaria de bajo riesgo que (además) hoy sigue un cotizando con un alto descuento (61,9% vs NAV 2023). El momento de mercado actual (muy posibles bajadas de tipos en 2024) favorece a un posible estrechamiento del descuento. Algo que el precio de la acción parece no haber recogido aún (+1,5%, -12m).

## Anexo 1. Tabla de resultados

EUR Mn	12m23		12m23 Real		12m23 Real		4T23 vs	
	Real	12m22	vs 12m22	2023e	vs 2023e	4T23	4T22	
<b>Total Ingresos</b>	<b>119,8</b>	<b>117,8</b>	<b>1,7%</b>	<b>147,9</b>	<b>-19,0%</b>	<b>50,5</b>	<b>5,0%</b>	
Promoción	84,7	82,0	3,3%	103,6	-18,3%	40,2	2,7%	
Patrimonial	17,1	17,5	-2,3%	18,5	-7,4%	4,0	-11,0%	
Construcción	13,7	15,1	-9,0%	20,3	-32,4%	4,8	38,9%	
Gestión y comercialización	4,3	3,2	33,8%	4,1	3,8%	1,5	47,9%	
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>22,3</b>	<b>20,9</b>	<b>6,7%</b>	<b>28,0</b>	<b>-20,4%</b>	<b>11,3</b>	<b>22,9%</b>	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>18,6%</i>	<i>17,7%</i>	<i>0,9 p.p.</i>	<i>18,9%</i>	<i>-0,3 p.p.</i>	<i>22,4%</i>	<i>3,3 p.p.</i>	
<b>EBITDA</b>	<b>22,3</b>	<b>20,9</b>	<b>6,7%</b>	<b>28,0</b>	<b>-20,4%</b>	<b>2,3</b>	<b>-70,8%</b>	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>18,6%</i>	<i>19,7%</i>	<i>-1,1 p.p.</i>	<i>18,9%</i>	<i>-0,3 p.p.</i>	<i>4,6%</i>	<i>-11,9 p.p.</i>	
<b>EBIT</b>	<b>23,8</b>	<b>18,8</b>	<b>26,3%</b>	<b>24,4</b>	<b>-2,6%</b>	<b>9,6</b>	<b>n.a.</b>	
<b>BAI</b>	<b>14,7</b>	<b>20,0</b>	<b>-26,8%</b>	<b>15,2</b>	<b>-3,5%</b>	<b>6,7</b>	<b>69,8%</b>	
<b>BN</b>	<b>11,3</b>	<b>15,0</b>	<b>-24,8%</b>	<b>11,4</b>	<b>-0,7%</b>	<b>5,3</b>	<b>74,7%</b>	
GAV	593,0	584,4	1,5%					
<i>GAV patrimonial</i>	<i>329</i>	<i>366,2</i>	<i>-10,2%</i>					
<i>GAV promoción</i>	<i>264</i>	<i>218,2</i>	<i>21,0%</i>					
NAV	350,5	347,4	0,9%					
Deuda Neta	242,5	237,0	2,3%	212,5				
LTV	40,9%	40,5%	0,4 p.p.	35,8%				

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	133,5	
+ Minoritarios	3,1	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	242,5	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	-	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>379,1</b>	

## LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta  
28006 Madrid  
T: +34 915 904 226  
[institutodeanalistas.com/lighthouse](https://institutodeanalistas.com/lighthouse)

---

### Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

### Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institutodeanalistas.com

### Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@institutodeanalistas.com

### José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

jose.cabrera@institutodeanalistas.com

### Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institutodeanalistas.com

---

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

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

### DISCLAIMER

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

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

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
04-Mar-2024	n.a.	7,15	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	José Miguel Cabrera van Grieken
30-Oct-2023	n.a.	6,69	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023	José Miguel Cabrera van Grieken
31-Jul-2023	n.a.	6,99	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Alfredo Echevarría Otegui
12-Jun-2023	n.a.	7,19	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
08-May-2023	n.a.	6,85	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	David López Sánchez
19-Abr-2023	n.a.	6,85	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	David López Sánchez
01-Mar-2023	n.a.	7,05	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
22-Dic-2022	n.a.	6,94	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

