

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableINSTRUMENT RATING
Senior Secured 30 M €

Initiation date 21/10/2021
Date of Private Rating 08/07/2024

Contacts

Lead analyst

Javier López Sánchez
javier.lopez@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Inmobiliaria del Sur en "BB", cambiando la tendencia de Observación a Estable. Además, se afirma la calificación de la emisión de bonos en "BBB-".
- El emisor es Insur Promoción Integral, S.L.U. (B91416438) siendo el garante Inmobiliaria del Sur, S.A. Dado que esta última compañía (A41002205), *parent company* de Grupo Insur, actúa como garante de la emisión de Insur Promoción Integral, S.L.U. (B91416438), el rating del instrumento se fundamenta en las cifras consolidadas de Grupo Insur (se equipara la calificación entre la filial emisora del bono y matriz dada la garantía establecida).
- La calificación del grupo está apoyada por varios factores entre los que destacan: i) Sector con fortaleza en la demanda y positivos niveles de rentabilidad, ii) sólido modelo de negocio que combina tanto la actividad promotora como patrimonial, suponiendo una importante ventaja competitiva en el mercado, iii) grupo cotizado que dispone además de un accionariado estable (mayor concentración de la familia Pumar) y management con amplio conocimiento y expertise en el sector, alineados con los objetivos estratégicos del grupo, iv) adecuados niveles de capitalización en el grupo, con un ratio PN/DFT superior al 90% (incorporando plusvalías de las inversiones inmobiliarias), v) recurrente generación de beneficios operativos y finales con una cartera de preventas elevada para próximos ejercicios, y vi) positiva valoración y prácticas desarrolladas a nivel de ESG.
- Por otro lado, el rating se encuentra limitado por los elevados niveles de apalancamiento del grupo que penalizan ratios como DFN/EBITDA y FFO/DFN así como un ratio de cobertura de intereses que está penalizado por el contexto de subida de tipos. 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 que ya está desarrollando) y que podría reforzar su posicionamiento en el mercado, más limitado en comparación a otros grandes *players* (GAV e ingresos).
- La tendencia del grupo se cambia de Observación a Estable, ya que consideramos que la evolución de Insur está siendo favorable apoyada en una sólida demanda de vivienda nueva (niveles de actividad en máximos históricos y cifras de preventas elevadas) que deberían permitir una mayor generación de negocio y beneficios en próximos años. Además, esto también podría favorecer hacia un mayor control de los niveles de apalancamiento.
- 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 positivas a nivel de calificación, situándose en el mejor tramo de valoración con un score entre [0 y 1), lo que impacta positivamente en +1 *notch* dentro del perfil financiero.
- 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 de la Compañía

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. El grupo que cuenta con más de 200 empleados, concentra su actividad en el mercado nacional, habiendo cerrado el ejercicio 2023 (bajo la consideración de los negocios conjuntos por el método proporcional) con una facturación y EBITDA recurrente que se situaron en €119,8m y €22,6m (+1,6% y +6,7% YoY) respectivamente, presentando un LTV del 40,6% y DFN/EBITDA de 10,8x. Además, la acción de Insur se ha revalorizado en torno al 20% a junio de 2024, situándose la capitalización bursátil en €156,8m.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector cíclico y atomizado que está siendo afectado por el entorno inflacionario y elevados tipos de interés, factores que, no obstante, empiezan a estabilizarse (alcanzando ya cifras máximas y bajo una senda de recuperación) lo que podría impactar positivamente en el mercado.

El sector inmobiliario en España, donde Insur desarrolla su actividad, está caracterizado por un elevado grado de competitividad, con un gran número de *players* dadas las limitadas barreras de entrada, rentabilidades operativas positivas que, no obstante, presentan cierta volatilidad ante situaciones de mayor estrés, y el desarrollo de políticas ESG, sobre todo por los principales grupos del sector. Los ejercicios 2021 y 2022 se han caracterizado por un elevado ritmo de compraventas de nueva vivienda tras el impacto del Covid-19 (+25,3% y +22,7% respectivamente vs 2019). No obstante, aspectos como el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, con un encarecimiento de las materias primas y la elevada inflación, unidas al fuerte aumento de tipos de interés, han impactado en el sector, que se ha hecho patente en una notable reducción del volumen de hipotecas otorgadas en 2023 (-17,9%) y reduciendo, asimismo, aunque en

menor medida, el volumen de compraventa de vivienda nueva (-5,3%) versus 2022. En cualquier caso, el segmento de vivienda nueva 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), lo que limita el efecto de estos factores sobre el sector y mantiene elevado el precio de venta. Asimismo, los costes de construcción se están estabilizando en mayor medida desde 2023 (alcanzando el pico), estimándose una paulatina bajada de los tipos de interés (primer recorte del BCE realizado en junio de 2024 del 4,5% al 4,25%, estimando podría continuar próximamente con mayor énfasis durante 2025) que, de producirse, podría favorecer nuevamente al sector (durante el 1T2024, se destaca nuevamente el ligero incremento del número de compraventas de vivienda nueva, +3% vs 1T2023).

- **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). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por los factores ESG.**

El riesgo potencial de los factores ESG en las empresas del sector a medio plazo implica que se requiere una transición hacia nuevas prácticas. La industria presenta un alto riesgo sobre factores medioambientales, derivados de: i) las emisiones de carbono generadas por la producción de materiales (ladrillos, cemento, etc.), ii) el uso intensivo de materias primas, iii) la elevada generación de residuos, con dificultad para el reciclaje y iv) el impacto que puede darse sobre la agricultura y la biodiversidad como consecuencia del uso del suelo. Respecto a los *stakeholders*, el sector presenta un impacto fundamentalmente positivo, al proveer de numerosos puestos de trabajo y ofrecer un servicio fundamental a la sociedad, como es el acceso a la vivienda. Sin embargo, la elevada dependencia de suelo del sector, y el hecho de que su disponibilidad esté controlada por las autoridades locales, podrían limitar el uso del mismo en función del interés político vigente en cada momento u otros factores.

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 55,3% y 44,7% respectivamente incorporando *joint ventures* a cierre del 1T2024), 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, mantiene altas tasas de ocupación en su cartera que se sitúan en el 88,7% a cierre del 1T2024 (+1p YoY). Por otro lado, Grupo Insur presenta una reducida cartera de activos en relación a los líderes del sector, con un GAV (*Gross Asset Value*) considerando *JVs* de €595,1m en el 1T2024. Tiene una exposición total en el mercado nacional (100% de su cifra de negocio), concentrando su actividad fundamentalmente en Andalucía (80% del GAV patrimonial y de promoción residencial), 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 (20% del GAV patrimonial y 51% de promoción terciaria), línea de acción que continuará en próximos ejercicios.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **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 (controlado en un 32,3% por la familia Pumar a cierre de 2023) 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 zonas de referencia como Madrid y Málaga. Además, una mayor diversificación entre sus fuentes de financiación se refleja como otro pilar importante dentro de su plan estratégico. En cuanto a su política financiera, si bien dispone de unos niveles de deuda elevados, están matizados por su actividad tanto promotora como patrimonial.

- **Positiva política de ESG.**

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. Presenta una valoración favorable por parte de EthiFinance Ratings en sus tres vertientes (*Environmental, Social and Governance*), destacando la presencia de certificaciones ISO 9001, 45001 y 14001 que abarcan todas sus actividades, miembros independientes (3) en el consejo de administración o

separación de las posiciones del CEO y propio presidente del consejo. Esta valoración da lugar a un impacto positivo en el rating financiero del grupo (+1 *notch*).

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Positivos resultados y márgenes obtenidos, estimándose una continuación y crecimiento para 2024 y 2025.

Partiendo de cifras por proporcional, Grupo Insur presentó un ligero incremento en su cifra de negocio y EBITDA para 2023, que se situaron en €119,8m y €22,6m (+1,6% y +6,7%) respectivamente. Destacar que estas cifras estuvieron impactadas por el retraso en la entrega de 54 viviendas en Madrid (€25m de ingresos en proporcional) que se comenzaron a entregar en los primeros meses de 2024. La subida de los tipos de interés afectó también al grupo, con un incremento del 35,9% de los gastos financieros en el último año, aspecto que condicionó hacia una reducción del EBT (13,1% YoY) aunque mantuvo cifras positivas y elevadas (€14,7m). Para 2024 y 2025 se estima que el grupo incrementará su cifra de negocio y resultados impulsado por todo el negocio promotor que está realizando, con cifras de actividad en máximos históricos y con preventas acumuladas que alcanzan los €170,1m en proporcional a cierre del 1T2024. Además, a esta misma fecha, dispone de una cobertura de preventas (% vendido sobre entregas estimadas) del 79,5% y 52,8% para 2024 y 2025 respectivamente, cifras que reflejan visibilidad de ingresos para estos ejercicios.

Endeudamiento y Cobertura

- Niveles de endeudamiento elevados, matizados por su modelo de negocio que combina inversiones tanto en el área patrimonial como promotora.

Pese a que dispone de unos niveles de deuda elevados en relación al rendimiento operativo generado (DFN/EBITDA recurrente en torno 10x/11x para los últimos dos años), Insur cuenta con una cartera de activos de significativo valor que sitúan el LTV (*Loan to Value*), incorporando los negocios conjuntos, en el 40,6% para 2023. La estructura de financiación del grupo ha estado marcada en los últimos años, entre otros aspectos, por el préstamo sindicado obtenido en 2019 (€110m) que permitió cancelar la mayor parte de la deuda asociada a las inversiones inmobiliarias (préstamos bancarios bilaterales) y la diversificación que están alcanzando sus fuentes de financiación a través del MARF, con la emisión de pagarés (€16m) y la realizada de bonos en diciembre de 2021 (€30m de los que hay invertidos €22,3m en el 1T2024). Por otro lado, el ratio de cobertura de intereses ha presentado un descenso progresivo en los últimos años, disponiendo de cifras ajustadas en la actualidad (2x en 2023; -1,4x vs 2021), impactado por la subida de tipos de interés en la economía y una deuda financiera por parte del grupo en su mayor parte a tipo variable.

Para 2024 se espera que Insur alcance el pico en cuanto a volumen de deuda, no obstante, las mayores entregas previstas para estos años, debería permitir un mayor equilibrio en los ratios de apalancamiento. Además, se estima un incremento notable del EBITDA para 2024 y 2025, que junto al esperado descenso de tipos (podría tener efecto en 2025), hace prever una mejora en la cobertura de intereses de próximos años.

Análisis de Flujo de Caja

- Positiva generación de caja operativa que podría tener una mayor continuidad en próximos años.

El grupo generó unos *funds from operations (FFO)* que se situaron en €13,4m en 2023 (+168,6% YoY), estimándose una mejora para 2024 y 2025 favorecido por las cifras de entregas que se prevén para el negocio promotor (en niveles elevados y en el pico del ciclo de la compañía tras las fuertes inversiones años atrás). Esto podría traer consigo una mejora en el ratio FFO/DFN, que presentó un valor aun ajustado para el último año (6,1%). La positiva caja operativa generada elevó el free cash flow hasta los €26,5m, permitiendo sufragar tanto el pago de dividendos (€6m) como una amortización neta de deuda, principalmente bancaria (-€23,6m). Los niveles de *cash* final cerraron el ejercicio en €29,3m, con una reducción del 11,1%.

Capitalización

- Favorable solvencia apoyada por el valor de mercado de sus activos.

Aunque a cierre de 2023, el grupo presentó un ratio de PN/DFT algo ajustado (57,8%), dispone de unas elevadas plusvalías latentes en sus inversiones inmobiliarias (€122,4m) que impulsarían el neto patrimonial a unos niveles considerados como adecuados y más sólidos (superiores al 90% para este último ratio).

Liquidez

- Positivos niveles de liquidez.

A cierre del 1T2024 bajo cifras por proporcional, el grupo presentaba una favorable posición de liquidez para los próximos dos años, asumiendo el mantenimiento de la favorable marcha del negocio y todo ello bajo la comparativa de fondos disponibles y generados con la actividad *versus* compromisos vigentes a nivel financiero, *capex* y dividendos. Este fundamento se apoya en unas cifras de tesorería de €48,7m, líneas disponibles entre pólizas de crédito, pagarés

MARF, parte del bono emitido en el MARF sin disponer, certificaciones de obra y subrogaciones que ascienden a más de €180m así como una estimación positiva de caja operativa. Por el lado de las obligaciones, el grupo presenta una deuda concentrada en su mayor parte a largo plazo (83,3% vence de 2026 en adelante) y con unas inversiones tanto para el área patrimonial como promotora (nuevos suelos) que se estiman estarán en torno a los €16m de promedio anual para 2024 y 2025.

Modificadores

Controversias

- 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.

Perfil de emisión

- Emisión de bonos realizada en el MARF (diciembre de 2021) que dispone de garantías para cubrir la deuda emitida.

Para financiar el crecimiento promotor en 2021, Grupo Insur (a través de Insur Promoción Integral) emitió un bono *secured* a finales de ese ejercicio por importe de €30m, tipo bullet y vencimiento en 5 años. Este bono del que quedan por disponer €5,8m a cierre del 1T2024, presenta una positiva y sólida tasa de cobertura apoyada tanto en el colateral asignado (solares adquiridos) como por la propia valoración y activos presentados por el grupo (fortalecidos por el área patrimonial con importantes plusvalías respecto al valor contable reflejado) que, en caso de mayor estrés, podrían hacer frente a la práctica totalidad de deuda financiera de Grupo Insur.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes (NIIF). Miles de €.					
	FY21	FY22	FY23	22vs21	23vs22
Facturación	105.403	116.530	138.210	10,6%	18,6%
EBITDA	24.305	22.345	30.483	-8,1%	36,4%
Margen EBITDA	23,1%	19,2%	22,1%	-3,9pp	2,9pp
EBITDA recurrente ⁽¹⁾	20.552	20.298	21.582	-1,2%	6,3%
Margen EBITDA recurrente ⁽¹⁾	19,5%	17,4%	15,6%	-2,1pp	-1,8pp
EBIT ⁽²⁾	20.074	21.209	22.757	5,7%	7,3%
Margen EBIT ⁽²⁾	19,0%	18,2%	16,5%	-0,8pp	-1,7pp
EBT ⁽²⁾	14.973	16.404	15.337	9,6%	-6,5%
Total Activo	464.249	497.074	483.385	7,1%	-2,8%
Patrimonio Neto	131.513	140.455	145.728	6,8%	3,8%
Deuda Financiera Total	246.842	265.454	252.342	7,5%	-4,9%
Deuda Financiera Neta	194.348	229.553	221.106	18,1%	-3,7%
PN/DFT	53,3%	52,9%	57,8%	-0,4pp	4,8pp
DFN/EBITDA	8,0x	10,3x	7,3x	2,3x	-3,0x
DFN/EBITDA recurrente ⁽¹⁾	9,5x	11,3x	10,2x	1,9x	-1,1x
Funds From Operations	8.537	4.986	13.390	-41,6%	168,6%
FFO/DFN	4,4%	2,2%	6,1%	-2,2pp	3,9pp
EBITDA recurrente/Intereses ⁽¹⁾	3,4x	2,5x	2,0x	-0,9x	-0,5x
GAV ⁽³⁾	522.935	584.384	593.012	11,8%	1,5%
LTV ⁽³⁾	37,9%	40,5%	40,6%	2,7pp	0,0pp

⁽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 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.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Neutro</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB-</i>
<i>Governance</i>	<i>BB+</i>
Perfil Financiero	BB-
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>B</i>
<i>Capitalización</i>	<i>BB</i>
ESG Compañía	Positivo
<u>Anchor Rating</u>	<u>BB</u>
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
<u>Rating Corporativo</u>	<u>BB</u>
<u>Rating Bono</u>	<u>BBB-</u>

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Mantenimiento del fuerte ritmo de preventas que favorezca el incremento de ingresos, resultados y márgenes en próximos ejercicios, así como una reducción de los niveles de apalancamiento. Mejora de ratios ponderados (en el ciclo de años considerado para el rating) 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 en el largo plazo (↓)

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. Mantener los niveles de apalancamiento o incrementarlos con ratios ponderados (en el ciclo de años considerado para el rating) 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 significativa de las cifras de preventas acumuladas.

Perfil de Empresa

Actividad y Ámbito de Actuación

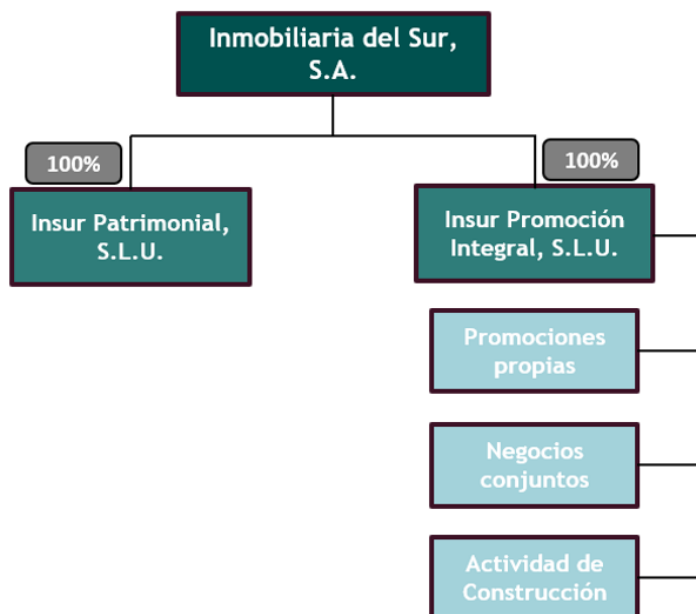
Grupo Insur con sede en Sevilla, opera como cabecera de un grupo de sociedades que desarrollan su actividad dentro del sector inmobiliario, distinguiéndose como principales áreas de negocio:

- 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 destacado 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). 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).

Estructura Empresarial

Desde junio de 2018, Insur culminó una reestructuración societaria que se mantiene en la actualidad y mediante la cual se diferencian claramente el negocio patrimonial (encabezado por Insur Patrimonial y cuatro filiales más), y promotor. En este último, además de las promociones propias desarrolladas por la propia Insur Promoción Integral, dispone de hasta 13 sociedades participadas consideradas negocios conjuntos (junto con otros inversores), llevando el grupo toda la actividad de construcción mediante su filial IDS Construcción y Desarrollos.



Análisis Cualitativo

Sector

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, plazas de aparcamiento y 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 (limitadas barreras de entrada), pese a la concentración progresiva del 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 del país o mercado en cuestión, iii) unas perspectivas de crecimiento para próximos años que pueden seguir condicionadas y marcadas por la incertidumbre actual de elevada inflación y tipos de interés aunque con una reducida oferta de vivienda nueva en relación a la demanda necesaria que mitiga en parte dicho aspecto. Además, en junio de 2024 se ha realizado el primer recorte del BCE en los tipos de interés (del 4,5% al 4,25%), aunque continúan elevados y condicionan al sector,

se estima podría reflejarse un mayor descenso durante 2025, aspecto que podría favorecer hacia un mayor impulso del mercado inmobiliario, y iv) una tendencia más pronunciada de los principales *players* del sector en la implantación de políticas ESG (destacando la construcción de promociones más sostenibles).

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 de la Covid-19 ha repercutido en una mayor importancia de la vivienda hacia las familias, que se traduce en 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 de 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.

En los últimos años, diversos factores han condicionado la evolución del mercado de la vivienda residencial. En primer lugar, el impacto de la crisis sanitaria provocada por la 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 y unas medidas de contención más laxas, lograron que el PIB nacional en 2021 y 2022 se incrementara en un 6,4% y 5,8%, respectivamente. Como consecuencia, se produjo una reactivación en 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 (+25,3% y +28,5% respectivamente, versus 2019, año previo a la pandemia).

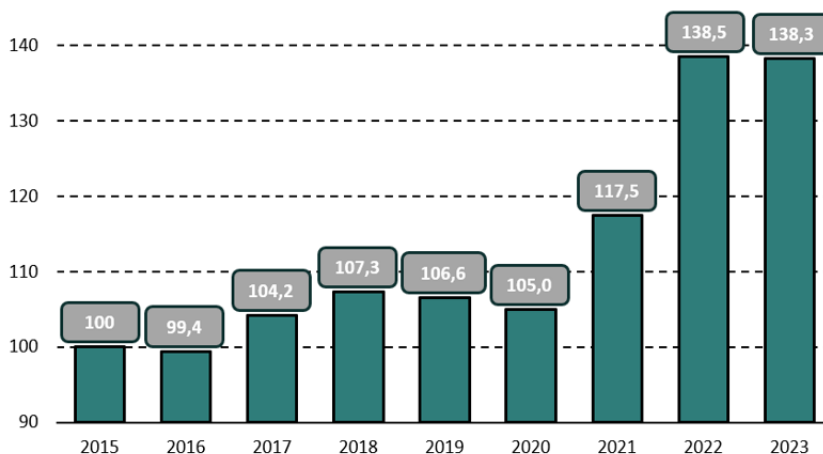
Evolución compraventa de vivienda nueva en España (*)

<i>Versus mismo periodo</i>	2023	1T2024
2023	-	3,0%
2022	-5,3%	-2,8%
2021	-3,3%	10,2%
2020	32,0%	29,7%
2019	18,7%	20,4%

(*) Fuente: INE. Se parte del año 2023 (2ª columna) y tres primeros meses de 2024 (3ª columna) y se compara con el mismo periodo (años o meses) para el periodo 2023-2019.

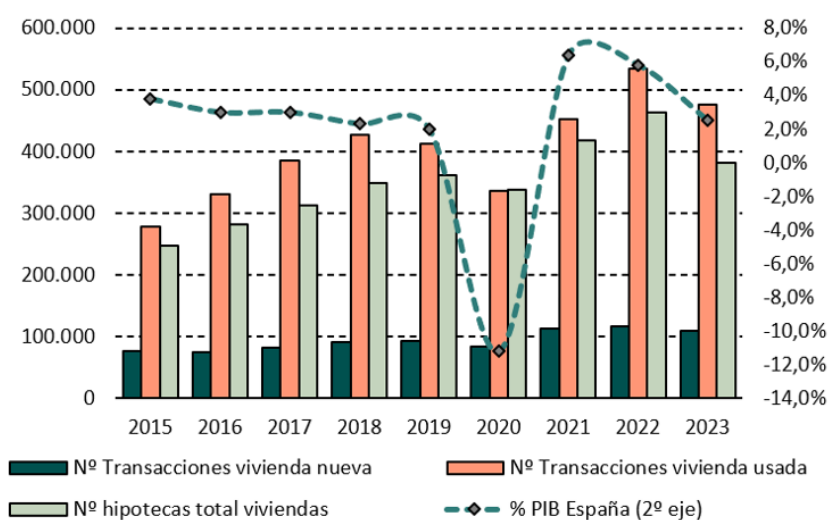
No obstante, junto a esto, cabe destacar también el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, que ha impactado, entre otros aspectos, en el incremento del coste de materias primas y una elevada inflación. Esto ha provocado el aumento de los costes de construcción (en niveles máximo de los últimos años en la actualidad, aunque con ya cifras más estabilizadas y alcanzado el pico) y, consecuentemente, el incremento de los precios de venta a nivel general para contrarrestar el impacto en los márgenes de rentabilidad. Si bien se está estabilizando la inflación en la actualidad situándose en mayo de 2024, en el 3,6% general y 3% subyacente (el pico se alcanzó en julio de 2021 con una tasa del 10,8% y 6,1% respectivamente), continúa sin doblarse la curva y alcanzarse los objetivos del BCE.

Índice ponderado evolución costes construcción. Base 2015=100.



Asimismo, este entorno inflacionario desencadenó en un escenario de aumento de tipos de interés desde julio de 2022, encontrándose actualmente en el 4,25% lo que está impactando en el sector inmobiliario. El conjunto de factores mencionados ha generado una desaceleración de la economía española, aunque manteniendo una tasa interanual de crecimiento del PIB del 2,5% en 2023 (INE, datos de marzo 2024). Consecuentemente, se ha producido una desaceleración del crecimiento del sector en 2023, mostrando, por un lado, un menor número de compraventas de vivienda nueva (-5,3% YoY en 2023) y, por otro, una caída del número de hipotecas otorgadas, que se sitúan en 381.063 a cierre del año 2023 (-17,9% frente a 2022). No obstante, se estima una estabilización de los costes de producción y un paulatino descenso de los tipos de interés que podría comenzar a tener efecto desde 2025 principalmente. Este factor, unido al actual desequilibrio existente en el sector, que presenta una demanda superior a la oferta de vivienda, especialmente en las grandes ciudades (zonas tensionadas), limitarán, en cierta medida, el impacto negativo del actual entorno económico. Así, durante el 1T2024, se destaca el ligero incremento del número de compraventas de vivienda nueva, +3% vs 1T2023.

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



Fuente: INE.

Por su parte, los precios de venta de la vivienda están experimentando un notable aumento como consecuencia, por un lado, del incremento de los costes de construcción y, por otro, debido al mencionado desajuste oferta-demanda del sector. Desde 2020 a 2022 se produjo una mayor creación de hogares en España en relación con los visados de obra nueva (144.172 versus 97.951 respectivamente para el promedio anual), estimando que continuarán estas diferencias durante los próximos años. Además, en las grandes capitales, dicha diferencia se acentúa, reflejando una mayor presión sobre los organismos públicos propietarios de suelos para un mayor desarrollo. En este sentido, el índice de precios de la nueva vivienda (IPV) en los últimos años ha mostrado un notable ascenso, situándose el promedio en 167,3 en 2023 versus 128,8 de media en 2019 (fuente INE, base 2015). En 2024 se espera que aún continúe una subida, pero más moderada de los precios (en torno al 3%-4%), centrada sobre todo en las viviendas de obra nueva (IPV de 178,9 para el 1T2024).

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

	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

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

La oferta insuficiente que presenta el sector para cubrir la demanda latente y estructural, así como otras tendencias del mercado como el *built to rent* o *co-living*, mitigan parcialmente el escenario de incertidumbre actual. Factores como la limitada disponibilidad de suelo, lentitud en la tramitación de licencias, escasez de mano de obra e implementación de nuevas tecnologías, así como el efecto de los elevados costes de producción y tipos de interés, serán algunos de los principales retos a los que seguirá haciendo frente el sector en el corto/medio plazo.

En cuanto al sector inmobiliario comercial, el sector de las oficinas experimentó una menor contratación en el último año, destacando Madrid con un descenso del 20%. No obstante, las rentas continúan subiendo en términos nominales en torno al 3,5%, si bien los mercados *prime* crecen con más fuerza (8% en Madrid). Además, se está reflejando un 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, adquieren una mayor

importancia. 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 afecta al consumo, las nuevas necesidades de locales híbridos (combinación de compra física con *e-commerce*) deberían mantener activo dicho segmento. Así mismo, los activos hoteleros también se han recuperado notablemente tras el impacto de la pandemia, liderando el último año el mercado de la inversión dentro del sector inmobiliario en España (35% del total volumen invertido).

Posicionamiento Competitivo

Grupo Insur presenta un posicionamiento medio en el sector real estate, operando 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.

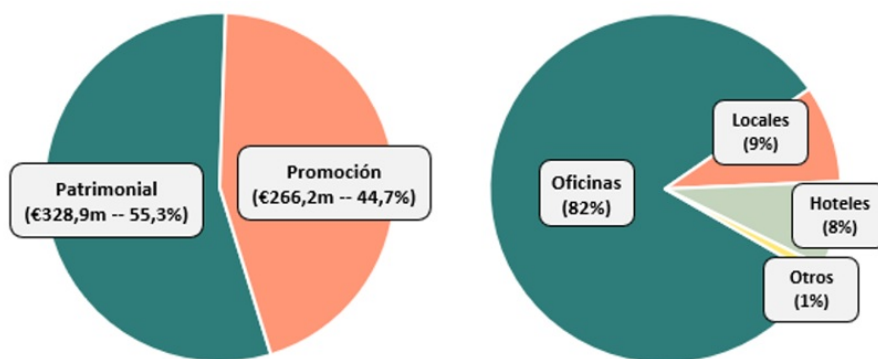
Su posicionamiento a nivel geográfico se considera reducido, con una concentración total en el mercado doméstico, cuestión que le ha impedido moderar los efectos negativos de la evolución de un mercado altamente procíclico.

Distribución GAV por geografía y segmento operativo (proporcional). Datos al cierre del 1T24.

Ciudad	Patrimonial	Promoción Residencial	Promoción Terciario
Sevilla	71%	55%	8%
Madrid	20%	20%	51%
Málaga	-	12%	23%
Huelva	6%	-	-
Córdoba	2%	3%	-
Cádiz	1%	3%	18%
Granada	-	7%	-

Partiendo de cifras por el método de integración proporcional dada la importante actividad que presenta el grupo con *joint ventures* (sociedades que participa normalmente al 50%), en términos de valor bruto del GAV patrimonial, se sigue observando una elevada concentración en la provincia de Sevilla, representando un 71% sobre la valoración del segmento en el 1T2024. No obstante, 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 20% 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). En cuanto al GAV de promoción, para el residencial se refleja una mayor concentración en Sevilla y Madrid con el 75% del mismo, y para el terciario, destacamos los proyectos actualmente en curso que se están desarrollando en Madrid (un edificio de oficinas, Élever, en Las Tablas, y otro para diversos usos en Valdebebas) y Málaga (con dos edificios de oficinas, Ágora y Noa) que agrupan el 74% del peso. Estos nuevos desarrollos en zonas de referencia están permitiendo diversificar su negocio de promoción al mismo tiempo podrían fortalecer en mayor medida el área patrimonial en caso de patrimonializar alguno de los proyectos desarrollados (tal como realizó el grupo con el edificio Norte de Río 55).

Distribución GAV por segmento operativo y desglose vertiente patrimonial, proporcional (1T2024)



En conjunto, el GAV a cierre del primer trimestre de 2024 alcanzó la cifra de €595,1m, presentando una favorable diversificación entre el área patrimonial y promotora (55% vs 45% respectivamente). Además, en el segmento de patrimonio destaca la mayor presencia del grupo en activos de oficinas, que concentran el 82% de su GAV (incluye también los aparcamientos de estos edificios), estando el resto distribuido tanto en locales comerciales como hoteles principalmente.

Desglose cartera patrimonialista (2023) *

EDIFICIOS COMERCIALES				
Activo	m ² totales	m ² alquilados	% ocup.	% ocup. 2022
Oficinas	83.760	71.825	85,8%	90,2%
Locales	24.796	22.022	88,8%	87,5%
Hotelero	10.411	10.411	100,0%	100,0%
Archivos	3.116	1.468	47,1%	38,8%

* El grupo dispone además de 2.964 plazas de garaje que gestiona en régimen de abono y rotación.

En nuestra opinión, la cartera patrimonial de Insur mantiene una calidad adecuada, que se manifiesta en unas elevadas tasas de ocupación que alcanzaron el 88,7% a cierre del 1T2024 (+1p YoY) con un incremento neto (nuevas contrataciones – resoluciones de contratos) de la superficie alquilada en estos primeros tres meses del ejercicio de 1.194 m². Además, cabe destacar que durante el ejercicio 2023, si bien se reflejó un leve descenso en esta tasa de ocupación (-2,8pp; situándose en el 87,7%), fue debido principalmente a la venta de activos que estaban totalmente ocupados (edificio Capitolio y local comercial en Sevilla), ya que incluso el grupo presentó una mayor superficie contratada vs resoluciones de contratos (2.721m² vs 534m²). En términos generales para los últimos años, la evolución del grupo ha sido positiva (incrementando estas tasas en +20pp desde 2016) y con una mejora en la diversificación de clientes. Para esta última y a cierre de 2023, Insur ha reducido el peso que presentaba la AAPP en sus activos (5,3%), disponiendo en la actualidad de cierta concentración en sus clientes de referencia (top 5 y top 20 representan el 29,8% y 55,7% respectivamente), si bien destaca la adecuada calidad crediticia de los mismos y la posición destacada que presentan en su sector de actividad algunos de estos.

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.

En cuanto al negocio promotor y partiendo también de cifras por método proporcional (mejor reflejo de la realidad económica del grupo), representa la mayor parte de los ingresos de Insur, reflejándose el mantenimiento del negocio en el último año, impactado por el retraso en la entrega de dos promociones en Madrid (se están entregando ya en la primera mitad de 2024), que agrupan 54 viviendas con un valor de €25m. Además, durante el 1T2024, la evolución del grupo está siendo favorable, con un mayor empuje de las áreas de promoción, construcción y gestión, aspecto que refleja la mayor actividad promotora que se está desarrollando y que tendrá su pico de ingresos dentro del ciclo del grupo en 2024 y sobre todo 2025.

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

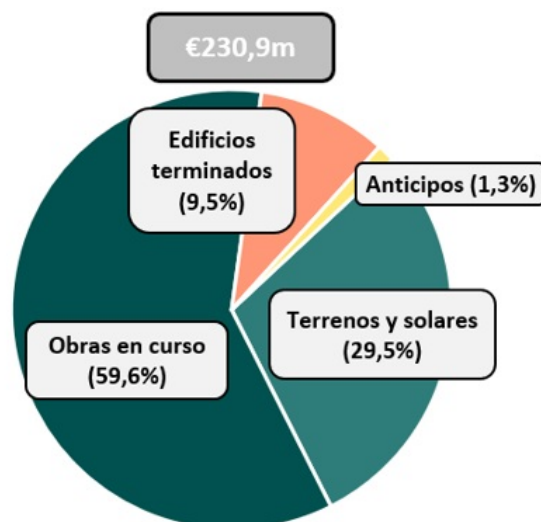
Segmento	2021		2022		2023		1T2024		23vs22
	Importe	Peso	Importe	Peso	Importe	Peso	Importe	Peso	
Promoción	83.570	66,7%	82.029	69,6%	84.693	70,7%	24.966	69,1%	3,2%
Arrendamientos	15.417	12,3%	17.495	14,8%	17.091	14,3%	4.467	12,4%	-2,3%
Construcción	22.691	18,1%	15.055	12,8%	13.722	11,5%	5.564	15,4%	-8,9%
Gestión	3.591	2,9%	3.281	2,8%	4.271	3,6%	1.109	3,1%	30,2%
TOTAL	125.269		117.860		119.777		36.106		1,6%

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

Desde EthiFinance Ratings se valora favorablemente la diversificación que presenta Insur dentro de su sector, siendo promotora y patrimonialista, aspecto que le confiere una importante ventaja competitiva para dotar de una mayor estabilidad e impulso a sus resultados. Al mismo tiempo, también podría seguir reforzando su segmento patrimonial con algunos de los activos desarrollados en su propia área de promoción, lo que refleja una clara sinergia y ventaja competitiva dentro del sector.

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.

Desglose VNC existencias (1T2024) *



*Incorporando cifras JVs ajustadas por su porcentaje de participación.

La mayor parte de los activos correspondientes al segmento promotor están orientados a viviendas residenciales (75% del GAV, estando el resto destinado al terciario). A cierre del 1T2024, teniendo presente datos obtenidos por el método proporcional que incorpora JVs, el grupo mantiene unas elevadas cifras de obras en curso (€137,7m que representan el 59,6% de las existencias), alcanzándose niveles de actividad en máximos históricos para Insur. Esto es reflejo del 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 mayor envergadura como ya se ha mencionado anteriormente. 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 JV había desarrollado 15 promociones (con un total de 1.002 viviendas), siendo en esa fecha fusionada al 100% con la promotora de Grupo Insur, ii) el de Aljarafe en Tomares (Sevilla) donde se construirán 464 viviendas plurifamiliares, iii) edificio Ágora con obras iniciadas en el 1T2023 (9.500 m2 de oficinas y 180 plazas de aparcamiento) e inversión prevista de €37m, y edificio Noa con obras iniciadas en el 1T2024 (10.900 m2 de oficinas y 328 plazas de aparcamiento) e inversión prevista de €37m, ambos en Málaga capital, iv) proyecto hotelero en Tarifa (Cádiz) con 30.000 m2 edificables e inversión prevista de €85m, v) Edificio Élever en Las Tablas (Madrid) para la construcción de un edificio de oficinas (9.000m2, obras iniciadas en el 4T2023) con inversión prevista de €39m, y vi) campus empresarial en Valdebebas (Madrid) con 36.500 m2 para diversos usos (actualmente en comercialización) e inversión prevista de €95m.

Considerando la cartera de promociones en desarrollo (1.971 viviendas) y la cartera de suelos u opcionadas (1.846 viviendas potenciales) a cierre del 1T2024, 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, que se ha visto impactado por la fuerte subida de tipos de interés. Este aspecto deberá vigilarse en próximos meses, para terminar de confirmar esa potencial tendencia decreciente en los tipos de interés que podría favorecer al sector.

Accionariado, Gestión y Política Financiera

El accionariado de Insur ha presentado una estructura estable en términos generales durante los últimos años, siendo controlada de forma mayoritaria por la familia Pumar (32,3% a cierre de 2023), tanto a través de participaciones directas como indirectas (tal como la reflejada en Inversiones Agrícolas Industriales y Comerciales, S.L.). Todo esto, unido a la presencia también de una participación importante en el accionariado por parte de algunos miembros del Consejo de Administración, refleja el compromiso general en el favorable desarrollo y consecución de los objetivos estratégicos del grupo. Además, desde 2022, se ha producido la entrada de un nuevo accionista inversor, Herculianz que está incrementando su participación desde entonces hasta la actualidad (7,46%). Por otro lado, la condición de compañía cotizada en el mercado continuo, proporciona una mayor capacidad de acceso a recursos a través del mercado de capitales (siempre y cuando las condiciones particulares de la compañía se consideren favorables),

aspecto que se valora positivamente por parte de la Agencia de Rating ya que potenciales inyecciones de capital podrían ser realizadas para apoyar al grupo en caso de ser necesario.

Estructura accionarial Insur				
Miembro (participación superior al 3%)	2021	2022	2023	Tras JGA-'24
Inversiones Agrícolas Industriales y Comerciales, S.L.	7,42%	7,42%	7,42%	7,42%
Increcisa, S.L.	8,74%	8,74%	8,74%	8,74%
Hercalianz, S.L.	-	6,71%	7,32%	7,46%
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%	5,03%	5,00%	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%
D. Fernando Pumar López ⁽¹⁾	3,01%	3,02%	3,20%	3,06%
Otros acc. significativos y/o vinculados al Consejo ⁽²⁾	20,67%	18,40%	17,62%	17,78%
Autocartera	0,45%	0,51%	1,19%	1,28%
Free float	35,12%	30,57%	29,92%	29,65%
TOTAL	100%	100%	100%	100%

⁽¹⁾ Consejero hasta JGA de 2024, y ⁽²⁾ Incluye el resto de los consejeros (todos excepto Increcisa, Bon Natura y D. Fernando Pumar López) y los familiares de consejeros que los apoyan/nombran.

La presencia de la familia Pumar en el proceso de toma de decisiones se traslada al órgano de gestión, materializado 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 2024) y Director General, respectivamente.

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. Este 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. Además, para próximos años la compañía continuará desarrollando estas líneas de acción, planteándose en la actualidad la posibilidad de realizar *joint ventures* con más socios, aspecto que conllevaría una diversificación de riesgos, menor participación en las sociedades creadas (en torno al 35-40%), y unas menores necesidades de financiación.

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 desarrollando en la actualidad (más detalle en "*subapartado 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 adecuadas certificaciones energéticas en promoción residencial (a cierre de 2023, el 31% tiene calificación 'A' y el 69% restante calificación 'B') y LEED, BREEAM Very Good y WELL oro en promoción terciaria. Además, Grupo Insur presenta una favorable valoración en términos de ESG, equilibrada en sus tres vertientes, aspecto que impacta positivamente en el rating (+1 notch en la vertiente financiera).

El crecimiento del grupo 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 el grupo (€50m que serán renovados nuevamente en julio de 2024) como la emisión de bonos *secured* (€30m) realizada en diciembre de 2021 en el MARF. Además, una potencial ampliación de capital se encuentra en un escenario de estudio durante la vigencia del plan si las circunstancias (precio y valoración de la compañía) favorecen a la misma.

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 de 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.

Resultados y Rentabilidad

Rentabilidad (NIIF). Miles de €.					
	FY21	FY22	FY23	22vs21	23vs22
Facturación	105.403	116.530	138.210	10,6%	18,6%
Mg Bruto	31,4%	27,4%	30,1%	-3,9pp	2,7pp
EBITDA	24.305	22.345	30.483	-8,1%	36,4%
Mg EBITDA ⁽¹⁾	23,1%	19,2%	22,1%	-3,9pp	2,9pp
EBITDA recurrente ⁽¹⁾	20.552	20.298	21.582	-1,2%	6,3%
Mg EBITDA recurrente ⁽¹⁾	19,5%	17,4%	15,6%	-2,1pp	-1,8pp
EBIT ⁽²⁾	20.074	21.209	22.757	5,7%	7,3%
Mg EBIT ⁽²⁾	19,0%	18,2%	16,5%	-0,8pp	-1,7pp
Gastos Financieros	-6.080	-8.047	-10.621	-32,4%	-32,0%
EBT ⁽²⁾	14.973	16.404	15.337	9,6%	-6,5%

⁽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⁾ 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).

Partiendo de cifras bajo NIIF, en los últimos años Grupo Insur ha presentado una evolución positiva en el negocio que queda materializada en una facturación de €138,2m para 2023 (CAGR21-23 del 14,5%). El EBITDA recurrente se situó en €21,6m con un fuerte aumento en el rendimiento operativo que incorpora la venta de inversiones inmobiliarias (operativa típica del grupo bajo su política de rotación de activos no estratégicos) que alcanzó los €30,5m e impulsado por la venta de un edificio de oficinas y local comercial en Sevilla (+€8,9m de plusvalías obtenidas). Sin embargo, la fuerte subida de tipos de interés, con mayor impacto en el grupo para la segunda parte del ejercicio, provocó un acusado incremento de los gastos financieros (+32% incorporando ya el neteo por los gastos financieros capitalizados derivados de sus proyectos de promoción en curso), aspecto que penalizó el EBT en -6,5% YoY, si bien continuó en cifras positivas y elevadas (€15,3m).

Rentabilidad (proporcional). Miles de €.						
	2021	2022	2023	1T2024	22vs21	23vs22
Facturación	125.269	117.860	119.777	36.106	-5,9%	1,6%
Mg Bruto	33,9%	30,9%	36,3%	31,8%	-3,0pp	5,4pp
EBITDA	26.204	23.244	31.519	6.400	-11,3%	35,6%
Mg EBITDA ⁽¹⁾	20,9%	19,7%	26,3%	17,7%	-1,2pp	6,6pp
EBITDA recurrente ⁽¹⁾	22.451	21.197	22.618	6.200	-5,6%	6,7%
Mg EBITDA recurrente ⁽¹⁾	17,9%	18,0%	18,9%	17,2%	0,1pp	0,9pp
EBIT ⁽²⁾	21.921	22.090	23.793	5.300	0,8%	7,7%
Mg EBIT ⁽²⁾	17,5%	18,7%	19,9%	14,7%	1,2pp	1,1pp
Gastos Financieros	-5.990	-7.310	-9.931	-2.791	-22,0%	-35,9%
EBT ⁽²⁾	16.371	16.855	14.653	4.600	3,0%	-13,1%

⁽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⁾ 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).

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, a pesar de que durante 2023 no se pudieron entregar 54 viviendas en Madrid (€25m de ingresos en proporcional) por el retraso en la recepción de las obras de urbanización

del sector que afectó a dos promociones (ya en febrero de este año han comenzado a entregarse). En conjunto, los ingresos y EBITDA recurrente de Insur alcanzaron los €119,8m y €22,6m respectivamente, con una cifra de entregas que se situó en 309 viviendas (384 en 2022) y un precio medio de venta de €262,1k, aunque muy influenciado por una promoción de precio más asequible entregada durante el ejercicio (€154k), que excluyéndola, habría elevado el mismo a €290,8k (€269,4k en 2022). Esto permitió mantener unos márgenes EBITDA recurrente y EBIT positivos y elevados del 18,9% y 19,9% (+0,9pp y +1,1pp YoY) respectivamente. Adicionalmente, cabe mencionar dos aspectos importantes que impactan en las cifras del grupo: i) el EBITDA de 2022 y 2023 incorpora el beneficio de las existencias e inversiones inmobiliarias entregadas tras la toma de control de DMS (16/06/2022), ascendiendo a €6m y 2,8m respectivamente, y ii) durante el 2023, el grupo compensó la caída de los ingresos de promoción (afectados por los retrasos de dos promociones ya descrito anteriormente) con la venta de tres suelos en Sevilla por €12,8m.

Evolución preventas comerciales. Miles de €.

	2019	2020	2021	2022	2023	1T2024	1T24vs19
Sociedades Grupo Insur	43.014	23.281	18.553	101.235	70.028	75.096	74,6%
Negocios conjuntos y asociadas (*)	153.868	98.414	156.057	100.818	165.653	161.609	5,0%
TOTAL	196.882	121.695	174.610	202.053	235.681	236.705	20,2%

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

A nivel de preventas (reservas y contratos de venta sobre viviendas pendientes de entrega), tras el impacto de la pandemia, el grupo está presentado un favorable desempeño comercial, en línea al sector, que se materializa en cifras máximas de preventas para el cierre del 1T2024 (€236,7m con datos al 100% y €170,1m con datos ajustados por el % de participación en JVs). Además, en el 2T2024 y en base a datos internos facilitados por el *management* de Insur, el ritmo de preventas continúa la tendencia creciente durante este año (superior al 1T), aspecto que se valora positivamente y refleja visibilidad de ingresos para próximos ejercicios.

En cuanto al resto de áreas de negocio del grupo, construcción y gestión continúan la senda de crecimiento durante 2024 apoyados por los niveles de actividad de Insur (en máximos históricos), y en la vertiente patrimonial se reflejó un leve descenso de los ingresos y EBITDA del 2,3% y 1,3% respectivamente, consecuencia de la desinversión de activos durante el ejercicio que estaban arrendados. Esto forma parte de la estrategia del grupo para captar fondos que permita una mayor diversificación territorial en la vertiente patrimonial (posibilidad de adquirir en propiedad algunos de los activos de Madrid o Málaga que están desarrollándose en el segmento terciario).

En términos generales, desde EthiFinance Ratings valoramos favorablemente la evolución que está teniendo el grupo desde la última mitad de 2020 hasta 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). Se estima una generación de ingresos y resultados positivos para 2024 y 2025, fuertemente impulsados por todo el negocio promotor que está desarrollando el grupo tanto en el segmento residencial como terciario. De esta manera, a cierre del 1T2024, el grupo tiene una cobertura de preventas (% vendido sobre entregas estimadas) del 79,5% y 52,8% para 2024 y 2025 respectivamente, cifras que se valoran positivamente. Así mismo, el impacto de la carga financiera podría alcanzar su pico en el año actual, pudiendo suavizar dicho incremento si la evolución de los tipos de interés es positiva durante 2025 tal como se proyecta en la economía.

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 30,1% del total de las fuentes de financiación en 2023), conviene reseñar las plusvalías latentes que presenta el grupo derivado de las inversiones inmobiliarias e inmuebles de uso propio (€122,4m 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 39,2% 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 44% para el periodo 21-23. 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 CAGR21-23 del 5,3%), no obstante, continúa presentando un ratio PN/DFT algo reducido (57,8%; +4,8pp YoY). En cualquier caso, si consideramos las plusvalías que tiene el grupo en su cartera de activos, este ratio presentaría valores más sólidos superiores al 90%, valorándose positivamente por parte de la Agencia de Rating.

Insur cuenta con un grado de financiación sobre sus activos en valores estables para los dos últimos años, con un LTV (bajo la consideración de negocios conjuntos) que se sitúa en el 40,6% a cierre de 2023, cifra que se considera está en valores controlados en el sector.

Estructura de activo y financiación (NIIF). Miles de €.

	FY21	FY22	FY23	22vs21	23vs22
Total Activo	464.249	497.074	483.385	7,1%	-2,8%
Activo No Corriente	329.771	311.464	290.960	-5,6%	-6,6%
Activo Corriente	134.478	185.610	192.425	38,0%	3,7%
NOF	27.475	96.513	88.477	251,3%	-8,3%
Patrimonio Neto	131.513	140.455	145.728	6,8%	3,8%
Deuda Financiera Total	246.842	265.454	252.342	7,5%	-4,9%
Deuda Financiera Neta	194.348	229.553	221.106	18,1%	-3,7%
PN/DFT	53,3%	52,9%	57,8%	-0,4pp	4,8pp
DFN/EBITDA recurrente ⁽¹⁾	9,5x	11,3x	10,2x	1,9x	-1,1x
GAV	419.250	485.790	452.692	15,9%	-6,8%
GAV ⁽²⁾	522.935	584.384	593.012	11,8%	1,5%
LTV	46,4%	47,3%	48,8%	0,9pp	1,6pp
LTV ⁽²⁾	37,9%	40,5%	40,6%	2,7pp	0,0pp
EBITDA recurrente ⁽¹⁾ /Intereses	3,4x	2,5x	2,0x	-0,9x	-0,5x

⁽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).

A nivel de cobertura de intereses, el grupo presenta unos valores reducidos (2x en 2023), que han empeorado en los últimos años como consecuencia de la fuerte subida de tipos de interés. Para 2024-2025 se estima una mejora en este ratio favorecido por el incremento esperado para el EBITDA, aspecto que se valora positivamente ya que si la evolución del entorno acompaña con una bajada de tipos tal como se estima, también debería impactar favorablemente en la estructura del grupo.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €. (*)

Concepto	2021		2022		2023	
	NIIF	Proporcional	NIIF	Proporcional	NIIF	Proporcional
Deuda bancaria	227.814	245.731	241.123	257.273	217.807	256.284
Bono MARF dispuesto	0	0	12.706	12.706	22.293	22.293
Bono MARF sin disponer	29.585	29.585	15.969	15.969	5.832	5.836
Pagarés MARF	17.491	17.564	10.359	10.359	11.135	11.135
DFT (Insur)	274.890	292.880	280.157	296.307	257.067	295.548
NIIF 16 (+)	425	425	438	438	279	279
Proveedores por compras de suelo (+)	1.112	1.112	828	828	828	828
Bono Marf sin disponer (-)	-29.585	-29.585	-15.969	-15.969	-5.832	-5.836
DFT (EthiFinance Ratings)	246.842	264.832	265.454	281.604	252.342	290.819
Cash (-)	-49.844	-64.932	-32.901	-39.195	-29.264	-45.388
Imposiciones pignoradas en garantía obligaciones financieras (-)	-2.650	-2.650	-3.000	-3.000	-1.972	-1.972
Saldo sin disponer cuenta escrow Bono Marf (-)	-30.000	-30.000	-17.150	-17.150	-7.707	-7.707
DFN (Insur)	192.396	195.298	227.106	236.962	218.124	240.481
Saldo sin disponer cuenta escrow Bono Marf (+)	30.000	30.000	17.150	17.150	7.707	7.707
DFN (EthiFinance Ratings)	194.348	197.250	229.553	239.409	221.106	243.459
EBITDA recurrente	20.552	22.451	20.298	21.197	21.582	22.618
DFN/EBITDA recurrente (Insur)	9,4x	8,7x	11,2x	11,2x	10,1x	10,6x
DFN/EBITDA recurrente (EthiFinance Ratings)	9,5x	8,8x	11,3x	11,3x	10,2x	10,8x

(*) A diferencia del criterio seguido por Grupo Insur, desde EthiFinance Ratings no consideramos como deuda financiera ni caja la parte del bono emitido en el MARF sin disponer.

Si bien se observa un descenso de la deuda financiera bajo consideración de las NIIF (-4,9% YoY), conviene realizar el análisis (dado su mayor ajuste a la realidad del grupo) partiendo de cifras bajo método proporcional. En este sentido, se observó un incremento del 3,3% para el último año, todo ello a pesar de las fuertes inversiones realizadas por el grupo, que ascendieron a €94,8m (compra de suelo por €13,5m, capex de mantenimiento y adecuación por €4m y ejecución de obras por €77,3m). Así, 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) continuó presentando 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.

A cierre del 1T2024, partiendo de la estructura financiera presentada tras la financiación sindicada (julio 2019) así como resto de préstamos para el desarrollo promotor (concentran en torno al 77% de la deuda financiera), el grupo presenta una favorable diversificación en el mercado de capitales, con un programa de pagarés en el MARF (€50m) que será renovado hasta julio de 2025 y bonos emitidos también en el MARF por importe de €30m (consumidos en €22,3m). Además, cabe mencionar que en el corto plazo dispone de instrumentos de financiación corriente como pólizas de crédito, confirming o pagarés (agrupan en torno al 16% del total deuda financiera) que entendemos serán renovados anualmente ya que el grupo presenta un buen perfil financiero. Se destaca positivamente la composición del endeudamiento, cuyo perfil de deuda se orienta en gran medida hacia el largo plazo (desde 2026 en adelante se concentra el 83,3% del total de la deuda financiera).

Desde EthiFinance Ratings estimamos que la compañía podría alcanzar su pico de deuda financiera durante el año actual, correspondiéndose con el ejercicio que debería materializarse un mayor número de entregas así como el próximo año, aspecto que podría equilibrar en mayor medida los niveles de apalancamiento de Insur.

Generación de Caja y Liquidez

Cash Flow (NIIF). Miles de €.					
	FY21	FY22	FY23	22vs21	23vs22
EBT	14.973	16.404	15.337	9,6%	-6,5%
+/- ajustes de resultado	1.888	-273	13.337	-114,5%	4985,3%
+/- otros flujos de explotación	-8.324	-11.145	-15.284	-33,9%	-37,1%
Funds From Operations	8.537	4.986	13.390	-41,6%	168,6%
+/- variación WK	17.416	-4.939	3.077	-128,4%	162,3%
Cash Flow Operativo	25.953	47	16.467	-99,8%	34936,2%
Cash Flow Inversión	-44.558	3.771	10.064	108,5%	166,9%
Cash Flow Libre	-18.605	3.818	26.531	120,5%	594,9%
+/- variación patrimonio	-14	-510	-540	-3542,9%	-5,9%
- Dividendos	-6.917	-5.700	-6.031	17,6%	-5,8%
Cash Flow Final Generado Internamente	-25.536	-2.392	19.960	90,6%	934,4%
+/- variación de deuda	31.013	-14.551	-23.597	-146,9%	-62,2%
+/- variación por tipo de cambio	0	0	0	-	-
Variación de caja final	5.477	-16.943	-3.637	-409,3%	78,5%
Caja inicial	44.367	49.844	32.901	12,3%	-34,0%
Caja final	49.844	32.901	29.264	-34,0%	-11,1%

A cierre del primer trimestre de 2024 (partiendo de cifras por proporcional), Grupo Insur presenta unos niveles de liquidez positivos, ya que dispone de un elevado *cash* (€48,7m), perspectivas positivas de generación de caja operativa para 2024 y 2025, así como amplias líneas disponibles entre pólizas de crédito, posibilidad de emitir pagarés en el MARF, parte del bono emitido en el MARF sin disponer, y certificaciones de obra además de subrogaciones (más de €180m). Por el lado de los compromisos, el grupo presenta obligaciones financieras para 2024 y 2025 en torno a €20,1m y €24,2m respectivamente (incluye préstamos, NIIF 16 y compras de suelo aplazadas), *capex* de mantenimiento para su actividad que se sitúa en torno a los €16m promedio anual para el año en curso y siguiente (tanto para el área patrimonial como promotora con nuevos suelos) y continuación en la política de reparto de dividendos. En conjunto, Insur presenta una adecuada capacidad para hacer frente a estas obligaciones en los próximos dos años, todo ello bajo el mantenimiento del adecuado desarrollo de su actividad y negocio.

Por otro lado, debe tenerse en consideración el peso de las existencias dentro de la inversión corriente (70% en 2023), característico del sector donde desarrolla Insur la actividad y que, además, se están incrementado en los últimos años 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 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.

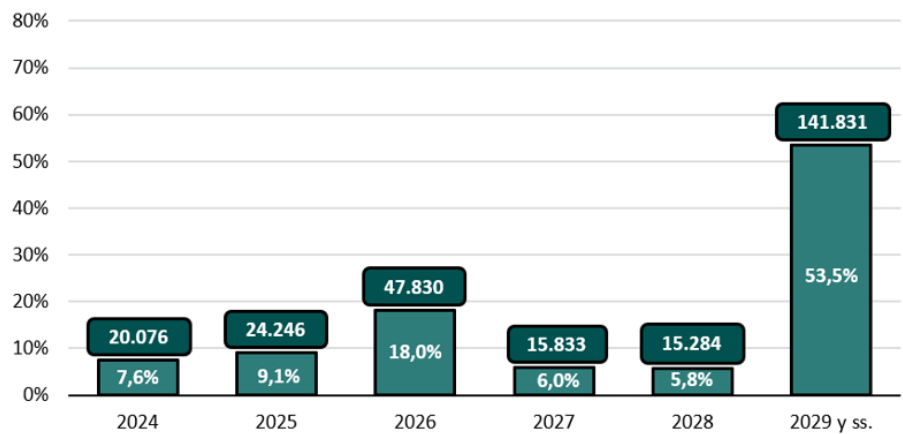
En cuanto al análisis del *cash flow*, el grupo ha presentado una variación positiva en la generación de fondos con su actividad (FFO) que ha alcanzado los €13,4m, conducidos por la positiva evolución de su negocio. Además, estas cifras tendrían un mayor impulso con la consideración de la actividad de 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 de Rating, se considera un factor importante la continuación de esta tendencia positiva en 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 sigan presentando.

Esta caja operativa generada, junto a otros fondos obtenidos como los derivados de las desinversiones de activos realizadas en el último año (edificio de oficinas y local comercial vendidos en Sevilla), han propiciado que el grupo presente un *cash flow* libre de €26,5m en 2023. Esta cifra ha sostenido el reparto de dividendos de Insur (€6m) así como la mayor parte de la amortización neta de deuda financiera realizada en el último ejercicio (€23,6m), principalmente relacionada con el pago de préstamos bancarios. Consecuencia de estas importantes salidas de caja, Insur redujo su *cash* final en €3,6m para 2023.

Atendiendo al calendario de la deuda a cierre del 1T2024 (bajo análisis por proporcional), se muestra estable para 2024 y 2025 en torno a los €20-€24m anuales. No obstante, el grupo presenta una mayor concentración en 2026 que asciende a €47,8m (18% del total deuda financiera), cifra que está sostenida además de por préstamos bancarios, por el importe del bono emitido en el MARF. Consideramos que el pico de entregas que tendrá el grupo en 2024, 2025 y parte de 2026, apoyará hacia una importante generación de fondos que debería permitir atender, a priori, todos estos compromisos. Para el resto de los años, los vencimientos son más reducidos, estando el pico reflejado en 2029 con la obligación de atender su financiación sindicada entre otras.

Calendario vencimientos deuda financiera (proporcional, 1T2024). Miles de €. (*)



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

Perfil de emisión

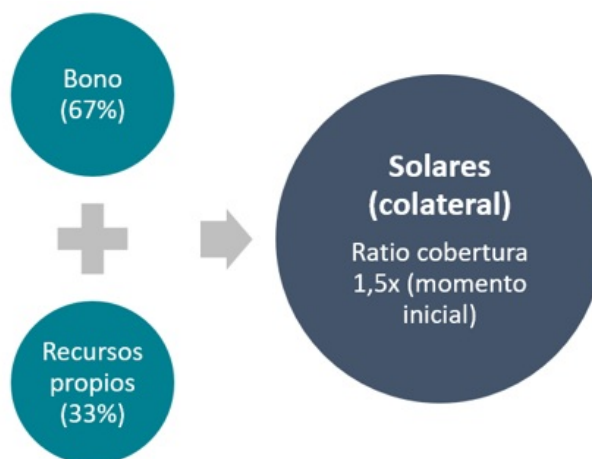
Estructura legal y características del bono

Grupo Insur emitió en diciembre de 2021 un bono que le ha permitido dotarse de mayores fondos con el objetivo de impulsar su actividad operativa. Se trata de un bono *secured* por importe de €30m, con vencimiento tipo bullet en 5 años (diciembre de 2026) y un tipo de interés fijo del 4%. El mercado de destino ha sido el MARF (España), bajo el marco normativo de la Ley Española. Adicionalmente se destaca que, aunque el emisor es Insur Promoción Integral (IPI), directamente se sitúa como garante, Inmobiliaria del Sur, S.A., que representa en su conjunto a todo el Grupo Insur (por tanto, se estaría teniendo en cuenta como garantías en una situación de mayor estrés, los activos y negocio completo del grupo en todas sus vertientes, promotora, patrimonial y construcción), siendo el punto de partida para la valoración del bono, el propio rating corporativo de Grupo Insur.

Términos y condiciones emisión	
Emisor	Insur Promoción Integral, S.L.U.
Garante	Inmobiliaria del Sur, S.A.
Instrumento	Bono <i>Senior Secured</i>
Fecha de emisión	10/12/2021
Tamaño	€30m
Vencimiento	10/12/2026
Tipo de Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía	Terrenos y solares
Yield	4%
Covenants	Límite endeudamiento y cobertura
Finalidad	Uso residencial o terciario
Mercado	MARF (España)
Legislación	Ley Española

La financiación obtenida a través del bono está siendo destinada para la adquisición de solares que permitan seguir aprovechando las oportunidades de crecimiento en el segmento de promoción, pudiendo emplearse para: i) uso residencial en capitales de provincia para primera residencia o en áreas metropolitanas donde la compañía viene desarrollando la actividad, estas son, Sevilla, Madrid y Málaga, y ii) uso terciario limitado solo a las capitales de Sevilla, Madrid y Málaga.

Desglose financiación colateral (momento inicial)



El objetivo inicial es adquirir en torno a 4-6 solares para los cuales se destaca que se emplearán tanto recursos propios de la compañía como la propia financiación dispuesta a través del bono, manteniendo un "ratio de cobertura del

importe invertido/consumo del bono" de 1,5x, es decir, partiendo del precio total que pueda presentar un solar, 2/3 del mismo se financiará con los fondos provenientes del bono y el 1/3 restante a través de recursos propios del emisor, Insur Promoción Integral (IPI). A cierre de 2023, se habían adquirido cuatro parcelas mediante los fondos del bono, una para uso terciario (Las Tablas, Madrid), y tres para uso residencial (Sevilla), estando en la actualidad (julio-24) pendientes de invertir en torno a unos €5,8m.

Tal como se ha indicado, la emisión del bono cuenta con garantías por parte de Insur, así como con hipoteca sobre los solares adquiridos. Para ello, y en función del momento temporal en que se encuentre el desarrollo de la promoción y las partes que operen en la misma, se presentan las siguientes garantías y *covenants* específicos de la operación (a continuación, se muestra un barrido desde el momento temporal inicial hasta el final de la promoción):

- **Antes de la inversión en los solares.** Los fondos procedentes del bono se mantendrán en una cuenta *escrow* hasta que se presente la propia oportunidad de compra de un nuevo suelo.
- **Adquisición del solar.** En el momento que se produzca la compra de un solar para el desarrollo de una promoción, ya sea residencial o terciaria, se establecerá como garantía primera hipoteca sobre el activo o suelo adquirido con los fondos del propio bono. Al establecer un ratio de cobertura de 1,5x, la operación estará garantizada al 100% en el momento de la compra del solar.
- **Disposición de préstamo hipotecario promotor.** Una vez el proyecto cuente con las licencias para la construcción y con la comercialización necesaria para que una entidad bancaria financie la promoción, se realizará una posposición del rango de la hipoteca a favor del bonista (2º rango) en favor de la garantía hipotecaria que tendrá la entidad financiera (1º rango). En este sentido, es importante destacar que una vez se produce la entrada de la financiación bancaria en el proyecto, se asume, a priori, que el valor del solar es superior al del momento de compra, ya que el riesgo de ejecutar la promoción se habría minimizado como consecuencia de la comercialización realizada (con unos niveles mínimos de preventas alcanzados y exigidos por la entidad financiera) y de la reducción del plazo temporal para hacer líquido el propio activo.
- **Covenants específicos de la operación.** Con el objetivo de que la garantía de los bonistas no se vea mermada cuando se produce la posposición al 2º rango de la hipoteca, se realizarán valoraciones RICS (tasadora independiente) con periodicidad semestral para verificar que la valoración del activo cumple las siguientes condiciones:
 - Previo a la formalización del préstamo hipotecario promotor → $GAV/Importe\ invertido\ del\ bono \geq 1,5x$.
 - En la formalización del préstamo hipotecario promotor (y previo a disposición) → $GAV/Importe\ invertido\ del\ bono \geq 1,65x$.
 - A los 12 meses de la formalización del préstamo hipotecario promotor → $(GAV - Importe\ dispuesto\ préstamo\ hipotecario\ promotor) / Importe\ invertido\ del\ bono \geq 1,85x$.
 - A los 24 meses de la formalización del préstamo hipotecario promotor: $(GAV - Importe\ dispuesto\ préstamo\ hipotecario\ promotor) / Importe\ invertido\ del\ bono \geq 2,05x$.

Ahora bien, es importante destacar un aspecto que se presenta con frecuencia en los proyectos de promoción, y por tanto en los desarrollados por Grupo Insur. Partiendo de las condiciones iniciales de la compra del solar con el ratio de cobertura 1,5x, una vez la entidad bancaria proceda a financiar el proyecto por el favorable transcurso del mismo, ésta podría financiar también parte del suelo ya comprado inicialmente por Insur con el bono y recursos propios. En los casos donde se refleje tal casuística, supondrá una minoración de la financiación del bono por la entrada de caja con el préstamo promotor bancario recibido para un suelo que ya estaba financiado completamente en el momento inicial. En estos casos, los importes que se liberen del bono volverían a ingresarse en la cuenta *escrow* y/o bien se invertirían en un nuevo solar que contaría con los siguientes *covenants* específicos (partimos de que estos nuevos importes que se invertirían ya estarían garantizados con la anterior promoción desarrollada).

- Previo a la formalización del préstamo hipotecario promotor → $GAV/Importe\ invertido\ del\ bono \geq 1,5x$.
- A los 12 meses de la formalización del préstamo hipotecario promotor → $(GAV - Importe\ dispuesto\ préstamo\ hipotecario + Importe\ del\ bono\ en\ caja\ o\ invertido\ en\ segundo\ activo) / (Importe\ invertido\ del\ bono + Importe\ del\ bono\ en\ caja\ o\ invertido\ en\ segundo\ activo) \geq 1,85x$.
- A los 24 meses de la formalización del préstamo hipotecario promotor → $(GAV - Importe\ dispuesto\ préstamo\ hipotecario + Importe\ del\ bono\ en\ caja\ o\ invertido\ en\ segundo\ activo) / (Importe\ invertido\ del\ bono + Importe\ del\ bono\ en\ caja\ o\ invertido\ en\ segundo\ activo) \geq 2,05x$.

Adicionalmente a esto, y para dotar de un mayor *confort* a la operación, se han establecido dos *covenants* adicionales y generales durante la vigencia del bono, a nivel consolidado y bajo la incorporación de los negocios conjuntos ajustados por su porcentaje de participación (JVs) mediante el método de integración proporcional, teniendo que ser el: i) $LTV \leq 45\%$ y ii) ratio de cobertura de intereses (EBITDA/Gastos financieros) $\geq 2x$. A cierre de 2023, estos *covenants* presentaban adecuadas cifras cumpliéndose los límites establecidos (en base al informe de procedimientos realizado por Deloitte).

De esta forma, Grupo Insur podría dar una mayor rotación y empleo a los fondos provenientes del bono, todo ello bajo una estructura adecuada de *covenants* tanto para el mantenimiento de las garantías de la operación con la hipoteca formalizada (ya sea de primer o segundo rango), como a nivel general con el fin de asegurar una favorable estructura económico-financiera para la compañía.

Desde EthiFinance Ratings valoramos favorablemente la estructura de la operación del bono, entendiendo que el período de mayor volatilidad para este tipo de proyectos se presentaría en el momento de la compra del solar y previo a la entrada de la entidad financiera con el préstamo promotor, disponiendo en estos casos de un ratio de cobertura de 1,5x que garantizarían el valor del bono con el propio activo adquirido. Además, y a pesar de la posposición al segundo rango en la hipoteca tras la entrada del préstamo promotor bancario, consideramos que este aspecto refleja, entre otros, la buena marcha del proyecto, ya que la entidad financiera habría asegurado la viabilidad del mismo y un nivel mínimo de comercialización. Por tanto, la volatilidad de la promoción debería disminuir en condiciones normales respecto al momento inicial de la compra.

Análisis de recuperación

Al objeto de analizar en mayor profundidad las perspectivas de recobro del bono y de los demás potenciales acreedores de la empresa, se establece un hipotético escenario de *default*, estresando para ello las previsiones del grupo en los próximos ejercicios:

Valoración del recobro bajo un escenario de estrés. Miles de €.			
Principales Asunciones		Waterfall simplificado	
Año del <i>Default</i>	2026	Valoración bruta de la compañía en 2026e	354.568
2023 Ingresos	119.777	Gastos administrativos	7.091
2023 EBITDA	22.618	Valoración neta de la compañía	347.476
2026 Ingresos <i>Default</i>	161.331	<i>Priority claims</i>	27.798
2026 EBITDA <i>Default</i>	30.564	Masa disponible para acreedores	319.678
2026 Caja	-13.602	<i>Deuda financiera (1º rango)</i>	259.697
		<i>Deuda financiera (2º rango)</i>	64.719
Tasa de recobro			98,5%

Las principales asunciones contempladas para que las magnitudes de Grupo Insur muestren una situación de estrés acorde con un hipotético *default*, son las siguientes:

- Cifra de negocio. En función del segmento tratado se aplican unas consideraciones específicas, siendo el impacto general para el periodo 2024- 2026 respecto a la facturación acumulada y proyectada inicialmente del -18%. En este sentido se destaca: i) la reducción contemplada en las entregas de viviendas para 2025 y 2026 (en conjunto un 14% menos en volumen para el acumulado de estos dos años) habiendo asumido el coste de todo el desarrollo, ii) la imposibilidad de vender varios edificios terciarios (actualmente en desarrollo) en Málaga (2) y Madrid (1) con la deuda asociada y costes, sin generar rentas, y iii) no realizar la venta estimada de suelos para 2024 por un precio total de €15,9m.
- Ante esto, se reflejaría una reducción del EBITDA y EBT del 35,9% y 85,4% para el año 2026 (respecto a las proyecciones iniciales).
- No se tienen en cuenta posibilidad de realizar ampliaciones de capital por parte del grupo.
- Eliminación de los dividendos pagados en 2026 (año del *default*) correspondientes al ejercicio previo.
- El programa de pagarés no se renueva en 2026.
- La política de rotación de activos (característica del grupo) no se aplica desde 2025 en adelante, por tanto, no se producen entrada de fondos por la venta propia de activos en el área patrimonial.

La interrelación de estos supuestos daría la entrada de una situación de *default* a finales de 2026, ante la presentación de unos niveles de tesorería negativos, una posición de liquidez insuficiente (sin posibilidad de acceso a nuevas fuentes de financiación externas debido a su deteriorada situación y la elevada deuda ya presentada) para hacer frente a las principales obligaciones que tendría en tal ejercicio. Ante esta situación, la compañía presentaría como garantía los activos adquiridos con la financiación del bono, pudiendo presentar unas tasas de descuento que variarían en función de un hipotético escenario de ejecución de la hipoteca, todo ello partiendo principalmente de la fase en la que se encuentre la promoción. Desde EthiFinance Ratings se han considerado descuentos sobre análisis realizados con los valores de un potencial activo (en base a la calidad de este y su maduración) que han alcanzado el 35%. Aun teniendo presente estas tasas de descuento que se aplicarían principalmente en caso de una ejecución hipotecaria y necesidad de acudir a subasta, la financiación del bono estaría, a priori, garantizada al completo o en su mayor parte, con el propio valor del activo.

Por otro lado, si bien la estructura de deuda presentada por el grupo refleja un volumen importante de préstamos hipotecarios sobre las inversiones inmobiliarias, también dispone a cierre de 2023 de inmuebles para arrendamiento y uso propio libres de cargas y gravámenes que ascienden a €24,4m (valor razonable) y que representan el 7,5% del total. Además, el grupo presenta unas plusvalías latentes sobre sus activos en las inversiones inmobiliarias (reflejadas en balance a coste contable) de €122,4m. Desde EthiFinance Ratings y bajo este escenario de mayor estrés, también se valora positivamente la diversificación que muestra Insur en su actividad, tanto promotora como patrimonialista,

siendo destacable esta última área patrimonial, ya que la venta de activos (en zonas *prime*) se podría situar como otra alternativa que le permitiría obtener fondos para reestructurar el negocio.

En cualquier caso, y ante una hipotética situación en la que el bono no fuese cubierto en su totalidad por la propia venta del activo garantizado, se ha realizado una valoración del grupo por el método *Discrete Asset Valuation (DAV)* con un mayor ajuste de los activos presentados en la hipotética situación de *default* (en total se realiza una minoración adicional del activo de un 33% aunque ascendería al 46% teniendo en cuenta las plusvalías que presenta el grupo en sus inversiones inmobiliarias a cierre del 2023), obteniendo una valoración neta del grupo (tras descontar gastos administrativos) de €347,5m. Una vez descontados los *priority claims*, la masa disponible para acreedores (€319,7m) se situaría en línea a la deuda financiera total del grupo incluyendo el propio vencimiento del bono (€324,4m), reflejándose por tanto, una tasa de recobro superior al 98%, valorándose muy positivamente por parte de la Agencia de Rating.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - Long Term : https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3_Corporate%20Methodology_2023-10-06.pdf
 - Corporate Rating Methodology - Instruments : https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_127_V2.Corporate_Rating_Methodology_Instruments.pdf
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or

reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid