

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 7,30 (28 feb 2023)

Fecha del informe: 1 mar 2023 (13:50h)

Resultados 12m 2022

Análisis Independiente de Compañías

Resultados 12m 2022
Opinión ⁽¹⁾: En línea

Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Resultados 2022: cumplen expectativas y marcan un buen punto de partida para 2023e

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)	136,3	144,5
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	376,1	398,8
Número de Acciones (Mn)	18,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	8,14 / 7,69 / 6,91	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación ⁽³⁾	10,1	
Factset / Bloomberg	ISUR-ES / ISUR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración	64,4
Free Float	35,6

Comportamiento relativo (base 100)

Comportamiento en

bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	-9,9	-5,0	-6,5	-31,3
vs Ibex 35	-13,1	-15,8	-15,6	-28,0
vs Ibex Small Cap Index	-10,6	-16,6	-9,2	-42,9
vs Eurostoxx 50	-11,2	-11,8	-13,4	-44,3
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-5,8	-7,9	35,5	-8,9

(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.

EL NEGOCIO PROMOTOR MANTIENE EL NIVEL DE ACTIVIDAD, AUNQUE EL CAMBIO EN EL MIX DE ENTREGAS REDUCE SU MARGEN.

ISUR cierra 2022 con la entrega de 384 viviendas (vs 380 en 2021 y vs 370 viviendas de nuestras estimaciones) con un precio medio de venta (PMV) de EUR 269k (frente a EUR 320k en 2021 y EUR 305k de nuestras estimaciones). Lo que se traduce en unos ingresos de la actividad de promoción de EUR 82Mn (-1,9% vs 2021). Aunque el cambio en el mix de entregas y el aumento coyuntural de costes reduce el margen bruto de la actividad promotora hasta el 21,6% (-2p.p. vs 2021 y -0,4p.p. frente a nuestras estimaciones). La buena noticia la marca la cartera de preventas, que cierra 2022 en 608 unidades por importe de EUR 202,1Mn (+15,7% vs 2021).

MUY BUEN COMPORTAMIENTO DE LA ACTIVIDAD PATRIMONIAL. Los ingresos por rentas de la actividad patrimonial crecen hasta EUR 17,5Mn (+13,6% vs 2021; completamente en línea con nuestras estimaciones) empujados por una mayor tasa de ocupación, que alcanza el 90,4% (+2,7p.p. vs 2021). Muy buen comportamiento del margen EBITDA/Vtas de la actividad patrimonial, que ya alcanza el 80,6% (+3,9p.p. vs 2021 y 6,2p.p. vs 2020). EBITDA patrimonial: +19,2% vs 2021.

EBITDA, EN LÍNEA (EUR 21,2MN; -5,8% VS 2021). ISUR cierra 2022 con un EBITDA de EUR 21,2Mn (-5,8% vs 2021). Lo que implica un margen EBITDA/Vtas del 18% (en línea con el visto en 2021 y nuestras estimaciones). Y confirma la idea de una promotora "con red", ya que el buen comportamiento de la actividad patrimonial (que aporta resiliencia en este entorno) permite compensar la significativa (aunque coyuntural) caída del negocio promotor (EBITDA promoción: -21% vs 2021).

A CIERRE DE 2022 EL APALANCAMIENTO SE SITÚA EN EL 40,5% DEL GAV (+2,6P.P. VS 2021). ISUR cierra 2022 con una Deuda Neta de EUR 237Mn (+20% vs 2021). Lo que implica un LTV del 40,5% (vs 37,9% en 2021). Un incremento del apalancamiento explicado esencialmente como resultado de i) la compra de solares (a los que ha destinado c. EUR 36,8Mn en 2022) y ii) la adquisición del 50% de DMS (EUR 13,7Mn).

ELEVA LA RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA (DIVIDEND YIELD 4,4%). ISUR propone la distribución de un dividendo de EUR 5,9Mn (0,32€/acción; +6,7% vs -1y). Lo que supone un payout de c. 40% (yield del 4,4% frente al precio de cierre de ayer).

CUMPLE EXPECTATIVAS. MANTENEMOS ESTIMACIONES. Asumiendo un escenario conservador, estimamos entregas de, al menos, 450 viviendas en 2023e y 2024e (vs c. 380 en 2021 y 2022). Por lo que en 2024e deberíamos tener una compañía con unas ventas de EUR 180Mn y EBITDA de EUR 30Mn (+18% TACC 22-24e).

BIEN POSICIONADA PARA HACER FRENTE A LOS RETOS DEL SECTOR. A nuestro juicio, ISUR se encuentra bien posicionada para hacer frente a los retos que se enfrenta el sector: 1) buen dato de preventas (el nivel de preventas supone una cobertura del 89% y 36% de las entregas previstas en 2023e y 2024, respectivamente, 2) posición de balance saneada y 3) la elevada visibilidad en ingresos y en márgenes que proporciona la actividad patrimonial (con una cartera de activos de calidad).

COTIZANDO CON UN DESCUENTO DEL 61% SOBRE SU NAV 2022 (NAV 18,6€/ACCIÓN EN 2022). El NAV se incrementa hasta EUR 347,4Mn (+6,9% vs 2021) dejando el NAV/acc. en 18,6€. Que es una llamada de atención: ya que ISUR es (objetivamente) una inmobiliaria de bajo riesgo, cotizando con descuento de c. 61% vs NAV 2022. Y esta combinación (valor y bajo riesgo) habría pasado desapercibida (por el momento) por el mercado (-15,6% vs Ibex 35 -12m)...ISUR demanda atención.

Anexo 1. Tabla de resultados (consolidación proporcional)

EUR Mn	12m22	12m22 Real		12m22 Real	
	Real	12m21	vs 12m21	2022e	vs 2022e
Total Ingresos	117,9	125,3	-5,9%	127,1	-7,2%
Promoción	82,0	83,6	-1,9%	90,3	-9,2%
Patrimonial	17,5	15,4	13,6%	17,3	1,4%
Construcción	15,1	22,7	-33,5%	15,8	-4,3%
Gestión y comercialización	3,3	3,6	-8,3%	3,7	-12,0%
EBITDA (Recurrente)	21,2	22,5	-5,8%	22,9	-7,2%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,0%</i>	<i>0,0 p.p.</i>	<i>18,0%</i>	<i>0,0 p.p.</i>
EBITDA	23,2	26,2	-11,5%	22,9	1,5%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>19,7%</i>	<i>20,9%</i>	<i>-1,2 p.p.</i>	<i>18,0%</i>	<i>1,7 p.p.</i>
EBIT	22,1	21,9	0,9%	19,5	13,2%
BAI	16,9	16,4	3,0%	20,0	-15,3%
BN	15,1	12,1	24,8%	15,0	0,9%
GAV	584,4	522,9	11,8%		
<i>GAV patrimonial</i>	<i>366,2</i>	<i>370,1</i>	<i>-1,1%</i>		
<i>GAV promoción</i>	<i>218,2</i>	<i>152,8</i>	<i>42,8%</i>		
NAV	347,4	325,0	6,9%		
Deuda Neta	237,0	197,9	20%	241,9	-2,0%
LTV	40,5%	37,9%	2,6 p.p.	41,4%	-0,9 p.p.

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	136,3	
+ Minoritarios	3,1	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	237,0	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	376,1	

LIGHTHOUSE

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

