

José Miguel Cabrera van Grieken – jose.cabrera@institutodeanalistas.com
 +34 915 904 226

Rdos 1T24: comienza la (esperada) aceleración del negocio promotor

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. 69% del capital.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	141,9	152,8
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	381,7	411,0
Número de Acciones (Mn)	18,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	7,60 / 7,05 / 6,59	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽³⁾	3,0	
Factset / Bloomberg	ISUR-ES / ISUR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración	68,9
Free Float	31,1

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	18,7	18,7	18,7	18,7
Total Ingresos	119,8	168,1	244,1	147,0
EBITDA Rec.	22,3	29,9	46,5	28,2
% Var.	6,9	34,3	55,3	-39,4
% EBITDA Rec./Ing.	18,6	17,8	19,1	19,2
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	5,8	10,7	6,1	6,5
Beneficio neto	11,3	11,6	25,4	12,8
BPA (EUR)	0,61	0,62	1,36	0,69
% Var.	-25,5	2,8	118,6	-49,5
BPA ord. (EUR)	0,35	0,62	1,36	0,69
% Var.	-24,1	77,1	118,6	-49,5
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-11,2	-12,8	60,0	63,6
Pay-out (%)	52,8	48,0	48,0	48,0
DPA (EUR)	0,32	0,30	0,65	0,33
Deuda financiera neta	242,5	261,3	206,8	155,5
DN / EBITDA Rec.(x)	10,9	8,7	4,4	5,5
ROE (%)	8,0	7,8	15,7	7,5
ROCE (%) ⁽⁵⁾	4,8	4,7	7,9	5,0

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

	2023	2024e	2025e	2026e
PER	12,6	12,2	5,6	11,1
PER Ordinario	21,6	12,2	5,6	11,1
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8
Dividend Yield (%)	4,2	3,9	8,6	4,3
EV/Ventas	3,19	2,27	1,56	2,60
EV/EBITDA Rec.	17,1	12,7	8,2	13,5
EV/EBIT	16,0	15,1	9,1	16,1
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾⁽⁷⁾	n.a.	n.a.	42,3	44,8

SALTO EN INGRESOS (+120,7% VS 1T23) IMPULSADOS POR EL NEGOCIO PROMOTOR Y CONSTRUCTOR. ISUR cierra el 1T24 con unos ingresos consolidados de EUR 36,2Mn (+120,7% vs 1T23). Crecimiento explicado por: 1) la entrega de 69 viviendas (vs 57 en 1T23) con un precio medio de venta (PMV) de EUR 0,46Mn (+83,1% vs 1T23; por la entrega de promociones en Madrid) y 2) el mayor número de JVs que impulsa el negocio constructor (EUR 5,6Mn; vs 2,1Mn en 1T23). El negocio patrimonialista registra unos ingresos planos de EUR 4,5Mn con una ocupación del 88,7% (+1 p.p. vs 2023).

LO QUE PERMITE CRECER EN EBITDA REC. (+72,2% VS 1T23). El EBITDA rec. de ISUR se sitúa en EUR 6,2Mn (+72,2% vs 1T23). El mayor peso del negocio promotor (Mg. EBITDA 15%) en el mix de ingresos reduce el Margen EBITDA (17,1%; -4,8 p.p. vs 1T23).

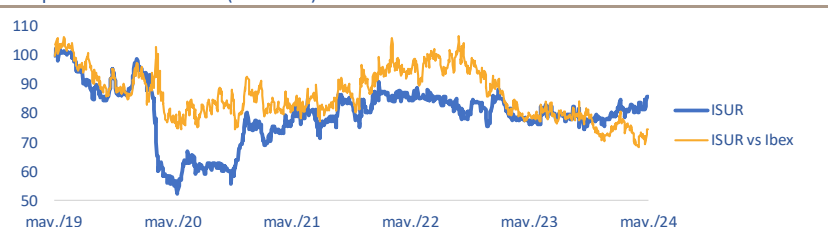
Y DISPARA EL BENEFICIO NETO (EUR 3,6MN 1T24 VS EUR 0,2MN EN 1T23). Por debajo de EBITDA, el menor gasto financiero de EUR 0,7Mn (vs EUR 1,7Mn en 1T23; por el impacto de la novación en las condiciones financieras) permite trasladar la mejora del EBITDA hasta el BN (EUR 3,6Mn en 1T24 vs EUR 0,2Mn en 1T23).

CON UNA REDUCCIÓN EN EL APALANCAMIENTO (LTV < 40%). ISUR cierra el 1T24 con una DN de EUR 236,6Mn (-9,5% vs 1T23). Reduciendo el apalancamiento (LTV) hasta el 39,8% (-3,3 p.p. vs 1T23) gracias a la: (1) aceleración en las entregas residenciales y (2) disminución de la compra de suelo.

LAS ENTREGAS DEL 1T24 Y LA CARTERA DE PREVENTAS APORTAN VISIBILIDAD. Durante 1T24 se vendieron 95 unidades (64 JVs y 31 propias; EUR 23Mn). La cartera de preventas acumuladas alcanza las 747 unidades (EUR 170,1Mn; PMV: EUR 0,32Mn; ratio de cobertura del 79,5% y 52,8% sobre las entregas estimadas por ISUR para 2024e y 2025e respectivamente). Hoy nuestro escenario central apunta a unos ingresos de EUR 168,1Mn (+40,4% vs 2023) y EBITDA de EUR 29,9Mn (+34,3% vs 2023) en 2024e.

CONCLUSION: SE COMIENZA A MATERIALIZAR LA ACCELERACIÓN DEL NEGOCIO PROMOTOR. Los resultados 1T24 indican el comienzo de la esperada aceleración promotora. La materialización de las entregas en los próximos trimestres sigue siendo el principal catalizador del negocio. El NAV de ISUR aumenta hasta los EUR 358,5Mn (+3,7% vs 1T23), y mantiene un descuento del c.-60% (vs -40% promotoras y SOCIMIs). ISUR gana "momentum". PER 2024e: 12,2x (19x del sector).

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	7,0	4,8	11,7	10,3	10,7	-14,0
vs Ibex 35	8,8	-2,8	-6,6	2,7	-9,3	-25,5
vs Ibex Small Cap Index	3,6	-1,9	1,7	4,3	12,6	-29,3
vs Eurostoxx 50	10,3	-0,9	-2,2	1,4	-10,1	-38,8
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	4,0	2,9	-1,9	14,2	50,3	16,7

(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, preveamos 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 3.

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

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(7) FCF Yield 2025e y 2026e refleja la entrada de caja positiva (no recurrente) por variación de circulante (consecuencia del elevado número de entregas de promociones).

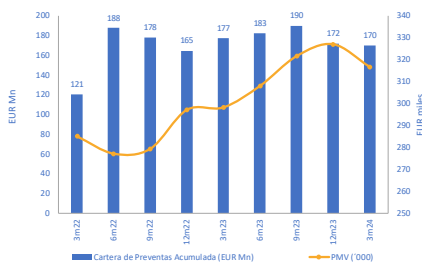
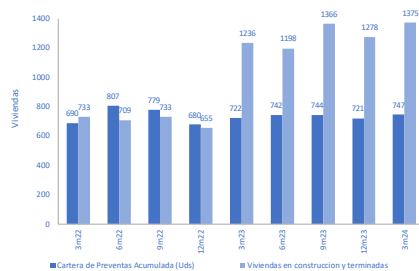
(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

Resultados 3m 2024

A la espera de que la materialización de las entregas confirme el salto de ISUR. Y que el precio de la acción lo recoja...

Los resultados 1T24 confirman el momentum positivo de ISUR. Las entregas residenciales suponen el inicio de la (esperada) aceleración del negocio promotor (se entregaron 69 viviendas en 1T24, c.30 corresponden a promociones no entregadas en 2023). La actividad comercial continúa con el buen comportamiento de los últimos trimestres (c.90 viviendas) evidenciando la fortaleza de negocio de ISUR. La cartera de preventas (que aporta visibilidad sobre las entregas futuras) y las unidades en "construcción y pendiente de entrega" se sitúan en máximos históricos. Adicionalmente, el negocio patrimonialista (55% del GAV) mantiene altos niveles de ocupación (88,7% vs 87,6% 2023), aportando recurrencia y visibilidad al modelo de negocio.

Gráfico 1. GAV de ISUR (3m24)

Gráfico 2. Cartera de preventas acum. y precio medio de venta. (3m22-3m24)

Gráfico 3. Cartera preventas vs viviendas en construcción y terminadas (3m22-3m24)

Tabla 1. Resultados 3m24

EUR Mn	3m24 Real	3m24 Real vs 3m23	2024e vs 2023
Total Ingresos	36,2	16,4	120,7%
Promoción	25,0	8,9	180,9%
Patrimonial	4,5	4,5	0,0%
Construcción	5,6	2,1	166,7%
Gestión y comercialización	1,1	0,9	22,2%
EBITDA (Recurrente)	6,2	3,6	72,2%
EBITDA Rec. / Ingresos	17,1%	22,0%	-4,8 p.p.
EBITDA	6,4	3,6	77,8%
EBITDA / Ingresos	17,7%	22,0%	-4,3 p.p.
EBIT	5,3	1,9	178,9%
BAI	4,6	0,2	n.a.
BN	3,6	0,2	n.a.
GAV	595,1	607	-2,0%
GAV patrimonial	328,8	366,9	-10,4%
GAV promoción	266,3	240,1	10,9%
NAV	358,5	345,8	3,7%
Deuda Neta	236,6	261,3	-9,5%
LTV	39,8%	43,0%	-3,3 p.p.

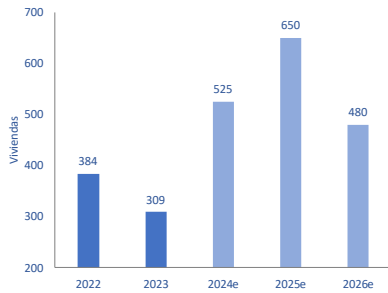
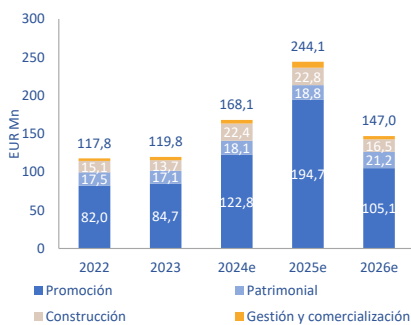
El mercado inmobiliario sigue mostrando resiliencia pese a la macro, aunque el retraso en las entregas visto en 2023 nos lleva a ajustar estimaciones 2024e.

El mercado inmobiliario español se sigue mostrando resiliente. La falta de oferta (principal factor) junto con el crecimiento del PIB y la inversión extranjera, han atenuado el impacto de las subidas de tipos de interés en la demanda de viviendas. Concretamente, en 2023, el número de transacciones inmobiliarias en Sevilla y Madrid (principales mercados de ISUR) se ha situado en 24,6k (-1,6% vs 2022) y 85,8k (-5,1% vs 2022), respectivamente. Durante el mismo período, el precio de la vivienda nueva se ha encarecido un +5,3% (Sevilla) y +9,8% (Madrid).

ISUR se encuentra bien posicionada en Sevilla y Madrid (ciudades con buenas previsiones de crecimiento económico), con un banco de suelo para >3.800 viviendas (>1.500 en comercialización) y una cartera de preventas de 747 unidades (EUR 170Mn). El precio medio de venta (PMV) se sitúa en (EUR 0,32Mn; +6,6% vs 2022). Adicionalmente, las viviendas en construcción y pendientes de entrega se sitúan en 1.375 unidades (+109,9% vs 2022; 1,8x s/cartera de preventas). Sin embargo, el retraso en entregas durante 2023 (309 vs 400 en nuestras estimaciones; aún faltan >1.400 para cumplir el plan estratégico 21-25) nos llevan a plantear una revisión de estimaciones a la baja (2024e-2026e):

- **Mantenemos estimaciones en la línea patrimonial.** El 55% del GAV de ISUR pertenece al negocio patrimonial. El 82% de la cartera son oficinas. La búsqueda de espacios de calidad con características ESG y buenas ubicaciones siguen siendo las principales tendencias de los inquilinos.

La cartera de ISUR mantiene alto nivel de ocupación (88,7% en 3m24; +1 p.p. vs 2023). El Mg. EBITDA patrimonial se sitúa en el 75,4% mientras que la rentabilidad (yield) de la cartera alcanza el 5,2% (+0,4p.p. vs 2022). Para el 2024e y 2025e (con una ocupación del 89% y un GAV estable), estimamos unos ingresos por rentas de EUR 18,1Mn y EUR 18,8Mn respectivamente, lo que supondría un incremento del yield de la cartera hasta el 5,7% en 2025e. Para el 2026e, se espera un salto en los ingresos hasta los EUR 21,1Mn por incorporación de >9.000m² de la promoción de Las Tablas (Madrid) a la cartera.

Gráfico 4. Entregas Residenciales (2022-2026e)

Gráfico 5. Ingresos por línea de negocio (2022-2026e)

Tabla 2. KPIs de la actividad patrimonial

Patrimonial	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
GRI (EUR Mn)	13,3	15,4	17,5	17,1	18,1	18,8	21,2
EUR/m2/mes	9,6	11,4	12,1	13,3	13,8	14,4	15,1
Superficie Bruta Alquilable (m2)	130.921	129.865	132.868	122.083	122.083	122.083	131.083
Tasa de Ocupación	88,4%	87,0%	90,4%	87,6%	89,0%	89,0%	89,0%
EBITDA patrimonial (EUR Mn)	9,9	11,8	14,1	12,9	13,7	14,2	16,5
Mg. EBITDA patrimonial	74,4%	76,7%	80,6%	75,4%	76,0%	75,9%	78,0%

- Negocio promotor: el retraso en las entregas nos lleva a bajar estimaciones.** En 2023 se entregaron 309 viviendas (vs 400 en nuestras estimaciones). Basados en un escenario conservador, para 2024e y 2025e, proyectamos 525 (c.50 corresponden a viviendas retrasadas en 2023) y 650 unidades entregadas, respectivamente (vs 500 y 850 de estimación previa). Adicionalmente, estamos considerando un aumento de las JVs en la actividad promotora (50% en 2024e vs 40% estimación anterior; lo cual beneficiará las líneas de negocio de construcción y gestión). Nuestro escenario central apunta a unos ingresos de promoción residencial de EUR 122,8Mn y EUR 144,7Mn en 2024e y 2025e (-6,8% y -23,7% vs estimación anterior).

Tabla 3. KPIs promoción residencial

Promoción Residencial	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Ingresos Promoción Residencial (EUR Mn)	98,0	83,6	82,0	71,9	122,8	144,7	105,1
Entregas (Uds)	355	380	384	309	525	650	480
Propias	105	71	239	235	263	260	168
JV	250	309	145	74	262	390	312
PMV ('000 EUR)	325	320	269	262	312	318	324

Adicionalmente, ISUR cuenta con varios proyectos de promoción terciaria en desarrollo: (i) dos edificios de oficinas en Málaga (2025e) que generarán unos ingresos (en total) de EUR 50Mn, (ii) un edificio de oficinas en Las Tablas (Madrid) que formará parte de la cartera patrimonial y (iii) tres promociones en fases iniciales (campus empresarial en Valdebebas, un Hotel en Cádiz y un proyecto turístico en Sevilla).

Tabla 4. Proyectos de promoción terciaria

Promoción Terciaria	Tipología	Superficie (m2)	Stake	Entrega	Inversión (EUR Mn)	GRI (EUR Mn)	Renta (EUR/m2/mes)	Yield
Agora (Málaga)	Oficinas	9.500	50%	2025	37	2,5	22,0	6,8%
Martiricos (Málaga)	Oficinas	10.900	50%	2025	37	2,7	21,0	7,4%
Las Tablas (Madrid)	Oficinas	9.000	100%	2025	39	2,1	19,5	5,4%
Valdebebas (Madrid)	Campus	36.500	50%	-	95	-	-	-
Atlanterra (Cadiz)	Hotel	30.000	100%	-	85	-	-	-
IDS Nervion (Sevilla)	Hotel/Turístico	8.665	35%	-	39	-	-	-

- Pese al menor número de entregas estimadas, ISUR debería ser capaz de duplicar sus ingresos y EBITDA en 2025e:** A nivel consolidado, para 2024e y 2025e deberíamos tener una compañía con unos ingresos de EUR 168,1Mn y EUR 244,1Mn (+42,85% TACC 23-25e) respectivamente (lo que supone una revisión de -15,4% y -7,9% vs estimación anterior). Para 2024e y 2025e, el EBITDA se situaría en EUR 29,9Mn y EUR 46,5Mn (-13,9% y -7,4% vs nuestras estimaciones previas; 2025e: 2x EBITDA 2023) con un BN de EUR 11,6Mn y EUR 25,4Mn respectivamente. Y un llamativo Dividend Yield (no recurrente) 2025e: 8,6%.

Tabla 5. Estimaciones a nivel consolidado (2024e-2026e)

EUR Mn	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Promoción	98,0	83,6	82,0	84,7	122,8	194,7	105,1
Patrimonial	13,3	15,4	17,5	17,1	18,1	18,8	21,2
Construcción	18,5	22,7	15,1	13,7	22,4	22,8	16,5
Gestión y comercialización	2,9	3,5	3,2	4,3	4,9	7,8	4,2
Total sales	132,7	125,2	117,8	119,8	168,1	244,1	147,0
Coste de ventas	(73,2)	(63,8)	(64,3)	(56,1)	(94,5)	(136,3)	(82,5)
Gross margin	59,6	61,3	53,5	63,7	73,6	107,8	64,5
% over total sales	44,9%	49,0%	45,4%	53,2%	43,8%	44,2%	43,9%
EBITDA	24,5	22,5	20,9	32,5	30,1	46,6	28,3
EBITDA margin (%)	18,5%	17,9%	17,7%	27,1%	17,9%	19,1%	19,3%

- **Aumento (temporal) en el apalancamiento por el repunte en la inversión.** El aumento de las inversiones para la compra de suelo, CAPEX y ejecuciones de obra tendrá su reflejo en la Deuda Neta, que se situará en EUR 261,3Mn (+7,7% vs 2023), lo que implicaría un nivel de apalancamiento (LTV) del 44,1% (+ 3,2 p.p. vs 2023). A partir de 2025, estimamos una reducción de la DN (por una fuerte entrada de FCF por circulante) hasta los EUR 206,8Mn y EUR 156,3Mn respectivamente. Lo que dejaría el nivel de endeudamiento (LTV) en el 26,4% en 2026e (muy por debajo del sector).

Tabla 6. Revisión de Estimaciones a nivel consolidado (2024e-2026e)

EUR Mn	2024e (Nuevo)	Revisión (%)	2025e (Nuevo)	Revisión (%)	2026e (Nuevo)
Total Ingresos	168,1	-15,4%	244,1	-7,9%	147,0
EBITDA (Recurrente)	29,9	-13,9%	46,5	-7,4%	28,2
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>34,3%</i>	<i>7,1 p.p.</i>	<i>55,3%</i>	<i>10,9 p.p.</i>	<i>-39,4%</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>17,8%</i>	<i>0,3 p.p.</i>	<i>19,1%</i>	<i>0,1 p.p.</i>	<i>19,2%</i>
EBIT	25,2	-17,4%	41,9	-8,9%	23,7
Beneficio Neto	11,6	-22,1%	25,4	-4,0%	12,8
<i>DN / EBITDA</i>	<i>8,7 x</i>	<i>1,0 x</i>	<i>4,4 x</i>	<i>-0,9 x</i>	<i>5,5 x</i>

En conclusión, un ingreso latente (cartera de preventas) aún no cotizado y cuya materialización será clave en 2024e y 2025e, y permitirá alcanzar el esperado salto de escala de ISUR.

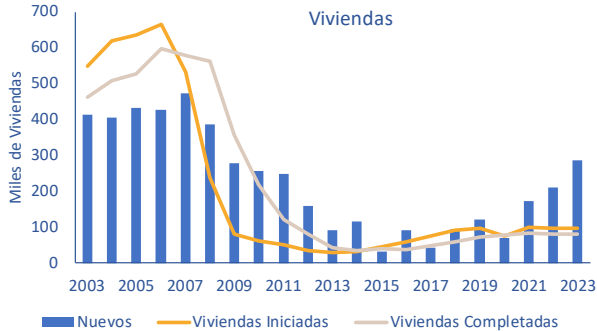
El modelo de negocio de ISUR combina el negocio promotor (45% GAV) y patrimonialista (55% GAV). Lo que reduce en sí mismo el riesgo intrínseco del negocio promotor. La cartera de preventas (principal catalizador a medio y largo plazo) anticipa un incremento en las entregas (aun sin cotizar) mientras que la cartera patrimonialista (con mucha visibilidad y riesgo reducido) mantiene la buena ocupación. Hoy, la mayor parte de las viviendas ya están vendidas (79,5% y 52,8% de las entregas estimadas por ISUR para 2024e Y 2025e), es decir, lo “complicado” ya está hecho. El “reto” son los tiempos, y el ritmo en la materialización de las entregas.

El precio de la acción (+10,9% -12m; en línea con el sector) sigue castigado y cotizando con un descuento superior al -60% con relación al NAV (EUR 358,5Mn; vs -40% de las promotoras y SOCIMIs). El “salto de escala” de ISUR ya es visible en la cartera de preventas de ISUR. Pero todavía pasa desapercibido para el mercado. Hablamos de una compañía que pasaría (grosso modo) de una facturación estructural de c.EUR 120Mn a c.EUR 150Mn (+25%). Lo que “necesariamente” debiera ser recogido por el precio de la acción.

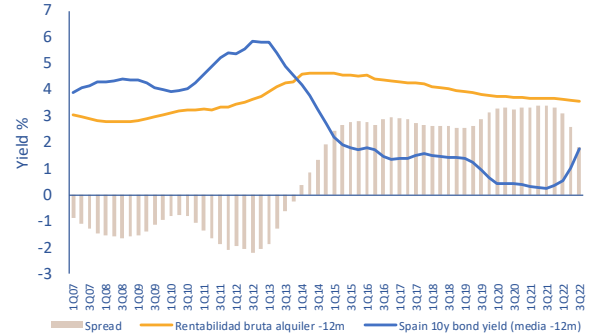
Llevado a múltiplos, P/E 2024e de 12,2x (vs 19,6x del sector) y dividend yield de c.4%.

La compañía en 8 gráficos

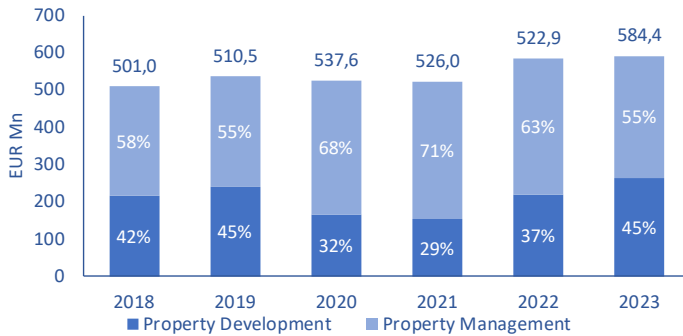
Desequilibrio oferta-demanda: un motor de crecimiento a largo plazo para el residencial español



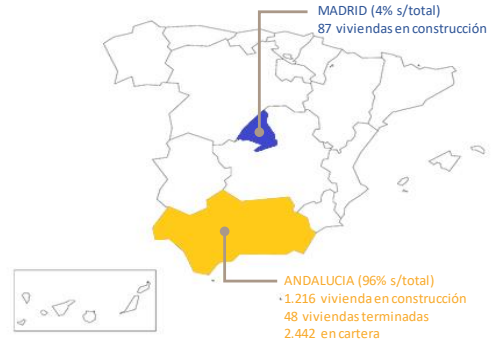
Aunque la macro y la fuerte subida de tipos de interés pesarán sobre el sector a corto plazo



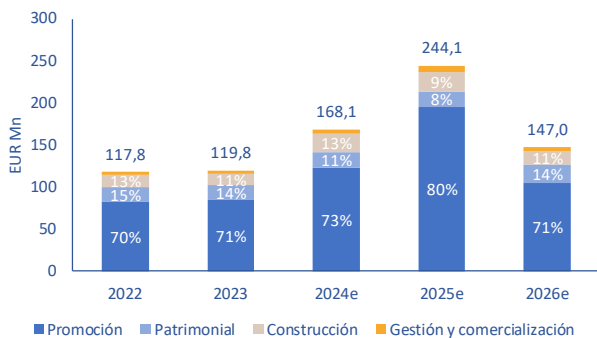
ISUR: Una inmobiliaria singular, que combina los negocios de promoción y patrimonial, ambos con peso relevante sobre GAV



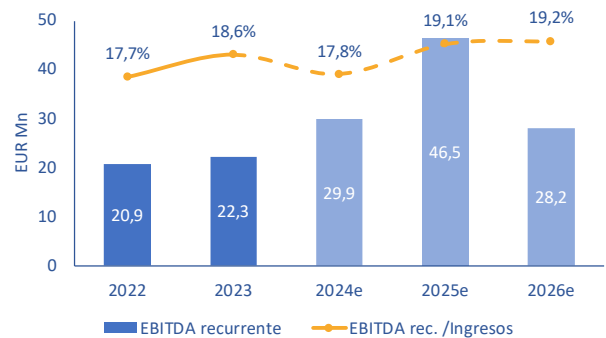
Con una cartera de suelo que debiera permitir la construcción de +3.800 viviendas (48% ya en comercialización)



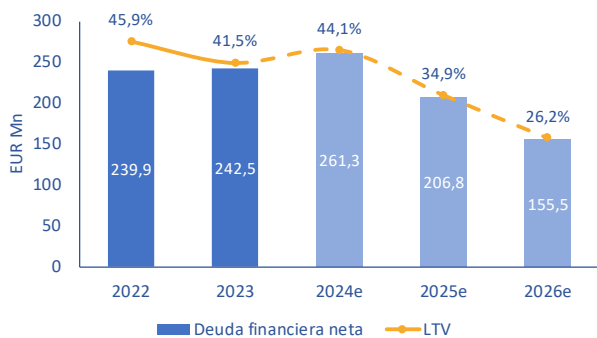
En 2025e deberíamos tener una compañía con ventas de EUR 244Mn...



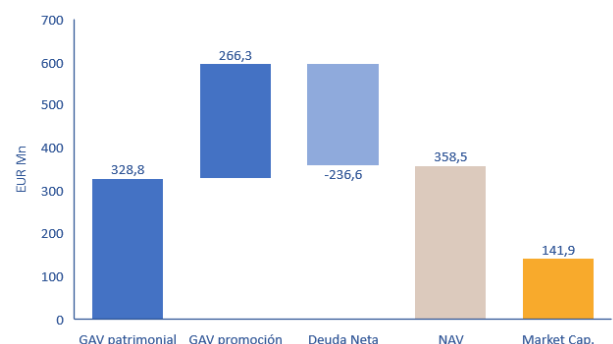
... Y EBITDA 2025e de c. EUR 47Mn (+44% TACC 23-25e)



Pese al repunte de los niveles de inversión, mantendrá un apalancamiento razonable (LTV c. 26%)



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



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm" ⁽²⁾	(5,5)	66,0	68,5	n.a.			
Market Cap	141,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	236,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2024)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,4%	3,8%	
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,2	
Coste del Equity	9,9%	Ke = Rf + (R * B)			8,8%	11,1%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	37,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	62,5%	D			=	=	
WACC	6,0%	WACC = Kd * D + Ke * E			5,4%	6,5%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

- (1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.
 (2) FCF 2025e y 2026e refleja la entrada de caja positiva (no recurrente) por variación de circulante (consecuencia del elevado número de entregas de promociones).

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 24e	BPA 24e-26e	EV/EBITDA 24e	EBITDA 24e-26e	EV/Vtas. 24e	Ingresos 24e-26e	EBITDA/Vtas. 24e	FCF Yield 24e	FCF 24e-26e
Metrovacesa	MVC-ES	1.301,4	38,1	18,7%	23,0	9,5%	2,2	5,0%	9,7%	8,4%	-17,5%
Aedas Homes	AEDAS-ES	825,9	8,4	0,6%	8,7	1,2%	1,4	-0,4%	15,6%	13,4%	-1,3%
Neinor Homes	HOME-ES	803,7	11,5	-3,4%	10,0	-2,7%	1,4	-0,3%	14,5%	18,1%	-23,6%
Inmobiliarias		19,3	5,3%	13,9	2,7%	1,7	1,4%	13,3%	13,3%	-14,1%	
ISUR	ISUR-ES	141,9	12,2	5,1%	12,7	-3,0%	2,3	-6,5%	17,8%	n.a.	n.a.

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	21,0%	51,1	7,5x
Central	19,1%	46,5	8,2x
Min	17,2%	41,9	9,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	0,2%	0,2%		Max	45,6%	45,6%
51,1	64,7	64,7	64,7	Central	42,3%	42,3%	
46,5	60,0	60,0	60,0	Min	39,0%	39,0%	
41,9	55,4	55,4	55,4				

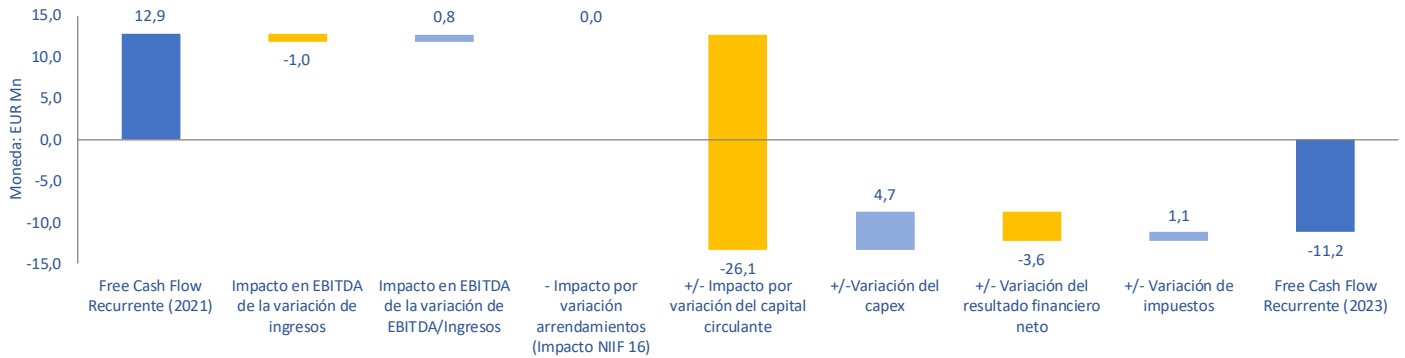
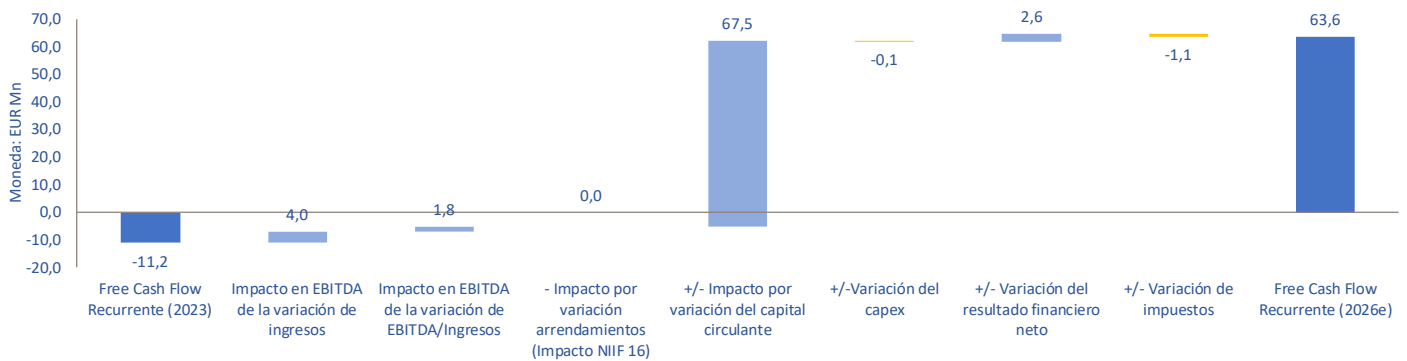
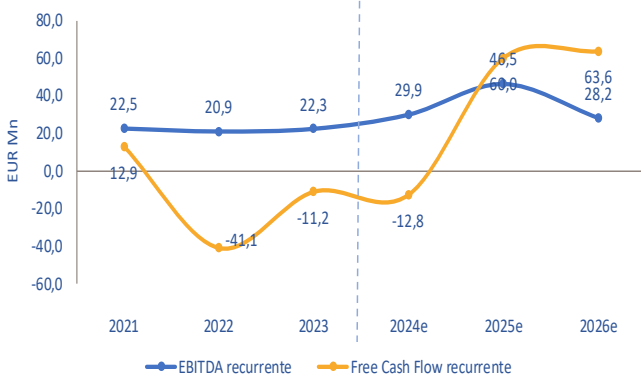
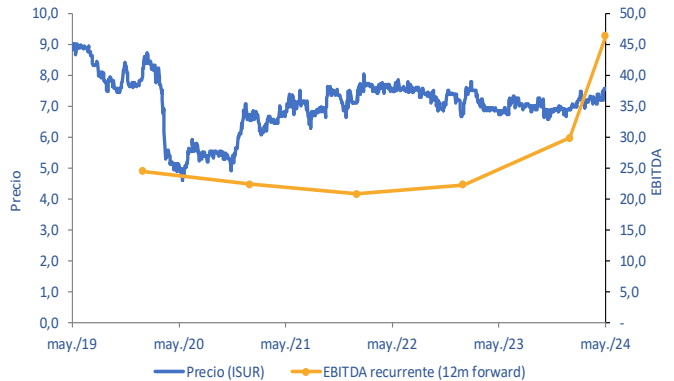
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial	-	-	-	-	-	-	-	-		
Inmovilizado material	146,7	216,0	216,9	216,2	206,6	202,2	198,1	193,9		
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Inmovilizado financiero	1,8	1,2	0,5	0,3	-	-	-	-		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	263,5	196,9	185,2	250,1	285,2	333,1	328,8	245,4		
Total activo	412,1	414,1	402,6	466,6	491,8	535,4	526,9	439,3		
Patrimonio neto	107,2	122,3	128,3	137,3	145,7	151,3	171,2	171,8		
Minoritarios	-	3,2	3,2	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	-	-	-	-	-		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	196,4	208,9	198,0	239,9	242,5	261,3	206,8	155,5		
Pasivo circulante	108,4	79,7	73,1	86,3	100,4	119,5	145,7	108,9		
Total pasivo	412,1	414,1	402,6	466,6	491,8	535,4	526,9	439,3		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	20-23	23-26e
Total Ingresos	122,8	132,7	125,2	117,8	119,8	168,1	244,1	147,0	-3,4%	7,1%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>7,8%</i>	<i>8,1%</i>	<i>-5,7%</i>	<i>-5,9%</i>	<i>1,7%</i>	<i>40,4%</i>	<i>45,2%</i>	<i>-39,8%</i>		
Coste de ventas	(47,2)	(73,2)	(63,8)	(64,3)	(66,1)	(94,5)	(136,3)	(82,5)		
Margen Bruto	75,6	59,6	61,3	53,5	53,7	73,6	107,8	64,5	-3,4%	6,3%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>61,6%</i>	<i>44,9%</i>	<i>49,0%</i>	<i>45,4%</i>	<i>44,8%</i>	<i>43,8%</i>	<i>44,2%</i>	<i>43,9%</i>		
Gastos de personal	(9,7)	(9,0)	(9,1)	(11,1)	(12,6)	(13,6)	(14,7)	(15,2)		
Otros costes de explotación	(43,5)	(26,0)	(29,8)	(21,5)	(18,8)	(30,1)	(46,6)	(21,1)		
EBITDA recurrente	22,4	24,5	22,5	20,9	22,3	29,9	46,5	28,2	-3,1%	8,1%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>28,6%</i>	<i>9,5%</i>	<i>-8,5%</i>	<i>-7,0%</i>	<i>6,9%</i>	<i>34,3%</i>	<i>55,3%</i>	<i>-39,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>18,2%</i>	<i>18,5%</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,6%</i>	<i>17,8%</i>	<i>19,1%</i>	<i>19,2%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	(5,1)	-	-	-	-	-	-		
EBITDA	22,4	19,4	22,5	20,9	22,3	29,9	46,5	28,2	4,7%	8,1%
Depreciación y provisiones	(2,5)	(6,3)	(4,3)	(4,2)	(4,6)	(4,7)	(4,6)	(4,5)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado de la venta de inversiones inmov.	4,1	0,3	3,8	2,2	6,1	-	-	-		
EBIT	24,0	13,3	21,9	18,8	23,8	25,2	41,9	23,7	21,2%	-0,2%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>20,6%</i>	<i>-44,4%</i>	<i>64,2%</i>	<i>-14,2%</i>	<i>26,5%</i>	<i>6,1%</i>	<i>66,0%</i>	<i>-43,5%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>19,5%</i>	<i>10,1%</i>	<i>17,5%</i>	<i>16,0%</i>	<i>19,9%</i>	<i>15,0%</i>	<i>17,2%</i>	<i>16,1%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(6,5)	(5,9)	(5,6)	(5,2)	(9,1)	(9,8)	(8,0)	(6,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	17,5	7,4	16,4	13,6	14,7	15,5	33,9	17,1	25,4%	5,3%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>31,6%</i>	<i>-57,4%</i>	<i>120,1%</i>	<i>-16,9%</i>	<i>7,8%</i>	<i>5,7%</i>	<i>118,6%</i>	<i>-49,5%</i>		
Extraordinarios	(4,4)	21,9	-	6,4	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	13,1	29,4	16,4	20,0	14,7	15,5	33,9	17,1	-20,7%	5,3%
Impuestos	(4,1)	(8,3)	(4,3)	(4,9)	(3,2)	(3,9)	(8,5)	(4,3)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>31,7%</i>	<i>28,2%</i>	<i>26,0%</i>	<i>24,4%</i>	<i>21,8%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	-	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	8,9	21,1	12,0	15,0	11,3	11,6	25,4	12,8	-18,8%	4,3%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-11,5%</i>	<i>136,4%</i>	<i>-43,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>-24,8%</i>	<i>2,8%</i>	<i>118,6%</i>	<i>-49,5%</i>		
Beneficio ordinario neto	12,2	8,8	9,2	8,6	6,6	11,6	25,4	12,8	-9,3%	25,0%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>21,4%</i>	<i>-28,1%</i>	<i>5,0%</i>	<i>-7,4%</i>	<i>-23,3%</i>	<i>77,1%</i>	<i>118,6%</i>	<i>-49,5%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	20-23	23-26e
EBITDA recurrente						29,9	46,5	28,2	-3,1%	8,1%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(28,8)	30,5	46,5		
Cash Flow operativo recurrente						1,2	77,0	74,7	-72,5%	n.a.
CAPEX						(0,3)	(0,5)	(0,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(9,8)	(8,0)	(6,6)		
Impuestos						(3,9)	(8,5)	(4,3)		
Free Cash Flow Recurrente						(12,8)	60,0	63,6	-31,3%	97,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(12,8)	60,0	63,6	63,7%	n.a.
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(6,0)	(5,6)	(12,2)		
Variación de Deuda financiera neta						18,8	(54,4)	(51,4)		

* FCF 2025e y 2026e refleja la entrada de caja positiva (no recurrente) por variación de circulante (consecuencia del elevado número de entrega de promociones).

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								21-23	23-26e
EBITDA recurrente	24,5	22,5	20,9	22,3	29,9	46,5	28,2	-0,3%	8,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	9,5%	-8,5%	-7,0%	6,9%	34,3%	55,3%	-39,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	18,5%	17,9%	17,7%	18,6%	17,8%	19,1%	19,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	37,9	5,1	(51,7)	(21,0)	(28,8)	30,5	46,5		
= Cash Flow operativo recurrente	62,4	27,6	(30,8)	1,3	1,2	77,0	74,7	-78,2%	n.a.
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	324,1%	-55,9%	-211,9%	104,2%	-11,6%	n.a.	-3,0%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	47,0%	22,0%	n.a.	1,1%	0,7%	31,6%	50,8%		
- CAPEX	(5,9)	(4,9)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(5,9)	(5,6)	(5,2)	(9,1)	(9,8)	(8,0)	(6,6)		
- Impuestos	(8,3)	(4,3)	(4,9)	(3,2)	(3,9)	(8,5)	(4,3)		
= Free Cash Flow recurrente	42,3	12,9	(41,1)	(11,2)	(12,8)	60,0	63,6	-69,4%	97,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	n.a.	-69,6%	-419,6%	72,8%	-14,6%	568,4%	5,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	31,9%	10,3%	n.a.	n.a.	n.a.	24,6%	43,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(51,9)	4,0	5,4	11,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	2,6	(2,6)	(0,5)	(0,5)	-	-	-		
= Free Cash Flow	(7,0)	14,3	(36,3)	(0,3)	(12,8)	60,0	63,6	-42,3%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-0,8%	303,2%	-353,8%	99,1%	n.a.	568,4%	5,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	29,8%	9,1%	n.a.	n.a.	n.a.	42,3%	44,8%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	10,1%	n.a.	n.a.	n.a.	42,3%	44,8%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	2,2	42,3	12,9	(41,1)	(11,2)	(12,8)	60,0		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,8	(1,4)	(1,3)	0,4	9,0	13,5	(18,5)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,3	(0,7)	(0,3)	1,1	(1,4)	3,0	0,2		
= Variación EBITDA recurrente	2,1	(2,1)	(1,6)	1,4	7,6	16,6	(18,3)		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	45,6	(32,8)	(56,8)	30,7	(7,8)	59,3	16,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	47,7	(34,9)	(58,4)	32,1	(0,2)	75,9	(2,3)		
+/- Variación del CAPEX	(4,1)	1,1	4,7	0,1	(0,2)	(0,2)	0,2		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,6	0,4	0,3	(3,9)	(0,6)	1,7	1,5		
+/- Variación de impuestos	(4,1)	4,0	(0,6)	1,7	(0,7)	(4,6)	4,2		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	40,1	(29,4)	(54,0)	29,9	(1,6)	72,8	3,5		
Free Cash Flow Recurrente	42,3	12,9	(41,1)	(11,2)	(12,8)	60,0	63,6		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	13,3	21,9	18,8	23,8	25,2	41,9	23,7	4,2%	-0,2%
* Tasa fiscal teórica	28,2%	26,0%	24,4%	21,8%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,8)	(5,7)	(4,6)	(5,2)	(6,3)	(10,5)	(5,9)		
EBITDA recurrente	24,5	22,5	20,9	22,3	29,9	46,5	28,2	-0,3%	8,1%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	37,9	5,1	(51,7)	(21,0)	(28,8)	30,5	46,5		
= Cash Flow operativo recurrente	62,4	27,6	(30,8)	1,3	1,2	77,0	74,7	-78,2%	n.a.
- CAPEX	(5,9)	(4,9)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,8)	(5,7)	(4,6)	(5,2)	(6,3)	(10,5)	(5,9)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	52,7	17,0	(35,6)	(4,0)	(5,5)	66,0	68,5	-49,6%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	830,7%	-67,8%	-309,9%	88,7%	-36,0%	n.a.	3,7%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	39,7%	13,6%	n.a.	n.a.	n.a.	27,1%	46,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(51,9)	4,0	5,4	11,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	2,6	(2,6)	(0,5)	(0,5)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	3,4	18,4	(30,8)	6,8	(5,5)	66,0	68,5	-39,2%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	196,7%	441,6%	-267,3%	122,1%	-180,7%	n.a.	3,7%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	13,8%	4,4%	n.a.	n.a.	n.a.	17,3%	17,9%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	0,9%	4,8%	n.a.	1,8%	n.a.	17,3%	17,9%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)

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	141,9	
+ Minoritarios	3,2	Rdos. 3m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 3m 2024
+ Deuda financiera neta	236,6	Rdos. 3m 2024
- Inmovilizado financiero	-	Rdos. 3m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	381,7	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
									20-23	23-26e
Total Ingresos	122,8	132,7	125,2	117,8	119,8	168,1	244,1	147,0	-3,4%	7,1%
Cto. Total ingresos	n.a.	8,1%	-5,7%	-5,9%	1,7%	40,4%	45,2%	-39,8%		
EBITDA	22,4	19,4	22,5	20,9	22,3	29,9	46,5	28,2	4,7%	8,1%
Cto. EBITDA	n.a.	-13,3%	15,6%	-7,0%	6,9%	34,3%	55,3%	-39,4%		
EBITDA/Ingresos	18,2%	14,6%	17,9%	17,7%	18,6%	17,8%	19,1%	19,2%		
Beneficio neto	8,9	21,1	12,0	15,0	11,3	11,6	25,4	12,8	-18,8%	4,3%
Cto. Beneficio neto	n.a.	136,4%	-43,0%	25,0%	-24,8%	2,8%	118,6%	-49,5%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	18,5	17,8	18,6	18,5	18,7	18,7	18,7	18,7		
BPA (EUR)	0,48	1,19	0,65	0,81	0,61	0,62	1,36	0,69	-20,1%	4,3%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	-45,5%	25,5%	-25,5%	2,8%	n.a.	-49,5%		
BPA ord. (EUR)	0,66	0,50	0,50	0,46	0,35	0,62	1,36	0,69	-10,8%	25,0%
Cto. BPA ord.	n.a.	-25,2%	0,5%	-7,1%	-24,1%	77,1%	n.a.	-49,5%		
CAPEX	(1,9)	(5,9)	(4,9)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,3)		
CAPEX/Vtas % ¹	1,5%	4,5%	3,9%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%		
Free Cash Flow	(7,0)	(7,0)	14,3	(36,3)	(0,3)	(12,8)	60,0	63,6	63,7%	n.a.
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	8,8x	10,8x	8,8x	11,5x	10,9x	8,7x	4,4x	5,5x		
PER (x)	17,0x	5,5x	11,0x	8,3x	11,4x	12,2x	5,6x	11,1x		
EV/Vtas (x)	3,04x	2,63x	2,75x	3,19x	3,14x	2,27x	1,56x	2,60x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	16,6x	18,0x	15,3x	18,0x	16,9x	12,7x	8,2x	13,5x		
Comport. Absoluto	4,0%	-20,3%	8,3%	-4,7%	1,8%	10,3%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-7,0%	-5,7%	0,3%	0,9%	-17,1%	2,7%				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales comparables 2024e

Dato	EUR Mn	Inmobiliarias				SOCIMIs					ISUR	
		Metrovacesa	Aedas Homes	Neinor Homes	Average	Merlin Properties	Colonial	Lar España	Árima	Cevasa		Average
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MVC-ES	AEDAS-ES	HOME-ES		MRL-ES	COL-ES	LRE-ES	ARM-ES	CEV-ES		ISUR-ES
	País	Spain	Spain	Spain		Spain	Spain	Spain	Spain	Spain		Spain
	Market cap	1.301,4	825,9	803,7		5.040,6	3.048,8	590,0	171,1	140,7		141,9
	Enterprise value (EV)	1.505,1	1.332,3	997,5		9.073,1	8.842,0	996,2	225,8	202,9		381,7
Información financiera básica	Total Ingresos	672,7	985,4	688,8		493,7	390,3	93,6	14,0	22,2		168,1
	Cto.Total Ingresos	14,7%	-8,3%	15,9%	7,5%	5,1%	-2,4%	-18,9%	39,0%	14,4%	7,4%	40,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	5,0%	-0,4%	-0,3%	1,4%	8,7%	3,8%	5,4%	n.a.	4,8%	5,7%	-6,5%
	EBITDA	65,4	153,8	99,6		382,2	317,6	67,8	4,0	15,2		29,9
	Cto. EBITDA	432,8%	-10,2%	-7,5%	138,4%	9,8%	0,4%	n.a.	241,5%	17,3%	67,3%	34,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	9,5%	1,2%	-2,7%	2,7%	9,6%	4,7%	4,5%	n.a.	5,8%	6,1%	-3,0%
	EBITDA/Ingresos	9,7%	15,6%	14,5%	13,3%	77,4%	81,4%	72,5%	28,6%	68,5%	65,7%	17,8%
	EBIT	60,0	149,5	95,1		356,7	301,6	67,3	(2,0)	17,0		25,2
	Cto. EBIT	560,3%	-10,5%	-5,1%	181,6%	3,1%	-1,9%	-22,1%	31,1%	31,9%	8,4%	6,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	14,3%	0,8%	-2,7%	4,1%	16,5%	8,8%	4,9%	n.a.	-0,3%	7,5%	-3,2%
	EBIT/Ingresos	8,9%	15,2%	13,8%	12,6%	72,3%	77,3%	71,9%	n.a.	76,6%	74,5%	15,0%
	Beneficio Neto	34,1	95,0	69,9		274,9	175,7	57,0	(5,0)	11,7		11,6
	Cto. Beneficio Neto	263,6%	-12,9%	-22,9%	75,9%	429,3%	117,2%	55,0%	84,7%	7,3%	138,7%	2,8%
2y TACC (2024e - 2026e)	19,1%	2,3%	-5,0%	5,4%	17,4%	8,6%	3,8%	n.a.	0,0%	7,5%	5,1%	
CAPEX/Ventas	3,4%	0,4%	18,2%	7,3%	52,6%	10,2%	12,1%	157,1%	5,9%	47,6%	0,2%	
Free Cash Flow	108,8	110,8	145,5		197,5	267,8	33,1	n.a.	5,0		(12,8)	
Deuda financiera Neta	294,4	363,2	232,5		4.260,6	4.693,6	444,0	88,0	50,2		261,3	
DN/EBITDA (x)	4,5	2,4	2,3	3,1	11,1	14,8	6,5	22,0	3,3	11,6	8,7	
Pay-out	383,2%	86,3%	264,6%	244,7%	76,4%	82,6%	100,2%	-10,5%	49,5%	59,6%	48,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	38,1	8,4	11,5	19,3	17,8	17,4	10,2	n.a.	13,8	14,8	12,2
	P/BV (x)	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	n.a.	n.a.	0,7	0,9
	EV/Ingresos (x)	2,2	1,4	1,4	1,7	18,4	n.a.	10,6	16,1	9,1	13,6	2,3
	EV/EBITDA (x)	23,0	8,7	10,0	13,9	23,7	27,8	14,7	n.a.	13,3	19,9	12,7
	EV/EBIT (x)	25,1	8,9	10,5	14,8	25,4	29,3	14,8	n.a.	11,9	20,4	15,1
	ROE	2,1	10,2	7,9	6,7	4,4	3,7	6,4	n.a.	n.a.	4,8	7,8
	FCF Yield (%)	8,4	13,4	18,1	13,3	3,9	8,8	5,6	n.a.	3,6	5,5	n.a.
	DPA	0,86	1,88	2,48	1,74	0,45	0,27	0,68	0,02	0,25	0,34	0,30
Dvd Yield	10,1%	10,0%	23,1%	14,4%	4,2%	4,8%	9,7%	0,3%	4,1%	4,6%	3,9%	

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).

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 915 904 226
institodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institodeanalistas.com

Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institodeanalistas.com

Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@institodeanalistas.com

José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

jose.cabrera@institodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institodeanalistas.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (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 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 emendada (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
06-May-2024	n.a.	7,60	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2024	José Miguel Cabrera van Grieken
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

