

ISSUER RATING  
LongTermOUTLOOK  
StableInitiation date 08/07/2026  
Rating Date 08/07/2026

## Contacts

### Lead analyst

Javier López Sánchez  
javier.lopez@ethifinance.com

### Committee chair

Antonio Madera Del Pozo  
antonio.madera@ethifinance.com

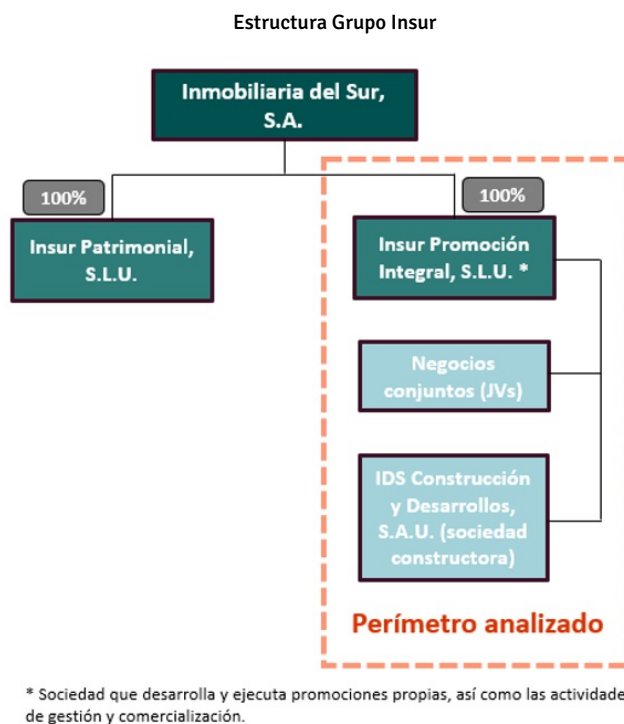
## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings inicia el rating a largo plazo de Insur Promoción Integral y asigna por primera vez el rating de “BB” con tendencia Estable.
- Insur Promoción Integral (IPI) concentra la actividad promotora y constructora de Grupo Insur, desarrollando promociones residenciales y terciarias mediante un modelo integrado que abarca el desarrollo, construcción y comercialización de proyectos inmobiliarios.
- La calificación de IPI está apoyada por varios factores entre los que destacan: i) el subgrupo opera en el sector promotor residencial y terciario, que actualmente presenta una sólida demanda, una oferta limitada de vivienda nueva y favorables niveles de rentabilidad; ii) modelo de negocio integrado que combina las actividades de promoción, construcción y prestación de servicios de gestión y comercialización proporcionados a las *Joint Ventures (JVs)*, favoreciendo la capacidad de ejecución y el control del proceso constructivo; iii) pertenencia a Grupo Insur, grupo cotizado que cuenta con un accionariado estable, destacando la presencia de la familia Pumar, la incorporación de socios de referencia, incluidos *family offices*, en el desarrollo de proyectos, y un *management* con amplio conocimiento y experiencia en el sector (reforzado en mayo de 2026 con la incorporación de una nueva Directora General con una dilatada trayectoria en el sector inmobiliario); iv) recurrente generación de beneficios operativos y finales, junto con una cartera de preventas que presenta un adecuado nivel de cobertura en el corto y medio plazo; v) positiva valoración de las políticas ESG implementadas por Grupo Insur, aplicables igualmente a IPI como sociedad integrada al 100% en el grupo general; y vi) elevada integración operativa y estratégica dentro de Grupo Insur (calificado en BB+ con Tendencia Estable por EthiFinance Ratings; 06/07/2026), al constituir el vehículo mediante el que se desarrolla la actividad promotora y constructora del grupo. Este aspecto refuerza su perfil crediticio dada la importancia de esta actividad para la estrategia y el posicionamiento competitivo del Grupo Insur.
- Por otra parte, el rating se encuentra limitado por el mantenimiento de unos niveles de apalancamiento que, si bien han mejorado notablemente en el último ejercicio, estimamos presentarán valores medios (para el ciclo de actividad considerado en el rating) aún relativamente elevados, con ratios DFN/EBITDA y FFO/DFN superiores a 3,3x e inferiores al 25%, respectivamente. Asimismo, el perfil financiero continúa condicionado por una cobertura de intereses que, pese a su mejora reciente, prevemos se mantendrá, en promedio, por debajo de 3x durante el ciclo promotor. Adicionalmente, la calificación de IPI se encuentra condicionada, desde la perspectiva del perfil de negocio, por una concentración de su actividad en el mercado nacional, con un mayor peso en Andalucía (en torno al 90% del GAV), siendo deseable una mayor diversificación geográfica (objetivo recogido en el Plan Estratégico 2026-2030) y actualmente en ejecución, así como por una escala operativa todavía más limitada en comparación con los principales operadores nacionales del sector promotor.
- La tendencia estable refleja la expectativa de que IPI continúe consolidando la favorable evolución operativa registrada durante los últimos ejercicios, manteniendo una adecuada capacidad de generación de resultados y caja, apoyada en el elevado nivel de preventas existente y en unas perspectivas favorables para el mercado residencial español, caracterizado por una sólida demanda y una oferta limitada de vivienda nueva. Asimismo, el subgrupo afronta una nueva fase de crecimiento asociada al desarrollo de nuevas promociones, que previsiblemente conllevará un incremento de las necesidades de financiación y una moderación temporal de determinadas métricas crediticias durante el periodo inversor. No obstante, estimamos que dicha evolución será coherente con la naturaleza del negocio promotor y debería verse progresivamente compensada por el incremento previsto de las entregas y la generación de resultados en los próximos ejercicios, permitiendo consolidar el posicionamiento competitivo y el perfil crediticio de IPI.
- En línea con nuestra nueva metodología, el sector *‘real estate’* presenta un riesgo medio en términos de ESG (puntuación en el *heatmap* del sector entre 3,0 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 otra parte, en cuanto a las políticas ESG desarrolladas por Grupo Insur (donde está integrada completamente IPI), se consideran positivas con un score ESG situado en el tramo [0,1], resultando en una calificación del perfil financiero que se ve impactada de manera favorable por este factor (+1 *notch* de subida).
- Desde EthiFinance Ratings se ha dispuesto de proyecciones financieras aportadas por Insur, con un elevado nivel de detalle para su análisis y valoración, aunque no se reflejan en el informe por petición expresa de la compañía al ser cotizada.
- Por último, desde EthiFinance Ratings destacamos que, si bien las sociedades que integran IPI disponen de estados financieros auditados de forma individual, el subgrupo no formula cuentas anuales consolidadas auditadas al no existir obligación legal, al consolidarse dicha información en Grupo Insur. En consecuencia, el presente análisis se ha realizado sobre la información económico-financiera agregada facilitada por la compañía, elaborada de modo interno bajo el método proporcional, al considerarse que representa de forma más adecuada la realidad económico-financiera del subgrupo y el perímetro objeto de calificación. Asimismo, aunque Grupo Insur se encuentra inmerso en un proceso de reorganización de la financiación con el objetivo de que los dos subgrupos que presenta (entre ellos IPI) operen progresivamente con financiación propia y sin recurso a la sociedad matriz, a la fecha de realización del presente informe todavía existen determinadas fuentes de financiación formalmente contratadas por Inmobiliaria del Sur, S.A., entre ellas, el programa de

pagarés MARF (financia la actividad de IPI), cuya renovación está prevista a nombre de IPI en julio de 2026. Este aspecto ha sido considerado y ajustado internamente por EthiFinance Ratings.

## Descripción de la Compañía

Insur Promoción Integral, S.L.U. (en adelante, IPI o el subgrupo) constituye el perímetro objeto del presente análisis, desarrollando la actividad promotora y constructora de Grupo Insur. El subgrupo concentra las actividades de promoción residencial y terciaria, construcción, gestión y comercialización de estos activos inmobiliarios, constituyendo el principal vehículo de crecimiento y desarrollo de nuevos proyectos del grupo. Si bien la actividad patrimonial no forma parte del perímetro analizado en este informe, IPI se integra plenamente en la estructura corporativa de Grupo Insur, beneficiándose de una estrategia común, una gestión centralizada y una política financiera coordinada.



A través de sus distintas sociedades dependientes y negocios conjuntos, IPI desarrolla de forma integral todas las fases del proceso promotor, desde la adquisición y gestión de suelo hasta el diseño, construcción y comercialización de los proyectos. Asimismo, cuenta con IDS Construcción y Desarrollos, S.A.U., sociedad participada al 100% por IPI y encargada de ejecutar las promociones desarrolladas por el subgrupo, reforzando el modelo de integración vertical.

A cierre de 2025, el subgrupo IPI (incorporando JVs) disponían de un banco de suelo con capacidad para desarrollar más de 5.000 viviendas, habiendo generado (partiendo de datos por el método proporcional) una facturación y EBITDA de €224,3m y €41,6m (+30,3% y +70,9% YoY), respectivamente, siendo el margen operativo del 18,6% (+4,4pp) y situándose el ratio DFN/EBITDA en el 0,5x.

Respecto a la capitalización bursátil de Grupo Insur en su conjunto y del que forma parte (cotiza en el mercado continuo), se sitúa ligeramente por encima de los €300m a julio de 2026, mostrando la acción una revalorización superior al 80% en la actualidad respecto al cierre de 2024.

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- **Favorable valoración del sector, con positivas rentabilidades y perspectivas de crecimiento para los próximos años.**

El sector de promoción inmobiliaria residencial en España, en el que desarrolla su actividad IPI, presenta un carácter cíclico y una estructura competitiva atomizada, con barreras de entrada limitadas, si bien históricamente ha mostrado niveles de rentabilidad operativa positivos en fases expansivas del ciclo. En el contexto actual, el sector se encuentra

inmerso en una fase favorable, sustentada por factores de carácter estructural que están mitigando los riesgos tradicionales asociados al negocio promotor y aportando una elevada visibilidad de actividad en el corto y medio plazo.

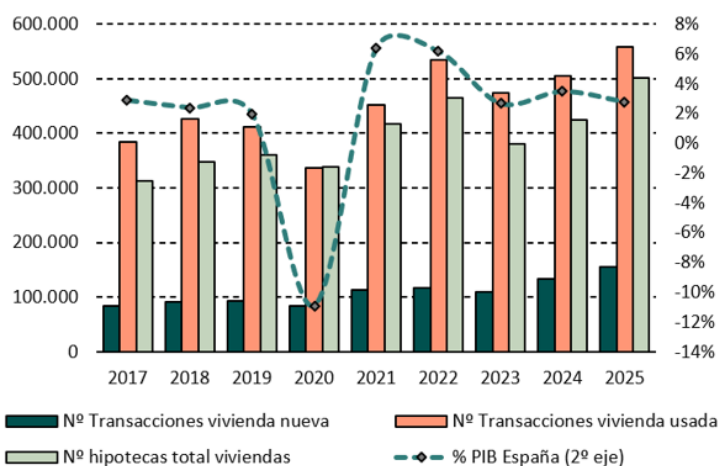
### Evolución compraventa de vivienda nueva en España (\*)

Versus	2025	1T 2026
2025	-	-5,3%
2024	16,1%	29,8%
2023	42,4%	32,7%
2022	33,9%	25,1%
2021	36,7%	42,0%
2020	86,6%	67,0%
2019	67,8%	55,1%

(\*) Fuente: INE. Se parte del año 2025 (2ª columna) y primer trimestre de 2026 (3ª columna) y se compara con el mismo periodo (año o trimestre) para el periodo 2025-2019.

En los últimos años, se ha observado una tendencia positiva en el ritmo de compraventas de vivienda nueva en España, superando las 150k transacciones durante 2025, cifras que suponen incrementar la actividad un 16,1% y 42,4% respecto a los años 2024 y 2023. Por su parte, durante el primer trimestre de 2026, la actividad, si bien continuó en niveles elevados, se reflejó una contracción del 5,3% vs 1T2025, dados los máximos recientes que alcanzó el año anterior en términos de compraventas de vivienda nueva. Esta evolución se está viendo apoyada por el desequilibrio casi sistémico existente entre oferta y demanda en el mercado residencial español, así como por la solidez de la demanda estructural y la mejora de las condiciones de financiación.

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



Fuente: INE.

Frente a estas cifras récord registradas en 2024 y 2025 en términos de compraventas de vivienda nueva, desde EthiFinance Ratings estimamos que la tendencia de las transacciones podría mantenerse en cifras elevadas durante 2026, si bien algo por debajo de los máximos de 2025. En este contexto, el impacto positivo de las condiciones de financiación ya reflejado en el mercado podría seguir moderándose parcialmente en un entorno marcado por tensiones geopolíticas y riesgos macroeconómicos al alza (mostrándose ya subidas del Euribor desde marzo del año actual). No obstante, el persistente y acusado desequilibrio entre una oferta estructuralmente insuficiente y una demanda elevada de vivienda en España, continuará actuando como principal soporte de la actividad.

En este contexto, cabe destacar que la concesión de visados de dirección de obra de vivienda nueva presentó un promedio anual de en torno a 103k unidades en el periodo 2018-2023, habiéndose observado una recuperación significativa en los últimos ejercicios. En concreto, durante 2024 y 2025 los visados alcanzaron 127.721 y 139.016 unidades respectivamente, con estimaciones desde la Agencia de Rating que apuntan a niveles que podrían situarse en torno a las 150k unidades en 2026 si las condiciones favorables del mercado siguen vigentes. A pesar de esta mejora, dichas cifras continúan claramente por debajo de los máximos registrados en el ciclo expansivo previo a 2008, cuando el promedio anual de visados superaba ampliamente las 600k unidades.

Visados obra nueva vs Creación nuevos hogares. Promedio anual (*)					
	1997-2007	2008-2014	2015-2019	2020-2022	2023-2027
Visados obra nueva (viviendas)	583.226	94.131	80.304	97.951	135.400
Creación de hogares	362.556	215.186	64.520	144.172	220.000

(\*) Fuente CaixaBank Research, MITMA e INE. Para los años del periodo 2025-2027 se han estimado datos y ajustado por EthiFinance Ratings.

Desde el punto de vista de la oferta, el sector continúa mostrando una capacidad productiva insuficiente para atender la demanda estructural existente. En términos medios, desde 2024 a 2039 se estima una creación de hogares en torno a los 240k-250k (fuente INE), mientras que el número de visados de obra nueva se sitúa en niveles sensiblemente inferiores, en torno a las 139.000 viviendas anuales para el último año cerrado. Además, en las grandes ciudades como Madrid, Málaga, Sevilla o Valencia donde Insur desarrolla parte relevante de su actividad, esta diferencia se acentúa, reflejando una mayor presión sobre el desarrollo de nuevo suelo y vivienda. Esta brecha estructural se ha mantenido en los últimos ejercicios y se estima que continúe en el corto y medio plazo, a pesar de la recuperación gradual observada en la actividad promotora. Este desequilibrio estructural se ve reforzado por factores adicionales que limitan la capacidad de respuesta del sector, como la escasez de suelo finalista en ubicaciones con elevada demanda, la lentitud en los procesos de tramitación urbanística y concesión de licencias, escasez de mano de obra, el incremento de los costes de construcción acumulado en los últimos años (aunque ya más estabilizados) y las mayores exigencias regulatorias y medioambientales, entre otros.

Como consecuencia directa de este contexto, los precios de la vivienda continúan mostrando una tendencia claramente alcista, con mayor intensidad en el segmento de vivienda nueva. El Índice de Precios de Vivienda (IPV), con base 2015, alcanzó un promedio de 206,4 puntos en 2025, frente a los 128,8 puntos registrados en 2019, evidenciando un incremento acumulado muy significativo en el periodo. Desde EthiFinance Ratings estimamos que los precios de la vivienda nueva podrían continuar creciendo a tasas algo más moderadas, por encima del 5% durante 2026 e incluso 2027, si bien condicionadas a la evolución del entorno macroeconómico y a la eventual implementación de políticas públicas orientadas a incrementar la oferta de vivienda. Además, se destaca que el riesgo de restricciones de asequibilidad podría aumentar con esta evolución esperada para los precios.

En conjunto, desde EthiFinance Ratings mantenemos una valoración favorable del sector inmobiliario en España, apoyada principalmente en el desequilibrio estructural existente entre oferta y demanda residencial. Este entorno resulta especialmente positivo para operadores con carteras bien localizadas, elevados niveles de preventas y una política financiera prudente, mitigando el riesgo inherente al carácter cíclico del sector.

- En línea con la metodología de EthiFinance Ratings, el sector *'real estate development'* 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 riesgo medio-alto 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

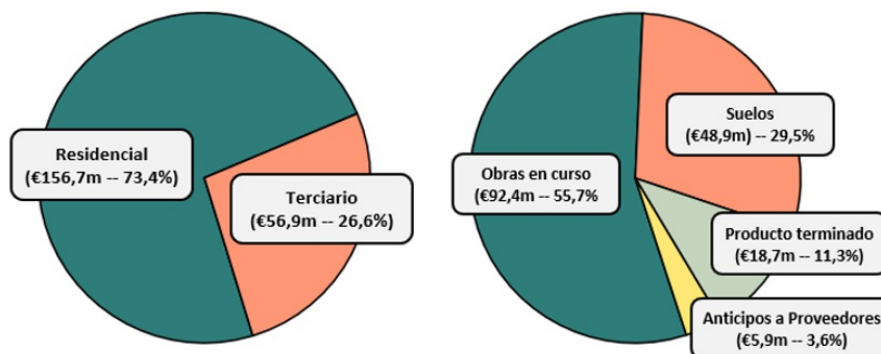
- Modelo de negocio integrado, que combina la actividad promotora y constructora, favoreciendo una elevada capacidad de ejecución.

El subgrupo promotor presenta un posicionamiento competitivo sólido dentro del mercado promotor español, sustentado en una amplia trayectoria desarrollando promociones residenciales y terciarias, una elevada especialización en el segmento promotor y un modelo de negocio integrado que abarca la adquisición y gestión de suelo, la promoción, construcción y comercialización de los activos. La integración vertical de IPI, apoyada en la constructora propia IDS Construcción y Desarrollos, permite un mayor control sobre los plazos de ejecución, la calidad de los proyectos y la evolución de los costes de construcción, reduciendo parcialmente la dependencia de terceros y favoreciendo una adecuada capacidad de adaptación a las distintas fases del ciclo inmobiliario.

La actividad promotora presenta, además, una adecuada diversificación operativa tanto por tipología de activo como por grado de maduración de los proyectos. A cierre del 1T2026, el valor de la cartera promotora se concentraba principalmente en promociones residenciales, que representan aproximadamente el 73% del GAV de promoción, mientras que el segmento terciario aporta el 27% restante, reforzando la diversificación del negocio mediante el desarrollo de edificios de oficinas y proyectos hoteleros en mercados con elevada demanda. Asimismo, las existencias

muestran una distribución equilibrada entre promociones en ejecución, suelos para futuros desarrollos y producto terminado, lo que proporciona visibilidad sobre la actividad futura y permite acomparar el crecimiento del negocio con la evolución del mercado. En este sentido, para 2026 y 2027 se espera una mayor intensificación de la inversión en suelos e inicio de nuevas promociones con el objetivo de continuar con la tendencia positiva de la actividad.

Distribución GAV Promoción y VNC Existencias, proporcional (1T2026)



Desde una perspectiva geográfica, la actividad se desarrolla en España, manteniendo una elevada concentración en Andalucía (principalmente Sevilla), mercado donde IPI dispone de un profundo conocimiento operativo y una consolidada posición competitiva tras décadas de actividad. No obstante, durante los últimos ejercicios se aprecia un proceso gradual de diversificación hacia Málaga y Madrid y, más recientemente, la Comunidad Valenciana, mercados considerados estratégicos dentro del Plan Estratégico 2026-2030. Dentro del negocio residencial destacan Sevilla y Málaga como principales focos de actividad (86% del GAV), mientras que la promoción terciaria presenta una mayor concentración en Málaga, donde actualmente se desarrollan varios proyectos de oficinas de elevada calidad (76%), complementados con nuevas promociones hoteleras en Madrid y Sevilla. Esta diversificación geográfica reduce parcialmente la exposición a un único mercado local, manteniendo al mismo tiempo las ventajas competitivas derivadas de su fuerte implantación histórica en Andalucía. Desde EthiFinance Ratings valoramos positivamente esta evolución, si bien la concentración geográfica continúa siendo superior a la observada en algunos de los principales operadores nacionales del sector, aspecto que limita parcialmente el perfil competitivo del subgrupo.

Distribución GAV por geografía dentro de promoción (método proporcional). Datos al cierre del 1T26.

Ciudad	Promoción Residencial	Promoción Terciario
Sevilla	49%	14%
Málaga	37%	76%
Madrid	4%	10%
Cádiz	4%	-
Almería	3%	-
Valencia	2%	-
Córdoba	1%	-

En términos de escala, IPI mantiene una posición competitiva adecuada dentro del sector promotor nacional, respaldada por un banco de suelo superior a las 4.900 viviendas a cierre del 1T2026 (IPI + JVs al 100%), una amplia cartera de promociones en distintas fases de desarrollo y un modelo de coinversión mediante negocios conjuntos que le permite acometer proyectos de mayor dimensión optimizando el consumo de capital y diversificando el riesgo asociado a cada desarrollo. En opinión de EthiFinance Ratings, estos factores, junto con la creciente presencia en mercados estratégicos, la integración vertical del modelo de negocio y la adecuada combinación entre promoción residencial y terciaria, constituyen las principales fortalezas competitivas del subgrupo y proporcionan una base sólida para sustentar el crecimiento previsto durante el horizonte del actual Plan Estratégico.

### Estructura Accionarial y Gobernanza

- Estabilidad accionarial y reorganización de la estructura de gobierno y gestión para afrontar el nuevo plan estratégico.

Dado que IPI es una sociedad íntegramente participada por Grupo Insur, la valoración de este bloque se realiza considerando la estructura accionarial, el modelo de gobierno corporativo y la política financiera del grupo, al ser plenamente aplicables al subgrupo objeto de calificación (más detalle sobre la estructura ver apartado de más arriba "Descripción de la Compañía").

Grupo Insur mantiene una estructura accionarial caracterizada por su estabilidad y una elevada alineación entre propiedad y gestión. La familia Pumar continúa siendo el principal accionista de referencia y ha mantenido históricamente una posición estable dentro del capital de la compañía, circunstancia que consideramos positiva al favorecer una visión estratégica de largo plazo y una adecuada continuidad en la ejecución de los planes de negocio.

Estructura accionarial Grupo Insur				
Miembro (participación superior al 3%)	2023	2024	2025	Tras JGA-'26
Inversiones Agrícolas Industriales y Comerciales, S.L.	7,42%	6,45%	6,45%	6,45%
Increcisa, S.L.	8,74%	8,74%	8,74%	8,74%
Hercalians, S.L.	7,32%	7,46%	7,46%	8,42%
Menezpla, S.L.	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%
Bon Natura, S.A.U.	5,05%	5,05%	5,23%	5,23%
Inverfasur, S.L.	5,00%	5,00%	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 <sup>(1)</sup>	3,20%	3,06%	-	-
Otros acc. significativos y/o vinculados al Consejo <sup>(2)</sup>	17,62%	18,75%	24,10%	21,57%
Autocartera	1,19%	1,28%	1,71%	2,19%
Free float	29,92%	29,65%	26,76%	27,85%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

<sup>(1)</sup> Sin datos disponibles desde 2025 ya que su participación es inferior al 3%. y <sup>(2)</sup> Incluye el resto de los consejeros (todos excepto Bon Natura) y los familiares de consejeros que los apoyan/nombran.

Durante abril de 2026, la compañía ha llevado a cabo una relevante reorganización de sus órganos de gobierno coincidiendo con el inicio de su nuevo Plan Estratégico 2026-2030. Entre los principales cambios destaca el relevo en la Presidencia del Grupo, asumiendo el cargo D. Francisco Pumar López en sustitución de D. Ricardo Pumar López, en el marco de un proceso de sucesión planificado. Asimismo, la Junta General aprobó la reducción del número de miembros del Consejo de Administración desde 15 hasta 12 consejeros (4 de estos independientes), medida que consideramos alineada con las mejores prácticas de gobierno corporativo al favorecer una estructura más ágil y eficiente en la toma de decisiones. Adicionalmente, Insur ha reforzado su estructura directiva con la incorporación de Dña. Fátima Sáez del Cano como nueva Directora General a partir de mayo de 2026. Cuenta con una amplia experiencia en el sector inmobiliario, habiendo ocupado posiciones de alta dirección en compañías de referencia. Consideramos positivamente esta incorporación, en la medida en que refuerza las capacidades de gestión del Grupo y contribuye a la ejecución del nuevo ciclo estratégico.

En cuanto a la estrategia corporativa, Insur ha aprobado un nuevo Plan Estratégico 2026-2030 de carácter continuista respecto al anterior, manteniendo como principales ejes el crecimiento sostenible del negocio, el fortalecimiento de sus áreas de promoción residencial, promoción terciaria y patrimonio, así como una asignación más eficiente del capital. Entre las principales líneas de actuación destacan el refuerzo del modelo de coinversión mediante negocios conjuntos, reduciendo progresivamente la participación de capital propio en los proyectos hasta niveles objetivo del 42,5% en residencial y del 35% en terciario para 2030, la búsqueda activa de oportunidades de crecimiento inorgánico, el impulso de la industrialización de procesos, especialmente en construcción, y la ampliación de la presencia territorial del grupo, como la Comunidad Valenciana (donde se han introducido ya en 2026) junto a sus mercados tradicionales de Andalucía y Madrid.

En relación con la política financiera, Grupo Insur mantiene una estrategia condicionada por la naturaleza intensiva en capital de sus actividades promotora y patrimonial, lo que se traduce en unos niveles de endeudamiento históricamente elevados, aunque mostrando una evolución favorable y una mejora gradual de sus métricas crediticias durante los últimos ejercicios (LTV por debajo del 30% a cierre de 2025 por proporcional).

En nuestra opinión, la combinación de un accionariado estable, una transición ordenada en los órganos de gobierno y un plan estratégico claramente definido constituye un elemento favorable para la ejecución de los objetivos de crecimiento del Grupo durante los próximos ejercicios.

- **Positiva política ESG desarrollada.**

Partiendo también de la valoración de Grupo Insur (aplicable a IPI por su integración total en el mismo), como compañía cotizada, Insur cuenta con un elevado compromiso con las prácticas ESG llevadas a cabo, que se ha visto reforzado en los últimos años (*Environmental, Social and Governance*), lo que ha repercutido en un impacto positivo en la calificación del perfil financiero de la compañía (+1 notch).

## Perfil Financiero

### Ventas y Rentabilidad

- Sólida evolución operativa, con un crecimiento de los ingresos y una mejora sostenida de la rentabilidad.

Rentabilidad (Método Proporcional). Miles de €.					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Facturación	110.247	172.143	224.278	56,1%	30,3%
Mg Bruto	20,9%	23,5%	24,7%	2,6pp	1,2pp
EBITDA Aj. (C)	8.929	24.357	41.635	172,8%	70,9%
Mg EBITDA Aj. (C)	8,1%	14,1%	18,6%	6,1pp	4,4pp
EBIT	3.825	18.944	32.909	395,2%	73,7%
Mg EBIT	3,5%	11,0%	14,7%	7,5pp	3,7pp
Gastos Financieros	-10.221	-9.559	-8.521	6,5%	10,9%
EBT	2.333	18.626	31.858	698,5%	71,0%

(C) EBITDA ajustado: EBITDA +/- Resultados por enajenaciones y variación de valor de inversiones inmobiliarias +/- Otros resultados +/- Excesos de provisiones + Gastos financieros capitalizados imputados como coste operativo en el momento de la entrega.

IPI registró en los últimos años una evolución muy favorable de sus principales magnitudes económicas, alcanzando una cifra de negocio de €224,3m (+30,3% vs 2024; CAGR23-25 del 42,6%) y un EBITDA ajustado de €41,6m (+70,9% YoY; CAGR23-25 del 115,9%), situando el margen operativo ajustado en el 18,6% para 2025 (+10,5 p.p. vs 2023). Esta evolución estuvo apoyada principalmente en el fuerte aumento de la actividad promotora, con incremento de los precios de venta y un elevado volumen de entregas residenciales en el último año (670), concentrándose una parte relevante de las mismas durante el 4T2025 (435), venta de dos suelos (en Cádiz y Madrid) y de un local recientemente reformado, así como en la positiva evolución de la actividad constructora.

La carga financiera continuó reduciéndose gradualmente durante el periodo analizado (-16,6% vs 2023), favorecida por el entorno de tipos de interés. Tanto la mejora financiera como sobre todo la operativa, se trasladó igualmente a los resultados finales, con un EBT de €31,9m, que reflejó un fuerte crecimiento en los últimos años (CAGR23-25 del 269,5%) impulsado por la fase del ciclo desarrollado.

De cara a 2026 y 2027, se prevé que IPI iniciará una fase de mayor actividad en construcción y desarrollo, que debería traducirse en un mayor impulso en entregas, ingresos y resultados durante el periodo 2028-2030, en línea con los objetivos recogidos en el nuevo Plan Estratégico. A cierre del 1T2026, la cartera de preventas de promoción residencial (€165,2m en proporcional ajustadas por su % de participación en negocios conjuntos) ofrece una visibilidad positiva y razonable para los próximos ejercicios, con una cobertura del 81,8% sobre las entregas estimadas de 2026 y del 62,2% para 2027, apoyando la generación futura de ingresos y resultados del negocio promotor.

### Endeudamiento y Cobertura

- Mejora de los ratios de apalancamiento y cobertura de intereses en el último año, si bien se prevé un ajuste en próximos ejercicios asociado al nuevo ciclo inversor (suelos y nuevos desarrollos de promociones).

La estructura financiera de IPI se caracteriza por un predominio de la financiación bancaria, que representa aproximadamente el 76% de la deuda financiera total a cierre de 2025, complementada por la financiación procedente del programa de bonos MARF (18%) y otras fuentes de financiación de menor relevancia. La deuda financiera total (bajo metodología EthiFinance Ratings) se ha mantenido relativamente estable durante el periodo analizado, situándose en €97,6m a cierre de 2025. Por su parte, la deuda financiera neta ajustada descendió hasta €19,6m, frente a los €75,3m registrados en 2023, apoyada en la favorable generación de caja operativa derivada del elevado volumen de entregas realizado durante el ejercicio y el consiguiente fortalecimiento de la posición de tesorería. Como resultado, el ratio DFN/EBITDA ajustado mejoró significativamente hasta 0,5x a cierre de 2025 (8,4x en 2023). Además, también se destaca la cobertura de intereses alcanzada por el subgrupo situada en 4,9x para 2025, con una importante mejora respecto a años previos impulsada por el mayor rendimiento operativo generado con el negocio. No obstante, teniendo en cuenta valores medios para un ciclo de actividad, la cobertura se sitúa en cifras limitadas y ajustadas por debajo de 3x.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €. (*)			
	2023	2024	2025
Deuda bancaria	74.526	72.234	74.391
Bono MARF dispuesto	22.001	17.705	17.480
Bono MARF sin disponer	7.707	12.097	12.419
Otros pasivos financieros	50	111	1.427
<b>DFT (IPI)</b>	<b>104.284</b>	<b>102.147</b>	<b>105.718</b>
NIIF 16 (+)	279	116	75
Proveedores por compras de suelo (+)	829	829	4.261
Bono Marf sin disponer (-)	-7.707	-12.097	-12.419
Derivados (-)	0	-111	-37
<b>DFT (EthiFinance Ratings)</b>	<b>97.685</b>	<b>90.884</b>	<b>97.598</b>
Cash (-)	-26.796	-43.423	-80.354
Imposiciones pignoradas en garantía obligaciones financieras (-)	0	0	-1.549
Saldo sin disponer cuenta escrow Bono Marf (-)	-7.707	-12.097	-12.419
<b>DFN (IPI)</b>	<b>69.781</b>	<b>46.626</b>	<b>11.396</b>
Saldo sin disponer cuenta escrow Bono Marf (+)	7.707	12.097	12.419
Saldo de caja restringido por anticipo de clientes (+)	4.386	6.812	3.872
<b>DFN (EthiFinance Ratings)</b>	<b>75.275</b>	<b>54.272</b>	<b>19.567</b>
EBITDA ajustado (Grupo Insur)	3.990	19.211	36.423
EBITDA ajustado (EthiFinance Ratings)	8.929	24.357	41.635
<b>DFN/EBITDA ajustado (IPI)</b>	<b>17,5x</b>	<b>2,4x</b>	<b>0,3x</b>
<b>DFN/EBITDA ajustado (EthiFinance Ratings)</b>	<b>8,4x</b>	<b>2,2x</b>	<b>0,5x</b>

(\*) A diferencia del criterio seguido por Insur, desde EthiFinance Ratings no consideramos como deuda financiera ni caja la parte del bono emitido en el MARF sin disponer. Además, el EBITDA ajustado calculado bajo la metodología de EthiFinance Ratings ha sido ajustado al alza por la capitalización de los gastos financieros típicos del sector promotor (se cancela la capitalización de dichos gastos por intereses y también se cancela el efecto de registrarlos en el EBITDA al momento de la entrega de la promoción).

De cara a 2026 y 2027, estimamos un incremento progresivo de la financiación bancaria y, por consiguiente, de los niveles de apalancamiento, como consecuencia del inicio de un nuevo ciclo de inversión asociado a la adquisición de suelo y al desarrollo de nuevas promociones contempladas en el Plan Estratégico 2026-2030. Asimismo, a partir de la renovación prevista del programa de pagarés MARF en julio de 2026, dicha financiación pasará a localizarse directamente en IPI (el programa se registrará a nombre de esta ya que es el subgrupo que usa estos fondos), circunstancia que también incrementará la deuda financiera registrada en este perímetro pero que será más ajustado a la realidad de Insur (se esperan ratios DFN/EBITDA y cobertura de intereses en el rango de 5x/7x y 1,5x/2,5x respectivamente para estos dos años).

### Análisis de Flujo de Caja

- Positiva tendencia de la generación de caja operativa impulsada por el favorable desarrollo del negocio promotor.

La generación de fondos operativos de IPI presentó una evolución muy favorable durante el periodo analizado, alcanzando unos Funds From Operations (FFO) ajustados de €33,1m en 2025 (+85% YoY; CAGR23-25 del 148,2%), como reflejo del incremento de la actividad promotora y del elevado volumen de entregas registrado durante los últimos años. Asimismo, la mayor rotación de existencias permitió mantener una evolución favorable del *working capital*, impulsando el Cash Flow Operativo ajustado hasta €50,2m en 2025 (+44% YoY).

## Cash flow (Método Proporcional). Miles de €.

	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
EBT	2.333	18.626	31.858	698,5%	71,0%
+/- ajustes de resultado	13.045	12.430	14.604	-4,7%	17,5%
+/- otros flujos de explotación	-10.010	-13.184	-13.402	-31,7%	-1,6%
<b>Funds From Operations Aj.</b>	<b>5.368</b>	<b>17.872</b>	<b>33.061</b>	<b>232,9%</b>	<b>85,0%</b>
+/- variación WK	-16.365	16.990	17.152	203,8%	1,0%
<b>Cash Flow Operativo Aj.</b>	<b>-10.998</b>	<b>34.862</b>	<b>50.213</b>	<b>417,0%</b>	<b>44,0%</b>
Capex	0	0	0	-	-
M&A	0	0	0	-	-
Otras	9.233	-5.044	-861	-154,6%	82,9%
<b>Cash Flow Inversión</b>	<b>9.233</b>	<b>-5.044</b>	<b>-861</b>	<b>-154,6%</b>	<b>82,9%</b>
<b>Cash Flow Libre Aj.</b>	<b>-1.765</b>	<b>29.819</b>	<b>49.352</b>	<b>1789,5%</b>	<b>65,5%</b>
+/- variación patrimonio	0	0	0	-	-
- Dividendos	-7.000	-14.500	-12.000	-107,1%	17,2%
<b>Cash Flow Final Generado Internamente</b>	<b>-8.765</b>	<b>15.319</b>	<b>37.352</b>	<b>274,8%</b>	<b>143,8%</b>

La limitada intensidad inversora característica del negocio promotor durante el ejercicio, junto con la elevada generación de caja operativa, permitió obtener un *Free Cash Flow (FCF)* positivo de €49,4m, suficiente para atender la política de distribución de dividendos hacia la sociedad matriz (€12m en 2025) y reforzar la posición de tesorería en cifras próximas a los €37m. De cara a 2026 y 2027, estimamos una contracción de la generación de flujos operativos como consecuencia del inicio del nuevo ciclo inversor asociado al desarrollo de promociones y adquisición de suelo, acompañado de un mayor recurso a financiación externa para sostener el crecimiento previsto, con una recuperación progresiva de la generación de caja operativa a partir del periodo de mayores entregas contemplado en el Plan Estratégico (en torno a 2028-2030).

## Capitalización

- Limitados niveles de capitalización para el subgrupo (considerando tanto su deuda como la situada en su matriz que está dispuesta por IPI).

## Estructura de activo y financiación (Método Proporcional). Miles de €. (\*)

	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Total Activo	324.351	353.420	369.977	9,0%	4,7%
Activo No Corriente	19.946	19.969	60.049	0,1%	200,7%
Activo Corriente	304.405	333.451	309.928	9,5%	-7,1%
NOF	200.717	182.056	117.233	-9,3%	-35,6%
Patrimonio Neto	102.816	101.299	114.039	-1,5%	12,6%
Deuda Financiera Total Aj. (DFTa)	97.685	90.884	97.598	-7,0%	7,4%
Deuda Financiera Neta Aj. (DFNa)	75.275	54.272	19.567	-27,9%	-63,9%
PN/DFTa	105,3%	111,5%	116,8%	6,2pp	5,4pp
DFNa/EBITDA Aj.	8,4x	2,2x	0,5x	-6,2x	-1,8x
EBITDA Aj./Intereses Aj.	0,9x	2,5x	4,9x	1,7x	2,3x

(\*) Las cifras de deuda financiera que se reflejan y que intervienen en los ratios económico-financieros tienen en cuenta únicamente la deuda financiera asignada contablemente al subgrupo. Así, el resto de deuda que presenta la matriz Inmobiliaria del Sur (en torno a €45m a cierre de 2025) y relacionada con el programa de pagarés dispuesto en el MARF (desde julio 2026 estará a nombre de IPI), pólizas de crédito y otros préstamos, entre otros, no está incorporada en estas cifras.

El balance del subgrupo IPI presenta una estructura característica de una compañía promotora, con un predominio del activo corriente, que representó aproximadamente el 84% del activo total a cierre de 2025. Dentro de éste, destacan las existencias, principal activo del subgrupo (representan en torno al 41% del total inversión para el último año) y vinculadas al desarrollo de promociones inmobiliarias en sus distintas fases de ejecución. Por otra parte, el incremento del activo no corriente registrado en 2025 responde fundamentalmente al traspaso del edificio Elever (Madrid) desde existencias a inversiones inmobiliarias, como paso previo a su transmisión dentro del grupo hacia la sociedad patrimonial (IPAT). Con todo ello, el patrimonio neto ascendió a €114m a cierre de 2025 (+12,6% YoY), situando el ratio PN/DFT ajustada en el 116,8%.

No obstante, consideramos que dicha métrica debe analizarse con cautela, dado que una parte de la financiación asociada a la actividad de IPI permanece formalmente localizada en la sociedad matriz, Inmobiliaria del Sur, S.A.,

incluyendo, entre otros, el programa de pagarés MARF (cuya renovación prevista en julio de 2026 será asumida por IPI en lugar de la matriz como se venía realizando hasta el momento), así como determinadas pólizas de crédito y otros préstamos. Teniendo en cuenta esa asignación, estimamos que el ratio PN/DFT correspondiente al ejercicio 2025 se situaría por debajo del 60%, nivel más representativo del perfil financiero del subgrupo.

De cara a 2026 y 2027, preveemos una nueva moderación de este ratio como consecuencia del incremento esperado de la deuda financiera asociado al inicio de un nuevo ciclo de desarrollo de promociones y construcciones, si bien esperamos que dicha evolución tenga un carácter transitorio y revierta progresivamente a partir del periodo 2028-2030 con la materialización de las entregas previstas. En general, para valores medios de un ciclo, el ratio presentaría valores por debajo del 50%, valorándose como más ajustados.

## Liquidez

- Favorable posición a nivel de liquidez.

IPI presenta una liquidez positiva en el medio plazo (más allá de 12 meses) al comparar las fuentes de fondos disponibles (cash, caja operativa generada y estimada e instrumentos de financiación sin disponer), con el uso previsto de fondos (principalmente, vencimientos de deuda, inversiones en nuevos suelos y dividendos).

## Modificadores

### Controversias

- El subgrupo 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 en general, y de IPI en particular, 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

Tanto IPI como el grupo en general concentra la totalidad del negocio en España.

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes (Método Proporcional). Miles de €. <sup>(1)</sup>					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Facturación	110.247	172.143	224.278	56,1%	30,3%
EBITDA Aj. <sup>(2)</sup>	8.929	24.357	41.635	172,8%	70,9%
Mg EBITDA Aj. <sup>(2)</sup>	8,1%	14,1%	18,6%	6,1pp	4,4pp
EBIT	3.825	18.944	32.909	395,2%	73,7%
Mg EBIT	3,5%	11,0%	14,7%	7,5pp	3,7pp
EBT	2.333	18.626	31.858	698,5%	71,0%
Total Activo	324.351	353.420	369.977	9,0%	4,7%
Patrimonio Neto	102.816	101.299	114.039	-1,5%	12,6%
Deuda Financiera Total Aj. (DFTa)	97.685	90.884	97.598	-7,0%	7,4%
Deuda Financiera Neta Aj. (DFNa)	75.275	54.272	19.567	-27,9%	-63,9%
PN/DFTa	105,3%	111,5%	116,8%	6,2pp	5,4pp
DFNa/EBITDA Aj.	8,4x	2,2x	0,5x	-6,2x	-1,8x
Funds From Operations Aj.	5.368	17.872	33.061	232,9%	85,0%
FFOa/DFNa	7,1%	32,9%	169,0%	25,8pp	136,0pp
EBITDA Aj./Intereses Aj.	0,9x	2,5x	4,9x	1,7x	2,3x

<sup>(1)</sup> Las cifras de deuda financiera que se reflejan y que intervienen en los ratios económico-financieros tienen en cuenta únicamente la deuda financiera asignada contablemente al subgrupo. Así, el resto de deuda que presenta la matriz Inmobiliaria del Sur (en torno a €45m a cierre de 2025) y relacionada con el programa de pagarés dispuesto en el MARF (desde julio 2026 estará a nombre de IPI), pólizas de crédito y otros préstamos, entre otros, no está incorporada en estas cifras, y <sup>(2)</sup> EBITDA ajustado: EBITDA +/- Resultados por enajenaciones y variación de valor de inversiones inmobiliarias +/- Otros resultados +/- Excesos de provisiones + Gastos financieros capitalizados imputados como coste operativo en el momento de la entrega.

## Credit Rating

Credit Rating	
<b>Perfil Negocio</b>	<b>BB+</b>
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB-</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Neutro</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB-</i>
<i>Gobierno corporativo</i>	<i>BB+</i>
<b>Perfil Financiero</b>	<b>B+</b>
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>B</i>
<i>Capitalización</i>	<i>BB-</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Positivo</i>
<b>Anchor Rating</b>	<b>BB-</b>
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
<b>Standalone Rating</b>	<b>BB-</b>
<b>Ajuste tratamiento grupos *</b>	<b>+1 notch</b>
<b>Rating final</b>	<b>BB</b>

\* Dada la pertenencia de IPI a Grupo Insur, integrada en su totalidad (100%) y constituyendo un subgrupo clave por su relevancia operacional, estratégica y contribución a resultados, se aplica tratamiento de grupos, mejorando el rating de IPI en un *notch*. No obstante, se mantiene una diferenciación respecto al rating del Grupo, reflejando el proceso de progresiva individualización de su financiación y el perfil de riesgo inherente a la actividad promotora.

## Análisis Sensibilidad

- **Factores positivos en el largo plazo (↑)**

La favorable ejecución y desarrollo del negocio promotor, reflejado en el mantenimiento de elevados niveles de preventas y entregas, junto con la mejora de la diversificación geográfica, podrían seguir reforzando el perfil de negocio y financiero del subgrupo durante los próximos ejercicios. Asimismo, la adecuada ejecución del Plan Estratégico 2026-2030 (superando el cumplimiento de objetivos) con el mayor desarrollo del modelo de coinversión previsto contribuirían positivamente a la evolución del perfil crediticio de la compañía, además de una continua mejora en las métricas de ESG por parte del grupo general.

Desde un punto de vista cuantitativo, si estas características y la evolución proyectada se mantuvieran de forma conjunta y sostenida en el tiempo, el rating podría verse favorecido en un escenario en el que el subgrupo pudiera presentar una mejora de ratios ponderados (en el ciclo de años considerado en el análisis) tales como cobertura de intereses, DFN/EBITDA, FFO/DFN y PN/DFT con valores >6x, <3x, >30% y >80% respectivamente. Además, en caso de que Grupo Insur presente una mejoría en su calificación corporativa por un mayor impulso también del área patrimonial, dada la integración completa de IPI en este, podría tener también un impacto positivo.

- **Factores negativos en el largo plazo (↓)**

El rating podría verse presionado negativamente en un escenario de deterioro significativo del mercado inmobiliario, con una reducción relevante de los niveles de preventas o retrasos en la ejecución de promociones. Del mismo modo, una ejecución del Plan Estratégico por debajo de lo previsto o una utilización de financiación superior a la estimada podrían afectar negativamente al perfil financiero del subgrupo. Además, un empeoramiento de las métricas ESG por parte del grupo general, podría también repercutir desfavorablemente en IPI.

Derivado de estos factores, un deterioro conjunto y sostenido de los ratios económico-financieros (en el ciclo de años considerado en el análisis), podría impactar negativamente en el rating, detallando para los ratios cobertura de intereses, DFN/EBITDA, FFO/DFN y PN/DFT, cifras <3x, >3,5x, <20% y <50%, respectivamente. Además, en caso de que Grupo Insur presente un empeoramiento de su calificación corporativa, dada la integración completa de IPI en este, podría tener también un impacto negativo.

## 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 - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- 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](http://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](mailto: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/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid