

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 6,80 (27 oct 2023)

Fecha del informe: 30 oct 2023 (9:25h)

Resultados 9m 2023

Análisis Independiente de Compañías

Resultados 9m 2023
Opinión ⁽¹⁾: En línea

Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

José Miguel Cabrera van Grieken – jose.cabrera@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

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)	126,9	134,3
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	380,2	402,3
Número de Acciones (Mn)	18,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	7,95 / 7,20 / 6,70	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽³⁾	4,1	
Factset / Bloomberg	ISUR-ES / ISUR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración	63,4
Free Float	36,6

Comportamiento relativo (base 100)

Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	-4,2	-4,2	-4,1	-10,0
vs Ibex 35	0,2	4,1	-14,8	-11,9
vs Ibex Small Cap Index	-0,5	5,8	-12,1	-23,0
vs Eurostoxx 50	-1,4	6,1	-13,9	-29,7
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	0,5	8,0	9,9	45,9

(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.

Rdos. 9m23: todo queda a la espera del 4T. Pero el verdadero “quid” está en 2024

NEGOCIO PROMOTOR: RALENTIZACIÓN EN ENTREGAS... Ingresos 9m de promoción creciendo a un dígito bajo vs 2022 (EUR 44,5 Mn; +3,7%). Rompiéndose la tendencia de aceleración del ritmo de entregas de viviendas en residencial visto hasta 6m23. A 9m23 se entregaron 195 viviendas (+3,2% vs 9m22; -10% en ingresos), con una secuencia trimestral de: 57 (1T), 85 (2T) y 53 (3T). Alcanzar nuestra estimación actual de ingresos 12m en promoción (EUR 103 Mn) pasa por alcanzar el objetivo y previsión de la compañía de escriturar viviendas por EUR c.60-65 Mn en el 4T23 (c.400 viviendas 12m). Y que es la clave de cara al cierre 2023.

...COMPATIBLE CON UNA GRAN FORTALEZA COMERCIAL. Especialmente valiosa dado el contexto claramente adverso al sector (crecimiento macro en duda + subida de tipos). Preventas de 289 uds. 9m23 (EUR 70,2 Mn), con una cartera de preventas acumuladas de 774 uds. (EUR 190 Mn; es decir, 2x el ingreso de promoción estimado para 2023). Este nivel de preventas supone una cobertura del 96% y 53% de las entregas previstas en 2023e y 2024e.

SIN CRECIMIENTO A NIVEL CONSOLIDADO (POR LA DEBILIDAD EN CONSTRUCCIÓN).

Ingresos consolidados 9m23 de EUR 69,3 Mn (-0,6%), y que se ralentizan vs el crecimiento del 1S23 (+10%), consecuencia del menor ritmo de entregas en promoción y por el negocio constructor (todavía por debajo de 2022). La actividad de construcción (EUR 8,9 Mn; -23,3%) sufre por el retraso en el inicio de obras y obtención de licencias, pero gana claramente tracción vs 1S23 (EUR 2,1 Mn; -44%), y debiera alcanzar c. EUR 15 Mn en 2023e (por debajo de los EUR 20 Mn estimados). La actividad patrimonial (EUR 13,1 Mn; +0,8%) sigue en línea y con una tasa de ocupación del 88%.

EBITDA REC. (EUR 11 MN; -6%) PENALIZADO POR LA RALENTIZACIÓN DE INGRESOS.

Caída en EBITDA 9m23 frente al +26% del 1S23. Aunque las desinversiones en activos compensan (EBITDA EUR 20 Mn). El margen EBITDA Recurrente “aguanta” razonablemente (15,9%; -2p.p. vs 1S22). La actividad patrimonial (que aporta resiliencia en este entorno) y el negocio promotor sostienen el margen EBITDA/Vtas (pese a la debilidad en construcción). De cara al 4T el escenario central hoy es el de volver a situar el EBITDA Rec. en c. EUR 20 Mn. Por lo que mantenemos estimaciones. Pero todo pivota en la velocidad de entregas del negocio promotor en el 4T.

EL APALANCAMIENTO SE SITÚA EN EL 41% DEL GAV (-1,9P.P. VS 9M22).

ISUR cierra el 9m23 con una Deuda Neta de EUR 250Mn (-3,2% vs 9m 2022). Una reducción del apalancamiento parcialmente explicada por la ralentización en la compra de solares. Y que indica la resiliencia del modelo de negocio, capaz de mantener FCF positivo en entornos de ralentización (promoción) o caída (construcción).

EN CONCLUSIÓN: UNA PEQUEÑA INCERTIDUMBRE A C/P, QUE NO COMPROMETE EL EQUITY STORY.

Más allá de los resultados, lo importante es la entrada de ISUR en un período claro de aceleración de actividad, soportado por el nivel de preventas. Que nos lleva a mantener nuestra estimación de entregas de 450 viviendas en 2024e (vs 380 2022 y 400 2023e). Que implicaría un 2024e con ventas de EUR c200 Mn y EBITDA de EUR c.35 Mn. Lo que supondría un gran “salto” en tamaño. El comportamiento de promoción y construcción en el 4T23 implican una pequeña incertidumbre. Pero la clave sigue estando en el crecimiento a partir de 2024. Todavía desapercibido por el mercado (ISUR, -14,8% vs Ibex 35 -12m).

Anexo 1. Resultados 9m23 (Consolidación proporcional)

EUR Mn	9m23		9m23 Real
	Real	9m22	vs 9m22
Total Ingresos	69,3	69,7	-0,6%
Promoción	44,5	42,9	3,7%
Patrimonial	13,1	13,0	0,8%
Construcción	8,9	11,6	-23,3%
Gestión y comercialización	2,8	2,2	27,3%
EBITDA (Recurrente)	11,0	11,7	-6,0%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,8%</i>	<i>-0,9 p.p.</i>
EBITDA	20,0	13,0	53,8%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>28,9%</i>	<i>18,7%</i>	<i>10,2 p.p.</i>
EBIT	14,2	19,6	-27,6%
BAI	8,0	16,1	-50,3%
BN	6,0	12,0	-50,0%
GAV	611,0	602,7	1,4%
<i>GAV patrimonial</i>	<i>348,3</i>	<i>373,4</i>	<i>-6,7%</i>
<i>GAV promoción</i>	<i>262,8</i>	<i>229,3</i>	<i>14,6%</i>
NAV	360,5	343,9	4,8%
Deuda Neta	250,5	258,8	-3,2%
LTV	41,0%	42,9%	-1,9 p.p.

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	126,9	
+ Minoritarios	3,1	Rdos. 9m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 9m 2023
+ Deuda financiera neta	250,5	Rdos. 9m 2023
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 9m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	380,2	

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta

28006 Madrid

T: +34 915 904 226

<https://institutodeanalistas.com/lighthouse>

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

Jose.cabrera@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (<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 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
30-Oct-2023	n.a.	6,80	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023	José Miguel Cabrera van Grieken
31-Jul-2023	n.a.	7,10	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Alfredo Echevarría Otegui
12-Jun-2023	n.a.	7,31	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
08-May-2023	n.a.	6,96	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	David López Sánchez
19-Abr-2023	n.a.	6,96	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	David López Sánchez
01-Mar-2023	n.a.	7,16	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
22-Dic-2022	n.a.	7,05	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

