



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable



INSTRUMENT RATING
Senior Secured 30 M €

Initiation date 21/10/2021
Rating Date 18/12/2025

Contacts

Lead analyst

Javier López Sánchez
javier.lopez@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Inmobiliaria del Sur en "BB", manteniendo la tendencia Estable.
- Adicionalmente, EthiFinance Ratings inicia la calificación de la emisión de bonos "Insur Senior Secured 2021" con código ISIN ES0305626006 y una novación prevista para el 1T2026 (incorporada al análisis) de Insur Promoción Integral, S.L.U. en "BBB-", 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 95% 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.
- 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; 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; iv) adecuados niveles de capitalización, con un ratio PN ajustado/DFT ajustada superior al 100%, considerando las plusvalías latentes de las inversiones inmobiliarias; v) recurrente generación de resultados operativos y finales con una cartera de preventas con un adecuado nivel de cobertura en el corto-medio plazo; y vi) positiva valoración respecto a las políticas ESG implementadas.

Por otra parte, el rating se encuentra constreñido por el mantenimiento de unos elevados niveles de apalancamiento pese a la mejora, en este sentido, mostrada en el último ejercicio (DFN ajustada/EBITDA ajustado: 6,4x vs 10,6x en 2023). A su vez, el perfil financiero se ve penalizado por un reducido ratio FFO/DFN ajustada (9,5% en 2024), así como por un limitado grado de cobertura de intereses brutos vía EBITDA (EBITDA/Intereses: 1,9x en 2024). 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 que ya está desarrollando) 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.

- La tendencia Estable otorgada viene determinada por un mantenimiento de la senda de recuperación de los principales indicadores financieros de la compañía, iniciada en 2023, si bien dicha recuperación aún no puede considerarse plenamente consolidada. Ello obedece a que la compañía desarrolla un modelo de negocio en el que el ciclo de maduración de los activos asociados y posibles desviaciones al respecto, determinan, en gran medida, el desempeño de la compañía.
- En línea con nuestra nueva metodología, el sector 'real estate' presenta un riesgo medio en términos de ESG (puntuación en el mapa de calor 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 correspondientes a la propia compañía, se consideran positivas (ESG score de la compañía entre 1,0 y 1,5), resultando en una calificación del perfil financiero que se ve impactada de manera favorable por este factor.

- Desde EthiFinance Ratings se ha dispuesto de proyecciones financieras aportadas por Insur, con amplio detalle para el análisis y valoración, aunque no se reflejan en el informe a petición de la compañía.

Descripción de la Compañía

Grupo Inmobiliaria del Sur (en adelante 'Insur' o 'Grupo Insur') centra su actividad en el sector inmobiliario a través de sus dos principales líneas operativas: promotora y patrimonial. El grupo, que cuenta con más de 200 empleados, concentra su actividad en el mercado nacional, habiendo cerrado el ejercicio 2024 con una facturación de €164,5m (+19,0% YoY) y un EBITDA ajustado de €30,4m (margen: 18,5%), registrando un ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado de 6,2x (10,4x en 2023). Bajo la consideración de los negocios conjuntos, por el método proporcional, la facturación y el EBITDA ajustado se situarían en €185,8m (+55,1% vs 2023) y €32,7m (margen: 17,6%), respectivamente, a cierre de 2024, con un ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado de 6,4x (11,0x en 2023).

Respecto a la capitalización bursátil de la compañía, se situó en €261m en diciembre de 2025, mostrando la acción una revalorización del 56,4% respecto al cierre de 2024.

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

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

Insur cuenta con una trayectoria de más de 75 años y cotiza en el mercado bursátil español desde 1984 (desde 2007 en el mercado continuo). Con un posicionamiento histórico destacado en Andalucía occidental (principalmente Sevilla) y Málaga, desde 2007 también están ampliando su área de influencia geográfica con el desarrollo de actividades inmobiliarias en la Comunidad de Madrid (uno de los principales focos estratégicos de la compañía en la actualidad).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Sector cíclico y atomizado que tras haberse visto afectado por el entorno inflacionario y de elevados tipos de interés, acaecido, se observa una estabilización al respecto que incide positivamente en el mercado.**

El sector inmobiliario en España, donde Insur desarrolla su actividad, está caracterizado por un alto grado de competitividad, con un elevado número de participantes, dadas las limitadas barreras de entrada. Adicionalmente, a esta industria se le asocian unas rentabilidades operativas positivas que, no obstante, presentan cierta volatilidad ante situaciones de mayor estrés; y el desarrollo de políticas ESG, sobre todo por parte de los players de referencia. Aspectos, como el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, con el consecuente encarecimiento de las materias primas y elevada inflación, unido al notable aumento de tipos de interés, han impactado en el sector en su trayectoria reciente, traduciéndose en una notable reducción del volumen de hipotecas otorgadas en 2023 (-17,9% YoY) y en un descenso en el volumen de compraventa de vivienda nueva (-5,3% YoY). En cualquier caso, el segmento de vivienda nueva presenta una limitada oferta en relación con la demanda estructural latente en el mercado (para el periodo 2023-2027 se estima un promedio anual de 100k visados de obra nueva *versus* una creación de hogares superior a los 200k), lo que ha limitado el efecto de estos factores sobre el sector, manteniendo elevado el precio de venta. A lo largo del año 2024, se observó una normalización del contexto inflacionario, así como de tipos de interés, que se traslada a cuestiones propias del sector, como los costes de construcción. Cabe mencionar el aumento de los visados de obra nueva en 2024 del 17% YoY. Se espera una continuidad de este escenario favorable en el corto plazo, no obstante, bajo una continuidad del desequilibrio entre oferta y demanda, y, por tanto, un mantenimiento de los precios en umbrales elevados.

- **En línea con nuestra metodología, el sector 'real estate' presenta un riesgo medio en términos de ESG (puntuación en el mapa de calor del sector entre 3,0 y 3,5). Esto resulta en una evaluación del sector que no se ve afectada por consideraciones relacionadas con la industria.**

En cuanto a los factores ambientales, los desarrolladores inmobiliarios tienen un impacto medio en el clima ya que no son grandes productores de GEI. Sin embargo, las emisiones de GEI provenientes de la producción de cemento, madera, ladrillos y otros materiales utilizados por la industria son extremadamente altas. La industria es un gran consumidor de materias primas y tierra, lo que crea dependencias e impactos, en particular porque el uso puede ser a expensas de la agricultura. La materialidad financiera es relativamente limitada ya que la regulación es baja. En cuanto a la cadena de suministro, la industria es competitiva, lo que limita la dependencia. La industria también tiene un impacto positivo en los consumidores, particularmente en países emergentes donde el acceso a la vivienda sigue siendo clave, y en las comunidades, siendo un gran proveedor de empleos.

Posicionamiento Competitivo

- **Modelo de negocio con un adecuado mix operativo, no obstante, con una cartera de activos de limitado tamaño y concentrada en el mercado doméstico.**

La operativa de Insur se caracteriza por el desarrollo tanto de una actividad patrimonial, como promotora (52% y 48%, respectivamente, sobre el GAV total, incorporando joint ventures, a marzo de 2025), que integran, en lo relativo a la cartera patrimonial, principalmente, activos de marcado carácter prime. Ello supone una importante ventaja competitiva dentro del sector, en la medida en que la mayor estabilidad asociada al segmento patrimonial, en cuanto a la generación de ingresos y beneficios recurrentes, compensa la mayor volatilidad que caracteriza al negocio promotor, dado su carácter más cíclico. Adicionalmente, cabe destacar el alto nivel de ocupación mostrado por la

cartera patrimonial, situándose en 94,1%, a marzo de 2025 (88,7%, a junio de 2024).

Por otra parte, el grupo presenta una reducida cartera de activos en relación con los líderes del sector, con un GAV de €616,9m (método integración proporcional de negocios conjuntos), a marzo de 2025. La cartera de Insur se concentra en el mercado nacional, representado Andalucía el 80% del GAV patrimonial y el 96% del correspondiente a promoción residencial. No obstante, cabe mencionar el protagonismo adquirido por un mercado de referencia, como Madrid, que supuso el 20% del GAV patrimonial y el 47% del relativo a promoción terciaria, a cierre del primer trimestre de 2025.

Gobernanza

- **Accionariado diversificado, destacando, por otro lado, la presencia de la familia Pumar.**

Estructura de propiedad con una adecuada diversificación, dentro de la que destaca la presencia de la familia Pumar, que ostenta el 33,6% del capital, y que, junto con el resto de miembros del Consejo de Administración, representaron el 71,5%, aproximadamente, a marzo de 2025 (free float: 27,0%, aproximadamente). El grueso del accionariado ha mostrado una estabilidad, que favorece el establecimiento de objetivos estratégicos a largo plazo. En este sentido, el grupo se encuentra trabajando, actualmente, en la actualización del plan estratégico definido para el periodo 2021-2025, bajo una óptica continuista respecto al actual, no obstante, destacando la potenciación del modelo joint venture, al objeto de acceder a proyectos de mayor calado, y que, a su vez, permita el acceso a nuevos mercados dentro del territorio nacional.

- **Política financiera marcada por las necesidades de financiación asociadas a la actividad del grupo.**

El modelo de negocio de Insur implica una considerable exposición a recursos ajenos para el desarrollo de su actividad tanto en promoción, como en el negocio patrimonial, lo que determina su política financiera y, consecuentemente, unos niveles de apalancamiento que consideramos elevados. Asimismo, bajo nuestro punto de vista, la política de retribución al accionista limita el fortalecimiento de su estructura de fondos propios pese a no observarse un pay out excesivamente alto (47,9% en 2023 y 49,8% en 2024).

- **Positiva política ESG.**

Como compañía cotizada, Grupo Insur cuenta con un elevado compromiso con las políticas ESG, que se ha visto incrementado en su trayectoria reciente sus tres vertientes (Environmental, Social and Governance), lo que ha desembocado en un impacto positivo en la calificación del perfil financiero de la compañía (+1 notch).

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Mantenimiento de la senda de crecimiento en la generación de negocio, bajo una recuperación de los márgenes.**

Ventas y rentabilidad (NIIF). Miles de €				
	2022	2023	2024	24vs23
Facturación	116.530	138.210	164.491	19,0%
EBITDA reportado ⁽¹⁾	22.345	30.483	36.849	20,9%
Mg. EBITDA reportado	19,2%	22,1%	22,4%	0,3pp
EBITDA ajustado ⁽²⁾	18.754	21.275	30.408	42,9%
Mg. EBITDA ajustado	16,1%	15,4%	18,5%	3,1pp
EBIT	21.209	22.757	32.917	44,6%
Mg EBIT	18,2%	16,5%	20,0%	3,5pp
Gastos financieros ⁽³⁾	-9.261	-14.504	-15.966	10,1%
Gastos financieros netos ⁽⁴⁾	-8.047	-10.621	-12.221	15,1%
EBT	16.404	15.337	26.214	70,9%

⁽¹⁾ Cálculo: EBIT + Amortizaciones +/- Deterioros y pérdidas de activos no corrientes + Resultados de la toma control de existencias entregadas. ⁽²⁾ Cálculo: EBITDA reportado +/- Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias +/- Otros resultados +/- Imputación de subvenciones de inmovilizado financiero y otras. ⁽³⁾ Se consideran aquellos asociados a pasivos financieros a coste amortizado, de acuerdo con la metodología de EthiFinance Ratings. ⁽⁴⁾ Netos de gastos financieros capitalizados y aplicación de la NIIF 9.

Partiendo de cifras bajo NIIF, la compañía mostró una positiva evolución en su facturación en el último ejercicio, situándose en €164,5m (+19,0% YoY), impulsada por la actividad de construcción (€68,9m vs €35,6m en 2023), fundamentalmente, que compensó las menores ventas registradas en el negocio promotor (€67,9m vs €80,3m en

2023). Del mismo modo, el margen EBITDA ajustado registró una evolución favorable en 2024 (+3,1pp vs 2023), tras haberse visto afectado en su trayectoria reciente por la evolución de los costes de materiales y mano de obra, así como por el ritmo de entregas de viviendas. El crecimiento en los resultados operativos se trasladó a los resultados finales, con un EBT que ascendió a €26,2m, a cierre de 2024 (+70,9% YoY). En este sentido, pese a la carga financiera asociada a los elevados niveles de endeudamiento del grupo, el resultado financiero y, consecuentemente, el resultado antes de impuestos, se ven favorecidos por el impacto positivo de los gastos financieros capitalizados, derivados de sus proyectos de promoción en curso (€2,8m en 2024 vs €3,9m en 2023), así como de los ingresos financieros asociados, principalmente, a créditos concedidos a negocios conjuntos (€6,3m vs €3,2m en 2023).

Ventas y rentabilidad (integración proporcional). Miles de €				
	2022	2023	2024	24vs23
Facturación	117.860	119.777	185.767	55,1%
EBITDA reportado ⁽¹⁾	23.244	31.519	39.197	24,4%
Mg. EBITDA reportado	19,7%	26,3%	21,1%	-5,2pp
EBITDA ajustado ⁽²⁾	21.197	22.618	32.693	44,5%
Mg. EBITDA ajustado	18,0%	18,9%	17,6%	-1,3pp
EBIT	22.090	23.793	35.265	48,2%
Mg EBIT	18,7%	19,9%	19,0%	-0,9pp
Gastos financieros ⁽³⁾	-10.313	-17.409	-18.270	4,9%
Gastos financieros netos ⁽⁴⁾	-7.310	-9.931	-9.352	-5,8%
EBT	16.855	14.653	27.172	85,4%

⁽¹⁾ Cálculo: EBIT + Amortizaciones +/- Deterioros y pérdidas de activos no corrientes + Resultados de la toma control de existencias entregadas. ⁽²⁾ Cálculo: EBITDA reportado +/- Otros resultados +/- Imputación de subvenciones de inmovilizado financiero y otras. ⁽³⁾ Se consideran aquellos asociados a pasivos financieros a coste amortizado, de acuerdo con la metodología de EthiFinance Ratings. ⁽⁴⁾ Netos de gastos financieros capitalizados y aplicación de la NIIF 9.

Considerando las cifras por el método proporcional reportadas, en función de su porcentaje de participación en negocios conjuntos (joint ventures), la facturación en 2024 se situaría en €185,8m, mostrando un notable crecimiento respecto a 2023 (+55,1%), que se explica, en parte, por el retraso en la entrega de 54 viviendas en Madrid, que comenzó a efectuarse en febrero en 2024. Del mismo modo, el EBITDA mostró una evolución favorable, manteniéndose el margen EBITDA ajustado en niveles relativamente estables respecto al ejercicio anterior.

Desde el grupo, se espera una continuidad en el crecimiento de ventas y resultados en el corto plazo, impulsado por sus principales unidades generadoras de negocio (promoción y construcción) y, complementariamente, por ingresos adicionales derivados de la venta de suelos. Dentro del negocio promotor, cabe mencionar la cifra de preventas registrada, a cierre de 2024 (€231,6m vs €165,7m en 2023, incluyendo negocios conjuntos), lo que otorga una elevada visibilidad en el corto plazo en lo relativo a los ingresos del grupo en el corto- medio plazo.

Endeudamiento y Cobertura

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

El modelo de negocio desarrollado por Insur requiere de un soporte externo por parte de las entidades de financiación, lo que explica los niveles de apalancamiento registrados por el grupo, que, desde EthiFinance Ratings, consideramos elevados. No obstante, cabe señalar la mejora del ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado recogida en el último ejercicio (6,4x vs 10,6x en 2023, bajo NIIF), motivada, por el lado de la DFN, por una mejora en el flujo de caja libre, que favoreció el fortalecimiento de la posición de caja del grupo. Asimismo, Insur cuenta con una saneada cartera de activos, con un LTV (Loan to Value) que se situó en 33,3%, a diciembre de 2024, incorporando el impacto de los negocios conjuntos, destacando la mejora de este indicador respecto al ejercicio 2023 (40,6%).

Desglose ratio DFN/EBITDA. Miles de €.

Concepto	2023		2024	
	NIIF	Proporcional	NIIF	Proporcional
Deuda bancaria	217.807	256.284	202.594	230.604
Bono MARF dispuesto	22.293	22.293	17.903	17.903
Bono MARF sin disponer	5.832	5.836	10.309	10.309
Pagarés MARF	11.135	11.135	24.499	24.499
DFT reportada	257.067	295.548	255.305	283.315
NIIF 16 (+)	279	279	116	116
Proveedores por compras de suelo (+)	828	828	828	828
Bono MARF sin disponer (-)	-5.832	-5.836	-10.309	-10.309
DFT ajustada	252.342	290.819	245.940	273.950
Cash (-)	-29.264	-45.388	-55.391	-69.246
Imposiciones pignoradas en garantía obligaciones financieras (-)	-1.972	-1.972	-1.972	-1.972
Saldo sin disponer cuenta escrow Bono MARF (-)	-7.707	-7.707	-12.097	-12.097
DFN reportada	218.124	240.481	185.845	200.000
Saldo sin disponer cuenta escrow Bono MARF (+)	7.707	7.707	12.097	12.097
Saldo de caja restringido por anticipo de clientes	4.386	4.386	6.812	6.812
DFN ajustada	225.492	247.845	195.389	209.544
EBITDA reportado	30.483	31.519	36.849	39.197
EBITDA ajustado	21.275	22.618	30.408	32.693
DFN reportada/EBITDA reportado	7,2x	7,6x	5,0x	5,1x
DFN ajustada/EBITDA ajustado	10,6x	11,0x	6,4x	6,4x

Dentro del perfil de deuda de Insur, el apoyo por parte de las instituciones de crédito se ve complementado por la presencia de la compañía en el MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija), a través de la emisión de bonos llevada a cabo en 2021 (importe: €30m, del que se ha dispuesto €17,9m, a cierre de 2024) y un programa de pagarés renovable anualmente, con un límite total de €50m (importe dispuesto: €24,5m, a cierre de 2024).

Respecto al vencimiento del bono (diciembre de 2026), la compañía se encuentra trabajando, actualmente, en su novación (extensión del vencimiento), lo que dotará de una mayor flexibilidad en el corto-medio plazo, al calendario de vencimientos de deuda de la compañía.

Análisis de Flujo de Caja

- Positivo desempeño, en términos de generación de flujo de caja libre, que ha permitido afrontar holgadamente la política de retribución al accionista y, parcialmente, los compromisos financieros anuales.

Generación de caja desagregada (NIIF). Miles de €.

	2022	2023	2024
Funds from Operations (FFO)	4.986	13.390	18.586
(+/-) Variaciones working capital	-4.939	3.077	2.128
Cash flow operativo	47	16.467	20.714
Pagos por inversiones (-)	-22.548	-16.397	-15.728
Cobros por desinversiones (+)	26.319	26.461	27.968
Flujo de caja libre	3.818	26.531	32.954
(+/-) Cobros/Pagos instrumentos de patrimonio	-510	-540	-445
Dividendos	-5.700	-6.031	-5.416
Cash flow generado internamente	-2.392	19.960	27.093
Amortización de deuda	-61.597	-103.004	-110.914
Emisión nueva deuda	47.046	79.407	109.947
Efecto variaciones tipo de cambio	0	0	0
Generación neta de efectivo	-16.943	-3.637	26.126
Saldo de caja al comienzo del ejercicio	49.844	32.901	29.264
Saldo de caja al final del ejercicio	32.901	29.264	55.390

Tras la notable mejora registrada en el año 2023, la generación de flujo de caja procedente de las operaciones ha continuado en una senda creciente, favorecida por el incremento de los resultados recogido, situándose este en

€20,7m, a diciembre de 2024 (€16,5m en 2023). Ello, junto con el mantenimiento de las inversiones en niveles estables y la vigencia de la política de rotación activos, desembocó en un nuevo incremento del flujo de caja libre, que ascendió a €33,0m, aproximadamente, a cierre de 2024 (€26,6m en 2023). Ello permitió afrontar con holgura la política de reparto de dividendos implementada (-€5,4m).

Adicionalmente, la exposición creciente a recursos ajenos, asociada al aumento de la actividad de la compañía, fundamentalmente, dentro del negocio promotor (incluyendo construcción), ha favorecido, por otro lado, el fortalecimiento la posición de caja, una vez afrontados los compromisos de deuda anuales.

Desde la compañía se espera que el saldo de caja se vea incrementado nuevamente en 2025, sobre la base de una continuidad en la mejora del flujo operativo y de la financiación ajena para el desarrollo de su core de negocio.

Capitalización

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

Estructura de activo y financiación (NIIF). Miles de €				
	2022	2023	2024	24vs23
Total Activo	497.074	483.385	507.793	5,0%
Activo No Corriente	311.464	290.960	279.678	-3,9%
Activo Corriente	185.610	192.425	228.115	18,5%
Patrimonio Neto	140.455	145.728	158.281	8,6%
Deuda Financiera Total reportada	280.157	257.067	255.305	-0,7%
Deuda Financiera Neta reportada	227.106	218.124	185.845	-14,8%
Deuda Financiera Total ajustada ⁽¹⁾	265.454	252.342	245.940	-2,5%
Deuda Financiera Neta ajustada ⁽²⁾	232.260	225.492	195.389	-13,3%
PN/DFT ajustada	52,9%	57,8%	64,4%	6,6pp
DFN reportada/EBITDA reportado	10,2x	7,2x	5,0x	-2,1x
DFN ajustada/EBITDA ajustado	12,4x	10,6x	6,4x	-4,2x
EBITDA ajustado/Intereses ⁽³⁾	2,0x	1,5x	1,9x	0,4x
EBITDA reportado/Intereses netos ⁽⁴⁾	2,8x	2,9x	3,0x	0,1x

⁽¹⁾ No incluye importe sin disponer relativo al bono MARF. Incluye deuda por arrendamientos operativos y deuda correspondiente a proveedores por compras de suelo, de acuerdo con la metodología de EthiFinance Ratings. ⁽²⁾ No se considera el saldo sin disponer asociado a la cuenta escrow (bono MARF), como activo líquido, de acuerdo con la metodología de EthiFinance Ratings. Incluye el saldo de caja restringido por anticipo de clientes.⁽³⁾ Respecto a los intereses, se consideran aquellos asociados a pasivos financieros a coste amortizado, de acuerdo con la metodología de EthiFinance Ratings. ⁽⁴⁾ Netos de gastos financieros capitalizados y aplicación de la NIIF 9.

La estructura de balance de Insur se encuentra marcada por la presencia de los activos afectos a la actividad del grupo, destacando aquellos asociados a su negocio patrimonial (valor en libros: €194,6m, a cierre de 2024), contabilizados como Inversiones inmobiliarias, y promotor, contabilizados como Existencias (valor en libros: €123,6m, a cierre de 2024; del que €29,8m se corresponde con terrenos y solares).

En cuanto a su grado de capitalización, la compañía presentó un ratio Patrimonio neto/DFT ajustada situado en 64,4%, a diciembre de 2024, no obstante, matizado por la disposición de plusvalías latentes en sus inversiones inmobiliarias, por importe de €128,2 (€122,4m, a cierre de 2023). Así, teniendo en cuenta dichas plusvalías netas de impuestos, el patrimonio neto se situaría en €254,4m y, por tanto, el ratio de capitalización, por encima del 100% (103,4%) en 2024, valores que consideramos como adecuados.

Por otra parte, y pese a la mejora registrada en el último ejercicio, el grado de cobertura de intereses vía generación de EBITDA se mantuvo en umbrales reducidos (EBITDA ajustado/Intereses: 1,9x en 2024 vs 1,5x en 2023), niveles que se espera que se mantengan en el corto plazo.

Liquidez

- Buena liquidez.

Grupo Insur reporta una relación entre sus orígenes de fondos (caja, flujo de caja libre esperado e instrumentos de financiación sin disponer), que le permitirían hacer frente a sus compromisos de pago (principalmente, vencimientos de deuda y dividendos) en un periodo superior a los dos años, considerándose un nivel de liquidez Elevado. Este aspecto se ve apoyado por un perfil financiero, valorado como Satisfactorio, lo que deriva en una calificación de la liquidez como Buena.

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

- Próxima novación de bonos prevista por el grupo (1T2026), que permitirá extender los vencimientos y ampliar el uso de los fondos.

Estructura legal y características del bono

Grupo Insur se encuentra actualmente en proceso de novación de su emisión de bonos realizada en diciembre de 2021 "Insur *Senior Secured* 2021" con código ISIN ES0305626006 (vencimiento en diciembre de 2026), operación que una vez materializada, le permitirá entre otros aspectos, la extensión del vencimiento por cuatro años más (diciembre de 2030). Se trata de un bono por importe de €30m, y un tipo de interés fijo que se estima estará situado en el 5,5%. El mercado seguirá siendo 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

Emisor	Insur Promoción Integral, S.L.U.
Garante	Inmobiliaria del Sur, S.A.
Instrumento	Bono <i>Senior</i>
Fecha de emisión	10/12/2021
Fecha de novación	1T2026
Importe	€30m
Vencimiento	10/12/2030
Tipo de Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía	Terrenos y solares
Yield	4% actual y 5,5% tras novación (estimado)
Covenants	Límite endeudamiento y cobertura intereses
Finalidad	Uso residencial y/o terciario
Mercado	MARF (España)
Legislación	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:

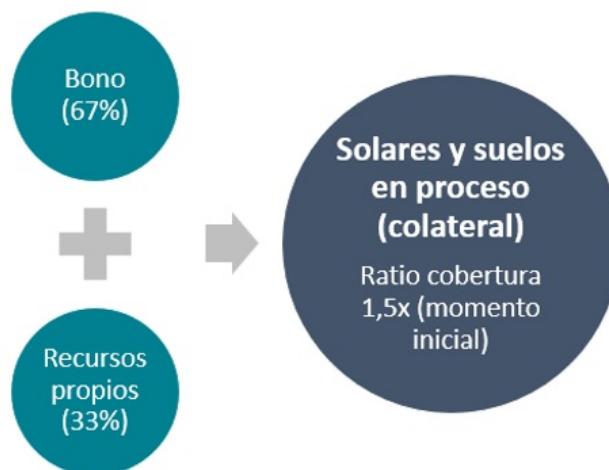
1. **Residencial para primera vivienda:** en capitales de provincia y áreas metropolitanas de Madrid, Sevilla, Málaga y Valencia; así como en las capitales de provincia de Alicante, Córdoba, Huelva, Cádiz, Granada y Almería.
2. **Residencial para segunda vivienda:** en las zonas costeras de Cádiz, Huelva, 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.

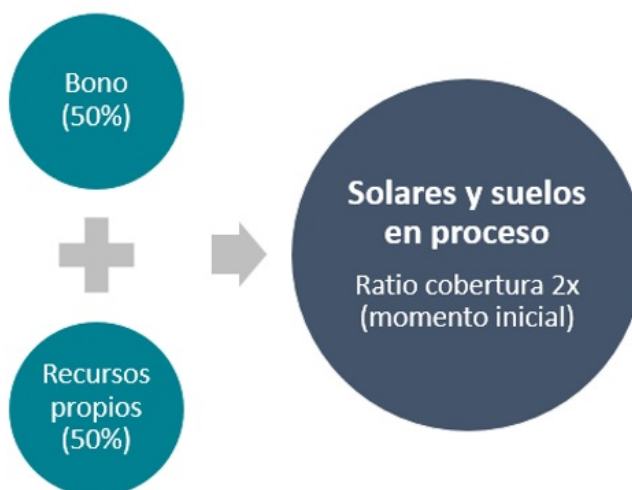
Desglose financiación colateral (momento inicial adquisición directa)



- *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 \rightarrow $GAV/Importe\ invertido\ del\ bono \geq 1,5x$.
 - En la formalización del préstamo hipotecario promotor (y previo a disposición) \rightarrow $GAV/Importe\ invertido\ del\ bono \geq 1,65x$.
 - A los 12 meses de la formalización del préstamo hipotecario promotor \rightarrow $(GAV - Importe\ dispuesto\ préstamo\ hipotecario\ promotor) / Importe\ invertido\ del\ bono \geq 1,85x$.
 - A los 24 meses de la formalización del préstamo hipotecario promotor: $(GAV - Importe\ dispuesto\ préstamo\ hipotecario\ promotor) / Importe\ invertido\ del\ bono \geq 2,05x$.

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

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

- 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 $(GAV \times Porcentaje\ participación\ del\ Emisor\ en\ la\ Joint\ Venture) / importe\ invertido\ del\ Bono$, 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 $(GAV \times Porcentaje\ participación\ del\ Emisor\ en\ la\ Joint\ Venture) / importe\ invertido\ del\ Bono$, igual o superior a 2,20 veces.
- A los doce meses de la formalización del préstamo promotor: Ratio de cobertura mínimo $((GAV - Importe\ dispuesto\ del\ préstamo\ hipotecario\ promotor) \times Porcentaje\ de\ participación\ del\ Emisor\ en\ la\ Joint\ Venture) / importe\ invertido\ del\ Bono$, igual o superior a 2,50 veces.
- A los veinticuatro meses de la formalización del préstamo promotor: Ratio de cobertura mínimo $((GAV - Importe\ dispuesto\ del\ préstamo\ hipotecario\ promotor) \times Porcentaje\ de\ participación\ del\ Emisor\ en\ la\ Joint\ Venture) / importe\ invertido\ del\ Bono$, igual o superior a 2,75 veces.

Adicionalmente a todo esto, y para dotar de un mayor *confort* 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/Gastos financieros) $\geq 2x$. A cierre de 2024, se cumplían 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	354.051
2024 Ingresos	164.491	Gastos administrativos	7.081
2024 EBITDA	30.408	Valoración neta de la compañía	346.970
2030 Ingresos Default	141.449	Priority claims	27.758
2030 EBITDA Default	31.249	Masa disponible para acreedores	304.213
2030 Caja	-49.072	Deuda financiera (1º rango)	280.120
		Deuda financiera (2º rango)	37.141
Tasa de recobro			95,9%

^(*) 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 2025-2030 respecto a la facturación acumulada y proyectada inicialmente del -13%. Así se ha simulado un parón de la actividad promotora más pronunciado desde 2029 en adelante, paralización de varias construcciones en 2030, 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.
- Ante esto, se reflejaría una reducción del EBITDA y EBT del 59,4% y 66,2% 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 en 2030.
- La política de rotación de activos (característica del grupo) no se aplica desde 2026 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 €347m. Una vez descontados los *priority claims*, la masa disponible para acreedores (€304,2m) se situaría próxima a la deuda financiera total del grupo (€317,3m) incluyendo la totalidad del propio vencimiento del bono (€30m), reflejándose por tanto, una tasa de recobro del 95,9%, valorándose positivamente por parte de la Agencia de Rating y dando mayor confort para sostener una subida de dos *notches* 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% que permiten una subida de dos escalones, siendo en este caso superior incluso a estos niveles.

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 2024 de inmuebles para arrendamiento y uso propio libres de cargas y gravámenes que ascienden a €22,8m (valor razonable) y que representan el 7,1% del total deuda. 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 financieras (NIIF). Miles de €.

	2022	2023	2024	24vs23
Facturación	116.530	138.210	164.491	19,0%
EBITDA reportado ⁽¹⁾	22.345	30.483	36.849	20,9%
Margen EBITDA reportado	19,2%	22,1%	22,4%	0,3pp
EBITDA ajustado ⁽²⁾	18.754	21.275	30.408	42,9%
Margen EBITDA ajustado	16,1%	15,4%	18,5%	3,1pp
EBIT	21.209	22.757	32.917	44,6%
Margen EBIT	18,2%	16,5%	20,0%	3,5pp
EBT	16.404	15.337	26.214	70,9%
Total Activo	497.074	483.385	507.793	5,0%
Patrimonio Neto	140.455	145.728	158.281	8,6%
Deuda Financiera Total reportada	280.157	257.067	255.305	-0,7%
Deuda Financiera Neta reportada	227.106	218.124	185.845	-14,8%
Deuda Financiera Total ajustada ⁽³⁾	265.454	252.342	245.940	-2,5%
Deuda Financiera Neta ajustada ⁽⁴⁾	232.260	225.492	195.389	-13,3%
PN/DFT ajustada	52,9%	57,8%	64,4%	6,6pp
DFN reportado/EBITDA reportado	10,2x	7,2x	5,0x	-2,1x
DFN ajustada/EBITDA ajustado	12,4x	10,6x	6,4x	-4,2x
FFO	4.986	13.390	18.586	38,8%
FFO/DFN ajustada	2,1%	5,9%	9,5%	3,6pp
EBITDA ajustado/Intereses ⁽⁵⁾	2,0x	1,5x	1,9x	0,4x
EBITDA reportado/Intereses netos ⁽⁶⁾	2,8x	2,9x	3,0x	0,1x
GAV ⁽⁷⁾	584.384	593.012	599.975	1,2%
LTV ⁽⁷⁾	40,5%	40,6%	33,3%	-7,3pp

⁽¹⁾ Cálculo: EBIT + Amortizaciones +/- Deterioros y pérdidas de activos no corrientes + Resultados de la toma control de existencias entregadas. ⁽²⁾ Cálculo: EBITDA reportado +/- Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias +/- Otros resultados +/- Imputación de subvenciones de inmovilizado financiero y otras. ⁽³⁾ No incluye importe sin disponer relativo al bono MARF. Incluye deuda por arrendamientos operativos y deuda correspondiente a proveedores por compras de suelo, de acuerdo con la metodología de EthiFinance Ratings. ⁽⁴⁾ No se considera el saldo sin disponer asociado a la cuenta escrow (bono MARF), como activo líquido, de acuerdo con la metodología de EthiFinance Ratings. Incluye el saldo de caja restringido por anticipo de clientes. ⁽⁵⁾ Se consideran aquellos asociados a pasivos financieros a coste amortizado, de acuerdo con la metodología de EthiFinance Ratings. ⁽⁶⁾ Netos de gastos financieros capitalizados y aplicación de la NIIF 9. ⁽⁷⁾ Incluye negocios conjuntos.

Credit Rating

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

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Aumento en la generación de negocio, que permita un incremento del tamaño del grupo. Mejora en los principales indicadores financieros, destacando ratios, como DFN ajustada/EBITDA ajustado (valor de referencia promedio: < 3,0x), EBITDA ajustado/Intereses brutos (valor de referencia promedio: > 5,0x) y FFO/DFN ajustada (valor de referencia promedio: > 25%). Mejora de métricas ESG.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Evolución negativa de la compañía, respecto a lo esperado, con el consiguiente impacto en términos financieros. Empeoramiento del EBITDA ajustado/Intereses (por debajo de 2,5x como valor de referencia promedio) y deterioro de otros ratios, como el DFN ajustada/EBITDA ajustado (por encima de 5,0x como valor de referencia promedio). Deterioro de las métricas ESG. Empeoramiento de la tasa de cobertura del bono que ajuste la capacidad de pago del mismo.

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 shall be considered as a User.

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

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