



ISSUE RATING
Senior Secured Corporate Bond

Emisión: € 30.000.000
Cupón: 4%
Amortización: Bullet



ISSUER RATING
Long-term Rating

Fecha de primer rating: 21/10/2021

Fecha de revisión: 10/07/2023

Contactos

Associate Director

Javier López Sánchez
javier.lopez@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action y rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de la emisión de bonos de Grupo Insur en "BBB-".
- El emisor es Insur Promoción Integral, S.L.U. (B91416438) siendo el garante Inmobiliaria del Sur, S.A. (A41002205).
- El rating de Grupo Insur se basa en un sólido perfil de negocio con su actividad, generando unos recurrentes beneficios operativos y finales, así como contando con un calendario de vencimientos más concentrado en el largo plazo. No obstante, el rating se encuentra limitado por los mayores niveles de deuda financiera del grupo que penalizan ratios como el DFN/EBITDA, FFO/DFN o cobertura de intereses, siendo necesario un mayor avance y control en el corto y medio plazo, ya que, en caso contrario, la calificación podría verse penalizada. Además, concentra el negocio en el mercado nacional con mayor peso en Sevilla, siendo deseable una mayor diversificación (uno de sus principales *drivers* de crecimiento en la actualidad) y que podría reforzar su posicionamiento en el mercado, más limitado en comparación a otros grandes *players* (GAV e ingresos).
- En línea con nuestra nueva metodología, el sector '*real estate*' presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector *heatmap* entre 3 y 3,5) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor. Por otro lado, las políticas ESG de la compañía se consideran neutras a nivel de calificación (ESG score de la compañía entre 1 y 4), resultando en un rating que no se ve impactado por estos factores.
- Desde EthiFinance Ratings se ha dispuesto (por parte de Insur) de proyecciones financieras con amplio detalle para el análisis y valoración, aunque no se reflejan en el informe a petición de la compañía. Este rating se encuentra condicionado al cumplimiento de los datos estimados por el grupo para el año en curso y próximos.

Descripción

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

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

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

se ha reflejado ya un descenso en el número de compraventas de nueva vivienda del 4% respecto al mismo periodo del 2022). En cualquier caso, el segmento de nueva vivienda residencial presenta una limitada oferta en relación a la demanda estructural latente en el mercado (para el periodo 2023-2027 se estima un promedio anual de 100k visados de obra nueva *versus* una creación de hogares superior a los 200k) que mitigan parcialmente estas condiciones sectoriales adversas. En cuanto al área patrimonial, también se ha reflejado una recuperación por el avance hacia un escenario pospandemia, y donde se destaca que las subidas del IPC se están trasladando en cierta parte a las rentas de los activos.

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

Posicionamiento competitivo

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

Gobierno corporativo

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

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

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento

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

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

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

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

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

Solvencia

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

Modificadores

Factores ESG

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

Riesgo país

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

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras (NIIF). Miles de €.

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

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

Perfil de emisión

- Emisión de bonos realizada en el MARF (diciembre de 2021) que dispone de garantías para cubrir la deuda emitida. Ante el crecimiento del negocio promotor desde 2021, Grupo Insur 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 consumir en la actualidad €7,7m, 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.

Análisis de sensibilidad

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

- Factores positivos (↑).**

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

- Factores negativos (↓).**

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

Credit Rating

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

Información regulatoria

Fuentes de información

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

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

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

Información adicional

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

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Observación

Fecha de primer rating: 21/10/2021

Fecha de revisión: 10/07/2023

Contactos

Associate Director

Javier López Sánchez

javier.lopez@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating action y rationale

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

Descripción

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

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

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

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

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

Posicionamiento competitivo

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

Gobierno corporativo

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

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

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento

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

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

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

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

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

Solvencia

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

Modificadores

Factores ESG

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

Riesgo país

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

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras (NIIF). Miles de €.

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

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

Análisis de sensibilidad

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

- Factores positivos (↑).**

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

- Factores negativos (↓).**

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

Credit Rating

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

Información regulatoria

Fuentes de información

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

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

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

Información adicional

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

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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