



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Observación

Fecha de primer rating: 21/10/2021

Fecha de revisión: 10/07/2023

Contactos

Associate Director

Javier López Sánchez

javier.lopez@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

Contenido

1. Perfil de la empresa	6
1.1 Actividad y ámbito de actuación	6
2. Análisis cualitativo	6
2.1 Análisis sectorial	6
2.2 Posicionamiento competitivo	8
2.3 Accionariado, gestión y política financiera ..	11
3. Análisis cuantitativo	13
3.1 Resultados y rentabilidad	13
3.2 Estructura de activo y endeudamiento	15
3.3 Generación de caja y posición de liquidez...	17

Rating action y rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Grupo Insur en "BB", manteniendo la tendencia en Observación.
- El rating de Grupo Insur se basa en un sólido perfil de negocio con su actividad, generando unos recurrentes beneficios operativos y finales, así como contando con un calendario de vencimientos más concentrado en el largo plazo. No obstante, el rating se encuentra limitado por los mayores niveles de deuda financiera del grupo que penalizan ratios como el DFN/EBITDA, FFO/DFN o cobertura de intereses, siendo necesario un mayor avance y control en el corto y medio plazo, ya que, en caso contrario, la calificación podría verse penalizada. Además, concentra el negocio en el mercado nacional con mayor peso en Sevilla, siendo deseable una mayor diversificación (uno de sus principales *drivers* de crecimiento en la actualidad) y que podría reforzar su posicionamiento en el mercado, más limitado en comparación a otros grandes *players* (GAV e ingresos).
- En línea con nuestra nueva metodología, el sector '*real estate*' presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector *heatmap* entre 3 y 3,5) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor. Por otro lado, las políticas ESG de la compañía se consideran neutras a nivel de calificación (ESG score de la compañía entre 1 y 4), resultando en un rating que no se ve impactado por estos factores.
- Desde EthiFinance Ratings se ha dispuesto (por parte de Insur) de proyecciones financieras con amplio detalle para el análisis y valoración, aunque no se reflejan en el informe a petición de la compañía. Este rating se encuentra condicionado al cumplimiento de los datos estimados por el grupo para el año en curso y próximos.

Descripción

Grupo Inmobiliaria del Sur (en adelante 'Insur' o 'Grupo Insur') centra su actividad en el sector inmobiliario a través de sus dos principales líneas operativas: promotora y patrimonial. Tras el impacto de la crisis sanitaria y con el actual contexto de incertidumbre del entorno, el grupo ha cerrado el ejercicio 2022 (bajo la consideración de los negocios conjuntos por el método proporcional) con una facturación y EBITDA recurrente que se situaron en €117,9m y €21,2m (-5,9% y -5,6% YoY) respectivamente, presentando un LTV del 40,5%. Además, durante 2022 la acción de Insur descendió un 7,5% YoY, situándose la capitalización bursátil en €132,9m (a cierre del 1S2023, se sitúa en €138,2m).

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- Sector inmobiliario cíclico y atomizado que, si bien ha reflejado un fuerte crecimiento en 2021 y 2022, el entorno actual de elevada inflación y tipos de interés está impactando en una ralentización del mercado. Insur se enmarca en un sector caracterizado por su elevado grado de competitividad, con un gran número de *players* dadas las limitadas barreras de entrada, positivas rentabilidades operativas en una industria volátil ante situaciones de mayor estrés (principalmente el área promotora), con una tendencia del mercado hacia la concentración y el desarrollo de políticas ESG sobre todo por los principales grupos del sector. Los dos últimos años (2022 y 2021) se han caracterizado por un elevado ritmo de compraventas de nueva vivienda tras el impacto del Covid-19 (+25,6% y +22,7% respectivamente vs 2019). No obstante, aspectos como el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, con un encarecimiento de las materias primas, la elevada inflación y el actual contexto de subida de tipos de interés, están impactando en el sector, que podría ralentizarse en mayor medida en caso de extenderse y agravarse esta situación en el medio plazo (en los cuatro primeros meses de 2023 se ha reflejado ya un descenso en el número de compraventas de nueva vivienda del 4% respecto al mismo periodo del 2022). En cualquier caso, el segmento de

nueva vivienda residencial presenta una limitada oferta en relación a la demanda estructural latente en el mercado (para el periodo 2023-2027 se estima un promedio anual de 100k visados de obra nueva *versus* una creación de hogares superior a los 200k) que mitigan parcialmente estas condiciones sectoriales adversas. En cuanto al área patrimonial, también se ha reflejado una recuperación por el avance hacia un escenario pospandemia, y donde se destaca que las subidas del IPC se están trasladando en cierta parte a las rentas de los activos.

- **En línea con la metodología de EthiFinance Ratings, el sector 'real estate' presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector heatmap entre 3 y 3,5).** El riesgo potencial de los factores ESG en las empresas del sector a medio plazo implica que se requiere una transición hacia nuevas prácticas. Si bien los promotores de nueva vivienda no son grandes productores de emisiones de carbono, sí lo es la producción de materiales usados en la industria (ladrillos, cemento, etc.), requiriéndose un mayor avance en la regulación del uso y reciclaje dentro del sector inmobiliario. Además, la dependencia de la disponibilidad de suelo en este sector es alta, encontrándonos que existe un importante volumen de suelos bajo el control de las autoridades locales, que podrían limitar el uso de los mismos en la sociedad en función del interés político vigente en cada momento u otros factores. A pesar de ello, esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

Posicionamiento competitivo

- **Modelo de negocio con un adecuado mix operativo y con una cartera de activos concentrada en el mercado doméstico.** La operativa de Insur destaca por el desarrollo tanto de una actividad patrimonial como promotora (GAV del 60% y 40% respectivamente incorporando *joint ventures* a cierre del 1T2023), con la disposición de activos principalmente de carácter *prime* (patrimonial) enfocados de forma mayoritaria a oficinas, locales comerciales, plazas de aparcamiento y la entrada en los últimos años con activos hoteleros. Este aspecto supone una importante ventaja competitiva en el sector ya que, ante situaciones de mayor estrés o volatilidad en la economía, con más afectación en el área promotora por su mayor ciclicidad, dispone de un segmento más estable como el patrimonial en cuanto a la generación de ingresos y beneficios recurrentes. Además, el Covid-19 también ha repercutido en el reflejo de bonificaciones en rentas y aplazamientos de pagos para sus clientes más afectados y principalmente para el periodo 2021-2022, que han alcanzado los €0,6m y €0,9m respectivamente (actualmente se han realizado la mayor parte de los cobros aplazados). No obstante, mantiene altas tasas de ocupación en su cartera (90,1% a finales del 1T2023). Por otro lado, Grupo Insur presenta una reducida cartera de activos en relación a los líderes del sector, con un GAV (*Gross Asset Value*) de €508,4m (considerando negocios conjuntos, €607m) a cierre del 1T2023. Presenta una exposición total en el mercado nacional (100% de su cifra de negocio), concentrando su actividad fundamentalmente en Andalucía, aunque en los últimos años se está llevando a cabo una mayor diversificación (tanto en el área promotora como patrimonial), destacando el mayor protagonismo adquirido en Madrid (19% del GAV patrimonial a cierre del 1T2023), línea de acción que continuará en próximos ejercicios.

Gobierno corporativo

- **Adecuada gestión enfocada al crecimiento y consolidación del grupo en el mercado, apoyada en su actual plan de negocio que favorece hacia un mejor aprovechamiento de las oportunidades de expansión presentadas.** Accionariado estable que, junto a un *management* con amplio *expertise* en el sector, favorecen la consecución de los objetivos estratégicos definidos en el plan. Actualmente el grupo se encuentra desarrollando su plan de negocio para el periodo 2021-2025, de carácter continuista respecto al anterior, destacando como principales *drivers* de acción, la apuesta por el mantenimiento de la sólida posición presentada en Andalucía (principalmente Sevilla) para el área promotora y patrimonial, así como el crecimiento que se pretende obtener para estos segmentos en Madrid y Málaga. Además, una mayor diversificación entre sus fuentes de financiación se refleja como otro pilar importante dentro de su plan estratégico.

- **Insur está mejorando en los últimos años sus prácticas ESG, bajo el desarrollo de un plan de sostenibilidad.** El grupo está incrementando en los últimos años sus políticas ESG con un mayor avance en la medición de la huella de carbono, edificación sostenible con certificaciones BREEAM o LEED en sus edificios de oficinas o el desarrollo de viviendas con calificaciones energéticas A/B. Una continuación del mayor avance en esta estrategia sería deseable en línea a otros grupos de referencia en el sector.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento

- **Caída de los ingresos, rendimiento y caja operativa en el último año, aunque mantiene cifras positivas y una elevada cartera de preventas acumuladas que reflejan, a priori, continuidad en el negocio.** Partiendo de un análisis por el método proporcional que integra de forma más ajustada toda la actividad con JVs en los últimos años, Grupo Insur mostró en 2022 una variación negativa en la cifra de negocio (€117,9m; -5,9% YoY) y EBITDA recurrente (€21,2m; -5,6% YoY), derivado del actual entorno de incertidumbre vivido en los últimos años (Covid-19 y fuerte subida de precios en construcción) que afectaron, entre otros, al retraso en el inicio de nuevos proyectos de promoción. Además, el mayor peso de las promociones con Desarrollos Metropolitanos del Sur (DMS, adquirida al 100% en junio del 2022) con menores márgenes también afectó. A pesar de esto, la compañía mantiene cifras positivas y elevadas en su cuenta de resultados, con un margen operativo que continúa estable en torno al 18% en los últimos años.

Estas cifras se trasladan también a una positiva generación de caja con su actividad, reflejándose unos *funds from operations* (FFO) de €5m a pesar que estuvieron también impactados (-41,6% YoY) por el descenso del EBITDA y mayor carga financiera asumida en el año por la subida de tipos de interés. Con todo ello, la caja final del grupo se redujo en un 34% derivado también de los compromisos tanto financieros y con accionistas a los que hizo frente durante el ejercicio (-€14,5m de amortización de deuda neta y -€5,7m de dividendos).

Durante el 1T2023, si bien se ha observado un descenso del negocio y beneficio neto del 14,2% y 88,5% respectivamente, todo ello obedece a las menores entregas de viviendas realizadas durante este periodo, situación que será corregida durante el resto del ejercicio con la entrega de promociones que deberían hacer crecer la cifra de negocio del grupo respecto a 2022 (en base a previsiones de la compañía). Además, el área patrimonial continúa reflejando crecimiento y estabilidad en los ingresos (+13,9% 22vs21 y +3,3% 1T23vs1T22) y beneficios operativos generados para el grupo (+19,2% 22vs21 y +1,4% 1T23vs1T22).

- **Niveles de endeudamiento elevados, aunque favorecidos por la refinanciación sindicada realizada en julio 2019 y últimas operaciones de financiación que han mejorado su diversificación y flexibilidad financiera.** Pese a que dispone de unos niveles de deuda elevados en relación al rendimiento operativo generado (DFN/EBITDA recurrente de 11,3x a cierre de 2022), Insur cuenta con una cartera de activos de significativo valor que sitúan el LTV (*Loan to Value*), incorporando los negocios conjuntos, en el 40,5%, valores más favorables (si bien ha experimentado un incremento de 4pp respecto 2019). La estructura de financiación de la compañía ha estado marcada en los últimos años por: i) el préstamo sindicado obtenido en 2019 (€110m) que permitió cancelar la mayor parte de la deuda asociada a las inversiones inmobiliarias (préstamos bancarios bilaterales) bajo unas condiciones de coste y calendario de la deuda más favorables, ii) los préstamos ICO obtenidos en 2020, y iii) la diversificación que están alcanzando sus fuentes de financiación a través del MARF, con la emisión de pagarés (€15,4m en el 1T2023) y la última realizada de bonos (€30m en diciembre de 2021 de los que hay invertidos €19,6m en el 1T2023). Todo esto repercute positivamente además en un cómodo calendario de vencimientos, donde el 75% de la deuda financiera total (bajo método proporcional) se concentra desde 2026 en adelante.
- **Positivos niveles de liquidez.** A cierre de 2022, el grupo presentaba una favorable posición de liquidez (bajo la comparativa de fondos disponibles y generados con la actividad *versus* compromisos vigentes a nivel financiero, *capex* y dividendos), apoyándose en sus cifras de tesorería (€35,9m), líneas disponibles de circulante (pólizas de crédito, *confirming* y pagarés MARF) que se situaron en los €61,5m así como la positiva caja operativa generada con el negocio, que si bien estuvo

penalizada en el último ejercicio, debería fortalecerse durante el año en curso con las mayores entregas previstas. Todo esto permite afrontar en una mejor posición la incertidumbre actual de los mercados, con una subida de tipos de interés que está afectando a nivel general al sector inmobiliario, con efectos más visibles en una caída de transacciones e hipotecas sobre todo desde el 2T2023.

Solvencia

- **Favorable solvencia apoyada por el valor de mercado de sus activos.** Aunque el grupo presentó un ratio de PN/DFT algo ajustado (52,9%) para el cierre de 2022, dispone de unas elevadas plusvalías en sus inversiones inmobiliarias (€149,5m) que impulsarían el neto patrimonial a unos niveles considerados como adecuados y más sólidos (superiores al 90% para este último ratio).

Modificadores

Factores ESG

- **El grupo no presenta ninguna controversia.** Nuestra evaluación de controversias determina que no hay noticias o eventos que constituyan un problema real que apunten a una debilidad en las operaciones u organización de Grupo Insur y que requieran seguimiento.

Riesgo país

- **No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante y que por lo tanto tenga un impacto negativo en la calificación.** El grupo concentra la totalidad del negocio en España.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras (NIIF). Miles de €.

	2019	2020	2021	2022	22vs21
Facturación	121.626	87.650	105.403	116.530	10,6%
EBITDA	24.224	15.758	24.305	22.345	-8,1%
Mg. EBITDA	19,9%	18,0%	23,1%	19,2%	-3,9pp
EBITDA recurrente ⁽¹⁾	20.817	20.605	20.552	20.298	-1,2%
Mg. EBITDA recurrente ⁽¹⁾	17,1%	23,5%	19,5%	17,4%	-2,1pp
EBIT ⁽²⁾	22.161	31.489	20.074	21.209	5,7%
Mg. EBIT ⁽²⁾	18,2%	35,9%	19,0%	18,2%	-0,8pp
EBT ⁽²⁾	10.163	26.205	14.973	16.404	9,6%
Total Activo	396.306	433.920	464.249	497.074	7,1%
Patrimonio neto	107.233	125.557	131.513	140.455	6,8%
Deuda financiera total	228.262	247.423	246.842	265.454	7,5%
Deuda financiera neta	194.520	202.123	194.348	229.553	18,1%
DFN/EBITDA	8,0x	12,8x	8,0x	10,3x	2,3x
DFN/EBITDA recurrente ⁽¹⁾	9,3x	9,8x	9,5x	11,3x	1,9x
Funds From Operations	6.446	-1.278	8.537	4.986	-41,6%
GAV ⁽³⁾	537.624	525.977	522.935	584.384	11,8%
LTV ⁽³⁾	36,5%	39,7%	37,9%	40,5%	2,7pp
EBITDA/Intereses	4,2x	2,7x	4,0x	2,8x	-1,2x

⁽¹⁾ EBITDA recurrente: EBITDA - Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias - Resultados por pérdida y toma de control de sociedades consolidadas - deterioros de existencias, ⁽²⁾ En 2020 se incluye el resultado de €21,9m derivado del registro a valor razonable de la participación de la sociedad IDS Madrid Manzanares y, en 2022, se incluye el beneficio generado por la toma de control del 100% de Desarrollos Metropolitanos del Sur que asciende a €9,4m (aplicación de la IFRS 3 que supone registrar activos y pasivos de DMS a valor razonable), y ⁽³⁾ Con la consideración de los negocios conjuntos.

Análisis de sensibilidad

Factores que pudieran (individual o colectivamente) impactar en el rating:

- **Factores positivos (↑).**

No se visualiza una subida de calificación en el corto y medio plazo, requiriéndose un mayor avance y recorrido en próximos años. Continuación del fuerte ritmo de preventas alcanzado por la compañía que favorezca hacia una mayor recuperación de ingresos, resultados y márgenes en próximos ejercicios, así como reducción de los niveles de apalancamiento. Mejora de ratios como cobertura de intereses, DFN/EBITDA, FFO/DFN y PN/DFT, en función del segmento tratado: i) patrimonial, con valores >2,6x, <6,6x, >10,5% y >70% respectivamente, y ii) resto de segmentos (promotora, construcción y gestión) con ratios que presenten valores >6,3x, <3,4x, >27% y >70% respectivamente. Además, LTV para el grupo consolidado por debajo del 40%.

- **Factores negativos (↓).**

Reducción de la tasa de recobro mediante la cobertura del valor de mercado de los colaterales de la emisión y/o valor de los activos del grupo en caso de mayor estrés, situándose por debajo del 90% sobre el programa. Incumplimiento de las proyecciones con desviaciones en los ingresos, resultados, deuda y caja generada. No mejorar los niveles de apalancamiento o incrementarlos con ratios como cobertura de intereses, DFN/EBITDA, FFO/DFN y PN/DFT, en función del segmento tratado: i) patrimonial, con valores <2,2x, >7,3x, <9,3% y <60% respectivamente, y ii) resto de segmentos (promotora, construcción y gestión) con ratios que presenten valores <5,7x, >3,6x, <24% y <60% respectivamente. Además, LTV para el grupo consolidado por encima del 45%. Caída de las cifras de preventas acumuladas por impacto de la incertidumbre actual (subida de tipos de interés).

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
Análisis Sectorial	BBB-
Ajuste ESG	No impacta
Posicionamiento Competitivo	BB-
Gobierno corporativo	BB+
Perfil Financiero	BB-
Cash flow y endeudamiento	B+
Solvencia	BB
ESG Compañía	No
Anchor Rating	BB
Modificador	No impacta
Rating	BB

1. Perfil de la empresa

1.1 Actividad y ámbito de actuación

Grupo Insur con sede en Sevilla, opera como cabecera de un grupo de sociedades que desarrollan su actividad dentro del sector inmobiliario, distinguiéndose como principales áreas de negocio:

- Patrimonio, mediante el arrendamiento de bienes inmuebles de naturaleza urbana.
- Promoción de suelos, fundamentalmente finalistas, para la construcción y comercialización de activos inmobiliarios. En este segmento se incluye las actividades de construcción y gestión de proyectos inmobiliarios para negocios conjuntos (*joint ventures*), con un protagonismo creciente dentro de los ingresos de la compañía y que le permite disponer de una estructura de actividad integrada verticalmente.

Insur cuenta con una trayectoria de más de 75 años y cotiza en el mercado bursátil español desde 1984 (desde 2007 en el mercado continuo). Su trayectoria histórica puede considerarse como prudente y conservadora, rasgos que contrastan con algunas empresas de su sector y que se valoran de forma positiva por parte de EthiFinance Ratings, en la medida que suponen un factor diferenciador crítico que ha marcado el desempeño del grupo tanto en los aspectos cualitativos relacionados con su cartera de activos, como desde el punto de vista económico-financiero.

Con un posicionamiento histórico destacado en Andalucía occidental (principalmente Sevilla) y Málaga, desde 2007 también están ampliando su área de influencia geográfica con el desarrollo de actividades inmobiliarias en la Comunidad de Madrid (uno de los principales focos estratégicos de la compañía en la actualidad).

2. Análisis cualitativo

2.1 Análisis sectorial

Insur se posiciona como un grupo especializado tanto en la promoción de vivienda residencial como de la actividad patrimonial (arrendamiento de activos terciarios como oficinas, locales y plazas de aparcamiento principalmente, así como la última entrada también en hoteles). En líneas generales, su actividad que se enmarca en el sector inmobiliario, está caracterizada principalmente por: i) su carácter cíclico y estructura atomizada que eleva su componente competitivo pese a la concentración progresiva en el número de empresas en los últimos ejercicios; ii) positivos niveles de rentabilidad operativa aunque condicionados por una industria volátil en función de la situación de la economía en general, iii) unas perspectivas de crecimiento para próximos años que están condicionadas y marcadas por la incertidumbre actual de elevada inflación y tipos de interés (ralentizan al sector), aunque con una reducida oferta de vivienda nueva en relación a la demanda necesaria que mitiga en parte dicho aspecto, y iv) una tendencia más pronunciada de los principales *players* del sector en el desarrollo de políticas ESG con la actividad desarrollada.

El segmento residencial ha experimentado durante la última década una progresiva reconversión, reduciendo y dinamizando el número de empresas actuales que se caracterizan por mantener procesos más eficientes en su actividad y enfoque en el desarrollo de viviendas con mayor valor añadido (localización, eficiencia energética, servicios adicionales, etc.). En este sentido, el impacto del COVID-19 ha repercutido en una mayor importancia de la vivienda por parte de las familias que se ajusta por una mayor calidad de prestaciones y diseño (espacios más grandes y abiertos, salidas al exterior, etc.). Los cambios experimentados en este sector dotan al actual parque residencial de viviendas de nueva construcción con un mayor componente diferencial y calidad asociada, matizando la presencia de un significativo mercado de viviendas de segunda mano y el modelo de alquiler de vivienda que se presentan como alternativas consolidadas al segmento nueva construcción.

“Amplio *track-record* en el sector inmobiliario con actividad consolidada en el segmento promotor y patrimonial.”

“Sector atomizado y competitivo que presenta grandes retos derivados del entorno actual, con fuertes subidas de tipos de interés que afectan a una ralentización del mercado inmobiliario como se está reflejando ya en la primera mitad de 2023, y continuará, a priori, durante la segunda mitad del año y parte de 2024.”

Evolución compraventa de vivienda nueva en España (1)

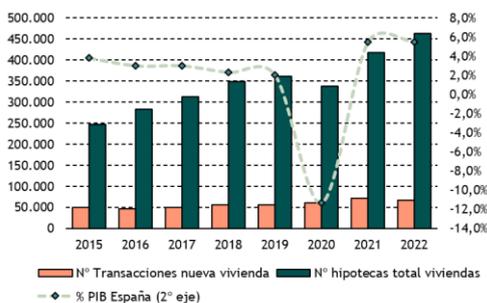
Versus mismo periodo	2022	4M2023
2022	-	-4,0%
2021	+2,4%	+6,3%
2020	+39,7%	+36%
2019	+25,6%	+16,9%

(1) Fuente: INE. Se parte del año 2022 (2º columna) y cuatro primeros meses de 2023 (3º columna) y se compara con el mismo periodo (años o meses) para el periodo 2022-2019.

En los últimos años, diversos factores han condicionado la evolución del mercado de la vivienda residencial. Primeramente, el impacto de la crisis sanitaria provocada por el Covid-19 en 2020, supuso una caída en la tendencia reflejada para la construcción y ritmo de compraventas en ese ejercicio. No obstante, el carácter coyuntural de esta crisis junto a una mejora en el plano sanitario, con unas medidas de contención más laxas, lograron que el PIB nacional en 2021 y 2022 se incrementara hasta el 5,5%, reactivándose la mayoría de los sectores incluido el mercado de la vivienda, que también se vio beneficiado de la mejora en el segmento laboral, las mayores tasas de ahorro y unas favorables condiciones de financiación. Todo esto trajo consigo un incremento continuado del número de compraventas de nueva vivienda e hipotecas otorgadas, tal y como se refleja en los datos de finales de 2022 (+25,6% y +28,4% respectivamente versus 2019, año previo a la pandemia).

No obstante, junto a esto, cabe destacar también el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, que ha impactado, entre otros aspectos, en el incremento del coste de materias primas y una elevada inflación en la actualidad (3,2% y 6,1%, IPC general y subyacente respectivamente en mayo 2023), lo que está repercutiendo en una fuerte subida de tipos de interés que impactará en el corto y medio plazo al menos en el mercado inmobiliario. Así, será durante 2023 y 2024, con la mayor normalización de tipos en niveles más elevados respecto a los últimos ejercicios, cuando se reflejará, a priori, una mayor ralentización en el mercado, mostrándose ya en los cuatro primeros meses de 2023 un descenso en el número de compraventas de nueva vivienda del 4% respecto al mismo periodo del 2022 (últimos datos publicados por el INE). Además, se estima también una afectación en los precios (reducción en términos reales aunque mantenimiento o moderado crecimiento en términos nominales) que contrasta, por el momento, con el aumento mostrado en el índice de precios de la nueva vivienda (IPV) en los últimos años (debido principalmente a una oferta inferior al mayor dinamismo de la demanda), situándose el promedio en 154,9 para 2022 (128,8 de media en 2019), y en 162,5 para el cierre del 1T2023 (fuente INE, base 2015).

Nº transacciones e hipotecas otorgadas vs Evolución PIB España (%).



Fuente: INE; Ministerio de Fomento.

Visados obra nueva vs Creación nuevos hogares. Promedio anual (1)

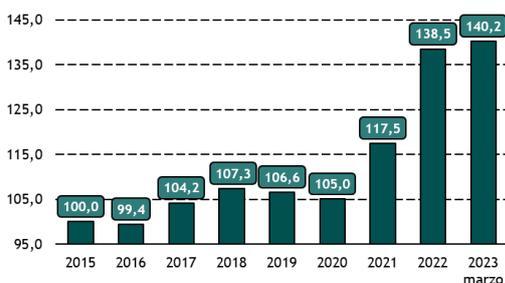
	1997-2007	2008-2014	2015-2019	2020-2022	2023-2027
Visados	583.226	94.131	80.304	97.951	100.000
Creación de hogares	362.556	215.186	64.520	144.172	217.000

(1) Fuente CaixaBank Research, MITMA e INE. Para el periodo 2023-2027 se muestran datos estimados.

En cualquier caso, el sector residencial de nueva vivienda continúa presentando una oferta insuficiente para cubrir la demanda latente y estructural, así como las nuevas tendencias del mercado como el *built to rent* o *co-living*, mitigando parcialmente el escenario de incertidumbre actual. Desde 2020 a 2022 se reflejó una mayor creación de hogares en España en relación a los visados de obra nueva (144.172 versus 97.951 respectivamente para el promedio anual), estimando continuarán estas diferencias durante 2023. Todo esto, unido a factores como la limitada disponibilidad de suelo, lentitud en la tramitación de licencias, escasez de mano de obra, incremento de los costes de construcción (tal como se refleja en la evolución del índice de costes de construcción facilitado por el Ministerio de Fomento, que ha pasado de un valor de 105 en 2020 a 140,2 en marzo 2023) si bien en la actualidad se está reflejando que ya se ha alcanzado el pico, ralentización de los precios o el entorno actual de elevada inflación y tipos de interés (dificulta el acceso a financiación para la compra de vivienda), serán algunos de los principales retos a los que tendrá que hacer frente el sector en el corto/medio plazo y que podrían limitar aún más la oferta durante este 2023.

En cuanto al sector inmobiliario comercial, si bien la aparición de la pandemia provocó un mayor impacto en la demanda y generación de rentas en las empresas más afectadas por las restricciones a la movilidad (como las del sector turístico y *retail*), desde 2021 se ha reflejado una progresiva recuperación en el sector y valoración de activos terciarios tales como hoteles, oficinas e incluso locales comerciales, todo ello favorecido por el mayor avance hacia el escenario pospandémico actual. Además, se está reflejando un nuevo reposicionamiento en el segmento de las oficinas, con mayor preferencia en zonas *prime* y donde la dotación de espacios comunes, menor densidad de empleados por superficie, mayor ventilación y luz natural, entre otros factores, continuarán adquiriendo una mayor importancia bajo el contexto actual (mayores inversiones esperadas en este

Índice ponderado evolución costes construcción. Base 2015=100 (1).



(1) Años 2015-2022 datos promedio; Fuente: Ministerio de Fomento.

sentido). En cuanto a los locales comerciales, se trata de un segmento expuesto a los procesos de digitalización y comercio online en los últimos años que, si bien la situación actual podría traer un enfriamiento del consumo a corto plazo, las nuevas necesidades de locales híbridos (combinación de compra física con *e-commerce*) deberían mantener activo dicho segmento. En general, aunque las rentas en el segmento patrimonial suelen estar vinculadas contractualmente a la inflación, la capacidad de trasladarla podría ser menor en un contexto de ralentización del sector y economía.

2.2 Posicionamiento competitivo

Grupo Insur opera fundamentalmente en la mitad occidental de Andalucía (Sevilla, Málaga, Córdoba, Cádiz y Huelva) y en la Comunidad de Madrid, manteniendo una posición de liderazgo en la provincia de Sevilla en el sector patrimonialista, con una cartera *prime* de locales comerciales y oficinas en la capital andaluza.

Su posicionamiento a nivel geográfico se considera reducido, con una concentración total en el mercado doméstico, cuestión que le ha impedido moderar los efectos negativos de la evolución de un mercado altamente procíclico.

En términos de valor bruto del GAV patrimonial, a pesar de que se sigue observando una elevada concentración en la provincia de Sevilla, representando un 72% sobre la valoración bruta total del segmento en el 1T2023, en los últimos años ha mejorado moderadamente la diversificación geográfica en línea con lo establecido en sus planes de negocio (tanto el de 2016-2020 como el actualmente vigente para el periodo 2021-2025), situándose Madrid en segundo lugar con el 19% e impulsado por la incorporación del proyecto empresarial Río 55 (dos edificios de oficinas) y la entrada al segmento patrimonial del edificio Norte (octubre 2020). Además, en su *business plan* actual se parte del objetivo de incorporar algún activo adicional en Madrid para esta área patrimonial, aspecto que podría mejorar la diversificación de la compañía.

Grupo Insur desarrolla su actividad en el sector inmobiliario, con un GAV a cierre del primer trimestre de 2023 de €508,4m (valoración estimada a partir de valores de CBRE al cierre de 2022). Sobre este valor, la cartera patrimonial (incluyendo las inversiones inmobiliarias destinadas a uso propio) representa un 72%. Cabe destacar que dicho importe no incluye el valor razonable de las inversiones inmobiliarias y existencias en sociedades consideradas negocios conjuntos, en las que el grupo suele participar en líneas generales en un 50% (consolidan por el método de participación). Teniendo en cuenta esto, el valor bruto de los activos totales asciende a €607m, señalando el incremento del peso relativo que adquiere el segmento promocional, 40% sobre el total GAV frente al 28% que tendría excluyendo la parte proporcional de estos negocios conjuntos. Estas cifras están repercutidas por la estrategia desarrollada por el grupo con JVs, donde es a través de éstas donde se potencia en mayor medida el negocio promotor (se continuará potenciando estas alianzas con el plan estratégico actual de 2021-2025, siendo una de las bases del mismo).

Para el segmento promotor, continúan presentándose ciertos retrasos en el sector y que impactan en mayor o menor medida en la compañía tales como, la legislación regulatoria (donde se destaca la entrada desde junio de 2019 de la nueva ley de crédito inmobiliario) y su incertidumbre, los propios retrasos de la Administración Pública o también la falta de mano de obra cualificada (como en construcción).

Bajo análisis NIIF, queda reflejado un incremento de la cifra de ingresos durante el 2022 (+10,6% YoY), destacando los incrementos del negocio de promoción (+50,7% YoY) así como los decrementos de construcción y gestión (-22,3% y -24,5% YoY respectivamente). Estas variaciones están impactadas directamente por la toma de control (16 de junio de 2022) de la sociedad Desarrollos Metropolitanos del Sur (DMS), sociedad participada hasta esa fecha al 50% y que tras su integración total en el grupo, todas las entregas de promoción de esta compañía contribuyen a este segmento (+€52,6m) en detrimento del resto de contratos de construcción y gestión que ya no se incorporan como ingresos (estos segmentos generan exclusivamente la prestación de servicios a sociedades que se consolidan por el método de la participación).

GAV patrimonial por mercados, 1T2023*



* Málaga representa un 0,2% del total.

Desglose facturación por líneas de negocio. Miles de €. ⁽¹⁾

Segmento	2021		2022		1T2023		22vs21
	Importe	Peso	Importe	Peso	Importe	Peso	
Promoción ⁽²⁾	40.042	38,0%	60.336	51,8%	3.375	21,8%	50,7%
Arrendamientos	15.314	14,5%	17.438	15,0%	4.461	28,8%	13,9%
Construcción	44.706	42,4%	34.722	29,8%	6.421	41,5%	-22,3%
Gestión	5.341	5,1%	4.034	3,5%	1.230	7,9%	-24,5%
TOTAL	105.403		116.530		15.487		10,6%

⁽¹⁾ Cifras NIIF, ⁽²⁾ El negocio de promoción se desarrolla también a través de negocios conjuntos que se integran por el método de participación por lo que estos ingresos no forman parte de la cifra de negocio.

“Pese al impacto del Covid-19 y situación actual de incertidumbre en el entorno, continúa mostrándose unas altas cifras de preventas y la incorporación de nuevos suelos y proyectos que favorecerán previsiblemente el negocio del grupo en próximos años.”

Atendiendo a la evolución del negocio y diversificación bajo el método proporcional (tabla de más abajo, más ajustado a la realidad económico-financiera del grupo), se refleja una evolución moderadamente negativa (-5,9% YoY), impactada principalmente por el descenso en el precio medio de venta en el área de promoción (269.352€ en 2022 vs 320.116€ en 2021) y los retrasos que se han producido en el inicio de nuevas construcciones (vigentes también durante el 1T2023). No obstante, esta situación se estima revertir por parte del grupo durante el resto del ejercicio actual (volumen de entregas previstas en promociones que deberían superar los €100m).

Desglose facturación por líneas de negocio. Miles de €. ⁽¹⁾

Segmento	2021		2022		1T2023		22vs21
	Importe	Peso	Importe	Peso	Importe	Peso	
Promoción	83.570	66,7%	82.029	69,6%	8.864	54,3%	-1,8%
Arrendamientos	15.417	12,3%	17.495	14,8%	4.465	27,4%	13,5%
Construcción	22.691	18,1%	15.055	12,8%	2.120	13,0%	-33,7%
Gestión	3.591	2,9%	3.281	2,8%	871	5,3%	-8,6%
TOTAL	125.269		117.860		16.320		-5,9%

⁽¹⁾ Cifras presentadas bajo el método de integración proporcional.

Al mismo tiempo, el mantenimiento de su carácter patrimonialista (incrementando su operativa en los últimos años) ha permitido a Insur contar con un notable volumen de ingresos de carácter recurrente. Dado el grado de concentración en la actividad inmobiliaria, se considera que la diversificación mostrada por el grupo dentro del mismo sector se constituye como una base que impulsa también la consecución de resultados positivos, por lo que se valora favorablemente el mantenimiento de su posicionamiento como patrimonialista y promotora.

Top clientes segmento patrimonial (2022). % s/ventas.



Desglose cartera patrimonialista (2022)

EDIFICIOS NO COMERCIALES				
Activo	Nº de fincas	Fincas alquiladas	% ocup.	% ocup. 2021
Viviendas	2	2	100,0%	100,0%
Plazas de garaje	3.011	2.941	97,7%	97,7%
EDIFICIOS COMERCIALES				
Activo	m ² totales	m ² alquilados	% ocup.	% ocup. 2021
Oficinas	92.639	83.544	90,2%	88,1%
Locales	25.710	22.491	87,5%	80,3%
Hotelero	10.411	10.411	100,0%	100,0%
Archivos	4.108	1.595	38,8%	38,8%

El portfolio patrimonialista se encuentra compuesto en su gran mayoría por oficinas, locales y plazas de aparcamiento, resaltando la incorporación de activos hoteleros en 2018 y 2021. En nuestra opinión, la cartera mantiene una calidad adecuada, que se manifiesta en un constante crecimiento de los niveles de ocupación en los últimos años (90,4% en 2022 vs 67,1% en 2016), resaltando que, durante este último año, los niveles de ocupación han aumentado (+2,7pp YoY)

“Alta calidad de su cartera de inmuebles y promociones desarrolladas (en zonas *prime*) así como elevadas tasas de ocupación que mitigan, en cierta medida, su concentración geográfica y los impactos que puedan presentarse ante ciclos económicos más desfavorables.”

derivado del incremento neto de la superficie bruta alquilada con nuevos contratos por 4.591 m², donde destaca la entrada de Mercadona como cliente en el Mirador de Santa Justa. Durante el 1T2023, aunque se ha reflejado una reducción neta de la superficie alquilada por el grupo por una mayor resolución de contratos (-1.722 m²), la tasa de ocupación continuó manteniendo valores elevados del 90,1% (-0,3pp vs cierre de 2022), valorándose positivamente por parte de EthiFinance Ratings. Por otro lado, también se señala el mantenimiento de la diversificación de ingresos en términos de cliente que, si bien está reflejando una mayor concentración en los años más recientes, queda reflejada una positiva evolución respecto a la situación más concentrada que presentaba en 2016 con mayor peso de la AAPP (top 10 de clientes representan un 41,5% en 2022 vs 51% en 2016 sobre el total ingresos del segmento), mostrándose estabilidad a nivel general en su portfolio.

Desde 2018, cabe destacar la entrada del grupo en la gestión de activos hoteleros, disponiendo de un hotel arrendado en Córdoba (Hotusa) y habiendo realizado la transformación (desde el segundo semestre de 2019) de otro edificio en Sevilla que ha sido entregado e inaugurado por la misma cadena hotelera (agosto de 2021). Esta operativa le ha permitido una mayor diversificación de usos en su cartera de activos.

La ubicación de los inmuebles destinados a arrendamiento de Grupo Insur en zonas *prime* de Sevilla principalmente, favorece hacia unas mayores tasas de ocupación. No obstante, en línea con el resto de *players* del sector, el impacto que ha tenido el COVID-19 en algunos de sus inquilinos más afectados en su actividad (como los situados en el sector *retail* o *fitness* entre otros) ha provocado una afectación en las rentas, alcanzando bonificaciones en torno a los €0,6m (se incluyen acuerdos alcanzados con clientes en 2020 y 2021). Además, desde el grupo se han aplicado fórmulas flexibles de pago para sus principales clientes afectados habiendo alcanzado acuerdos para el aplazamiento de las obligaciones durante los próximos años (principalmente para el periodo 2021-2022) que se cifran en torno a los €0,9m (menos de €50k pendientes de cobrar en la actualidad por aplazamientos).

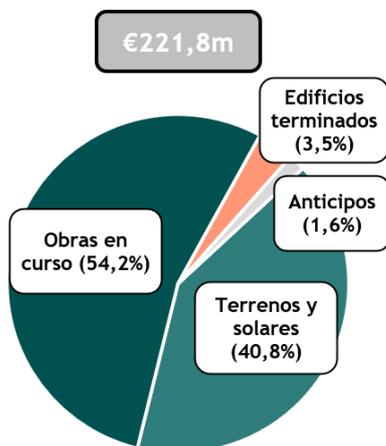
Desde EthiFinance Ratings valoramos el escenario macroeconómico actual de mayor incertidumbre en el sector con prudencia, considerando que la compañía tiene una favorable capacidad para trasladar los incrementos de IPC a sus arrendatarios tal como está llevando a cabo en la actualidad, no obstante, una prolongación del contexto actual de elevada inflación con un impacto en el consumo, podría traer dificultades para el traslado del aumento de las rentas a los clientes.

Por otro lado, se destaca la diversificación y refuerzo en los ingresos de arrendamiento que se han originado con el proyecto empresarial Río 55 llevado a cabo por el grupo en Madrid, que supuso el desarrollo de dos edificios de oficinas: edificio Sur vendido en marzo de 2018 al fondo AEW y entregado en el 3T2020, y edificio Norte (14.000 m² y 199 plazas de aparcamiento), que es destinado al arrendamiento (BNP Paribas) con fecha de generación de rentas desde la última parte de 2020. Se resalta que tras la ejecución en octubre de 2020 del contrato de promesa que ostentaba con IDS Madrid Manzanares (titular de este edificio Norte) para adquirir un 40% adicional del capital de esta compañía, Insur ha ampliado su participación en el mismo al 90%. Además, con el nuevo plan estratégico 2021-2025, el grupo presenta como uno de sus *drivers* de crecimiento, la continuación y aumento de su actividad patrimonial en Madrid.

La mayor parte de los activos correspondientes al segmento promotor están orientados a viviendas residenciales. A cierre del 1T2023, teniendo presente datos obtenidos por el método proporcional que incorpora JVs, la compañía mantiene una importante cartera en suelo (€90,4m) y ha alcanzado el pico máximo de obras en curso de los últimos años (€120,1m vs €33,7m a cierre de 2021) dado el buen comportamiento de la demanda en general que se visualiza en un constante crecimiento de su cifra de preventas comerciales (actualmente, el acumulado alcanza cifras máximas de los últimos años). En este sentido, cabe mencionar la preferencia de la compañía por el desarrollo de suelo fundamentalmente finalista y/o urbanizado, mitigando así el riesgo urbanístico.

Al mismo tiempo, la colaboración con *family offices* e instituciones financieras para el desarrollo de negocios inmobiliarios de forma conjunta (*joint ventures* participadas normalmente al 50% por Insur), le permite afrontar proyectos de

Desglose VNC existencias (1T2023) *



*Incorporando cifras JVs ajustadas por su porcentaje de participación.

mayor envergadura. Dentro de los principales proyectos desarrollados y/o actualmente en curso, se destacan: i) el realizado con BBVA (filial Anida) desde 2015 mediante la constitución de la sociedad Desarrollos Metropolitanos del Sur. Hasta junio 2022, la sociedad había desarrollado 15 promociones (con un total de 1.002 viviendas), siendo desde esta fecha gestionada directamente por Grupo Insur (participación del 100%). La misma, cuenta en la actualidad con varios solares y opciones de compra para el desarrollo de viviendas en próximos años, ii) el de Aljarafe en Tomares (Sevilla) donde se construirán 464 viviendas plurifamiliares, iii) proyecto Ágora con obras iniciadas en el 1T2023 (9.500 m² de oficinas y 180 plazas de aparcamiento) y proyecto Martiricos con previsión de inicio de obra en el 3T2023 (10.900 m² y 328 plazas de aparcamiento) en Málaga capital, iv) proyecto hotelero en Tarifa (Cádiz) con 30.000 m² edificables, v) proyecto en Las Tablas (Madrid) para la construcción de un edificio de oficinas (actualmente iniciando trabajos previos en suelo) y vi) campus empresarial en Valdebebas (Madrid) con 36.500 m².

2.3 Accionariado, gestión y política financiera

La estructura accionarial de Insur ha presentado en los últimos años algunos movimientos de la propiedad entre las propias compañías que controla la familia Pumar que justifica la reducción (en 2020 y primera mitad de 2021) de la participación en sociedades como “Inversiones Agrícolas Industriales y Comerciales, SL” y “Explotaciones El Cerro, SA” (esta última no se muestra ya como accionista en la tabla de más abajo) en favor de la propia familia Pumar. Además, desde 2022, se ha producido la entrada de un nuevo accionista inversor, Heralianz.

La estabilidad accionarial que se refleja dentro del Grupo Insur demuestra un alto nivel de compromiso por parte de los accionistas más importantes en relación con los objetivos de la compañía, no presentando al mismo tiempo una concentración excesiva y manteniéndose involucrados en la toma de decisiones. La presencia de la familia Pumar en el proceso de toma de decisiones se traslada al órgano de gestión, materializada en la figura de Ricardo y Francisco Pumar que actúan como Presidente del Consejo de Administración así como con funciones ejecutivas (ratificado en abril de 2020) y Director General, respectivamente.

“Estrategia que está orientada al crecimiento y diversificación de sus líneas de negocio bajo el apoyo de un accionariado y *management* estable y ampliamente comprometido.”

Estructura accionarial Insur

Miembro (participación superior al 3%)	dic-'20	dic-'21	dic-'22	Tras JGA-'23
Inversiones Agrícolas Industriales y Comerciales, S.L.	11,14%	7,42%	7,42%	7,42%
Increcisa, S.L.	8,74%	8,74%	8,74%	8,74%
Heralianz, S.L.	-	-	6,71%	7,03%
Menezpla, S.L.	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%
Bon Natura, S.A.	5,05%	5,05%	5,05%	5,05%
Inverfasur, S.L.	5,00%	5,00%	5,03%	5,00%
Dña. Carmen Pumar Mariño	6,01%	6,01%	6,01%	6,01%
Dña. Gloria Pumar Mariño	3,44%	3,44%	3,44%	3,44%
Otros acc. significativos y/o vinculados al Consejo *	3,74%	23,68%	21,42%	22,53%
Autocartera	0,84%	0,45%	0,51%	0,84%
Free float	50,95%	35,12%	30,57%	28,84%
TOTAL	100%	100%	100%	100%

* Incluye el resto de los consejeros (todos excepto Increcisa, Menezpla y Bon Natura) y los familiares de consejeros que los apoyan/nombran.

En septiembre de 2021, Grupo Insur presentó su nuevo *business plan* para el periodo 2021-2025. Este plan de negocio es considerado de carácter continuista respecto al anterior (2016-2020), partiendo de la posición y mayor crecimiento alcanzado por el Grupo en los últimos años. Además, dada la importancia en la actividad y su reflejo, se destaca la estructura que presenta Insur desde junio de 2018 con la reestructuración societaria llevada a cabo y mediante la cual se diferencian claramente el negocio promotor y el patrimonial.

El nuevo plan estratégico se apoya en la continuación del modelo de combinación tanto de la actividad patrimonial como promotora, manteniendo para esta última área tanto el modelo de integración vertical desarrollado y consolidado por Insur en los últimos años (controlando la actividad de construcción tanto residencial como terciaria) como las alianzas con terceros (*joint ventures*) con objeto de abordar proyectos de mayor dimensión y por consiguiente mejorar la rentabilidad.

Unido a lo anterior, se destacan entre otros *drivers* dentro del *business plan* del grupo, los siguientes: i) aumentar la actividad de promoción residencial en Madrid, ii) crecer en el segmento de promoción terciaria de oficinas tanto en Madrid como en Málaga Capital. Ambas cuentan con varios proyectos importantes que están iniciando en la actualidad su desarrollo (más detalle en “*subapartado 2.2 Posicionamiento competitivo*”), iii) incrementar la rentabilidad de sus diferentes segmentos de negocio así como disminuir los periodos de maduración de las promociones para una mayor actividad, iv) en el área patrimonial, y tras el positivo resultado del proyecto Río 55, se pretende incrementar el peso de la actividad en Madrid, y v) continuar avanzando en el cumplimiento de criterios ESG (*Environmental, Social and Governance*), señalando el avance hacia una edificación sostenible apoyada, entre otros, en la obtención de certificaciones energéticas ‘A’ en promoción residencial (a cierre de 2022, el 31,3% tiene calificación ‘A’ y el 68,7% restante calificación ‘B’) y *BREEAM very well* y *well* oro en promoción terciaria.

De esta manera, dentro de este periodo 2021-2025 y materializando con cifras los objetivos estratégicos planteados por el grupo, se señalan los siguientes al cierre de 2022:

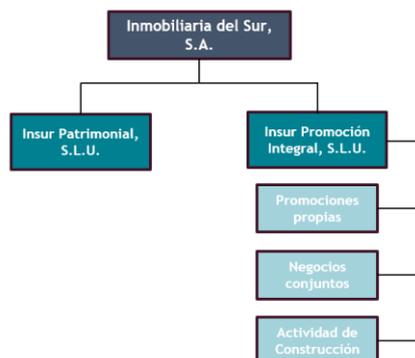
Plan Estratégico 2021-2025 / Objetivos		
Hito	Cifra	Grado cumplimiento 2022
Entrega de viviendas	2.500	31%
Inversión en suelo	€220m	40%
Aumento peso negocio promoción Madrid	27% ⁽¹⁾	Pte ⁽¹⁾
Rotación activos	€27m	58%
Mejora margen operativo área patrimonial	5 pp	+6,2 pp

⁽¹⁾ Esta cifra es un valor objetivo para alcanzar al final del plan en el ejercicio 2025.

Considerando la cartera de promociones en desarrollo (más de 1.600 viviendas) y la cartera de suelos (2.163 viviendas potenciales) a cierre del 1T2023, el grupo presenta una posición favorable para continuar la tendencia de crecimiento en próximos años, aunque condicionado por la incertidumbre económica actual en los mercados y el sector inmobiliario, impactado por la fuerte subida de tipos de interés. Este aspecto deberá vigilarse en próximos meses, ya que podría afectar en mayor medida a este sector.

Todo este crecimiento se está desarrollando bajo una política financiera con niveles elevados de deuda, aunque matizados por la naturaleza de su actividad, con la combinación de un negocio promotor y al mismo tiempo patrimonial. Bajo esto último, la compañía presenta una política financiera que apuesta por la continua diversificación de fuentes, punto que queda reflejado tanto en el uso de financiación bancaria como aquella procedente del mercado de capitales. Para este último, se destaca la continua renovación del programa de pagarés disponible por la compañía (€50m que serán renovados nuevamente en julio de 2023) como la emisión de bonos *secured* (€30m) realizada en diciembre de 2021. Además, una potencial ampliación de capital por importe de hasta €60m, se encuentra en un escenario de estudio durante la vigencia del plan si las circunstancias favorecen a la misma.

Estructura societaria Grupo Insur



“Plan estratégico 2021-2025 de carácter continuista respecto al anterior, con vocación de mantener una senda positiva de crecimiento en todas sus líneas de negocio.”

3. Análisis cuantitativo

Dentro del análisis económico-financiero de Grupo Insur, cabe mencionar la expansión de la actividad que se ha llevado a cabo en los últimos años para la promoción, destacando el incremento del volumen de negocio generado mediante *joint ventures* con terceros donde la compañía toma una participación en la mayoría de los casos del 50% (si bien realiza íntegramente la actividad de construcción y gestión de las promociones). Dado que el grupo no tiene el control de estas sociedades consideradas negocios conjuntos, en base a la normativa contable (aplicación de las NIIF), estas participaciones se consolidan por el método de la participación (los estados financieros no incluyen la parte proporcional a la participación del grupo en estas JV). Por tanto, aunque el análisis partirá y se centrará en los datos proporcionados en las NIIF, adicionalmente conviene profundizar en la situación del grupo bajo una valoración proporcional que refleje con mayor exactitud la dimensión económico-financiera de Insur.

3.1 Resultados y rentabilidad

Si bien la actividad del grupo estuvo impactada por la crisis sanitaria (principalmente en el 2T2020), desde finales de ese ejercicio hasta la actualidad se ha reflejado una significativa recuperación característica del sector inmobiliario donde desarrolla la actividad, con escasez de oferta y alta demanda. Así, en un primer análisis, bajo consideración de cifras bajo NIIF, la compañía ha mostrado una tendencia positiva en su facturación hasta alcanzar €116,5m en 2022 (CAGR₂₀₋₂₂ del 15,3%), con unas cifras de entrega de viviendas en el área de promoción propia que se situaron en 239 unidades inmobiliarias y 5 locales comerciales (71 y ningún local respectivamente en 2021). A pesar del incremento de costes operativos, como los que se están reflejando en el sector para la construcción (se podría haber alcanzado ya el pico en este 2023), Insur logró mantener un EBITDA recurrente (sin incluir el beneficio de la venta de inversiones inmobiliarias) de €20,3m para este último año (promedio de €20,5m para el periodo 2020-2022). Sin embargo, los márgenes operativos estuvieron afectados (-2,1pp YoY) principalmente por los mayores costes de construcción y el mayor peso en los ingresos de las promociones desarrolladas con DMS durante el ejercicio (presentan menores márgenes), situándose, aun así, en valores positivos del 17,4% para 2022.

En esta evolución de la actividad de Insur, cabe destacar un hito importante que impactó de forma notable en todos sus segmentos operativos. A partir del 16 de junio del 2022, con la toma de control total (pasa del 50% al 100% de participación) de la sociedad Desarrollos Metropolitanos del Sur (DMS), ya no se consolida por el método de la participación para hacerlo por integración global, ante lo cual todas las entregas de inmuebles desde esa fecha (€52,6m) contribuyen a la cifra de negocio de promoción por un lado, y por otro, los ingresos de construcción y gestión, son eliminados íntegramente en el proceso de consolidación (aquí solo se reflejan ingresos derivados de la prestación de servicios a sociedades que consolidan por el método de la participación).

En base a lo anterior, el registro a valor razonable (aplicación de la NIIF 3) de los activos y pasivos de DMS, llevó a reflejar un beneficio no recurrente de 9,4m, que favoreció al EBIT hasta cifras de €21,2m. No obstante, sin esta contribución, la compañía habría mantenido cifras elevadas y positivas, aunque menores que el ejercicio precedente (€20,1m en 2021).

En cuanto a la carga financiera, si bien la subida del Euribor condicionó en unos mayores gastos financieros (+32,4% YoY), la valoración de los instrumentos de cobertura sobre tipos de interés que presenta el grupo permitió mitigar dicho impacto en el resultado financiero (-€4,8m en 2022 vs -€5,1m en 2021). Con todo esto, el EBT se situó en cifras elevadas y positivas de €16,4m.

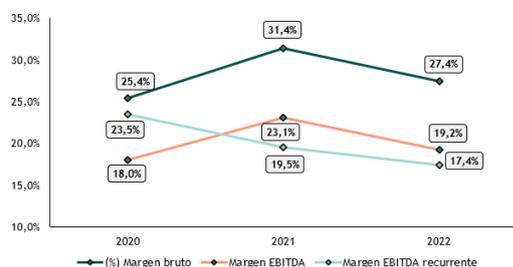
A nivel de preventas (reservas y contratos de venta sobre viviendas pendientes de entrega), si bien a cierre del ejercicio 2020 se mostró un importante descenso del -38,2% YoY, fuertemente impactado tanto por el COVID-19 como por el peso notorio que presentaba (a efectos comparativos) el edificio Sur desarrollado en el proyecto Río 55 (23% aproximadamente sobre las preventas de 2019) y que fue entregado en el 3T2020, el grupo ha presentado un mejor desempeño comercial durante el ejercicio 2021 y 2022 (incluso superior a los niveles preCovid-19 en la

Rentabilidad (NIIF). Miles de €.			
	2020	2021	2022
Facturación	87.650	105.403	116.530
Mg. Bruto	25,4%	31,4%	27,4%
EBITDA	15.758	24.305	22.345
Mg. EBITDA	18,0%	23,1%	19,2%
EBITDA rec. ⁽¹⁾	20.605	20.552	20.298
Mg. EBITDA rec. ⁽¹⁾	23,5%	19,5%	17,4%
EBIT ⁽²⁾	31.489	20.074	21.209
Gtos. Fros.	-5.820	-6.080	-8.047
EBT ⁽²⁾	26.205	14.973	16.404

⁽¹⁾ EBITDA recurrente: EBITDA - Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias - Resultados por pérdida y toma de control de sociedades consolidadas - Deterioros de existencias; ⁽²⁾ En 2020 se incluye el resultado de €21,9m derivado del registro a valor razonable de la participación de la sociedad IDS Madrid Manzanares y, en 2022, se incluye el beneficio generado por la toma de control del 100% de Desarrollos Metropolitanos del Sur que asciende a €9,4m (aplicación de la IFRS 3 que supone registrar activos y pasivos de DMS a valor razonable).

“Fuerte recuperación de la actividad comercial de la compañía tras el impacto de la pandemia, que tiene su mayor reflejo en el notable incremento de la cifra de preventas (niveles acumulados que ya son superiores a un escenario preCovid-19). Estas cifras deberán vigilarse próximamente ante el entorno económico desfavorable del sector (fuerte subida de tipos de interés) y potencial afectación.”

Evolución principales márgenes (NIIF)



“Positivos resultados y márgenes alcanzados en los últimos años, tanto para la vertiente promotora como patrimonial.”

actualidad), aspecto que tiene su reflejo en el fuerte incremento de las preventas acumuladas a cierre del 1T2023, (+23,6% respecto a cierre de 2021; +9,6% respecto 2019, año previo a la pandemia). Bajo este punto, destaca el aumento mostrado en los últimos años para los negocios conjuntos por la apuesta en su plan estratégico de seguir fomentando la actividad con JVs, así como el incremento notable desde 2022 en promociones propias, todo ello derivado principalmente de la toma de control total de DMS ya descrita anteriormente. Desde EthiFinance Ratings, valoramos positivamente esta evolución del grupo, si bien sería importante el mantenimiento y continuación de este desempeño comercial, ya que repercutirá en los próximos años dentro del negocio generado a través del área promotora. No obstante, la incertidumbre económica actual con fuerte subida de tipos y afectación en una ralentización del sector inmobiliario, deberá vigilarse durante la segunda mitad de 2023 y 2024 a través de estos datos de preventas.

Evolución preventas comerciales. Miles de €.

	2019	2020	2021	2022	1T2023	1T23vs19
Sociedades Grupo Insur	43.014	23.281	18.553	101.235	109.702	155,0%
Negocios conjuntos y asociadas ⁽¹⁾	153.868	98.414	156.057	100.818	106.109	-31,0%
TOTAL	196.882	121.695	174.610	202.053	215.811	9,6%

⁽¹⁾ Consolidan por el método de participación. Datos al 100%.

Considerando los ajustes realizados por el método proporcional en función del porcentaje de participación de Insur en las JVs, el grupo mantiene unas cifras positivas a nivel general, aunque se observa una moderada tendencia decreciente en sus ingresos y EBITDA. Así, en 2022, la compañía alcanzó una facturación y rendimiento operativo recurrente (sin incluir el beneficio de €2m por la venta de activos no estratégicos, locales comerciales y oficinas en Sevilla y Málaga) de €117,9m y €21,2m (-5,9% y -5,6% YoY). Aunque el grupo mantuvo el ritmo de entregas de viviendas (384 en 2022 vs 380 en 2021), el descenso del precio medio de venta (269.352€ en 2021 vs 320.116€ en 2021) por el tipo y localización de la promoción junto al incremento de los costes como los de construcción, impactaron levemente en sus resultados operativos. A pesar de ello, la compañía consiguió mantener un margen EBITDA recurrente similar al ejercicio previo (18%). Adicionalmente, cabe mencionar dos aspectos importantes intrínsecos del negocio de Insur: i) el EBITDA de 2022 incorpora el beneficio de las existencias e inversiones inmobiliarias entregadas tras la toma de control de DMS (del 16/06 al 31/12), que asciende a €6,1m, y ii) dentro del ejercicio 2020 se realizó la venta del edificio Sur del parque empresarial Río 55 en Madrid, siendo de €23m (ajustado por su porcentaje de participación) y representando un 17,3% sobre las ventas de 2020, aspecto que también impulsó los beneficios y que acentúa en cierto modo una tendencia decreciente que, excluyendo esta operación, quedaría más mitigada.

Rentabilidad (Met. Proporcional). Miles de €.

	2020	2021	2022	1T2023	22vs21
Facturación	132.808	125.269	117.860	16.300	-5,9%
EBITDA	19.680	26.204	23.244	3.600	-11,3%
Mg. EBITDA	14,8%	20,9%	19,7%	22,1%	-1,2pp
EBITDA rec. ⁽¹⁾	24.527	22.451	21.197	3.600	-5,6%
Mg. EBITDA rec. ⁽¹⁾	18,5%	17,9%	18,0%	22,1%	0,1pp
EBIT ⁽²⁾	35.297	21.921	22.090	1.900	0,8%
EBT ⁽²⁾	29.387	16.371	16.855	200	3,0%

⁽¹⁾ EBITDA recurrente: EBITDA - Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias - Resultados por pérdida y toma de control de sociedades consolidadas - Deterioros de existencias; ⁽²⁾ En 2020 se incluye el resultado de €21,9m derivado del registro a valor razonable de la participación de la sociedad IDS Madrid Manzanares y, en 2022, se incluye el beneficio generado por la toma de control del 100% de Desarrollos Metropolitanos del Sur que asciende a €9,4m (aplicación de la IFRS 3 que supone registrar activos y pasivos de DMS a valor razonable).

Atendiendo a la evolución presentada por Grupo Insur para el primer trimestre de 2023, en términos comparativos con el mismo periodo del ejercicio anterior, se muestra una variación negativa para la facturación y beneficio neto (-14,2% y -88,5% respectivamente) que viene provocada principalmente por el menor

Márgenes operativos principales segmentos ⁽¹⁾

	2020	2021	2022
Patrimonial	80,8%	73,9%	74,5%
Resto actividades	11,4%	10,1%	8,3%

⁽¹⁾ Se recoge el margen EBITDA para los diferentes segmentos de actividad del grupo, considerando para el área patrimonial el margen EBITDA ajustado (sin la consideración de la venta por inversiones inmobiliarias).

volumen de entregas realizado durante el trimestre (57 viviendas en 1T2023 vs 60 viviendas en 1T2022), menor precio medio de venta (251.802€ en 1T2023 vs 272.000€ en 1T2022), así como retraso en el inicio de nuevas obras (en una fase más incipiente) que han impactado también en la actividad de construcción (-54,6% de variación en sus ingresos respecto al 1T2022). No obstante, se estiman unas entregas durante el resto del año que podrían superar las 370 viviendas, aspecto que corregirá, a priori, esta negativa evolución en estos primeros meses del ejercicio.

En el área patrimonial, la evolución durante 2022 y el primer trimestre de 2023 continúa siendo positiva, lo que denota la estabilidad de este segmento consolidado del grupo y donde se destacan: i) el incremento de los ingresos (+13,9% 22vs21 y +3,3% 1T23vs1T22) impulsados por una mayor superficie neta contratada que sitúa la tasa de ocupación en el 90,1% al cierre del primer trimestre de 2023 (+2,4pp vs cierre de 2021), ii) aumento del EBITDA recurrente (+19,2% 22vs21 y +1,4% 1T23vs1T22) con un margen operativo ajustado en torno al 75%. Esta evolución se ha visto favorecida por el incremento de precios que se está llevando a cabo (alta capacidad de la compañía, por el momento, para repercutir los incrementos del IPC a los arrendatarios), y iii) continuación de su política de rotación de activos en 2022, con un beneficio de €2m (con un precio superior en un 3,3% a la valoración CBRE de cierre de 2021).

En términos generales, desde EthiFinance Ratings valoramos favorablemente la evolución que está teniendo el grupo desde la última mitad de 2020 y que continúa en la actualidad, siendo uno de los mayores reflejos, la positiva tendencia que está experimentando el ritmo de preventas (superando niveles preCovid-19 en cifras acumuladas). Aunque el impacto que tuvo la pandemia y la incertidumbre actual del sector en cuanto a elevados costes de materias primas (ha retrasado el inicio de nuevas construcciones) condicionará los ingresos de 2023 principalmente en el área promotora, consideramos que la rápida reacción y respuesta de Insur con nuevas inversiones en suelo e inicio de nuevas promociones desarrollándose en la actualidad, permiten una mayor visibilidad de ingresos en próximos ejercicios en caso de continuar esta favorable demanda. Así mismo, desde la Agencia de Rating también somos prudentes ante el escenario macroeconómico de incertidumbre actual, con alta inflación y fuerte subida de tipos de interés, entre otros factores, que están provocando ya durante 2023 un descenso acusado en el número de transacciones y nuevas hipotecas en el sector, aspecto que deberá ser seguido en próximos meses por su potencial afectación en el grupo.

“El 1T2023 ha estado impactado por el menor volumen de entregas realizadas en promoción y menor precio de venta, aspecto que debería corregirse a lo largo del ejercicio con un mayor volumen de entregas previstas. Además, favorable marcha del área patrimonial con incremento de rentas y tasa de ocupación.”

3.2 Estructura de activo y endeudamiento

La estructura financiera de Grupo Insur se encuentra marcada por una autonomía financiera que si bien se sitúa en niveles moderadamente ajustados (el patrimonio neto supone el 28,3% del total de las fuentes de financiación en 2022), conviene reseñar las plusvalías latentes que presenta el grupo derivado de las inversiones inmobiliarias e inmuebles de uso propio (€149,5m generados por la diferencia entre el valor razonable y su valor neto contable). Por tanto, considerando dichas plusvalías, la estructura patrimonial se vería fortalecida, representando un 39,1% sobre el balance del grupo. Por otro lado, como compañía cotizada, en los últimos años se está llevando a cabo una política activa de reparto de dividendos con un *pay-out* promedio del 41% para el periodo 2019-2022. Esta política que combina tanto el reparto de dividendos como la capitalización parcial de beneficios le ha permitido también fortalecer parcialmente sus recursos propios (patrimonio neto con un CAGR₁₉₋₂₂ del 9,4%).

La compañía ha experimentado un crecimiento para su total activo en los últimos años (CAGR₁₉₋₂₂ del 7,8%) consecuencia del desarrollo de su actividad promotora y patrimonialista, aspecto que queda reflejado en el incremento de las inversiones inmobiliarias (€215m en 2022; +48,4% respecto 2019), señalando las adiciones realizadas en los últimos ejercicios que se corresponden principalmente con la realización de *capex* en los activos (adecuación en los edificios terciarios de mayor antigüedad que ascendieron a €2,1m y €4m en 2022 y 2021 respectivamente), reconversión de un edificio de oficinas (8.000 m2 aproximadamente) a un hotel e incorporación del edificio Norte Río 55 (Madrid) al segmento de patrimonio. Así mismo, durante el último año, se destaca también como inversión en su activo las últimas compras de solares en residencial y terciario (€36,8m), destacando los de Málaga y Madrid para sus proyectos de nuevas oficinas, así como la compra de la

participación de DMS (€13,7m) y la propia incorporación de la deuda bruta de esta sociedad (€9,7m).

Por el lado de la financiación, se resalta el aumento presentado para la deuda financiera en el último año, alcanzando su valor máximo de los últimos ejercicios a cierre del 2022 con €265,5m (+16,3% respecto 2019). En conjunto, y teniendo presente los niveles de tesorería, la evolución de la deuda financiera neta y EBITDA recurrente (no tiene en cuenta la venta de inversiones inmobiliarias ni los deterioros de existencias) presenta cifras elevadas en los últimos ejercicios (en torno a 10x/11x aproximadamente), aunque se encuentran parcialmente matizados por el modelo de negocio del grupo con una actividad caracterizada por las fuertes inversiones realizadas tanto en su segmento patrimonial como promotor.

“Niveles elevados de deuda en relación al EBITDA e incremento del LTV en los últimos ejercicios, no obstante, este último indicador mantiene aún valores adecuados y en línea a los valores de referencia del sector. Además, aumento de las NOF derivado de la mayor inversión corriente (incremento de las existencias por nuevos suelos y obras en curso desarrolladas).”

Endeudamiento (NIIF). Miles de €.

	2019	2020	2021	2022	22vs19
Total Activo	396.306	433.920	464.249	497.074	25,4%
Activo no corriente	225.522	286.535	329.771	311.464	38,1%
Activo corriente	170.784	147.385	134.478	185.610	8,7%
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	74.494	49.720	27.475	96.513	29,6%
Patrimonio Neto	107.233	125.557	131.513	140.455	31,0%
Deuda financiera total	228.262	247.423	246.842	265.454	16,3%
Deuda financiera neta	194.520	202.123	194.348	229.553	18,0%
PN/DFT	47,0%	50,7%	53,3%	52,9%	5,9pp
DFN/EBITDA rec. ⁽¹⁾	9,3x	9,8x	9,5x	11,3x	2,0x
GAV	391.533	436.829	419.250	485.790	24,1%
GAV ⁽²⁾	537.624	525.977	522.935	584.384	8,7%
LTV	49,7%	46,3%	46,4%	47,3%	-2,4pp
LTV ⁽²⁾	36,5%	39,7%	37,9%	40,5%	4,0pp

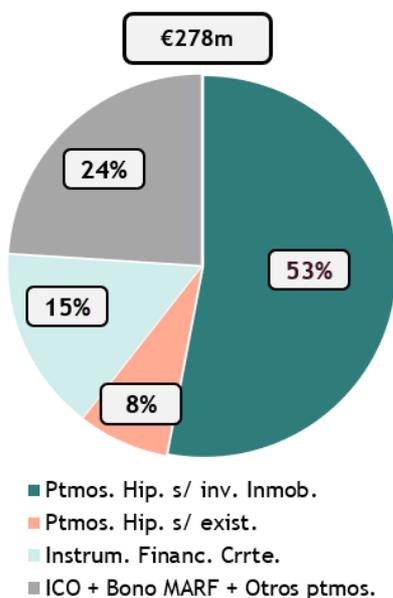
⁽¹⁾ EBITDA recurrente: EBITDA - Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias - Resultados por pérdida y toma de control de sociedades consolidadas - Deterioros de existencias, y ⁽²⁾ Incluyendo inversión y deuda de los negocios conjuntos (en función del % de participación).

Insur cuenta con un grado de financiación sobre sus activos que pese a mantener valores relativamente estables en los últimos ejercicios, en el último año se ha observado un incremento del valor en el LTV bajo la consideración de los negocios conjuntos (imagen más ajustada a la realidad y dimensión del grupo, con mayor activo y deuda), que se situó en el 40,5% en 2022 (+4pp vs 2019) y el 43% a cierre de marzo 2023. Dicho aumento del indicador está ocasionado por el incremento de la deuda financiera neta dadas las inversiones acometidas y descritas anteriormente (con mayor empuje en 2022 y 1T2023 para la adquisición de nuevo suelo que permita potenciar el negocio promotor en próximos años).

Dado el impacto y mejora que supuso, se señala también que, en julio de 2019, Insur refinanció la mayor parte de su deuda financiera a través de una operación de financiación sindicada (realizada a través de su sociedad cabecera patrimonial, Insur Patrimonial, S.L.U.) que repercutió en una mejora en términos de coste, servicio de la deuda, así como refuerzo de la flexibilidad financiera del grupo para los próximos años. Este préstamo sindicado con vencimiento a 10 años y *balloon* del 65% (con dos años iniciales de carencia de capital, empezó a amortizarse con cuotas crecientes en la segunda mitad de 2021) y está configurado en dos tramos: i) €100m dispuestos para la cancelación de los préstamos bancarios bilaterales que presentaba principalmente derivados de las inversiones inmobiliarias realizadas y ii) €10m que se dispusieron totalmente en 2021 para la transformación de un edificio a uso hotelero (capex) en Sevilla, inaugurado en agosto de 2021.

Partiendo de la estructura financiera presentada tras la financiación sindicada y la diversificación que está presentando en el mercado de capitales, con un programa de pagarés en el MARF (€50m) que será renovado hasta julio de 2024 y bonos emitidos el MARF por importe de €30m (consumidos en €19,6m a cierre del 1T2023), se destaca positivamente la composición del endeudamiento de la compañía, cuyo perfil de deuda se orienta en gran medida hacia el largo plazo (desde 2024 en adelante se concentra el 66,8% del total de la deuda financiera,

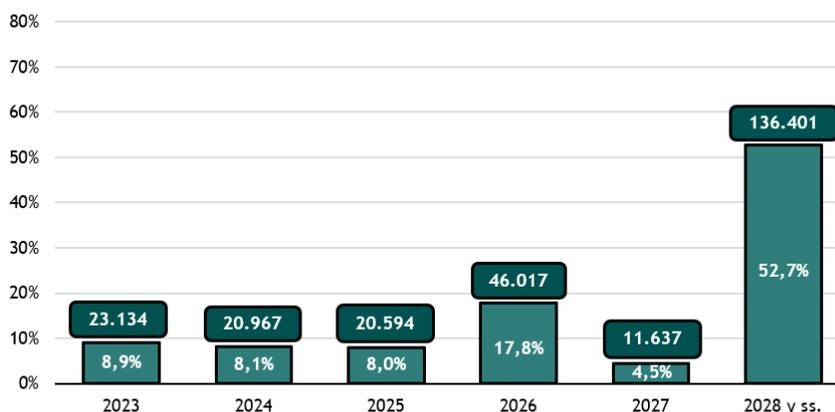
Composición deuda financiera, NIIF (marzo 2023)



resaltando que en el corto plazo dispone de instrumentos de financiación corriente como pólizas de crédito, *confirming*, pagarés que entendemos serán renovados anualmente). Así, a cierre del 1T2023, la deuda financiera total bajo NIIF alcanzó los €277,9m, estando la mayor parte relacionado con préstamos hipotecarios vinculados a inversiones inmobiliarias (53% respecto al total), préstamos ICO y bono MARF (24% respecto al total) así como también el resto de líneas de *working capital* (15,5%) y préstamos hipotecarios sobre existencias (subrogables y sobre solares) que representan una menor parte de la deuda financiera, el 7,5%, y que, si bien se contabilizan como pasivo corriente, la mayor parte de estas últimas obligaciones tienen vencimiento a largo plazo.

Atendiendo al calendario de la deuda a cierre del 1T2023 (bajo análisis por proporcional), se muestra estable en los próximos años y con una notable mejora en el perfil de vencimientos tras la financiación sindicada obtenida en el segundo semestre de 2019, la carencia adicional y extensión de vencimientos obtenida con los préstamos ICO, así como el bono emitido en el MARF tipo *bullet* con vencimiento a finales de 2026. El grupo presenta un adecuado calendario para sus principales obligaciones de deuda financiera de los próximos años tal como se refleja hasta 2025 (distribución equitativa con vencimientos que no superan en ningún ejercicio el 9% del total deuda financiera), estando concentrada la mayor parte de sus compromisos desde 2026 en adelante (75% de la deuda financiera total) y que se corresponden fundamentalmente con las obligaciones contraídas en la financiación sindicada y el bono emitido en el MARF.

Calendario vencimientos deuda financiera (proporcional, 1T2023). Miles €. (*)



(*) Se excluye de la deuda financiera la financiación corriente (pólizas de crédito, *confirming*, etc.) ya que asumimos será renovada anualmente a vencimiento.

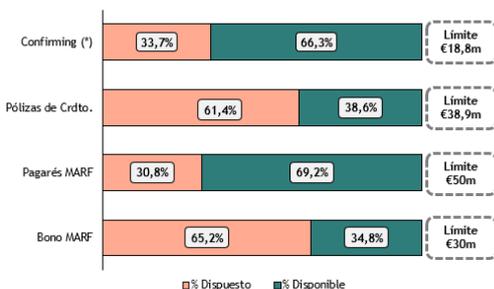
“Holgado y favorable calendario de vencimientos para la deuda financiera que le está permitiendo afrontar el contexto actual en una mejor posición financiera y con un mayor foco en potenciar la actividad económica (tanto promotora como patrimonial).”

3.3 Generación de caja y posición de liquidez

Grupo Insur ha ido incrementando en los últimos años el volumen de instrumentos de financiación corriente motivado por el favorable desarrollo de su negocio. Así, los límites totales que ha dispuesto la compañía entre pagarés emitidos en el MARF, pólizas de crédito y *confirming* entre otros, han pasado de los €70m en 2018 a los €100,7m a cierre del 1T2023 (bajo NIIF, €107,7m en proporcional). Sobre estas cifras, cabe destacar un mayor consumo en el último año a medida que el negocio promotor continúa creciendo y se requiere una mayor financiación del circulante (€57,6m disponibles en el 1T2023; proporcional). Junto a lo anterior, el grupo dispone de unos positivos niveles de tesorería en balance a cierre de 2022 que representaron el 23,9% del total pasivo corriente, aspecto que fortalece la posición de liquidez, si bien se menciona la reducción del último ejercicio (-31,6% YoY) con motivo de las mayores necesidades de financiación surgidas (nuevas compras de solares, control total en DMS y actividades de adecuación de activos principalmente).

Por otro lado, debe tenerse en consideración el peso de las existencias dentro de la inversión corriente (62,8% en 2022), característico del sector donde desarrolla Insur la actividad y que, además, se ha incrementado en el último año de forma notable (35,4% en 2021) por la etapa de expansión y nuevos desarrollos que se están llevando a cabo en el segmento promotor (con importantes inversiones en suelo e inicio de nuevas obras en curso). Por tanto, se considera de especial

Detalle instrumentos financiación circulante y bono. Met. Proporcional (1T2023)



(*) Incluye otras líneas de pago

relevancia la continuación del favorable ritmo de realización de las mismas, para el mantenimiento de una situación económico-financiera equilibrada, sobre todo ante contextos macroeconómicos de más incertidumbre como el actual.

En cuanto al análisis del *cash flow*, a cierre de 2022, aunque la compañía ha mantenido unos fondos generados con la actividad (FFO) positivos (€5m), se ha mostrado una variación negativa respecto al ejercicio precedente (-41,6% YoY) consecuencia, entre otros factores, del leve descenso del EBITDA, así como el mayor volumen de gastos financieros que penaliza a este indicador. En cualquier caso, estas cifras tendrían un mayor impulso con la consideración de la actividad de promoción desarrollada a través de negocios conjuntos y que bajo la consideración de las NIIF (formato de presentación de este *cash flow*) no se estarían reflejando en los fondos generados (los resultados de las JVs no forman parte de los fondos de la actividad de explotación, sino que están en las actividades de inversión en la parte en que se han distribuido como dividendos). Desde la Agencia se considera un factor importante la continuación y mejora de la generación de negocio y caja en próximos años para asumir tanto las próximas obligaciones financieras como para seguir aprovechando las oportunidades de inversión/crecimiento que se presenten.

Cash Flow. Miles de €.					
	2019	2020	2021	2022	22vs21
EBT	10.163	26.205	14.973	16.404	9,6%
+/- ajuste de resultado	6.293	-20.070	1.888	-273	-114,5%
+/- otros flujos de explotación	-10.010	-7.413	-8.324	-11.145	-33,9%
Funds From Operations (FFO)	6.446	-1.278	8.537	4.986	-41,6%
+/- variación WK	2.359	12.740	17.416	-4.939	-128,4%
Cash Flow Operativo (CFO)	8.805	11.462	25.953	47	-99,8%
Cash Flow de inversión	-9.090	-11.827	-44.558	3.771	108,5%
Cash Flow Libre (CFL)	-285	-365	-18.605	3.818	120,5%
+/- variación instrumentos de patrimonio	-5	-102	-14	-510	-3542,9%
Dividendos	-4.546	-5.374	-6.917	-5.700	17,6%
Cash Flow Final generado internamente (CFFI)	-4.836	-5.841	-25.536	-2.392	90,6%
Emisión de nueva deuda	161.355	65.175	75.388	47.046	-37,6%
Devolución y amortización de deuda	-160.982	-48.709	-44.375	-61.597	-38,8%
Variación de caja final	-4.463	10.625	5.477	-16.943	-409,3%
Caja inicial	38.205	33.742	44.367	49.844	12,3%
Caja final	33.742	44.367	49.844	32.901	-34,0%

“Favorable posición de liquidez apoyada tanto en sus niveles de tesorería, disponibilidad de líneas de circulante, así como previsión de continuar con unas positivas cifras de caja operativa (aunque el último año estuvieron más penalizadas)”.

La gestión del *working capital*, a diferencia de años anteriores, ha reflejado un impacto negativo este último ejercicio (-€4,9m) debido principalmente a la fuerte aplicación de recursos que ha llevado a cabo el grupo dentro de sus existencias, destinando mayores fondos a la compra de suelo y al desarrollo de nuevas obras en curso dentro del área promotora. Este aspecto ha penalizado sus cifras de *cash flow* operativo, que pasaron a ser prácticamente nulas (€47k vs €26m en 2021).

Insur continuó durante el último año con su política de inversión (nuevos suelos en terciario y residencial + compra de participación en DMS + adecuación y mejora de sus activos patrimoniales) así como con su estrategia de rotación de activos no estratégicos. Con esto, el grupo presentó un *cash flow* libre positivo de €3,8m que no fue suficiente para hacer frente tanto al pago de dividendos (-€5,7m) como a la amortización neta de deuda financiera (-€14,6m), propiciando con ello una reducción de los niveles de cash del 34% respecto al ejercicio anterior. Con todo ello, el grupo continúa presentando unos positivos niveles de tesorería en su balance, €32,9m en 2022, si bien a cierre del 1T2023 se han visto reducidos en mayor medida hasta €19,4m, derivado también de la inversión destinada a la compra de nuevos solares, el impulso del segmento de construcción, así como el

menor volumen de entregas de viviendas que será corregido, a priori, a lo largo de este año.

En conjunto, Grupo Insur vio condicionada su operativa debido a la crisis sanitaria presentada desde finales del 1T2020, con un mayor impacto en el segundo trimestre de ese ejercicio, provocando el retraso en el inicio de nuevas inversiones para el área promotora. Además, la incertidumbre actual con elevados costes de construcción ha impactado también en el desarrollo de las promociones (retrasos en la propia área constructora), aspectos que han condicionado la evolución de los ingresos para el segmento promotor en 2022 y lo harán también para 2023. No obstante, consideramos que la rápida respuesta de la compañía con nuevas inversiones en suelo y proyectos de promoción ante la favorable demanda (como se ha realizado durante 2022 y primera mitad de 2023), deberían impulsar el negocio del grupo para próximos años. En un contexto sectorial donde continúa vigente una reducida oferta en el mercado de la vivienda y obra nueva, Insur presenta un sólido posicionamiento para absorber esa demanda, quedando reflejado en el favorable desempeño comercial que está teniendo el grupo hasta el momento (cifras de preventas en niveles superiores al inicio de la pandemia) así como la adecuada situación económico-financiera visible en el óptimo perfil de vencimientos de deuda y positivos niveles de liquidez. Estos aspectos podrían mitigar parcialmente la elevada incertidumbre actual del sector que podría ver afectada su evolución por el escenario de alta inflación y subida de tipos de interés que se está produciendo en los mercados, lo que, en conjunto, está afectando a una ralentización y caída del sector inmobiliario en la actualidad.

Liquidez (NIIF). Miles de €.

	2020	2021	2022
Tesorería + IFT	45.300	52.494	35.901
(Tesorería + IFT) / PC	41,7%	53,9%	23,9%
Líneas disponibles (*)	70.448	59.236	61.452
FFO/DFN	-0,6%	4,4%	2,2%

(*) A cierre de 2021 y 2022 estaban disponibles adicionalmente a la cifra presentada, €30m y €17,2m respectivamente del bono emitido en MARF y registrado en una cuenta "escrow" hasta su inversión.

Información regulatoria

Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte del ente calificado, participando éste en el proceso. La misma se basa tanto en información privada como pública. Las principales fuentes utilizadas son:

- Cuentas anuales.
- Página web corporativa.
- Información publicada por los Boletines Oficiales.
- Rating book facilitado por la compañía.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, EthiFinance Ratings no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

Información adicional

- La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Corporate Rating y Metodología de Perspectivas que puede consultarse en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/methodologies>; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/ratingScale>
- EthiFinance Ratings publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses EthiFinance Ratings no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

Para todo tipo de Calificaciones Crediticias que emita ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (la "AGENCIA"), el Usuario no podrá, ni por sí mismo ni a través de terceros, transferir, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o disponer de cualquier otra forma del contenido de este Documento a un tercero, ya sea a título gratuito u oneroso.

A los efectos de las presentes Condiciones de Uso, se considerará Usuario a todo cliente que pueda haber suscrito un producto y/o un servicio que le permita disponer del contenido de este Documento, así como a toda persona privilegiada que pueda acceder al contenido de este Documento a través de <https://www.ethifinance.com/>.

El usuario tampoco podrá alterar, transformar o distorsionar la información proporcionada de ninguna manera. Asimismo, no podrá copiar y/o duplicar la información, ni crear archivos que contengan la información del Documento, ni en su totalidad ni parcialmente.

El Documento y su código fuente, cualquiera que sea su tipología, se considerará elaboración, creación u obra de la AGENCIA y estará sujeto a la protección de la normativa sobre derechos de propiedad intelectual. Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no permitir la supresión del copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la razón social establecida por la AGENCIA, así como el logotipo, las marcas y cualquier otro signo distintivo que sea representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Usuario acepta las condiciones de Uso de este Documento y queda sujeto a estas disposiciones desde la primera vez que se le facilite este Documento, independientemente de la forma en que se le facilite el mismo. El Documento y su contenido no podrán ser utilizados con fines ilícitos o distintos a los autorizados por la AGENCIA. El Usuario informará a la AGENCIA de cualquier uso no autorizado del Documento y/o de su contenido que se ponga de manifiesto. El Usuario responderá frente a la AGENCIA por sí mismo y por sus empleados y/o por cualquier otro tercero al que se le haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido en caso de daños y perjuicios que se deriven del incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declaró haber leído, aceptado y comprendido al recibir el Documento, sin perjuicio de las demás acciones legales que la AGENCIA pueda ejercer en defensa de sus legítimos derechos e intereses.

El Documento se facilita bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario pueda hacer de la información contenida. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones, deben considerarse como opiniones válidas en la fecha de emisión de los informes y no como declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender cualquier valor o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA se consideran una opinión propia, por lo que se recomienda que el Usuario la tome como base limitada para cualquier propósito para el que pretenda utilizar la información. Los análisis no abordan la idoneidad de ningún valor. La AGENCIA no actúa como fiduciaria ni como asesora de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustituto de los conocimientos, criterios, juicios o experiencia del Usuario, su Dirección, empleados, asesores y/o clientes para la toma de decisiones de inversión. La AGENCIA dedica todos sus esfuerzos a garantizar que la información suministrada sea precisa y fiable. No obstante, dado que la información se elabora en base a datos suministrados por fuentes que pueden estar fuera del control de la AGENCIA, y cuya verificación y comparación no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, y sus directores, accionistas, empleados, analistas y agentes no tendrán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación alguna, pérdida de ingresos y costes de oportunidad, pérdida de negocio o daños a la reputación o cualquier otro coste) por cualquier inexactitud, error, falta de correspondencia, integridad u omisión de datos e información utilizados en la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso de su contenido, incluso en el caso de haber sido advertida de los posibles daños. La AGENCIA no realiza auditorías ni asume la obligación de verificar las fuentes de información independientes sobre las que se elaboran las calificaciones.

Por lo tanto, el Usuario acepta que la información proporcionada por la AGENCIA puede ser un elemento más a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones empresariales, pero no se tomarán decisiones basándose únicamente en ella; siendo así, la AGENCIA no se hace responsable de la falta de idoneidad. Asimismo, la utilización de la información ante juzgados y/o tribunales, administraciones públicas, o cualquier otro organismo público o tercero privado por cualquier motivo, será responsabilidad exclusiva del Usuario y la AGENCIA no responderá de ninguna responsabilidad por la inadecuación de los contenidos de la información.

La información sobre las personas físicas que pueda aparecer en este documento es única y exclusivamente relevante para sus negocios o actividades empresariales, sin referencia a la esfera de su vida privada, por lo que puede ser considerada. Los datos personales que puedan aparecer en este documento son tratados de acuerdo con el Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y demás normativa aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.ethifinance.com/> en la página de Política de Privacidad o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@ethifinance.com.

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid - España.