



ISSUER RATING  
LongTerm

OUTLOOK  
Stable



INSTRUMENT RATING  
Senior Secured 30 M €

Initiation date 21/10/2021  
Rating Date 06/07/2026

## 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 sube la calificación a largo plazo de Inmobiliaria del Sur, pasando de “BB” a “BB+”, manteniendo la tendencia Estable.
- Adicionalmente, EthiFinance Ratings afirma la calificación de la emisión de bonos de “Insur *Senior Secured* 2021” con código ISIN ES0305626006 en “BBB-”. Se destaca que se ha realizado una novación en el 1T2026 por Insur Promoción Integral, S.L.U., siendo el garante Inmobiliaria del Sur, S.A., sociedad matriz de Grupo Insur. Dado que esta última actúa como garante de la emisión, el rating del instrumento se fundamenta en las cifras consolidadas de Grupo Insur. Sobre esta emisión de bonos, tras su novación, se destaca que si bien una parte es *secured* (garantía hipotecaria de los propios solares adquiridos), hasta un 50% de la emisión podría ser realizada con JVs sin garantía hipotecaria (*unsecured*). En este caso, incluso el grupo tendría una tasa de recobro superior al 80% bajo un escenario simulado de elevado estrés en su perfil económico-financiero, todo ello respaldado también por la disposición de activos inmobiliarios en propiedad en su vertiente patrimonial con sólida valoración de mercado.
- La mejora en el rating corporativo se fundamenta en la positiva evolución experimentada por el grupo durante los últimos ejercicios, sustentada en el crecimiento de la actividad, la mejora de los resultados, así como los márgenes alcanzados (en cifras elevadas). Esta tendencia ha permitido el fortalecimiento de su perfil financiero, reflejado en la mejora de las métricas de apalancamiento, cobertura y capitalización. Además, el grupo mantiene elevados niveles de preventas y cobertura sobre las entregas previstas para los próximos ejercicios, proporcionando visibilidad sobre la generación futura de ingresos y resultados, todo ello apoyado por un favorable contexto del sector residencial español, caracterizado por una sólida demanda y una limitada oferta de vivienda nueva. Si bien el nuevo Plan Estratégico 2026-2030 contempla el inicio de una nueva fase de crecimiento apoyada en una mayor actividad constructora, que previsiblemente supondrá una moderación temporal de las métricas crediticias durante 2026 y 2027, estimamos que dicho efecto será transitorio y vendrá acompañado de una mayor consolidación del perfil de negocio y financiero del grupo a partir de 2028, apoyado en el incremento previsto de entregas y generación elevada de beneficios operativos y finales.
- Insur es un grupo español que enmarca su actividad en el sector inmobiliario, con dos líneas de actividad diferenciadas y al mismo tiempo complementarias en su negocio, promotora (construcción y desarrollo de activos inmobiliarios) y patrimonialista (arrendamiento de inmuebles).
- La calificación del grupo está apoyada por varios factores entre los que destacan: i) la compañía opera en sectores con fortaleza en la demanda y positivos niveles de rentabilidad; ii) sólido modelo de negocio que combina tanto la actividad promotora, como patrimonial, lo que supone una importante ventaja competitiva en el mercado así como una mejora en su diversificación operativa; iii) grupo cotizado que cuenta, además, con un accionariado estable, destacando la presencia de la familia Pumar, y management con amplio conocimiento y *expertise* en el sector (reforzado en mayo de 2026 con la incorporación de nueva dirección general que cuenta con una dilatada experiencia); iv) positivos niveles de capitalización, con un ratio PN/DFT ajustado superior al 100%; v) recurrente generación de beneficios operativos y finales, así como una cartera de preventas con un adecuado nivel de cobertura en el corto y medio plazo; y vi) positiva valoración respecto a las políticas ESG implementadas.
- Por otra parte, el rating se encuentra limitado por el mantenimiento de unos niveles de apalancamiento que pese a la mejora mostrada en el último ejercicio (DFN/EBITDA ajustado de 3x vs 5,6x en 2024), continúa manteniendo valores medios elevados para un ciclo completo de actividad (por encima de 4x). A su vez, el perfil financiero se ve penalizado por unos reducidos ratios FFO/DFN ajustada y cobertura de intereses (valores medios para un ciclo completo por debajo del 15% y 3x respectivamente). Adicionalmente, la calificación del grupo se encuentra condicionada, en lo relativo al perfil de negocio, por una concentración de su actividad 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 seguirá potenciando con el nuevo Plan Estratégico 2026-2030) y que podría reforzar su posicionamiento en el mercado, más limitado en comparación con los principales *players* del sector, en términos de GAV (Gross Asset Value) e ingresos.
- 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, 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 Grupo Insur, con amplio detalle para el análisis y valoración, aunque no se reflejan en el informe a petición de la compañía (cotizada).

## Descripción de la Compañía

Grupo Inmobiliaria del Sur (en adelante 'Insur' o 'Grupo Insur') centra su actividad en el sector inmobiliario a través de sus dos principales líneas operativas: promotora y patrimonial. Su sede se sitúa en Sevilla, operando como cabecera de un grupo de sociedades que desarrollan su actividad bajo dos áreas principales de negocio diferenciadas:

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

Insur dispone de una trayectoria de más de 80 años y cotiza en el mercado bursátil español desde 1984 (desde 2007 en el mercado continuo). Con un posicionamiento histórico destacado en Andalucía occidental (principalmente Sevilla) y Málaga, desde 2007 también están ampliando su área de influencia geográfica con el desarrollo de actividades inmobiliarias en la Comunidad de Madrid (uno de los principales focos estratégicos de la compañía en la actualidad).

El grupo, que cuenta con más de 200 empleados, concentra su actividad en el mercado nacional, habiendo cerrado el ejercicio 2025 con una facturación de €208,3m (+26,6% YoY) y un EBITDA ajustado de €48,9m (margen del 23,5%), registrando un ratio DFN/EBITDA ajustado de 2,9x (5,8x en 2024). Bajo la consideración de los negocios conjuntos, por el método proporcional, la facturación y el EBITDA ajustado se situarían en €238,1m (+28,2% vs 2024) y €56,1m (margen del 23,6%), respectivamente, con un ratio DFN/EBITDA ajustado de 3x (5,6x en 2024).

Respecto a la capitalización bursátil de la compañía, se sitúa ligeramente por encima de los €300m a junio de 2026, mostrando la acción una revalorización alrededor del 85% 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.**

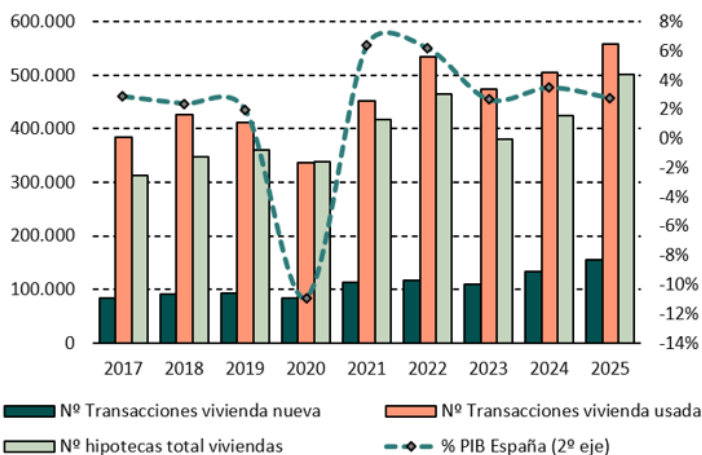
El sector de promoción inmobiliaria residencial en España, en el que desarrolla su actividad Insur, presenta un carácter cíclico y una estructura competitiva atomizada, con barreras de entrada limitadas, si bien históricamente ha mostrado niveles de rentabilidad operativa positivos en fases expansivas 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
<b>Visados obra nueva (viviendas)</b>	583.226	94.131	80.304	97.951	135.400
<b>Creación de hogares</b>	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 cuanto al segmento inmobiliario comercial, donde Insur desarrolla una parte relevante de su actividad patrimonial, el mercado continúa mostrando una evolución favorable, especialmente en aquellos activos de mayor calidad y ubicados en zonas prime. En el segmento de oficinas se mantiene una demanda selectiva por parte de los ocupantes, concentrada en edificios modernos, sostenibles y adaptados a los nuevos requerimientos de eficiencia energética y calidad de espacios, en un contexto de oferta limitada de activos de estas características. Esta situación continúa favoreciendo la evolución de las rentas en los principales mercados y sostiene niveles de ocupación elevados en los inmuebles mejor posicionados.

Por su parte, el segmento hotelero mantiene una evolución positiva apoyada en la fortaleza estructural del turismo en España, que continúa registrando cifras históricamente elevadas de visitantes y gasto turístico. Asimismo, el interés inversor por este tipo de activos sigue siendo relevante dentro del mercado inmobiliario español. En cuanto a los locales comerciales, el sector continúa adaptándose a la consolidación de modelos híbridos de consumo que combinan la venta física y digital, manteniendo una evolución estable en aquellas ubicaciones con mayor tránsito y atractivo comercial.

En conjunto, desde EthiFinance Ratings mantenemos una valoración favorable del sector inmobiliario en España, apoyada tanto en el desequilibrio estructural existente entre oferta y demanda residencial como en la evolución positiva observada en determinados segmentos patrimoniales. Este entorno resulta especialmente favorable 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'* 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.

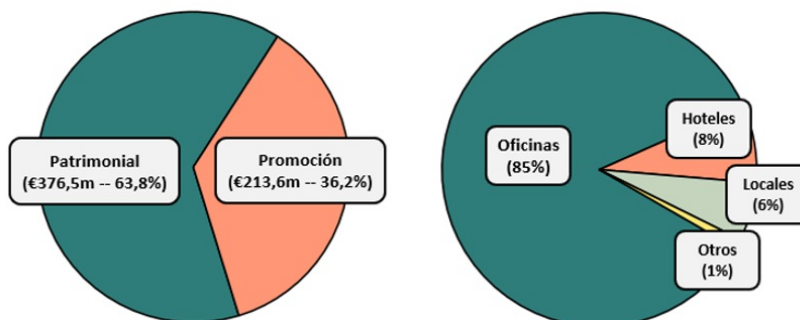
El riesgo potencial de los factores ESG en las empresas del sector a medio plazo implica que se requiere una transición hacia nuevas prácticas. La industria presenta un riesgo medio-alto sobre factores medioambientales, derivados de: i) las emisiones de carbono generadas por la producción de materiales (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 diversificado entre las actividades promotora y patrimonial, si bien con una concentración geográfica en el mercado doméstico.

Grupo Insur mantiene un modelo de negocio diferencial dentro del sector inmobiliario español gracias a la combinación de su actividad patrimonial y promotora, lo que contribuye a diversificar sus fuentes de ingresos y a mitigar parcialmente la volatilidad inherente al negocio promotor. Consideramos que esta dualidad constituye una ventaja competitiva relevante frente a promotoras puras, al combinar la mayor recurrencia y visibilidad de ingresos asociada al negocio patrimonial con el potencial de crecimiento y generación de márgenes característico de la actividad promotora. Asimismo, este modelo favorece una mayor resiliencia ante potenciales cambios de ciclo en el mercado inmobiliario y aporta una mayor estabilidad a la generación de flujos de caja del grupo.

Distribución GAV por segmento operativo y desglose vertiente patrimonial, proporcional (1T2026)



A cierre del 1T2026, el negocio patrimonial representaba el 63,8% del GAV proporcional del grupo, mientras que la actividad promotora suponía el 36,2% restante, configurando una estructura más equilibrada que la observada en compañías centradas exclusivamente en el desarrollo residencial. La cartera patrimonial continúa sustentándose principalmente en activos de oficinas, que representan aproximadamente el 85% del patrimonio en explotación,

complementados por locales comerciales, activos hoteleros y plazas de aparcamiento. A finales de 2025, se destaca la incorporación al patrimonio del edificio de oficinas Elever en Madrid, activo que refuerza la presencia del grupo en este segmento y mercado, contribuyendo al crecimiento del valor de la cartera patrimonial.

Desde una perspectiva geográfica, su operativa se desarrolla en su totalidad en España, manteniendo una elevada concentración en Andalucía, coherente con el posicionamiento histórico de la compañía y su profundo conocimiento de dichos mercados. Sevilla continúa siendo el principal mercado para el grupo, representando el 63% del GAV patrimonial y el 49% de la promoción residencial a cierre del 1T2026. No obstante, durante los últimos ejercicios, Insur ha avanzado en su estrategia de diversificación geográfica, incrementando progresivamente su presencia en mercados de mayor tamaño y liquidez como Madrid y Málaga.

En este sentido, Madrid alcanza ya el 29% del GAV patrimonial, consolidándose como el segundo mercado más relevante en esta línea de negocio, mientras que Málaga concentra el 37% de la promoción residencial y el 76% de la promoción terciaria. Además, durante 2026 se iniciará la actividad de promoción residencial en la zona de Levante. 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 grupo.

### Distribución GAV por geografía y segmento operativo (proporcional). Datos al cierre del 1T26.

Ciudad	Patrimonial	Promoción Residencial	Promoción Terciario
Sevilla	63%	49%	14%
Madrid	29%	4%	10%
Málaga	-	37%	76%
Huelva	5%	-	-
Córdoba	2%	1%	-
Cádiz	1%	4%	-
Almería	-	3%	-
Valencia	-	2%	-

Por otra parte, la cartera patrimonial presenta unos niveles de ocupación que consideramos elevados y alineados con la calidad de los activos gestionados por Insur. A cierre de 2025, la tasa de ocupación se situó en niveles récord del 96,2%, reflejando el buen comportamiento operativo de la cartera patrimonial. A cierre del 1T2026, la ocupación se situó en el 88,6% considerando la incorporación del edificio Elever en Madrid, mientras que, excluyendo dicho activo recientemente incorporado y todavía en fase de comercialización, la tasa de ocupación habría ascendido hasta el 96,6%. Esta reducción temporal de la ocupación total no refleja un deterioro de la cartera histórica, sino el efecto inicial de la entrada de un activo relevante aún pendiente de estabilización comercial. Además, en los últimos años han presentado cierta concentración en sus clientes de referencia dentro de este segmento patrimonial (top 5 y top 20 representan el 30,2% y 52,8% respectivamente a cierre de 2025), si bien destaca la adecuada calidad crediticia de los mismos y la posición destacada que presentan en su sector de actividad algunos de estos.

En conjunto, el posicionamiento competitivo de Grupo Insur se sustenta en un modelo de negocio diversificado entre promoción y patrimonio, una cartera patrimonial de calidad con activos en zonas *prime* y elevados niveles de ocupación, así como una presencia consolidada en mercados con sólidos fundamentos de demanda. No obstante, su escala sigue siendo más limitada frente a los principales operadores nacionales del sector y mantiene una concentración relevante en Andalucía, si bien la creciente exposición principalmente a Madrid y Málaga contribuye progresivamente a mejorar su diversificación geográfica y reforzar su perfil competitivo.

### Estructura Accionarial y Gobernanza

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

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%
Hercalianz, 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.	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> Consejero hasta JGA de 2024, 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 llevó 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.**

Como compañía cotizada, Grupo 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

- Fuerte crecimiento de los ingresos y beneficios alcanzados con la actividad, bajo la consecución de unos sólidos y elevados márgenes.

Rentabilidad (NIIF). Miles de €. <sup>(1)</sup>					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Facturación	138.210	164.491	208.276	19,0%	26,6%
Mg Bruto	31,7%	32,7%	30,1%	1,0pp	-2,6pp
EBITDA	30.483	29.939	44.791	-1,8%	49,6%
Mg EBITDA	22,1%	18,2%	21,5%	-3,9pp	3,3pp
EBITDA Aj. <sup>(2)</sup>	23.286	33.411	48.922	43,5%	46,4%
Mg EBITDA Aj. <sup>(2)</sup>	16,8%	20,3%	23,5%	3,5pp	3,2pp
EBIT	22.757	38.351	56.167	68,5%	46,5%
Mg EBIT	16,5%	23,3%	27,0%	6,8pp	3,7pp
Gastos Financieros	-14.504	-15.966	-13.136	-10,1%	17,7%
EBT	15.337	31.648	49.850	106,4%	57,5%

<sup>(1)</sup> El ejercicio 2025 y 2024 incorpora la modificación de la política contable en la valoración de las inversiones inmobiliarias adoptando el método del valor razonable en lugar del método del coste. Sin embargo, el ejercicio 2023 no contempla dicho cambio, no siendo exactamente comparables las cifras, y <sup>(2)</sup> EBITDA ajustado: EBITDA +/- Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias +/- Otros resultados +/- Imputación de subvenciones de inmovilizado financiero y otras + Gastos financieros capitalizados imputados como coste operativo en el momento de la entrega.

Grupo Insur registró en 2025 una evolución muy positiva en sus principales magnitudes bajo NIIF, con una cifra de negocio de €208,3m (CAGR23-25 del 22,8%) y un EBITDA ajustado de €48,9m (CAGR23-25 del 45%), situando el margen operativo ajustado en el 23,5% (+6,6 p.p. vs 2023). Esta evolución ha estado apoyada principalmente en el incremento de la actividad promotora con mayor número de entregas y precios, así como la venta de un suelo en Cádiz y un local rehabilitado.

La carga financiera se redujo en el ejercicio (-17,7% YoY), favorecida por el entorno de tipos de interés y por la reducción del apalancamiento, si bien el grupo mantiene una sensibilidad relevante a tipos al estar aproximadamente el 71% de su deuda referenciada a tipo variable a cierre de 2025.

Tanto la mejora financiera como sobre todo la operativa, se trasladó igualmente a resultados finales, con un EBT de €49,9m en 2025, más que triplicando el nivel registrado en 2023 (CAGR23-25 del 80,3%), cifras elevadas y valoradas positivamente por parte de EthiFinance Ratings.

Rentabilidad (Met. Proporcional). Miles de €.					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Facturación	119.777	185.767	238.145	55,1%	28,2%
EBITDA	31.519	32.288	48.175	2,4%	49,2%
Mg EBITDA	26,3%	17,4%	20,2%	-8,9pp	2,8pp
EBITDA Aj. <sup>(1)</sup>	24.916	37.692	56.106	51,3%	48,9%
Mg EBITDA Aj. <sup>(1)</sup>	20,8%	20,3%	23,6%	-0,5pp	3,3pp
EBIT	23.793	40.700	59.551	71,1%	46,3%
Mg EBIT	19,9%	21,9%	25,0%	2,0pp	3,1pp
Gastos Financieros	-17.409	-18.270	-12.392	-4,9%	32,2%
EBT	14.653	32.606	52.023	122,5%	59,6%

<sup>(1)</sup> El ejercicio 2025 y 2024 incorpora la modificación de la política contable en la valoración de las inversiones inmobiliarias adoptando el método del valor razonable en lugar del método del coste. Sin embargo, el ejercicio 2023 no contempla dicho cambio, no siendo exactamente comparables las cifras, y <sup>(2)</sup> EBITDA ajustado: EBITDA reportado por Insur +/- Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias + Gastos financieros capitalizados imputados como coste operativo en el momento de la entrega.

Bajo el método proporcional, que incorpora la participación del grupo en los negocios conjuntos (*Joint Ventures*) y refleja de forma más completa la magnitud económica gestionada, la evolución fue también favorable. La facturación alcanzó €238,1m en 2025 (CAGR23-25 del 41,0%), mientras que el EBITDA ajustado se situó en €56,1m, más que duplicando el alcanzado en 2023, y situándose el margen operativo ajustado en el 23,6% (+3,3pp YoY). Consideramos estos niveles de rentabilidad operativa como positivos y elevados dentro del sector promotor/inmobiliario, especialmente teniendo en cuenta el *mix* de negocio del grupo y la aportación recurrente de la actividad patrimonial. En este sentido, destaca el fuerte ritmo de entregas del último año, con 670 viviendas entregadas en el ejercicio,

concentrándose una parte relevante de dichas entregas en el 4T2025 (435 viviendas entregadas). Además, bajo una mejora también del impacto de la carga financiera (-32,2% YoY), el EBT de Insur se situó en €52m, también reflejando un crecimiento muy significativo respecto a ejercicios previos (más que triplicando cifras respecto 2023).

De cara a 2026 y 2027, estimamos que el grupo 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 (€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 del negocio promotor.

## Endeudamiento y Cobertura

- Niveles de apalancamiento y cobertura de intereses algo más elevados, matizados por un modelo de negocio que combina inversiones tanto en el área patrimonial como promotora.

### Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €. (\*)

Concepto	2024		2025	
	NIIF	Proporcional	NIIF	Proporcional
Deuda bancaria	202.594	230.610	174.174	211.327
Bono MARF dispuesto	16.115	16.115	15.891	15.891
Bono MARF sin disponer	12.097	12.097	12.419	12.419
Pagarés MARF	24.499	24.499	32.626	32.626
<b>DFT (Grupo Insur)</b>	<b>255.305</b>	<b>283.321</b>	<b>235.110</b>	<b>272.263</b>
NIIF 16 (+)	116	116	75	75
Proveedores por compras de suelo (+)	828	4.279	828	4.279
Bono Marf sin disponer (-)	-12.097	-12.097	-12.419	-12.419
<b>DFT (EthiFinance Ratings)</b>	<b>244.152</b>	<b>275.619</b>	<b>223.594</b>	<b>264.198</b>
Cash (-)	-55.390	-69.246	-83.795	-100.927
Imposiciones pignoradas en garantía obligaciones financieras (-)	-1.972	-1.972	-1.549	-1.549
Saldo sin disponer cuenta escrow Bono Marf (-)	-12.097	-12.097	-12.419	-12.419
<b>DFN (Grupo Insur)</b>	<b>185.846</b>	<b>200.006</b>	<b>137.347</b>	<b>157.368</b>
Saldo sin disponer cuenta escrow Bono Marf (+)	12.097	12.097	12.419	12.419
Saldo de caja restringido por anticipo de clientes (+)	6.812	6.812	3.872	3.872
<b>DFN (EthiFinance Ratings)</b>	<b>193.602</b>	<b>211.213</b>	<b>142.122</b>	<b>165.594</b>
EBITDA ajustado (Grupo Insur)	30.345	32.694	44.695	48.079
EBITDA ajustado (EthiFinance Ratings)	33.411	37.692	48.922	56.106
<b>DFN/EBITDA ajustado (Grupo Insur)</b>	<b>6,1x</b>	<b>6,1x</b>	<b>3,1x</b>	<b>3,3x</b>
<b>DFN/EBITDA ajustado (EthiFinance Ratings)</b>	<b>5,8x</b>	<b>5,6x</b>	<b>2,9x</b>	<b>3,0x</b>

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

Partiendo del método proporcional, la deuda financiera total (DFT) se redujo hasta €264,2m a cierre de 2025 (-4,1% YoY), mientras que la deuda financiera neta (DFN) descendió hasta €165,6m (-21,6% YoY). Esta evolución estuvo sustentada en la favorable tendencia operativa registrada durante el ejercicio, especialmente por el elevado volumen de entregas residenciales, que permitió generar una sólida capacidad de generación de *free cash flow* y destinar parte de los recursos obtenidos a la amortización de deuda, así como a incrementar su posición de *cash*.

Por composición, la financiación bancaria continúa representando la principal fuente de financiación de Grupo Insur, concentrando el 80% de la deuda financiera total a cierre de 2025. No obstante, durante el ejercicio se observó una reducción de la deuda bancaria de -8,4% YoY, acompañada de un mayor uso de financiación alternativa. En particular, destaca el incremento del consumo en el programa de pagarés MARF (límite €50m, vencimiento en julio 2026 aunque será renovado nuevamente por un año más), cuyo saldo vivo se situó en €32,6m (+33,2% YoY), reforzando la diversificación de las fuentes de financiación. Asimismo, la compañía completó a finales de 2025 la novación de su bono MARF (€30m), extendiendo su vencimiento *bullet* hasta finales de 2030.

La reducción del endeudamiento, junto con la mejora operativa registrada durante el ejercicio, se ha traducido en una mejora significativa de las principales métricas crediticias. Así, el ratio DFN/EBITDA ajustado bajo metodología EthiFinance Ratings se situó en 3x a cierre de 2025 (-2,7x YoY), mientras que el LTV descendió hasta el 27,0% (-6,6pp YoY). Estos niveles se consideran adecuados para una compañía que combina actividad promotora y patrimonial,

caracterizada por una elevada intensidad de capital y un uso estructural de financiación externa. Por otra parte, la cobertura de intereses también mejoró en el último año hasta situarse en 3,7x (+1,6x YoY), no obstante, continúan siendo cifras algo más limitadas teniendo presente los valores medios de un ciclo de actividad (por debajo de 3x).

De cara a 2026 y 2027, prevemos una cierta normalización de estas métricas como consecuencia de la intensificación de la actividad constructora y del mayor volumen de inversión asociado, todo ello dentro del desarrollo del nuevo Plan Estratégico 2026-2030. No obstante, se estima que dicha evolución tenga un carácter transitorio y que los indicadores vuelvan a mostrar una trayectoria más favorable a partir de 2028, apoyados en el incremento previsto de entregas y generación de resultados. En este sentido, el propio *business plan* contempla que aproximadamente el 75% del EBITDA del periodo sea generado entre 2028 y 2030, lo que debería contribuir a reforzar nuevamente la capacidad de desapalancamiento del grupo y a situar los niveles de deuda medios del ciclo en cifras algo más controladas teniendo presente la estructura de financiación de Insur. En cualquier caso, la evolución proyectada estará condicionada a la favorable tendencia del mercado y a la continuación de una sólida demanda tanto en el ámbito residencial como terciario.

## Análisis de Flujo de Caja

- Recurrente generación de caja operativa y libre, permitiendo simultáneamente retribuir al accionista, reducir deuda e incrementar la liquidez disponible.

Cash flow (NIIF). Miles de €. (*)					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
EBT	15.337	24.767	39.620	61,5%	60,0%
+/- ajustes de resultado	15.348	8.268	1.928	-46,1%	-76,7%
+/- otros flujos de explotación	-15.284	-13.370	-13.112	12,5%	1,9%
<b>Funds From Operations Aj.</b>	<b>15.401</b>	<b>19.665</b>	<b>28.436</b>	<b>27,7%</b>	<b>44,6%</b>
+/- variación WK	3.077	3.688	17.051	19,9%	362,3%
<b>Cash Flow Operativo Aj.</b>	<b>18.478</b>	<b>23.353</b>	<b>45.487</b>	<b>26,4%</b>	<b>94,8%</b>
Capex	-5.216	-1.070	-656	79,5%	38,7%
M&A	0	0	0	n.a.	n.a.
Otras	15.280	13.310	18.458	-12,9%	38,7%
<b>Cash Flow Inversión</b>	<b>10.064</b>	<b>12.240</b>	<b>17.802</b>	<b>21,6%</b>	<b>45,4%</b>
<b>Cash Flow Libre Aj.</b>	<b>28.542</b>	<b>35.593</b>	<b>63.289</b>	<b>24,7%</b>	<b>77,8%</b>
+/- variación patrimonio	-540	-445	-1.243	17,6%	-179,3%
- Dividendos	-6.031	-5.416	-10.208	10,2%	-88,5%
<b>Cash Flow Final Generado Internamente</b>	<b>21.971</b>	<b>29.732</b>	<b>51.838</b>	<b>35,3%</b>	<b>74,4%</b>

(\*) El ejercicio 2025 y 2024 incorpora la modificación de la política contable en la valoración de las inversiones inmobiliarias adoptando el método del valor razonable en lugar del método del coste. Sin embargo, el ejercicio 2023 no contempla dicho cambio, no siendo exactamente comparables las cifras.

Los *Funds From Operations (FFO)* generados por el grupo mostraron una evolución favorable durante el periodo analizado, alcanzando €28,4m en 2025 con un CAGR23-25 del 35,9%. Esta evolución estuvo sustentada principalmente en el crecimiento de la actividad promotora y el mayor volumen de entregas registrado. En términos de cobertura de deuda, el ratio FFO/DFN se situó en el 20% a cierre de 2025, nivel que consideramos relativamente adecuado teniendo presente la mayor inversión necesaria realizada por Grupo Insur para sostener tanto su actividad promotora como patrimonial.

Asimismo, la mayor rotación de existencias derivada de las entregas realizadas tuvo un impacto favorable sobre el *working capital* (€17,1m), aspecto que también repercutió positivamente en el *cash flow* operativo (CFO) ajustado que alcanzó €45,5m, prácticamente duplicando el nivel registrado el ejercicio anterior. Tras unas necesidades de inversión moderadas (sus activos en la vertiente patrimonial se encuentran renovados a nivel general), el grupo generó un *free cash flow* de €63,3m en 2025, reflejando una sólida capacidad de conversión de resultados en caja.

Estas últimas cifras permitieron afrontar simultáneamente el reparto de dividendos por importe de €10,2m, la amortización neta de deuda financiera (€19,2m), así como reforzar la posición de liquidez del grupo (incrementando la caja en €28,4m). Desde EthiFinance Ratings valoramos positivamente esta tendencia, ya que además de fortalecer su posición económico-financiera le permite una mayor flexibilidad para afrontar las inversiones y recursos necesarios para afrontar sus próximos años, donde se requerirá mayor financiación para poder acometer el nuevo ciclo de desarrollo promotor esperado.

## Capitalización

- Favorables niveles de capitalización apoyados principalmente en el valor de mercado de sus activos patrimoniales.

Estructura de activo y financiación (NIF). Miles de €.					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Total Activo	603.384	633.226	631.705	4,9%	-0,2%
Activo No Corriente	410.959	405.111	435.120	-1,4%	7,4%
Activo Corriente	192.425	228.115	196.585	18,5%	-13,8%
NOF	109.196	106.422	40.608	-2,5%	-61,8%
Patrimonio Neto	235.727	252.356	279.029	7,1%	10,6%
Deuda Financiera Total Aj. (DFTa)	250.467	244.152	223.594	-2,5%	-8,4%
Deuda Financiera Neta Aj. (DFNa)	223.617	193.602	142.122	-13,4%	-26,6%
PN/DFTa	94,1%	103,4%	124,8%	9,2pp	21,4pp
DFNa/EBITDA Aj.	9,6x	5,8x	2,9x	-3,8x	-2,9x
EBITDA Aj./Intereses Aj	1,6x	2,1x	3,7x	0,5x	1,6x

La estructura patrimonial reflejada en balance de Grupo Insur se ha visto reforzada durante los últimos ejercicios, favorecida tanto por la generación recurrente de beneficios como por la adopción, en 2025 (también con carácter retroactivo a través de la reexpresión de los balances de 2023 y 2024), del modelo de valoración a valor razonable para las inversiones inmobiliarias. Este cambio contable ha permitido reflejar de forma más adecuada el valor económico de la cartera patrimonial del grupo (anteriormente valorado por el método del coste).

Todo ello, unido a la reducción del endeudamiento registrada en los últimos años, se ha traducido en una evolución favorable de las métricas de capitalización. En este sentido, el ratio PN/DFTa se situó en el 124,8% a cierre de 2025 (+30,7pp vs 2023), cifras que consideramos robustas y adecuadas para el perfil de negocio de Insur. De cara al periodo 2026-2028, se estima una mayor utilización de financiación asociada al incremento de la actividad promotora y constructora contemplada en el Plan Estratégico. No obstante, esperamos que la compañía mantenga cifras controladas de capitalización, en niveles superiores al 100%, valorándose positivamente.

## Liquidez

- Favorable posición a nivel de liquidez.

Grupo Insur 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). Este aspecto se ve apoyado por un perfil de refinanciación valorado como satisfactorio, lo que deriva en una buena valoración de la liquidez.

## Modificadores

### Controversias

- El grupo no presenta ninguna controversia.

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

### Riesgo País

- No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante y que, por lo tanto, tenga un impacto negativo en la calificación.

El grupo concentra la totalidad del negocio en España.

## Perfil de emisión

- Reciente novación de bonos realizada (finales de enero 2026), que ha permitido extender el vencimiento (hasta finales de 2030) y ampliar el uso de los fondos.

## Estructura legal y características del bono

Grupo Insur ha realizado de forma satisfactoria una novación de la emisión de bonos con la que contaba en el MARF desde diciembre de 2021 "Insur *Senior Secured* 2021" con código ISIN ES0305626006. Esta operación le permite, entre otros aspectos, la extensión del vencimiento por cuatro años más (diciembre de 2030) y una ampliación en el uso de los fondos de la misma a activos y localizaciones donde opera la compañía. Se trata de un bono por importe de €30m, y un tipo de interés fijo situado tras la novación en el 5,5%. El mercado es el MARF (España), bajo el marco normativo de la Ley Española. Adicionalmente se destaca que, aunque el emisor es Insur Promoción Integral (IPI), directamente se sitúa como garante, Inmobiliaria del Sur, S.A., que representa en su conjunto a todo el Grupo Insur (por tanto, se estaría teniendo en cuenta como garantías en una situación de mayor estrés, los activos y negocio completo del grupo en todas sus vertientes, promotora, patrimonial y construcción), siendo el punto de partida para la valoración del bono, el propio rating corporativo de Grupo Insur.

En este sentido, destacar que sobre la matriz (Inmobiliaria del Sur) destacan las filiales al 100% de participación de Insur Promoción Integral (IPI) que desarrolla el negocio promotor y de construcción, así como Insur Patrimonial (IPAT) que engloba la actividad de arrendamientos de inmuebles.

En esta novación se incluye también la posibilidad de que los **suelos puedan ser comprados aparte de por IPI**, por: **i) Insur Patrimonial (IPAT)**. Ambas compañías, tanto IPAT como IPI podrán consumir la totalidad de los bonos en la adquisición de suelos, siendo en este caso una **financiación valorada como *secured***, y **ii) Joint Ventures o filiales participadas por Insur Promoción Integral S.L.U.** en los que existan participaciones societarias de otras entidades pero en las que Insur Promoción Integral S.L.U gestiona tanto la sociedad como el proyecto. Un máximo del 50% de los fondos obtenidos a través de los Bonos podrán destinarse a la adquisición de suelos por estas sociedades JVs, no beneficiándose en términos generales de la garantía hipotecaria. Este punto es importante, ya que en este caso, desde la Agencia de Rating consideramos que esta **financiación tendría la naturaleza de *unsecured***.

Términos y condiciones emisión	
<b>Emisor</b>	Insur Promoción Integral, S.L.U.
<b>Garante</b>	Inmobiliaria del Sur, S.A.
<b>Instrumento</b>	Bono <i>Senior</i>
<b>Fecha de emisión</b>	10/12/2021
<b>Fecha de novación</b>	29/01/2026
<b>Importe</b>	€30m
<b>Vencimiento</b>	10/12/2030
<b>Tipo de Amortización</b>	<i>Bullet</i>
<b>Garantía</b>	Terrenos y solares
<b>Yield</b>	5,5% tras novación
<b>Covenants</b>	Límite endeudamiento y cobertura intereses
<b>Finalidad</b>	Uso residencial y/o terciario
<b>Mercado</b>	MARF (España)
<b>Legislación</b>	Ley Española

Por otro lado, tendrán la consideración de activos elegibles para usar los fondos del bono, los siguientes:

1. Los solares.
2. Los **suelos en proceso de urbanización y que permitan la simultaneidad con las obras de edificación reuniendo los siguientes tres requisitos** (no podrán representar más de un 25% de las adquisiciones):
  - Cuenten con el proyecto de reparcelación inscrito en el registro de la propiedad correspondiente.
  - Tengan aprobado el proyecto de urbanización.
  - Tengan las obras de urbanización iniciadas y en un grado de avance que permitan la simultaneidad de las obras

de urbanización con las de ejecución de las de edificación en cada una de las parcelas resultantes del proyecto de reparcelación.

La financiación obtenida a través del bono será destinada a la compra de terrenos y solares tanto para el ámbito de la promoción residencial como terciaria, ampliando el alcance respecto al anterior programa de bonos. Las localizaciones permitidas y fines establecidos serán los siguientes:

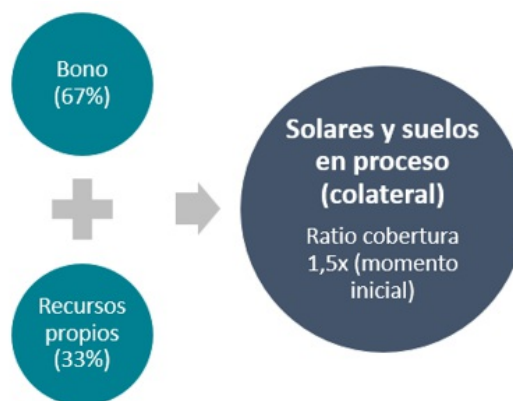
1. **Residencial para primera vivienda:** en capitales de provincia y áreas metropolitanas de Madrid, Sevilla, Málaga y Valencia; así como en las capitales de provincia de Alicante, Córdoba, Huelva, Cádiz, Granada y Almería.
2. **Residencial para segunda vivienda:** en las zonas costeras de Cádiz, Huelva, Málaga, Granada, Almería, Murcia, Alicante, Valencia y Castellón. Este bloque tiene un límite de disposición máximo del 25% de los fondos totales.
3. **Proyectos Terciarios:** Se refieren a aquellos desarrollos inmobiliarios cuyo uso principal no es residencial, sino destinado a actividades económicas, comerciales, logísticas, administrativas, de servicios, oficinas u otras actividades relacionadas con el sector terciario. Se podrán desarrollar en las capitales de Madrid, Sevilla, Málaga y Valencia, así como en los municipios de Alcobendas, Pozuelo de Alarcón, Las Rozas y San Sebastián de los Reyes.
4. **Terciario hotelero:** en capitales de provincia y áreas metropolitanas de Madrid, Sevilla, Málaga y Valencia; así como en cualesquiera otras ciudades con más de 200.000 habitantes.

Para la adquisición de suelos y terrenos, se empleará la siguiente forma de financiación (combinación de recursos propios y los fondos del bono) en función de si el mismo es adquirido directamente por IPI o IPAT (adquisición directa), o por el contrario es adquirido a través de JVs (adquisición indirecta).

- **Adquisición directa por IPI o IPAT.**

Se mantendrá un "ratio de cobertura del importe invertido/consumo del bono" de 1,5x, es decir, partiendo del precio total que pueda presentar un solar, 2/3 del mismo se financiará con los fondos provenientes del bono y el 1/3 restante a través de recursos propios de Insur.

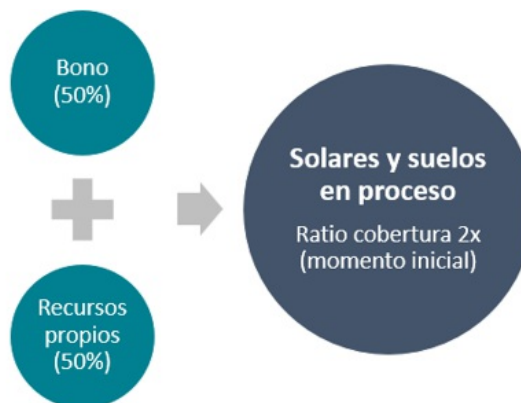
#### Desglose financiación colateral (momento inicial adquisición directa)



- **Adquisición a través de Joint Ventures (o "adquisiciones indirectas" tal como se indica en el programa de bonos).**

Se mantendrá un "ratio de cobertura del importe invertido/consumo del bono" de 2x, es decir, partiendo del precio total que pueda presentar un solar, el 50% del mismo se financiará con los fondos provenientes del bono y el otro 50% restante a través de recursos propios de Insur.

## Desglose financiación colateral (momento inicial adquisición JVs)\*



\* Ajustado por la parte que Insur participa en la Joint Venture (JV).

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

### - Adquisición directa por IPI o IPAT.

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

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

- Previo a la formalización del préstamo hipotecario promotor → GAV/Importe invertido del bono  $\geq 1,5x$ .
- A los 12 meses de la formalización del préstamo hipotecario promotor →  $(GAV - \text{Importe dispuesto préstamo})$

hipotecario + Importe del bono en caja o invertido en segundo activo) / (Importe invertido del bono + Importe del bono en caja o invertido en segundo activo)  $\geq 1,85x$ .

- A los 24 meses de la formalización del préstamo hipotecario promotor  $\rightarrow$   $(GAV - \text{Importe dispuesto préstamo hipotecario} + \text{Importe del bono en caja o invertido en segundo activo}) / (\text{Importe invertido del bono} + \text{Importe del bono en caja o invertido en segundo activo}) \geq 2,05x$ .

**- Adquisición a través de Joint Ventures (o "adquisiciones indirectas" tal como se indica en el programa de bonos).**

Los inmuebles que no son objeto de hipoteca deberán cumplir, mientras los Bonos estén en circulación, los siguientes ratios, más exigentes en cobertura (ya que no tienen garantía hipotecaria) respecto al bloque anterior de adquisiciones directas:

- Cobertura inicial y hasta la formalización del préstamo hipotecario promotor: Ratio de cobertura mínimo  $(GAV \times \text{Porcentaje participación del Emisor en la Joint Venture}) / \text{importe invertido del Bono}$ , igual o superior a 2,00 veces.
- En el momento de la formalización del préstamo promotor y antes de la disposición del mismo: Ratio de cobertura mínimo  $(GAV \times \text{Porcentaje participación del Emisor en la Joint Venture}) / \text{importe invertido del Bono}$ , igual o superior a 2,20 veces.
- A los doce meses de la formalización del préstamo promotor: Ratio de cobertura mínimo  $((GAV - \text{Importe dispuesto del préstamo hipotecario promotor}) \times \text{Porcentaje de participación del Emisor en la Joint Venture}) / \text{importe invertido del Bono}$ , igual o superior a 2,50 veces.
- A los veinticuatro meses de la formalización del préstamo promotor: Ratio de cobertura mínimo  $((GAV - \text{Importe dispuesto del préstamo hipotecario promotor}) \times \text{Porcentaje de participación del Emisor en la Joint Venture}) / \text{importe invertido del Bono}$ , igual o superior a 2,75 veces.

A finales de junio 2026, el importe del bono invertido se sitúa en los €20,6m (resto en la cuenta *escrow*), cumpliéndose en su totalidad los ratios de cobertura mínimos exigidos (en base a las últimas valoraciones e informes analizados proporcionados por Grupo Insur).

Adicionalmente a todo esto, y para dotar de un mayor *comfort* a la operación, se establecen y mantienen (al igual que el anterior programa) dos *covenants* adicionales y generales durante la vigencia del bono, a nivel consolidado y bajo la incorporación de los negocios conjuntos ajustados por su porcentaje de participación (JVs) mediante el método de integración proporcional, teniendo que ser el: i)  $LTV \leq 45\%$  y ii) ratio de cobertura de intereses  $(EBITDA/\text{Gastos financieros}) \geq 2x$ . A cierre de 2025, se cumplan los límites establecidos para estos *covenants* en base al informe de procedimientos realizado por KPMG.

De esta forma, Grupo Insur podría dar una mayor rotación y empleo a los fondos provenientes del bono, todo ello bajo una estructura adecuada de *covenants* tanto para el mantenimiento de las garantías de la operación con unas adecuadas tasas de cobertura e hipoteca establecida en las adquisiciones directas, como a nivel general con el fin de asegurar una favorable estructura económico-financiera para la compañía.

Desde EthiFinance Ratings valoramos favorablemente la estructura de la operación del bono principalmente para las adquisiciones directas por IPI o IPAT, entendiendo que el periodo de mayor volatilidad para este tipo de proyectos se presentaría en el momento de la compra del solar y previo a la entrada de la entidad financiera con el préstamo promotor, disponiendo en estos casos de un ratio de cobertura (en el escenario más conservador) de 1,5x que garantizarían el valor del bono con el propio activo adquirido. Además, y a pesar de la posposición al segundo rango en la hipoteca tras la entrada del préstamo promotor bancario, consideramos que este aspecto refleja, entre otros, la buena marcha del proyecto, ya que la entidad financiera habría asegurado la viabilidad del mismo y un nivel mínimo de comercialización. Por tanto, la volatilidad de la promoción debería disminuir en condiciones normales respecto al momento inicial de la compra. No obstante, para las adquisiciones a través de JVs, consideramos la estructura no presentaría la misma situación tan favorable, ya que no contaría con garantía hipotecaria, aunque estaría limitada tanto en la disposición de fondos como en el uso de los mismos con coberturas más exigentes.

### Análisis de recuperación

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

Valoración del recobro bajo un escenario de estrés. Miles de €. (*)			
Principales Asunciones		Waterfall simplificado	
Año de Default	2030	Valoración bruta de la compañía en 2030e	410.401
2025 Ingresos	238.145	Gastos administrativos	8.208
2025 EBITDA	56.106	Valoración neta de la compañía	402.193
2030 Ingresos Default	185.108	Priority claims	32.175
2030 EBITDA Default	33.387	Masa disponible para acreedores	355.018
2030 Caja	-73.439	Deuda financiera (1º rango)	380.533
		Deuda financiera (2º rango)	56.182
<b>Tasa de recobro</b>			<b>81,3%</b>

(\*) La masa disponible para acreedores está minorada por €15m adicionales bajo el escenario de máximo estrés que sería la disposición del bono al 50% (límite máximo) por adquisiciones indirectas (JVs), sin garantía hipotecaria. De esta forma, se adopta un perfil más conservador en la valoración.

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

- Cifra de negocio. En función del segmento tratado se aplican unas consideraciones específicas, siendo el impacto general para el periodo 2026-2030 respecto a la facturación acumulada y proyectada inicialmente del -27%. Así se ha simulado un parón de la actividad promotora con las entregas, un incremento de los costes de construcción en torno al 15%, así como una desocupación completa del edificio norte de Madrid Río y caída del 20% de los ingresos de parking y de centros de negocios entre otros factores.
- Se mantienen los costes de estructura durante la duración del bono y se mantienen todas las inversiones previstas en suelos y *capex* en general.
- Ante esto, se reflejaría una reducción del EBITDA y EBT del 51,4% y 50,7% para el año 2030 (respecto a las proyecciones iniciales).
- No se tienen en cuenta posibilidad de realizar ampliaciones de capital por parte del grupo.
- Eliminación de los dividendos pagados en 2030 (año del *default*) correspondientes al ejercicio previo.
- El programa de pagarés no se renueva en 2030.
- Cancelación de las pólizas de crédito y líneas de pagos postfinanciados en 2030.
- La política de rotación de activos (característica del grupo) no se aplica desde 2027 en adelante, por tanto, no se producen entrada de fondos por la venta propia de activos en el área patrimonial.

La interrelación de estos supuestos daría la entrada de una situación de *default* a finales de 2030, ante la presentación de unos niveles de tesorería negativos, una posición de liquidez insuficiente (sin posibilidad de acceso a nuevas fuentes de financiación externas debido a su deteriorada situación y la elevada deuda ya presentada) para hacer frente a las principales obligaciones que tendría en tal ejercicio. Ante esta situación, la compañía presentaría como garantía los activos adquiridos con la financiación del bono (solo en el caso de las adquisiciones directas), pudiendo presentar unas tasas de descuento que variarían en función de un hipotético escenario de ejecución de la hipoteca, todo ello partiendo principalmente de la fase en la que se encuentre la promoción. Desde EthiFinance Ratings se han considerado descuentos sobre análisis realizados con los valores de un potencial activo (en base a la calidad de este y su maduración) que han alcanzado el 35%. Aun teniendo presente estas tasas de descuento que se aplicarían principalmente en caso de una ejecución hipotecaria y necesidad de acudir a subasta, la financiación del bono contemplada para estas adquisiciones directas estaría, a priori, garantizada al completo o en su mayor parte, con el propio valor del activo.

Por otro lado, para el resto de compras de suelo que se realicen con JVs (límite del 50% del programa) sin garantía hipotecaria (*unsecured*), se ha simulado una hipotética situación de *default*, estresando posteriormente bajo una valoración del grupo por el método *Discrete Asset Valuation (DAV)* con un mayor ajuste de los activos presentados (minoración adicional del activo de un 55%), obteniendo una valoración neta del grupo (tras descontar gastos administrativos) de €402m. Una vez descontados los *priority claims*, la masa disponible para acreedores (€355m) se situaría algo por debajo de la deuda financiera total del grupo (€436,7m) incluyendo la totalidad del propio vencimiento del bono (€30m), reflejándose por tanto, una tasa de recobro del 81,3%. Esta cifra se valora positivamente por parte de la Agencia de Rating y justifica una subida de una *notch* en el rating de la emisión. Además, conviene señalar que metodológicamente la subida de rating en el bono estaría limitada para deuda *unsecured* al rango de tasas de recobro del 71%-90%, apoyando también esta subida.

Por último, si bien la estructura de deuda presentada por el grupo refleja un volumen importante de préstamos hipotecarios sobre las inversiones inmobiliarias, también dispone a cierre de 2025 de inmuebles para arrendamiento y uso propio libres de cargas y gravámenes que ascienden a €22,8m (valor razonable) y que representan el 7,2%. Desde EthiFinance Ratings y bajo este escenario de mayor estrés, también se valora positivamente la diversificación que muestra Insur en su actividad, tanto promotora como patrimonialista, siendo un aspecto destacable y diferenciador

respecto a otros grupos del sector, esta última área patrimonial, ya que la venta de activos (en zonas *prime*) se podría situar como otra alternativa que le permitiría obtener fondos para reestructurar el negocio e incluso poder atender sus obligaciones con los acreedores.

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes (NIIF). Miles de €. <sup>(1)</sup>					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Facturación	138.210	164.491	208.276	19,0%	26,6%
EBITDA Aj. <sup>(2)</sup>	23.286	33.411	48.922	43,5%	46,4%
Mg EBITDA Aj. <sup>(2)</sup>	16,8%	20,3%	23,5%	3,5pp	3,2pp
EBIT	22.757	38.351	56.167	68,5%	46,5%
Mg EBIT	16,5%	23,3%	27,0%	6,8pp	3,7pp
EBT	15.337	31.648	49.850	106,4%	57,5%
Total Activo	603.384	633.226	631.705	4,9%	-0,2%
Patrimonio Neto	235.727	252.356	279.029	7,1%	10,6%
Deuda Financiera Total Aj. (DFTa)	250.467	244.152	223.594	-2,5%	-8,4%
Deuda Financiera Neta Aj. (DFNa)	223.617	193.602	142.122	-13,4%	-26,6%
PN/DFTa	94,1%	103,4%	124,8%	9,2pp	21,4pp
DFNa/EBITDA Aj.	9,6x	5,8x	2,9x	-3,8x	-2,9x
Funds From Operations Aj.	15.401	19.665	28.436	27,7%	44,6%
FFOa/DFNa	6,9%	10,2%	20,0%	3,3pp	9,9pp
EBITDA Aj./Intereses Aj.	1,6x	2,1x	3,7x	0,5x	1,6x
GAV <sup>(3)</sup>	593.012	599.975	582.766	1,2%	-2,9%
LTV <sup>(3)</sup>	40,6%	33,3%	27,0%	-7,3pp	-6,3pp

<sup>(1)</sup> El ejercicio 2025 y 2024 incorpora la modificación de la política contable en la valoración de las inversiones inmobiliarias adoptando el método del valor razonable en lugar del método del coste. Sin embargo, el ejercicio 2023 no contempla dicho cambio, no siendo exactamente comparables las cifras, y <sup>(2)</sup> EBITDA ajustado: EBITDA +/- Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias +/- Otros resultados +/- Imputación de subvenciones de inmovilizado financiero y otras + Gastos financieros capitalizados imputados como coste operativo en el momento de la entrega, y <sup>(3)</sup> Incluye negocios conjuntos.

## 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>BB</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>Rating Corporativo</b>	<b>BB+</b>
<b>Rating Bono</b>	<b>BBB-</b>

## Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

La favorable evolución del negocio patrimonial, sustentada en el mantenimiento de elevados niveles de ocupación, el crecimiento recurrente de las rentas y la incorporación de nuevos activos generadores de ingresos, junto con la adecuada ejecución del negocio promotor, reflejada en el mantenimiento de elevados niveles de preventas y entregas,

podrían seguir reforzando el perfil de negocio y financiero del grupo durante los próximos ejercicios. Asimismo, la adecuada ejecución del Plan Estratégico 2026-2030 (superando el cumplimiento de objetivos), el desarrollo del modelo de coinversión y la consolidación de la expansión geográfica prevista contribuirían positivamente a la evolución del perfil crediticio de la compañía, además de una continua mejora en las métricas de ESG.

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 Grupo Insur 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, en función del segmento tratado: i) patrimonial, con valores  $>4x$ ,  $<5x$ ,  $>12\%$  y  $>120\%$  respectivamente, y ii) resto de segmentos (promotora, construcción y gestión) con ratios que presenten valores  $>6x$ ,  $<3x$ ,  $>30\%$  y  $>80\%$  respectivamente. Además, LTV para el grupo consolidado por debajo del 30%.

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

El rating podría verse presionado negativamente en un escenario de deterioro significativo del mercado inmobiliario, una reducción relevante de los niveles de preventas, retrasos en la ejecución de promociones o una evolución menos favorable de la actividad patrimonial, afectando a los niveles de ocupación y generación recurrente de rentas. 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 grupo. Además, un empeoramiento de las métricas ESG, podría también repercutir desfavorablemente en Insur.

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 que difieren en función del segmento tratado: i) patrimonial, con valores  $<2,7x$ ,  $>7x$ ,  $<10\%$  y  $<80\%$  respectivamente, y ii) resto de segmentos (promotora, construcción y gestión) con ratios que presenten valores  $<3x$ ,  $>3,5x$ ,  $<20\%$  y  $<50\%$  respectivamente. Además, LTV para el grupo consolidado por encima del 45%.

Por otro lado, respecto al bono, un empeoramiento de la tasa de cobertura podría ajustar la capacidad de pago del mismo en caso de una situación de mayor estrés, impactando negativamente en la calificación.

## 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>
  - 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