



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 21/10/2021

Fecha de revisión: 08/07/2022

Contactos

Assistant Vice President

Javier López Sánchez

javier.lopez@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

Contenido

1. Perfil de la empresa	5
1.1 Actividad y ámbito de actuación	5
2. Análisis cualitativo	5
2.1 Sector y posicionamiento competitivo	5
2.2 Accionariado, gestión y política financiera ...	9
3. Análisis cuantitativo	12
3.1 Resultados y rentabilidad	12
3.2 Estructura de activo y endeudamiento	14
3.3 Generación de caja y posición de liquidez ...	17

Rating Action

EthiFinance Ratings afirma la calificación de Grupo Insur en "BB", manteniendo la tendencia Estable.

Resumen Ejecutivo

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. A pesar del impacto de la crisis sanitaria y el actual contexto de incertidumbre del entorno, el grupo ha cerrado el ejercicio 2021 (bajo la consideración de los negocios conjuntos por el método proporcional) con una facturación y EBITDA recurrente que ascendieron a €125,3M y €22,5M (-5,7% y -8,5% YoY) respectivamente, presentando un LTV del 41,2%. Durante el 1T2022, si bien la evolución del negocio ha sido negativa en el área promotora, se prevé un mayor ritmo de entregas durante este ejercicio que corregirá, a priori, esta situación. Además, aunque durante 2021 la acción de Insur descendió un 5,2% YoY, durante el primer semestre de 2022 su valor aumentó un 3,9%, situándose la capitalización bursátil en €149,4M (+8,4% vs 2020).

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

Fundamentos

Perfil de negocio

- **Sector cíclico y atomizado con evolución favorable en la demanda, aunque con incertidumbre dado el actual entorno inflacionario y de subida de tipos de interés.**

Tras el impacto del Covid-19, el sector promotor inició una fase de recuperación desde finales de 2020, acentuándose durante 2021 y que se mantiene en los primeros meses del año actual. Así, el número de hipotecas firmadas alcanzó máximos de los últimos años (418.059) en 2021 con un +23,8% respecto 2020 y +15,7% en relación a 2019. El déficit de nueva vivienda en el mercado nacional, la demanda embalsada ocasionada por la crisis sanitaria así como el incremento del ahorro de las familias entre otros factores, ha favorecido hacia un significativo crecimiento en las compraventas de nueva vivienda durante 2021 (+37,8% y +23,9% respecto a 2020 y 2019 respectivamente). Durante el 1T2022, si bien este ritmo de crecimiento continúa siendo positivo (+12,6% y +33,9% respecto 1T2021 y 1T2020), señalamos que factores como la naturaleza cíclica del sector y el entorno actual de mayor incertidumbre (conflicto bélico en Europa, mayores costes de construcción, entorno inflacionario y subida de tipos de interés), podrían limitar la demanda en próximos meses y ejercicios en caso de una mayor extensión. Por otra parte, el sector patrimonial, también se está recuperando en el último ejercicio motivado por el avance hacia un escenario posCovid-19 y donde las subidas del IPC podrían trasladarse en cierta parte a las rentas de los activos.

- **Modelo de negocio con un adecuado mix operativo y con una cartera de activos concentrada en el mercado doméstico.**

La operativa de Insur destaca por el desarrollo tanto de una actividad patrimonial como promotora (GAV del 71% y 29% respectivamente incorporando *joint ventures* a cierre del 1T2022), con la disposición de activos principalmente de carácter *prime* enfocados de forma mayoritaria a oficinas, locales comerciales, plazas de aparcamiento y la entrada en los últimos años con activos hoteleros. Además, el COVID-19 también ha repercutido en la presentación de bonificaciones en rentas y aplazamientos de pagos (para sus clientes más afectados y principalmente para el periodo 2021-2023) que han alcanzado los €0,6M y €0,9M respectivamente. No obstante, mantiene altas tasas de ocupación en su cartera (88,3% a finales del 1T2022). Por otro lado, Grupo Insur presenta una reducida cartera de activos en relación a los líderes del sector, con un GAV (*Gross Asset Value*) de €415,3M

(considerando negocios conjuntos, €518,9M) a cierre del 1T2022. Presenta una exposición total en el mercado nacional (100% de su cifra de negocio), concentrando su actividad fundamentalmente en Andalucía, aunque en los últimos años se está llevando a cabo una mayor diversificación (tanto en el área promotora como patrimonial), destacando el mayor protagonismo adquirido en Madrid, línea de acción que continuará en próximos ejercicios.

- **Adecuada gestión enfocada al crecimiento y consolidación del grupo en el mercado, apoyada en un nuevo plan de negocio que favorece hacia un mejor aprovechamiento de la fase de expansión del sector.**

Accionariado estable que, junto a un *management* con amplio *expertise* en el sector, favorecen hacia la consecución de los objetivos estratégicos definidos en el plan. El grupo ha presentado recientemente un nuevo business plan para el periodo 2021-2025, de carácter continuista respecto al anterior, destacando como principales *drivers* de acción, la apuesta por el mantenimiento de la sólida posición presentada en Andalucía (principalmente Sevilla) para el área promotora y patrimonial, como el crecimiento que se pretende obtener para estos segmentos en Madrid. Además, una mayor diversificación entre sus fuentes de financiación se refleja como otro pilar importante dentro de su plan estratégico.

Perfil financiero

- **Positivos ingresos y resultados que se verán impulsados por el fuerte ritmo de preventas del grupo.**

Partiendo de un análisis por el método proporcional que integra de forma más ajustada toda la actividad con JVs en los últimos años, si bien Grupo Insur ha mostrado en 2021 una variación negativa en la cifra de negocio (€125,3M; -5,7% YoY), conviene señalar que esta evolución se encuentra marcada también por la entrega del edificio Sur (Proyecto Río 55) en Madrid realizada en 2020 y que supuso un 17,3% de las ventas totales. Excluyendo esta operación por su mayor dimensión, la tendencia de los ingresos habría sido positiva, alcanzando el +14,1% YoY. El EBITDA recurrente presentó cifras positivas y elevadas de €22,5M, no obstante se redujo un 8,5% impactado además de por el mayor rendimiento que tuvo el proyecto de Río 55 el año precedente, por el incremento de la actividad de construcción (línea con menores márgenes del grupo). Durante el 1T2022, aunque la evolución en el área promotora ha sido negativa impactando al negocio y EBITDA recurrente de la compañía (-45,9% y -47,9% respectivamente versus 1T2021), estas cifras deberían corregirse con el mayor ritmo de entregas previsto durante el ejercicio y la visibilidad de ingresos mostrada en el fuerte aumento de las preventas acumuladas (€197,1M; +62% vs 2020, datos al 100% con JVs) en niveles ya preCovid-19. Además, el área patrimonial continúa trasladando estabilidad a la actividad de Insur, con un mayor crecimiento y consolidación de los ingresos, EBITDA recurrente y margen operativo (+16,8%, +25% y +3,5pp respectivamente versus 1T2021).

- **Niveles de endeudamiento elevados aunque favorecidos por la refinanciación sindicada realizada en julio 2019 y últimas operaciones de financiación que han mejorado su flexibilidad financiera.**

Pese a que dispone de unos niveles de deuda elevados en relación al rendimiento operativo generado (DFN/EBITDA recurrente de 11x a cierre de 2021), Insur cuenta con una cartera de activos de significativo valor que sitúan el LTV (*Loan to Value*) incorporando los negocios conjuntos en el 41,2% (si bien ha experimentado un incremento de 5pp respecto 2018). La estructura de financiación de la compañía ha estado marcada en los últimos años por: i) el préstamo sindicado obtenido en 2019 (€110M) que permitió cancelar la mayor parte de la deuda asociada a las inversiones inmobiliarias (préstamos bancarios bilaterales) bajo unas condiciones de coste y calendario de la deuda más favorables, ii) los préstamos ICO obtenidos en 2020 con motivo de la crisis sanitaria y que se han acogido a la extensión en el 1T2021 de la ampliación de un año más de carencia y amortización, y iii) la diversificación que están alcanzando sus fuentes de financiación a través del MARF, con la emisión de pagarés (€17,9M en el 1T2022) y la última realizada de bonos (€30M en diciembre de 2021). Todo esto repercute positivamente además en un adecuado calendario de vencimientos, donde el 70,6% de la deuda financiera total se concentra desde 2026 en adelante.

- **Positivos niveles de liquidez que se han reforzado en los últimos años bajo el contexto actual.**

A cierre de 2021, el grupo presentaba una favorable posición de liquidez apoyada en las cifras de tesorería (€49,8M), líneas disponibles de circulante (pólizas de crédito, *confirming* y pagarés MARF) que se situaron en los €59,2M así como la estable caja operativa generada con el negocio (€15,4M promedio para el periodo 2019-2021) que permiten afrontar en una mejor posición la incertidumbre actual de los mercados, con una subida de tipos de interés que podría penalizar la demanda de vivienda.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras (NIIF). Miles de €.					
	2018	2019	2020	2021	21vs20
Facturación	120.324	121.626	87.650	105.403	20,3%
EBITDA	22.708	24.224	15.758	24.305	54,2%
Mg. EBITDA	18,9%	19,9%	18,0%	23,1%	5,1pp
EBITDA recurrente ⁽¹⁾	16.642	20.817	20.605	20.552	-0,3%
Mg. EBITDA recurrente ⁽¹⁾	13,8%	17,1%	23,5%	19,5%	-4,0pp
EBT ⁽²⁾	13.032	10.163	26.205	14.973	-42,9%
Total Activo	362.216	396.306	433.920	464.249	7,0%
Patrimonio neto	103.804	107.233	125.557	131.513	4,7%
Deuda financiera total	211.687	228.262	247.423	276.427	11,7%
Deuda financiera neta	173.482	194.520	203.056	226.583	11,6%
DFN/EBITDA	7,6x	8,0x	12,9x	9,3x	-3,6x
DFN/EBITDA recurrente ⁽¹⁾⁽³⁾	10,4x	9,3x	9,9x	11,0x	1,2x
Funds From Operations	9.577	6.446	-1.278	8.537	-768,0%
GAV ⁽⁴⁾	510.474	537.624	525.977	522.935	-0,6%
LTV ⁽⁴⁾⁽⁵⁾	36,2%	36,5%	39,7%	41,2%	1,5pp
EBITDA/Intereses	3,7x	4,2x	2,7x	4,0x	1,3x

⁽¹⁾ EBITDA recurrente: EBITDA - Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias - Resultados por pérdida y toma de control de sociedades consolidadas - deterioros de existencias.; ⁽²⁾ En 2020 se incluye el resultado de €21,9M derivado del registro a valor razonable de la participación de la sociedad IDS Madrid Manzanares y, en 2019, sin el impacto contable de la nueva financiación sindicada (aplicación de la NIIF 9) el EBT alcanzaría €16M; ⁽³⁾ Para el 1S2021 se ha calculado un EBITDA anualizado (2S2020 + 1S2021); ⁽⁴⁾ Con la consideración de los negocios conjuntos y ⁽⁵⁾ El LTV incluye como deuda el bono emitido en el MARF a finales de diciembre de 2021 y al mismo tiempo el GAV se incrementa por el propio valor del bono (€30M) ya que desde la Agencia anticipamos y asumimos que este será invertido en suelo (por el momento en una cuenta "escrow").

Rating y Tendencia

EthiFinance Ratings ha asignado a Grupo Insur el rating corporativo de **BB con tendencia Estable**, dado el sólido perfil de negocio y financiero presentado con su actividad. Tras el impacto de la pandemia que provocó, entre otros aspectos, retrasos en el inicio de nuevas construcciones que condicionarán parcialmente la generación de ingresos y beneficios (segmento promotor) en 2022 y 2023 principalmente, la compañía ha experimentado una fuerte recuperación de su actividad operativa que tiene su mayor reflejo en el ritmo de preventas alcanzado (niveles acumulados similares a un escenario preCovid-19). Aunque el contexto actual con elevadas tasas de inflación y subida de tipos de interés afectará, a priori, a la demanda de vivienda, el grupo dispone de una posición consolidada en el mercado, con una equilibrada situación económico-financiera que mitiga parcialmente esta situación. Así, presentan unos sólidos y positivos resultados, un modelo generador de caja operativa, optimizado calendario de la deuda financiera (sin vencimientos exigentes en los próximos ejercicios) y positivos niveles de tesorería, que le permiten afrontar en una mejor situación la incertidumbre del sector.

Análisis de sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑).**

Continuación del fuerte ritmo de preventas alcanzado por la compañía que favorezca hacia una mayor recuperación de ingresos, resultados y márgenes en próximos años. Reducción de los niveles de apalancamiento (mejora del LTV, DFN/EBITDA y FFO/DFN) así como continuación en el avance de generación de caja operativa.

- **Factores negativos (↓).**

Caída significativa de las cifras de preventas acumuladas por impacto de la incertidumbre actual (subida de tipos de interés). Incumplimiento de las proyecciones con desviaciones significativas en los ingresos, resultados y márgenes. Mayor incremento del estimado para la deuda financiera con impacto en su estructura económico-financiera. Ajuste y reducción de los niveles de liquidez y caja operativa generada con el negocio.

1. Perfil de la empresa

1.1 Actividad y ámbito de actuación

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

- **Patrimonio**, mediante el arrendamiento de bienes inmuebles de naturaleza urbana.
- **Promoción de suelos**, fundamentalmente finalistas, para la construcción y comercialización de activos inmobiliarios. En este segmento se incluye las actividades de construcción y gestión de proyectos inmobiliarios para negocios conjuntos (*joint ventures*), con un protagonismo creciente 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). Su trayectoria histórica puede considerarse como prudente y conservadora, rasgos que contrastan con algunas empresas de su sector y que se valoran de forma positiva por parte de EthiFinance Ratings, en la medida que suponen un factor diferenciador crítico que ha marcado el desempeño del grupo tanto en los aspectos cualitativos relacionados con su cartera de activos, como desde el punto de vista económico-financiero.

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).

“Amplio *track-record* en el sector inmobiliario con actividad consolidada en el segmento promotor y patrimonial.”

2. Análisis cualitativo

2.1 Sector y posicionamiento competitivo

Insur se posiciona como un grupo especializado tanto en la promoción de vivienda residencial como de la actividad patrimonial (arrendamiento de activos terciarios como oficinas, locales y plazas de aparcamiento principalmente, así como la última entrada también en hoteles). En líneas generales, ambas divisiones se enmarcan en un sector caracterizado por su elevado componente cíclico así como una estructura altamente fragmentada y atomizada que incrementa la competencia dentro de estos segmentos.

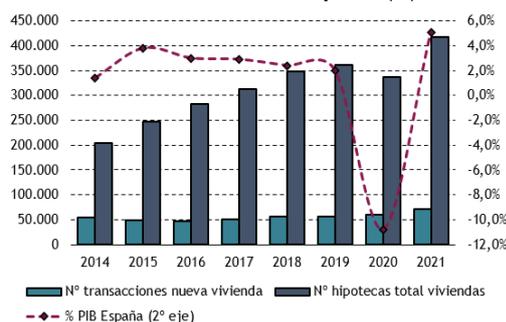
El segmento residencial ha experimentado durante la última década una progresiva reconversión, reduciendo y dinamizando el número de *players* actuales que se caracterizan por mantener procesos más eficientes en su actividad y enfoque en el desarrollo de viviendas con mayor valor añadido (localización, eficiencia energética, servicios adicionales, etc.). En este sentido, el COVID-19 ha repercutido en una mayor importancia de la vivienda por parte de las familias que se ajusta por una mayor calidad de prestaciones y diseño (espacios más grandes y abiertos, salidas al exterior, etc.).

Los cambios experimentados en este sector dotan al actual parque residencial de viviendas de nueva construcción con un mayor componente diferencial y calidad asociada, matizando la presencia de un significativo mercado de viviendas de segunda mano y el modelo de alquiler de vivienda que se presentan como alternativas consolidadas al segmento nueva construcción.

La demanda positiva de vivienda residencial observada hasta 2019 (crecimiento progresivo del número de compraventas y firma de hipotecas), se vio penalizada durante 2020, derivado de la situación de alerta sanitaria y crisis económica generada por la Covid-19, impactando negativamente en el ritmo de construcción y número de compraventas. No obstante, el carácter coyuntural de esta crisis junto a una mejora en el plano sanitario, con unas medidas de contención más

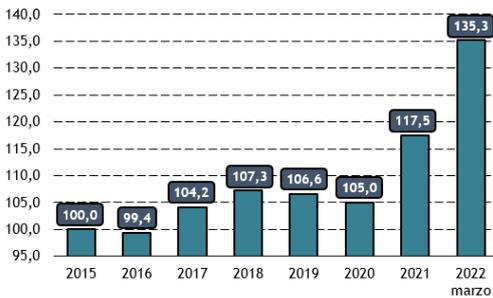
“Sector atomizado y competitivo que, pese a la incertidumbre económica actual así como el entorno inflacionario y de subida de tipos de interés, se estima mantenga una demanda favorable al menos en el corto plazo dado el déficit existente de nueva vivienda.”

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



Fuente: INE; Ministerio de Fomento.

Índice ponderado evolución costes construcción. Base 2015=100 ⁽¹⁾.



⁽¹⁾ Años 2015-2021 datos promedio; Fuente: Ministerio de Fomento.

laxas, lograron que el PIB nacional en 2021 se incrementara al 5,1% reactivándose de forma parcial la mayoría de los sectores. Asimismo, un mejor mercado laboral junto a la mayor tasa de ahorro, propiciaron un incremento en la demanda de vivienda residencial, situándose el número de hipotecas otorgadas en 418.059 a final de 2021 (+23,8% respecto 2020 y +15,7% en relación a 2019)

Respecto a la compraventa de nueva vivienda, si bien se incrementó en 2021 (+37,8% vs 2020; +23,9% vs 2019), continuaron teniendo un peso discreto respecto al total de transacciones (promedio del 20,4% s/total compraventa de viviendas en 2021), debido a la ausencia relevante de desarrollo promotor durante la última década y al parque significativo de vivienda de segunda mano que continúa absorbiendo demanda.

En relación al valor y precio de mercado de viviendas, se está reflejando una tendencia creciente y acentuada en los precios, trasladándose a un índice IPV promedio de 143,5 en 2021 (128,8 promedio en 2019). Este aumento está siendo ocasionado, entre otros factores, por las dificultades en la cadena de suministros provocada por la crisis Covid-19, derivando en una oferta inferior al dinamismo mostrado por la demanda de vivienda residencial en España.

Conviene señalar que esta situación podría verse penalizada durante 2022 a raíz de las subidas en término generales del precio de las principales materias primas para la construcción y la propia ralentización en los procesos de construcción (tal como se refleja en la evolución del índice de costes de construcción facilitado por el Ministerio de Fomento, que ha pasado de un valor de 105 en 2020 a 135,3 a marzo de 2022). Aunque esta coyuntura tuvo lugar también en 2021, pudiéndose repercutir en líneas generales los costes al cliente final, se prevé una mayor incertidumbre en 2022 debido adicionalmente a la situación internacional como el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, el entorno inflacionario actual y la subida de tipos de interés que podría impactar en la demanda en un escenario de extensión en los próximos meses/años.

No obstante, a pesar de que el entorno económico actual pueda restar capacidad inversora, la dinámica positiva de la demanda (en el primer trimestre del 2022 el número de compraventas de vivienda nueva alcanzó las 32.423 unidades, +12,6%, +33,9% y +24,4% respecto al mismo trimestre de 2021, 2020 y 2019 respectivamente) junto al déficit de una oferta para cubrir la demanda latente y la nuevas tendencias del mercado como el *built to rent*, favorece las perspectivas del sector y mitiga, parcialmente, la incertidumbre actual.

En cuanto a la vertiente patrimonial, si bien la aparición de la pandemia provocó un mayor impacto en la demanda y generación de rentas en las empresas más afectadas por las restricciones a la movilidad (como las del sector turístico y *retail*), desde 2021 principalmente se está reflejando una progresiva recuperación en el sector y valoración de activos terciarios tales como hoteles u oficinas, todo ello favorecido por el mayor avance hacia un escenario pospandémico y que podría verse beneficiado incluso por la elevada inflación presente en la actualidad, estando normalmente las rentas ligadas al IPC. Además, se está reflejando un nuevo reposicionamiento en el segmento de las oficinas, con mayor preferencia en zonas *prime* y donde la dotación de espacios comunes, menor densidad de empleados por superficie, mayor ventilación y luz natural, entre otros factores, continuarán adquiriendo una mayor importancia bajo el contexto actual. Por otro lado, los activos logísticos, que salieron reforzados tras la aparición de la crisis sanitaria, se estima continuarán creciendo en próximos años, apoyados por la continua expansión del comercio electrónico.

Grupo Insur opera fundamentalmente en la mitad occidental de Andalucía (Sevilla, Málaga, Córdoba, Cádiz y Huelva) y en la Comunidad de Madrid, manteniendo una posición de liderazgo en la provincia de Sevilla en el sector patrimonialista, con una cartera *prime* de locales comerciales y oficinas en la capital andaluza.

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

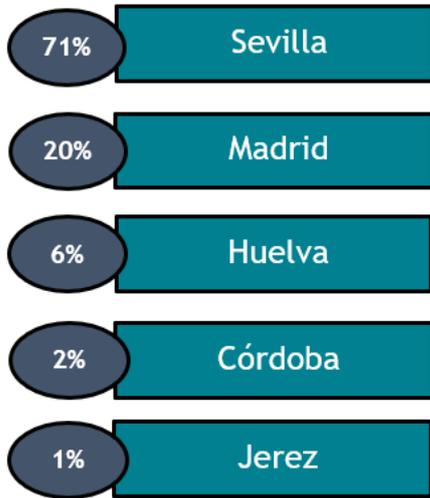
Evolución compraventa de vivienda nueva en España ⁽¹⁾

Versus mismo periodo	2021	1T2022
2021	-	+12,6%
2020	+37,8%	+33,9%
2019	+23,9%	+24,4%

⁽¹⁾ Fuente: INE.

“Progresiva recuperación del segmento patrimonial favorecido por el mayor avance hacia un escenario de normalidad (posCovid-19) y con menores restricciones.”

GAV patrimonial por mercados, 1T2022*



* Málaga representa un 0,2% del total.

En términos de valor bruto del GAV patrimonial, a pesar de que se sigue observando una elevada concentración en la provincia de Sevilla, representando un 71% sobre la valoración brutal total del segmento en el 1T2022, mejora moderadamente la diversificación geográfica en línea con lo establecido en sus planes de negocio (tanto el de 2016-2020 como el actualmente vigente para el periodo 2021-2025), situándose Madrid en segundo lugar con el 20% e impulsado por la incorporación del proyecto empresarial Río 55 (dos edificios de oficinas) y la entrada al segmento patrimonial del edificio Norte (octubre 2020).

Grupo Insur desarrolla su actividad en el sector inmobiliario, con un GAV a cierre del primer trimestre de 2022 de €415,3M (valoración estimada a partir de valores de CBRE al cierre de 2021). Sobre este valor, la cartera patrimonial (incluyendo las inversiones inmobiliarias destinadas a uso propio) representa un 87%, también repercutida por la estrategia desarrollada por el grupo con JVs, donde es a través de éstas donde se potencia en mayor medida el negocio promotor (se continuará potenciando estas alianzas con el nuevo plan estratégico de 2021-2025, siendo una de las bases del mismo). Cabe destacar que dicho importe no incluye el valor razonable de las inversiones inmobiliarias y existencias en sociedades consideradas negocios conjuntos, en las que el grupo suele participar en líneas generales en un 50% (consolidan por el método de participación). Teniendo en cuenta esto, el valor bruto de los activos totales asciende a €518,9M, señalando el incremento del peso relativo que adquiere el segmento promocional (29% sobre el total GAV frente al 13% que tendría excluyendo la parte proporcional de estos negocios conjuntos).

Para el segmento promotor, continúan presentándose ciertos retrasos en el sector y que impactan en mayor o menor medida en la compañía tales como, la legislación regulatoria (donde se destaca la entrada desde junio de 2019 de la nueva ley de crédito inmobiliario), los propios retrasos de la Administración Pública o incluso la falta de mano de obra en la construcción.

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

Segmento	2020		2021		1T2022		21vs20
	Importe	Peso	Importe	Peso	Importe	Peso	
Promoción ⁽²⁾	34.330	39,2%	40.042	38,0%	1.832	10,7%	16,6%
Arrendamientos	12.781	14,6%	15.314	14,5%	4.293	25,1%	19,8%
Construcción	35.442	40,4%	44.706	42,4%	9.991	58,4%	26,1%
Gestión	5.097	5,8%	5.341	5,1%	991	5,8%	4,8%
TOTAL	87.650		105.403		17.107		20,3%

⁽¹⁾ Cifras NIIF. ⁽²⁾ El negocio de promoción se desarrolla también a través de negocios conjuntos que se integran por el método de participación por lo que estos ingresos no forman parte de la cifra de negocio.

Si bien durante 2020, la compañía presentó una caída destacable en los segmentos de construcción y gestión, debido fundamentalmente al retraso en el inicio de nuevas promociones dada la incertidumbre generada por la pandemia (COVID-19), durante el ejercicio 2021 se reflejó una recuperación para estos segmentos que responden al favorable desempeño comercial del sector y la compañía por la recuperación lograda tras el impacto de la pandemia. De esta manera, puede observarse una evolución positiva en todos los segmentos, destacando el de la construcción (+26,1% YoY), el cual consideramos importante un mayor avance ya que es parte fundamental de los ingresos de la compañía en próximos años para su área promotora.

Atendiendo a la evolución del negocio y diversificación bajo el método proporcional (tabla de más abajo, más ajustado a la realidad económico-financiera del grupo), todos los segmentos han presentado una evolución positiva en sus ingresos aunque se refleja una caída en el segmento promotor. Esta es derivada del notable peso que tuvo la entrega del edificio Sur dentro del proyecto Río 55 en Madrid. Excluyendo esta entrega, el crecimiento de esta área también hubiese sido positivo, alcanzando el 11,4%, aspecto que refleja la favorable evolución y recuperación tras el impacto de la pandemia.

“A pesar del impacto de la pandemia (más acentuado en el 2T2020), se ha presentado un favorable ritmo de preventas y entregas desde entonces tanto para promociones propias como con JVs.”

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

Segmento	2020		2021		1T2022		21vs20
	Importe	Peso	Importe	Peso	Importe	Peso	
Promoción	98.030	73,8%	83.570	66,7%	9.221	48,5%	-14,8%
Arrendamientos	13.291	10,0%	15.417	12,3%	4.320	22,7%	16,0%
Construcción	18.502	13,9%	22.691	18,1%	4.670	24,6%	22,6%
Gestión	2.985	2,2%	3.591	2,9%	801	4,2%	20,3%
TOTAL	132.808		125.269		19.012	100,00%	-5,7%

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

Al mismo tiempo, el mantenimiento de su carácter patrimonialista ha permitido a Insur contar con un notable volumen de ingresos de carácter recurrente. Dado el grado de concentración en la actividad inmobiliaria, se considera que la diversificación mostrada por el grupo dentro del mismo sector se constituye como una base que impulsa también la consecución de resultados positivos, por lo que se valora favorablemente el mantenimiento de su posicionamiento como patrimonialista y promotora.

El *portfolio* patrimonialista se encuentra compuesto en su gran mayoría por oficinas, locales y plazas de aparcamiento, resaltando la incorporación de activos hoteleros en 2018 y 2021. En nuestra opinión, la cartera mantiene una calidad adecuada, que se manifiesta en un crecimiento de los niveles de ocupación en los últimos años (87,7% en 2021 vs 67,1% en 2016), resaltando que durante este último año, los niveles de ocupación han descendido levemente (-1,7pp YoY) derivado de las resoluciones de contratos para una superficie de 11.362 m² versus nuevas superficies comercializadas de 10.173 m², siendo el motivo principal de esta reducción la baja de dos de sus clientes principales, Media Markt en Sevilla y Endesa en Huelva (no relacionado con la crisis sanitaria). No obstante, la entrega a Grupo Hotusa en julio de 2021 del hotel situado en Sevilla que se ha estado transformando y remodelando en los últimos años (8.068 m²) mitiga esta rotación de clientes. Durante el 1T2022, la tasa de ocupación mejoró levemente hasta el 88,3% (+0,6pp respecto al cierre de 2021), por el incremento neto de superficie alquilada, valorándose positivamente por parte de EthiFinance Ratings. Por otro lado, también se señala el mantenimiento de la diversificación de ingresos en términos de cliente, siendo positiva la evolución respecto a ejercicios anteriores (top 10 de clientes representan un 39% en 2021 vs 51% en 2016 sobre el total ingresos del segmento), mostrándose estabilidad a nivel general en su *portfolio*.

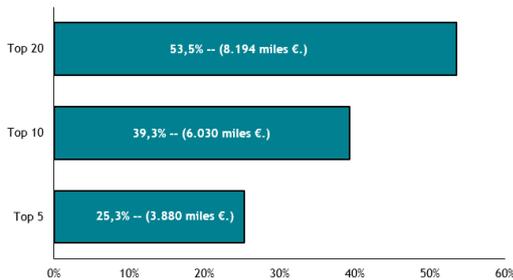
Desglose cartera patrimonialista (2021)

EDIFICIOS NO COMERCIALES				
Activo	Nº de fincas	Fincas alquiladas	% ocup.	% ocup. 2020
Viviendas	3	3	100,0%	100,0%
Plazas de garaje	3.012	2.942	97,7%	97,7%
EDIFICIOS COMERCIALES				
Activo	m ² totales	m ² alquilados	% ocup.	% ocup. 2020
Oficinas	92.418	81.463	88,1%	86,5%
Locales	26.953	21.634	80,3%	95,1%
Hotelero	10.411	10.411	100,0%	100,0%
Archivos	4.108	1.595	38,8%	38,8%

Desde 2018, cabe destacar la entrada del grupo en la gestión de activos hoteleros, disponiendo de un hotel arrendado en Córdoba (Hotusa) y habiendo realizado la transformación (desde el segundo semestre de 2019) de otro edificio en Sevilla que ha sido entregado e inaugurado por la misma cadena hotelera (agosto de 2021). Esta operativa le permitirá una mayor diversificación de usos en su cartera de activos.

La ubicación de los inmuebles destinados a arrendamiento de Grupo Insur en zonas *prime* de Sevilla principalmente, favorece hacia unas mayores tasas de ocupación. No obstante, en línea con el resto de *players* del sector, el impacto que ha tenido

Top clientes segmento patrimonial (2021). % s/ventas



“Alta calidad de su cartera de inmuebles y promociones desarrolladas (en zonas *prime*) así como elevadas tasas de ocupación que mitigan, en cierta medida, su concentración geográfica y los impactos que puedan presentarse ante ciclos económicos más desfavorables.”

“Pese a los retrasos en el inicio de nuevos desarrollos para el segmento promotor (principalmente a través de JVs) durante 2020 debido al impacto de la crisis actual, desde 2021 en adelante se está reflejando una mayor recuperación con la incorporación de nuevos suelos y proyectos que potenciarán previsiblemente el negocio del grupo en próximos años.”

el COVID-19 en algunos de sus inquilinos más afectados en su actividad (como los situados en el sector *retail* o *fitness* entre otros) ha provocado una afectación en las rentas, alcanzando bonificaciones en torno a los €0,6M (se incluyen acuerdos alcanzados con clientes en 2020 y 2021). Además, desde el grupo se han aplicado fórmulas flexibles de pago para sus principales clientes afectados habiendo alcanzado acuerdos para el aplazamiento de las obligaciones durante los próximos años (principalmente para el periodo 2021-2023) que se cifran en torno a los €0,9M.

Desde EthiFinance Ratings aunque se valora esta situación bajo un escenario de prudencia, consideramos que las elevadas tasas de ocupación que presenta el grupo en el momento actual unido a la adecuada capacidad que puede tener la compañía para trasladar los incrementos de IPC a sus arrendatarios, mitigan el impacto anterior, estimándose un mayor crecimiento de los ingresos en próximos años de seguir esta tendencia positiva en su ocupación.

Bajo este punto, se destaca la diversificación y refuerzo en los ingresos de arrendamiento que se han originado con el proyecto empresarial Río 55 llevado a cabo por el grupo en Madrid, que ha supuesto el desarrollo de dos edificios de oficinas: edificio Sur vendido en marzo de 2018 al fondo AEW y entregado en el 3T2020, y edificio Norte (14.000 m² y 199 plazas de aparcamiento), que es destinado al arrendamiento (BNP Paribas) con fecha de generación de rentas desde la última parte de 2020. Se resalta que tras la ejecución en octubre de 2020 del contrato de promesa que ostentaba con IDS Madrid Manzanares (titular de este edificio Norte) para adquirir un 40% adicional del capital de esta compañía, Insur ha ampliado su participación en el mismo al 90%. Además, con el nuevo plan estratégico 2021-2025, el grupo presenta como uno de sus *drivers* de crecimiento, la continuación y aumento de su actividad patrimonial en Madrid.

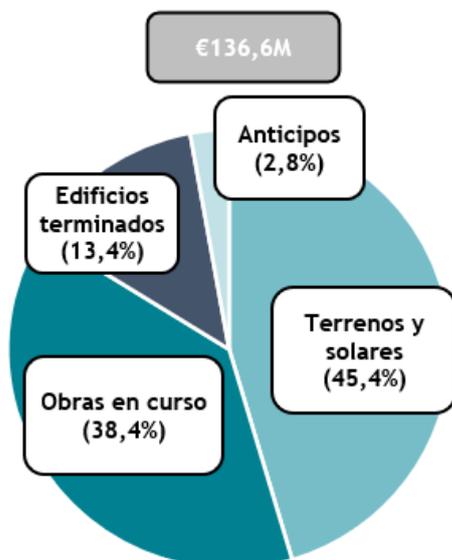
La mayor parte de los activos correspondientes al segmento promotor están orientados a viviendas residenciales. A cierre del 1T2022, teniendo presente datos obtenidos por el método proporcional que incorpora JVs, la compañía continúa incrementando su cartera de suelo (€62M vs €47M a cierre de 2020) e iniciando nuevas obras en curso (€52,4M vs €41,2M a cierre de 2020) dado el buen comportamiento de la demanda en general que se visualiza en un constante crecimiento de su cifra de preventas comerciales. En este sentido, cabe mencionar la preferencia de la compañía por el desarrollo de suelo fundamentalmente finalista y/o urbanizado, mitigando así el riesgo urbanístico.

Al mismo tiempo, la colaboración con *family offices* e instituciones financieras para el desarrollo de negocios inmobiliarios de forma conjunta (*joint ventures* participadas normalmente al 50% por Insur), le permite afrontar proyectos de mayor envergadura. Dentro de los principales proyectos actualmente en curso, se destacan: i) el realizado con BBVA (filial Anida) desde 2015 mediante la constitución de la sociedad Desarrollos Metropolitanos del Sur. Hasta la fecha, esta sociedad ha desarrollado 15 promociones (con un total de 1.002 viviendas), siendo importante destacar el reciente anuncio desde junio de 2022 por parte de Grupo Insur, que continuará en solitario con el proyecto mediante la compra de la participación (50%) que tenía Anida en dicha sociedad. La misma, cuenta en la actualidad con dos solares para un total de 170 viviendas y opciones de compra sobre otros cuatro solares para otras 1.300 viviendas, ii) el de Aljarafe en Tomares (Sevilla) donde se construirán 464 viviendas plurifamiliares, iii) proyecto Ágora (9.500 m² de oficinas y 180 plazas de aparcamiento) y proyecto Martiricos (10.900 m² y 328 plazas de aparcamiento) en Málaga capital y iv) proyecto hotelero en Tarifa (Cádiz) con 30.000 m² edificables.

2.2 Accionariado, gestión y política financiera

La estructura accionarial de Insur ha presentado en los últimos años algunos movimientos de la propiedad entre las propias compañías que controla la familia Pumar, no suponiendo modificaciones significativas de entrada de nuevos accionistas. Esto justifica la reducción (en 2020 y primera mitad de 2021) de la participación en sociedades como “Inversiones Agrícolas Industriales y Comerciales, SL” y “Explotaciones El Cerro, SA” en favor de la propia familia Pumar.

Desglose VNC existencias (1T2022) *



*Incorporando cifras JVs ajustadas por su porcentaje de participación.

La estabilidad accionarial que se refleja dentro del Grupo Insur demuestra un alto nivel de compromiso por parte de los accionistas más importantes en relación con los objetivos de la compañía, no presentando al mismo tiempo una concentración excesiva y manteniéndose involucrados en la toma de decisiones. La presencia de la familia Pumar en el proceso de toma de decisiones se traslada al órgano de gestión, materializada en la figura de Ricardo y Francisco Pumar que actúan como Presidente del Consejo de Administración así como con funciones ejecutivas (ratificado en abril de 2020) y Director General, respectivamente.

“Estrategia que está orientada al crecimiento y diversificación de sus líneas de negocio bajo el apoyo de un accionariado y *management* estable y ampliamente comprometido.”

Estructura accionarial Insur

Miembro (participación superior al 3%)	dic-'19	dic-'20	dic-'21	mar-'22
Inversiones Agrícolas Industriales y Comerciales, S.L.	10,63%	11,14%	7,42%	7,42%
Explotaciones El Cerro, S.A.	8,98%	-	-	-
Increcisa, S.L.	8,11%	8,74%	8,74%	8,74%
Menezpla, S.L.	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%
Bon Natura, S.A.	5,05%	5,05%	5,05%	5,05%
Inverfasur, S.L.	5,00%	5,00%	5,00%	5,03%
Dña. Carmen Pumar Mariño	3,81%	6,01%	6,01%	6,01%
Dña. Gloria Pumar Mariño	-	3,44%	3,44%	3,44%
Otros acc. significativos y/o vinculados al Consejo *	3,65%	3,74%	23,68%	21,42%
Autocartera	0,78%	0,84%	0,45%	0,51%
Free float	48,90%	50,95%	35,12%	37,28%
TOTAL	100%	100%	100%	100%

* Incluye el resto de los consejeros (todos excepto Increcisa, Menezpla y Bon Natura) y los familiares de consejeros que los apoyan/nombran.

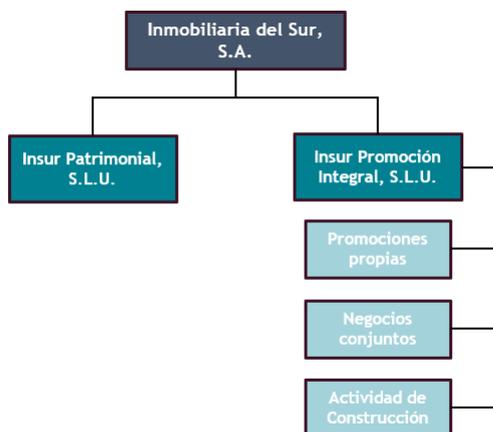
En septiembre de 2021, Grupo Insur presentó su nuevo *business plan* para el periodo 2021-2025. Este plan de negocio es considerado de carácter continuista respecto al anterior (2016-2020), partiendo de la posición y mayor crecimiento alcanzado por el Grupo en los últimos años. Además, dada su importancia en la actividad y su reflejo, se destaca la estructura que presenta Insur desde junio de 2018 con la reestructuración societaria llevada a cabo y mediante la cual se diferencian claramente el negocio promotor y el patrimonial.

El nuevo plan estratégico se apoya en la continuación del modelo de combinación tanto de la actividad patrimonial como promotora, manteniendo para esta última área tanto el modelo de integración vertical desarrollado y consolidado por Insur en los últimos años (controlando la actividad de construcción tanto residencial como terciaria) como las alianzas con terceros (*joint ventures*) con objeto de abordar proyectos de mayor dimensión y por consiguiente mejorar la rentabilidad.

Unido a lo anterior, se destacan entre otros *drivers* dentro del *business plan* del grupo, los siguientes: i) aumentar la actividad de promoción residencial en Madrid, ii) crecer en el segmento de promoción terciaria de oficinas tanto en Madrid como en Málaga Capital (para esta última ya hay dos importantes proyectos en curso en una fase inicial en la actualidad, ‘Ágora’ y ‘Martiricos’, más detalle en subapartado “2.1 Sector y posicionamiento competitivo”), iii) incrementar la rentabilidad de sus diferentes segmentos de negocio así como disminuir los periodos de maduración de las promociones para una mayor actividad, iv) en el área patrimonial, y tras el positivo resultado del proyecto Río 55, se pretende incrementar el peso de la actividad en Madrid, y v) continuar avanzando en el cumplimiento de criterios ESG (*Environmental, Social and Governance*), señalando el avance hacia una edificación sostenible apoyada, entre otros, en la obtención de certificaciones energéticas A en promoción residencial y *BREEAM very well* y *well oro* en promoción terciaria.

De esta manera, dentro de este periodo 2021-2025 y materializando con cifras los objetivos estratégicos planteados por el grupo, se señalan los siguientes al cierre de 2021 (primer año del plan):

Estructura societaria Grupo Insur



Plan Estratégico 2021-2025 / Objetivos

Hito	Cifra	Grado cumplimiento 2021
Entrega de viviendas	2.900	13%
Inversión en suelo	€220M	16%
Aumento peso negocio residencial Madrid	40%	14%
Rotación activos	€27M	33%
Mejora margen operativo área patrimonial	5 pp	+2,3 pp

“Nuevo plan estratégico 2021-2025 de carácter continuista respecto al anterior, con vocación de mantener una senda positiva de crecimiento en todas sus líneas de negocio.”

Considerando la cartera de promociones en desarrollo (más de 2.297 viviendas) y la cartera de suelos (2.259 viviendas potenciales) a cierre del 1T2022, el grupo presenta una posición favorable para continuar la tendencia de crecimiento en próximos años aunque condicionado por la incertidumbre económica actual en los mercados impactada por la subida de tipos de interés.

Todo este crecimiento se está desarrollando bajo una política financiera con niveles controlados de endeudamiento, aspecto que ha marcado la evolución de la compañía, principalmente en periodos de ajuste del mercado. Bajo esto último, la compañía presenta una política financiera que apuesta por la continua diversificación de fuentes, punto que queda reflejado tanto en el uso de financiación bancaria como aquella procedente del mercado de capitales. Para este último, se destaca la continua renovación del programa de pagarés disponible por la compañía (€50M que serán renovados nuevamente en julio de 2022) como la reciente emisión de bonos *secured* (€30M). Además, una potencial ampliación de capital por importe de hasta €60M, se encuentra en un escenario de estudio durante la vigencia del plan si las circunstancias favorecen a la misma.

3. Análisis cuantitativo

Dentro del análisis económico-financiero de Grupo Insur, cabe mencionar la expansión de la actividad que se ha llevado a cabo en los últimos años para la promoción, destacando el incremento del volumen de negocio generado mediante *joint ventures* con terceros donde la compañía toma una participación en la mayoría de los casos del 50% (si bien realiza íntegramente la actividad de construcción y gestión de las promociones). Dado que el grupo no tiene el control de estas sociedades consideradas negocios conjuntos, en base a la normativa contable (aplicación de las NIIF), estas participaciones se consolidan por el método de la participación (los estados financieros no incluyen la parte proporcional a la participación del grupo en estas JV). Por tanto, aunque el análisis partirá y se centrará en los datos proporcionados en las NIIF, adicionalmente conviene profundizar en la situación del grupo bajo una valoración proporcional que refleje con mayor exactitud la dimensión económica y financiera de Insur.

3.1 Resultados y rentabilidad

A pesar del impacto que presentó la actividad y negocio de la compañía derivado de la crisis sanitaria (principalmente en el 2T2020), la evolución desde entonces está siendo favorable y positiva, aspecto que queda reflejado en las cifras de ingresos, resultados, entrega de viviendas y preventas realizadas. Durante 2021, Insur entregó un total de 380 viviendas (71 propias y 309 mediante JVs), con un ligero ascenso respecto al ejercicio precedente donde se entregaron 355, correspondiendo 105 a promociones propias y el resto (250) a través de negocios conjuntos. Esta evolución en el ritmo de entregas se traduce también a una variación positiva en la facturación, que se situó en €105,4M (+20,3% YoY), todo ello bajo cifras por NIIF.

A nivel de preventas (reservas y contratos de venta sobre viviendas pendientes de entrega), si bien a cierre del ejercicio 2020 se mostró un importante descenso del -38,2% YoY, fuertemente impactado tanto por el COVID-19 como por el peso notorio que presentaba (a efectos comparativos) el edificio Sur desarrollado en el proyecto Río 55 (23% aproximadamente sobre las preventas de 2019) y que fue entregado en el 3T2020, el grupo ha presentado un mejor desempeño comercial durante el ejercicio 2021 (incluso superior a los niveles preCovid-19), aspecto que tiene su reflejo en el fuerte incremento de las preventas acumuladas, +43,5% YoY. Bajo este punto, destaca el aumento mostrado para la actividad realizada con *joint ventures* (+58,6% YoY), en línea a las bases definidas en el plan estratégico. Durante el primer trimestre de 2022, este ritmo de actividad continúa con la tendencia favorable, alcanzándose cifras de preventas acumuladas en torno a los €197M (similares a las dispuestas en 2018 y 2019). Desde EthiFinance Ratings, valoramos positivamente esta evolución del grupo, si bien sería importante el mantenimiento y continuación de este desempeño comercial, ya que repercutirá en los próximos años dentro del negocio generado a través del área promotora.

Rentabilidad (NIIF). Miles de €.

	2019	2020	2021
Facturación	121.626	87.650	105.403
Mg. Bruto	27,6%	25,4%	31,4%
EBITDA	24.224	15.758	24.305
Mg. EBITDA	19,9%	18,0%	23,1%
EBITDA rec. ⁽¹⁾	20.817	20.605	20.552
Mg. EBITDA rec. ⁽¹⁾	17,1%	23,5%	19,5%
EBIT ⁽²⁾	22.161	31.489	20.074
Gtos. Fros.	-11.600	-5.820	-6.080
EBT ⁽²⁾⁽³⁾	10.163	26.205	14.973

⁽¹⁾ EBITDA recurrente: EBITDA - Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias - Resultados por pérdida y toma de control de sociedades consolidadas - Deterioros de existencias; ⁽²⁾ En 2020 se incluye el resultado de €21,9M derivado del registro a valor razonable de la participación de la sociedad IDS Madrid Manzanares y ⁽³⁾ Sin el impacto contable en 2019 de la nueva financiación sindicada (aplicación de la NIIF 9) el EBT alcanzaría €16M.

“Fuerte recuperación de la actividad comercial de la compañía tras impacto de la pandemia, que tiene su mayor reflejo en el notable incremento de la cifra de preventas (niveles acumulados que ya son similares a un escenario preCovid-19).”

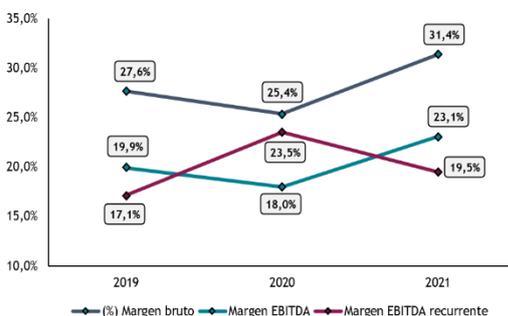
Evolución preventas comerciales. Miles de €.

	2019	2020	2021	1T2022	1T22vs18
Sociedades Grupo Insur	43.014	23.281	18.553	27.100	-35,0%
Negocios conjuntos y asociadas ⁽¹⁾	153.868	98.414	156.057	170.000	9,1%
TOTAL	196.882	121.695	174.610	197.100	-0,2%

⁽¹⁾ Consolidan por el método de participación. Datos al 100%.

En 2021 y bajo la continuación del análisis por NIIF, Insur mejoró tanto la cifra de ingresos como resultados operativos, alcanzando un EBITDA y margen de €24,3M y 23,1% (+54,2% YoY y +5,1pp respectivamente, a efectos comparativos, sin excluir deterioros de existencias e incluyendo resultados positivos por venta de inversiones inmobiliarias). La compañía lleva a cabo, dada la naturaleza de su actividad, una estrategia de rotación de activos (desinversión de aquellos activos considerados no estratégicos), que si bien no tuvo su mayor reflejo el ejercicio del inicio de la pandemia (€0,3M), en el último año cerrado se procedió a la venta de varios locales comerciales en Sevilla, Madrid y Málaga que arrojaron un beneficio antes de impuestos de €3,8M (ventas realizadas a un precio de +17% superior a la valoración CBRE a cierre de 2020).

Evolución principales márgenes



“Positivos resultados y márgenes alcanzados en el último año, tanto para la vertiente promotora como patrimonial.”

En 2020, el impacto de la pandemia también tuvo su efecto en unos mayores deterioros por las existencias presentadas (suelos y solares principalmente así como en menor medida garajes) que ascendieron a €5,1M durante el ejercicio. Durante 2021, no se han producido deterioros similares a los descritos anteriormente, por lo que teniendo presente esto y sin la consideración de las ventas inmobiliarias, Grupo Insur alcanzó un EBITDA recurrente de €20,6M (-0,3% YoY) y un margen del 19,5% (-4pp YoY), valores que pese al moderado descenso, continúan valorándose positivamente por parte de la Agencia.

Respecto a la carga financiera, conviene señalar a efectos comparativos, que 2019 estuvo impactado por la refinanciación de la deuda realizada en el ejercicio, reconociéndose un gasto financiero adicional (€5,8M) derivado de la cancelación de los préstamos bilaterales que mantenía Insur anteriormente (novados en 2016) y que obedecen a la aplicación de la normativa contable (NIIF 9). Sin la consideración de este impacto, y únicamente considerando los intereses soportados por los préstamos, la compañía ha logrado reducirlos un -6,2% vs 2019.

Por último, aunque el EBIT y EBT de Grupo Insur experimentaron un descenso en el último año (-36,3% y -42,9% YoY respectivamente), es importante mencionar que estuvo directamente repercutido por el beneficio contable en 2020 que derivó del registro a valor razonable de la participación de la sociedad IDS Madrid Manzanares (propietaria del edificio Norte del proyecto Río 55 en Madrid), al incrementarse del 50% al 90% y pasando a consolidarse por integración global (aplicación NIIF 3). Excluyendo este beneficio contable no recurrente (€21,9M) para una mejor comparativa de la evolución de la actividad, el EBIT y EBT se habría incrementado un 110,4% y 251,7% respectivamente este último ejercicio.

Considerando los ajustes realizados por el método proporcional en función del porcentaje de participación de Insur en las JVs, se reflejan unas positivas magnitudes económicas. Aunque la cifra de negocio experimentó un descenso en el último año del -5,7% YoY, cabe señalar en la comparativa por su peso que, dentro del ejercicio 2020 se realizó la venta del edificio Sur del parque empresarial Río 55 en Madrid, siendo de €23M (ajustado por su porcentaje de participación) y representando un 17,3% sobre las ventas de 2020. Excluyendo esta operación para una mayor profundidad en el análisis del resto de la actividad de Insur, la facturación se habría incrementado un 14,1%. En cuanto al EBITDA y márgenes operativos, si bien presentaron una evolución positiva (€26,2M y 20,9%; +33,2% y +6,1pp YoY respectivamente), es importante considerar también la tendencia del EBITDA recurrente (excluye impacto de la venta de inversiones inmobiliarias y deterioros de existencias). Así, pese a que mantuvo cifras positivas y elevadas en 2021 (€22,5M), este se redujo un -8,5% YoY consecuencia, entre otros factores, del mayor rendimiento que tuvo el proyecto Río 55 en 2020 así como el incremento de la actividad de construcción, línea de negocio con menores márgenes y que además está experimentando un fuerte aumento en sus costes a nivel sectorial (escasa mano de obra e incremento del coste de los materiales).

Rentabilidad (Met. Proporcional). Miles de €.					
	2019	2020	2021	1T2022	21vs20
Facturación	122.775	132.808	125.269	19.012	-5,7%
EBITDA	26.519	19.680	26.204	4.775	33,2%
Mg. EBITDA	21,6%	14,8%	20,9%	25,1%	6,1pp
EBITDA rec. ⁽¹⁾	22.702	24.527	22.451	3.491	-8,5%
Mg. EBITDA rec. ⁽¹⁾	18,8%	18,5%	17,9%	18,4%	-0,5pp
EBIT ⁽²⁾	23.994	35.297	21.921	3.674	-37,9%
EBT ⁽²⁾⁽³⁾	11.510	29.387	16.371	2.497	-44,3%

⁽¹⁾ EBITDA recurrente: EBITDA - Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias - Resultados por pérdida y toma de control de sociedades consolidadas - Deterioros de existencias; ⁽²⁾ En 2020 se incluye el resultado de €21,9M derivado del registro a valor razonable de la participación de la sociedad IDS Madrid Manzanares y ⁽³⁾ Sin el impacto contable en 2019 de la nueva financiación sindicada (aplicación de la NIIF 9) el EBT alcanzaría €17,3M.

En cuanto al EBIT y EBT, si bien se muestra una variación negativa para el último año, todo ello viene producido por el efecto contable y no recurrente ya mencionado anteriormente sobre el registro a valor razonable de la participación de la sociedad IDS Madrid Manzanares en 2020. Así, se presentan cifras positivas

para ambos que ascienden a €21,9M y €16,4M con una variación (excluyendo el anterior apunte) del +64,2% y +120,1% respectivamente.

Atendiendo a la evolución presentada por Grupo Insur para el primer trimestre de 2022, en términos comparativos con el mismo periodo del ejercicio anterior, se muestra una variación negativa para la facturación, EBITDA recurrente y beneficio neto (-45,9%, -47,9% y -44,1%) que viene provocada principalmente por el menor volumen de entregas realizado durante el trimestre (60 viviendas en 1T2022 vs 84 viviendas en 1T2021) lo que ha condicionado los ingresos y resultados del área promotora. No obstante, se estiman unas entregas durante el resto del año que podrían alcanzar las 330 viviendas, aspecto que corregirá, a priori, esta negativa evolución en estos primeros meses del año.

En el área patrimonial, la evolución en el 1T2022 continúa siendo positiva en relación al trimestre anterior, lo que denota la estabilidad de este segmento consolidado del grupo y donde se destacan: i) el incremento de los ingresos (+16,8% vs 1T2021) impulsados por una mayor superficie neta contratada que sitúa la tasa de ocupación en el 88,3% (+0,6pp vs cierre de 2021), ii) aumento del EBITDA recurrente (+25%) y margen EBITDA ajustado (+3,5pp hasta situarlo en el 80%) favorecidos por el incremento de precios que se está llevando a cabo (alta capacidad de la compañía, por el momento, para repercutir los incrementos del IPC a los arrendatarios), y iii) continuación de su política de rotación de activos, con unas ventas de €4,8M (con un precio un 14% superior a la valoración CBRE de cierre de 2021) y un beneficio antes de impuestos de €1,2M.

En términos generales, desde EthiFinance Ratings valoramos favorablemente la evolución que está teniendo el grupo desde la última mitad de 2020 y que continúa en la actualidad, siendo uno de los mayores reflejos, la positiva tendencia que está experimentando el ritmo de preventas (alcanzando niveles preCovid-19 en cifras acumuladas e incluso superiores en términos de contratación). Aunque el impacto que tuvo la pandemia y la incertidumbre actual del sector en cuanto a elevados costes de materias primas (retrasa el inicio de nuevas construcciones) condicionará los ingresos de 2022 y 2023 principalmente en el área promotora, consideramos que la rápida reacción y respuesta de Insur con nuevas inversiones en suelo e inicio de nuevas promociones desarrollándose en la actualidad, permiten una mayor visibilidad de ingresos en próximos ejercicios en caso de continuar esta favorable demanda (condicionada por el escenario de incertidumbre actual, alta inflación y subida de tipos de interés entre otros factores).

3.2 Estructura de activo y endeudamiento

La estructura financiera de Grupo Insur se encuentra marcada por una autonomía financiera que si bien se sitúa en niveles moderadamente ajustados (el patrimonio neto supone el 28,3% del total de las fuentes de financiación en 2021), conviene reseñar las plusvalías latentes que presenta el grupo derivado de las inversiones inmobiliarias e inmuebles de uso propio (€152,8M generados por la diferencia entre el valor razonable y su valor neto contable). Por tanto, considerando dichas plusvalías, la estructura patrimonial se vería fortalecida, representando un 37,8% sobre el balance del grupo. Como compañía cotizada, en los últimos años se ha llevado a cabo una política activa de reparto de dividendos (*pay-out* promedio del 42% para el periodo 2018-2021), destacando recientemente el reparto de €2,6M (satisfecho en enero de 2022) y otro complementario por €3M (julio 2022). Esta política que combina tanto el reparto de dividendos como la capitalización parcial de beneficios le ha permitido también fortalecer parcialmente sus recursos propios (patrimonio neto con un CAGR₁₈₋₂₁ del 8,2%).

La compañía ha experimentado un crecimiento para su total activo en los últimos años (CAGR₁₈₋₂₁ del 8,6%) consecuencia del desarrollo de su actividad promotora y patrimonialista, aspecto que queda reflejado en el constante incremento de las inversiones inmobiliarias (€215,5M en 2021; +55,1% respecto 2018), señalando las adiciones realizadas en los últimos ejercicios que se corresponden principalmente a la adquisición de oficinas y plazas de aparcamiento en Sevilla, realización de *capex* en los activos (adecuación en los edificios terciarios de mayor antigüedad como las realizadas en Sevilla por €4M en 2021), reconversión de un edificio de oficinas (8.000 m² aproximadamente) a un hotel, incorporación del edificio Norte Río 55 (Madrid) al segmento de patrimonio y las recientes compras de solares en

Márgenes operativos principales segmentos (*)

	2020	2021	1T2022
Promoción	14,1%	17,6%	11,8%
Patrimonial	74,4%	76,7%	80,0%

(*) Se recoge el margen EBITDA para los dos segmentos principales del grupo, considerando para el área patrimonial el margen EBITDA ajustado (sin la consideración de la venta por inversiones inmobiliarias). Además, no se deducen los gastos de estructura del grupo para estas dos divisiones que penalizarían dichos márgenes.

“El 1T2022 ha estado impactado por el menor volumen de entregas realizadas en promoción, aspecto que debería corregirse a lo largo del ejercicio con las entregas previstas y estimadas. Además, favorable marcha del área patrimonial con incremento de rentas y tasa de ocupación.”

Andalucía y Madrid. Por el lado de la financiación, se destaca el aumento presentado por la deuda financiera desde 2018, alcanzando su valor máximo a cierre del 2021 con €276,4M (+30,6% respecto 2018). En conjunto, y teniendo presente los niveles de tesorería, la evolución de la deuda financiera neta y EBITDA recurrente (no tiene en cuenta la venta de inversiones inmobiliarias ni los deterioros de existencias) presenta cifras elevadas en los últimos ejercicios (en torno a 9x/11x aproximadamente), aunque se encuentran parcialmente matizados por el modelo de negocio del grupo con una actividad caracterizada por las fuertes inversiones realizadas tanto en su segmento patrimonial como promotor.

Endeudamiento (NIIF). Miles de €.

	2018	2019	2020	2021	21vs18
Total Activo	362.216	396.306	433.920	464.249	28,2%
Activo no corriente	197.349	225.522	286.535	329.771	67,1%
Activo corriente	164.867	170.784	147.385	134.478	-18,4%
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	78.861	74.494	49.720	27.475	-65,2%
Patrimonio Neto	103.804	107.233	125.557	131.513	26,7%
Deuda financiera total	211.687	228.262	247.423	276.427	30,6%
Deuda financiera neta	173.482	194.520	203.056	226.583	30,6%
PN/DFT	49,0%	47,0%	50,7%	47,6%	-1,5pp
DFN/EBITDA rec. ⁽¹⁾	10,4x	9,3x	9,9x	11,0x	0,6x
GAV	400.527	391.533	436.829	419.250	4,7%
GAV ⁽²⁾	510.474	537.624	525.977	522.935	2,4%
LTV	43,3%	49,7%	46,5%	50,4%	7,1pp
LTV ⁽²⁾⁽³⁾	36,2%	36,5%	39,7%	41,2%	5,0pp

⁽¹⁾ EBITDA recurrente: EBITDA - Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias - Resultados por pérdida y toma de control de sociedades consolidadas - Deterioros de existencias, ⁽²⁾ Incluyendo inversión y deuda de los negocios conjuntos (en función del % de participación), y ⁽³⁾ El LTV incluye como deuda el bono emitido en el MARF a finales de diciembre de 2021 y al mismo tiempo el GAV se incrementa por el propio valor del bono (€30M) ya que desde la Agencia anticipamos y asumimos que este será invertido en suelo (por el momento en una cuenta "escrow").

“Niveles elevados de deuda en relación al EBITDA e incremento del LTV en los últimos ejercicios, no obstante, este último indicador mantiene aún valores adecuados y en línea a los principales players del sector.”

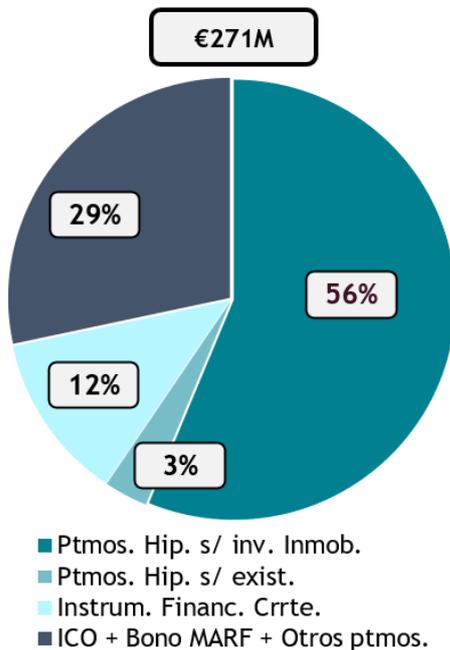
Insur cuenta con un grado de financiación sobre sus activos que pese a mantener valores estables en los últimos años, en los dos últimos ejercicios fundamentalmente se ha observado un incremento del valor en el LTV bajo la consideración de los negocios conjuntos (imagen más ajustada a la realidad y dimensión del grupo, con mayor activo y deuda), que se situó en el 41,2% (+4,7pp vs 2019). Dicho aumento del indicador está ocasionado por el incremento de la deuda financiera neta dadas las inversiones acometidas, entre otras, tanto de la actualización de activos en la parte patrimonial (€8,5M en 2021) como a la compra de suelo para el desarrollo del negocio promotor (€22,4M en 2021 ajustado por el porcentaje de participación en JVs). Es importante mencionar que la deuda financiera del grupo ya incorpora la emisión de bonos realizada a finales de 2021 por importe de €30M, asumiendo que dicho importe que permanecía en la cuenta "escrow" será destinado a la compra de suelo (desde la Agencia se ha incrementado también el valor del GAV por esta cifra anticipando esas potenciales compras de terrenos y solares para el desarrollo del negocio promotor). Además, cabe resaltar que ya se incorpora una valoración actualizada de sus activos, habiendo experimentado sobre todo un impacto leve en 2020 por la crisis provocada por el COVID-19, donde se presentó un mayor ajuste para los activos hoteleros que dispone el grupo.

Dado el impacto y mejora que supuso, se señala también que en julio de 2019, Insur refinanció la mayor parte de su deuda financiera a través de una operación de financiación sindicada (realizada a través de su sociedad cabecera patrimonial, Insur Patrimonial, S.L.U.) que repercutió en una mejora en términos de coste, servicio de la deuda así como refuerzo de la flexibilidad financiera del grupo para los próximos años. Este préstamo sindicado con vencimiento a 10 años y *balloon* del 65% (con dos años iniciales de carencia de capital, empezó a amortizarse con cuotas crecientes en la segunda mitad de 2021) y está configurado en dos tramos: i) €100M dispuestos para la cancelación de los préstamos bancarios bilaterales que presentaba principalmente derivados de las inversiones inmobiliarias realizadas y

ii) €10M que se dispusieron totalmente en 2021 para la transformación de un edificio a uso hotelero (*capex*) en Sevilla, inaugurado en agosto de 2021.

Con la aparición de la pandemia en 2020, Grupo Insur llevó a cabo una política de prudencia para su estructura financiera (dada la incertidumbre vigente en los mercados), que se reflejó en la transformación de la deuda proveniente del MARF (pagarés) a bancaria. Así, se obtuvieron varios préstamos a través del ICO por importe de €30M, vencimientos a 5 años y con un año de carencia (se menciona que en el 1T2021 el grupo se acogió a la ampliación de un año más de carencia y amortización para estos préstamos). No obstante, el grupo ha continuado renovando el programa de pagarés en el MARF (próxima renovación en julio de 2022) incrementando progresivamente esta financiación, situándose en €17,9M a cierre del 1T2022. De esta manera, la compañía está continuando con su estrategia de diversificación en sus fuentes de financiación tal como se recoge en su nuevo *business plan* 2021-2025, habiendo realizado recientemente una emisión de bonos también en el MARF por importe de €30M (diciembre de 2021). Esta estrategia es valorada positivamente por parte de EthiFinance Ratings en la medida que se adquiere una menor dependencia de la financiación bancaria al mismo tiempo que se fortalece la flexibilidad financiera con unos vencimientos a más largo plazo.

Composición deuda financiera (marzo 2022)

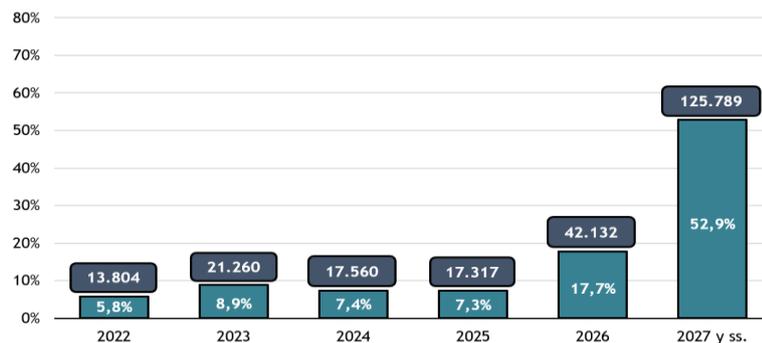


Partiendo de la estructura financiera presentada tras la financiación sindicada y la diversificación que está presentando con el mercado de capitales (la deuda financiera total alcanzó los €271M a cierre del 1T2022), destacamos positivamente la composición del endeudamiento de la compañía, cuyo perfil de deuda se orienta en gran medida hacia el largo plazo (desde 2023 en adelante se concentra el 85,3% del total de la deuda financiera excluyendo los instrumentos de financiación corriente ya que entendemos serán renovados anualmente). La mayor parte de esta deuda se corresponde con préstamos hipotecarios vinculados a inversiones inmobiliarias (56% respecto al total), préstamos ICO y bono MARF (€30M cada uno) así como también préstamos hipotecarios sobre existencias (subrogables y sobre solares) que representan una menor parte de la deuda financiera, el 3%, y que, si bien se contabilizan como pasivo corriente, la mayor parte de estas últimas obligaciones tienen vencimiento a largo plazo.

Atendiendo al calendario de la deuda a cierre del 1T2022 (bajo análisis NIIF), se muestra estable en los próximos años y con una notable mejora en el perfil de vencimientos tras la financiación sindicada obtenida en el segundo semestre de 2019, la carencia adicional y extensión de vencimientos obtenida recientemente en los préstamos ICO así como el bono emitido en el MARF tipo *bullet* con vencimiento a finales de 2026. El grupo presenta un adecuado calendario para sus principales obligaciones de deuda financiera de los próximos años tal como se refleja hasta 2025 (distribución equitativa con vencimientos que no superan en ningún ejercicio el 9% del total deuda financiera), estando concentrada la mayor parte de sus compromisos desde 2026 en adelante (70,6% de la deuda financiera total) y que se corresponden fundamentalmente con las obligaciones contraídas en la financiación sindicada y el bono emitido en el MARF. Adicionalmente, se menciona que también se ha dispuesto de un calendario de vencimientos para la deuda financiera incluyendo los negocios conjuntos por su % participación (proporcional), siendo prácticamente similar la distribución a las cifras representadas más abajo.

“Holgado y favorable calendario de vencimientos para la deuda financiera que le está permitiendo afrontar el contexto actual en una mejor posición financiera y con un mayor foco en potenciar la actividad económica (tanto promotora como patrimonial).”

Calendario de vencimientos deuda financiera (NIIF, 1T2022). Miles de €. (*)



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

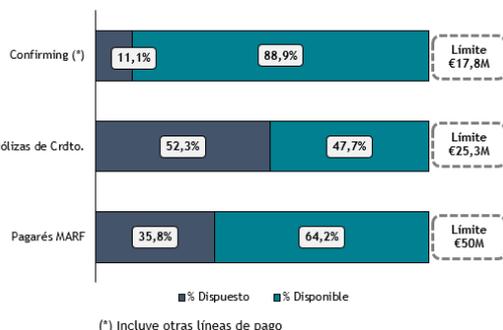
3.3 Generación de caja y posición de liquidez

Grupo Insur ha ido incrementando en los últimos años el volumen de instrumentos de financiación corriente motivado por el mayor desarrollo promotor y crecimiento alcanzado. Así, los límites totales que ha dispuesto la compañía entre pagarés emitidos en el MARF, pólizas de crédito y confirming entre otros, han pasado de los €70M en 2018 a los €93,1M a cierre del 1T2022. Sobre estas cifras, cabe destacar un mayor consumo en el último año a medida que el negocio promotor continúa creciendo y se requiere una mayor financiación del circulante (€59,9M disponibles en 1T2022; -14,9% respecto 2019). Junto a lo anterior, el grupo dispone de unos elevados niveles de tesorería en balance a cierre de 2021 que representan el 51,2% del total pasivo corriente, aspecto que fortalece la posición de liquidez y que refleja también la política de prudencia de la compañía, siendo una de las características principales de su gestión.

No obstante, debe tenerse en consideración el peso de las existencias dentro de la inversión corriente (35,4% en 2021), característico del sector donde desarrolla Insur la actividad. Este peso podría incrementarse desde el propio año en curso ya que la compañía se encuentra en una clara etapa de expansión de su negocio promotor (con importantes inversiones en suelo y desarrollo de nuevas promociones), considerándose por tanto de especial relevancia, la continuación del favorable ritmo de realización de las mismas para el mantenimiento de una situación económico-financiera equilibrada.

En cuanto al análisis del *cash flow*, a cierre de 2021 se reflejó una variación positiva de los fondos generados con la explotación, que pasaron a presentar cifras positivas de €8,5M. Esta evolución refleja la buena marcha y crecimiento de los resultados en línea al sector, a lo que hay que tener presente de forma adicional por el mayor impulso que tendrían estas cifras, que la actividad de promoción se está desarrollando en mayor medida a través de negocios conjuntos y que bajo la consideración de las NIIF no se estarían reflejando en los fondos generados (los resultados de las JVs no forman parte de los fondos de la actividad de explotación sino que están en las actividades de inversión en la parte en que se han distribuido como dividendos). Desde la Agencia se mantiene una valoración positiva de la situación actual de la compañía aunque se considera un factor importante la continuación y mejora de la generación de negocio en próximos años para asumir tanto las próximas obligaciones financieras como las oportunidades de inversión/crecimiento que se presenten.

Detalle instrumentos financiación corriente (1T2022)



“Favorable posición de liquidez apoyada tanto en unos positivos niveles de caja operativa generados así como en la elevada tesorería y líneas de circulante disponibles”.

Cash Flow. Miles de €.

	2018	2019	2020	2021	21vs20
EBT	13.032	10.163	26.205	14.973	-42,9%
+/- ajuste de resultado	5.717	6.293	-20.070	1.888	109,4%
+/- otros flujos de explotación	-9.172	-10.010	-7.413	-8.324	-12,3%
Funds From Operations (FFO)	9.577	6.446	-1.278	8.537	768,0%
+/- variación WK	3.188	2.359	12.740	17.416	36,7%
Cash Flow Operativo (CFO)	12.765	8.805	11.462	25.953	126,4%
Cash Flow de inversión	-1.532	-9.090	-11.827	-44.558	-276,7%
Cash Flow Libre (CFL)	11.233	-285	-365	-18.605	-4997,3%
+/- variación instrumentos de patrimonio	0	-5	-102	-14	86,3%
Dividendos	-1.852	-4.546	-5.374	-6.917	-28,7%
Cash Flow Final generado internamente (CFFI)	9.381	-4.836	-5.841	-25.536	-337,2%
Emisión de nueva deuda	116.365	161.355	65.175	75.388	15,7%
Devolución y amortización de deuda	-110.710	-160.982	-48.709	-44.375	8,9%
Variación de caja final	15.036	-4.463	10.625	5.477	-48,5%
Caja inicial	23.169	38.205	33.742	44.367	31,5%
Caja final	38.205	33.742	44.367	49.844	12,3%

La gestión del *working capital* ha reflejado cifras positivas en los últimos años, situándose en €17,4M (+36,7% YoY). Para este último ejercicio se señala el origen de fondos originado principalmente a través de las existencias (+€26,3M), todo ello derivado de las entregas realizadas en el área promotora. Esto, unido a la favorable marcha del negocio en resultados, ha impulsado el *cash flow* operativo (CFO) del grupo, que se situó en €26M en 2021 (+126,4% YoY). No obstante, consideramos importante para el mantenimiento y mejora de estas cifras, la ejecución de la estrategia planteada por Insur con la compra de nuevos suelos y desarrollo de promociones, aspecto clave para dotar de una mayor continuidad en próximos años a la generación de caja operativa de la compañía.

En 2021, el grupo llevó a cabo la venta de varios locales comerciales en Sevilla, Madrid y Málaga lo que propició una entrada de fondos en el flujo de inversión de €8,9M. Sin embargo, el *cash flow libre* (CFL) se situó en cifras negativas de -€18,6M condicionado principalmente por dos factores: i) ejecución de *capex* por €8,5M destinado a la reforma y actualización de los edificios terciarios de mayor antigüedad, y ii) reflejo del bono emitido en el MARF a finales de año dentro del activo no corriente (incremento por €30M). Excluyendo el efecto de esto último, el CFL hubiese alcanzado cifras positivas y elevadas.

En lo relativo a la financiación, si bien en 2020 Insur procedió a asegurar la financiación del circulante mediante una mayor emisión de deuda con préstamos ICO y la consiguiente amortización de una parte significativa de la financiación procedente en el MARF (por el potencial riesgo que podría presentarse con la no renovación de los pagarés por el impacto del COVID-19 en los mercados), durante 2021 se ha revertido nuevamente la situación, apostando por una mayor diversificación de fuentes de financiación. Así, se observa un mayor uso de la financiación procedente del MARF (€17,5M en pagarés y €30M en bono para 2021 *versus* únicamente €5,6M en pagarés para 2020) en detrimento de una amortización neta con entidades de crédito que asciende a los €11M. Todo esto derivó en una entrada de caja de €5,5M y que permitió continuar aumentando los niveles de tesorería del grupo.

En conjunto, Grupo Insur vio condicionada su operativa debido a la crisis sanitaria presentada desde finales del 1T2020, con un mayor impacto en el segundo trimestre de ese ejercicio, provocando el retraso en el inicio de nuevas inversiones para el área promotora. Además, la incertidumbre actual con elevados costes de construcción ha impactado en un cierto retraso en el desarrollo de las promociones (retrasos en la propia área constructora), aspectos que condicionarán la evolución de los ingresos para el segmento promotor principalmente en 2022 y 2023. No obstante, consideramos que la rápida respuesta de la compañía con nuevas inversiones en suelo y proyectos de promoción ante la favorable demanda, deberían impulsar el negocio del grupo para próximos años. En un contexto sectorial donde continúa vigente una reducida oferta en el mercado de la vivienda y obra nueva, Insur presenta un sólido posicionamiento para absorber esa demanda, quedando reflejado en el favorable desempeño comercial que está teniendo el grupo hasta el momento (cifras de preventas en niveles ya preCovid-19) así como la adecuada situación económico-financiera visible en el óptimo perfil de vencimientos de deuda y positivos niveles de liquidez. Estos aspectos podrían mitigar parcialmente la incertidumbre actual del sector que podría ver afectada su evolución por el escenario de elevada inflación y la subida de tipos de interés que se está produciendo en los mercados.

Liquidez (NIIF). Miles de €.

	2019	2020	2021
Tesorería	33.742	44.367	49.844
Tesorería/PC	21,8%	40,8%	51,2%
Líneas disponibles (*)	45.766	70.448	59.236
FFO/DFN	3,3%	-0,6%	3,8%

(*) A cierre de 2021 estaban disponibles adicionalmente a la cifra presentada, €30M del bono emitido en MARF y registrado en una cuenta "escrow" hasta su inversión.

Información regulatoria

Fuentes de información

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

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

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

Información adicional

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

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

Para todas las modalidades de Rating que la AGENCIA emita, el Usuario no podrá, por sí mismo o a través de terceros, ceder, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o realizar cualquier otro acto de disposición de los datos contenidos en este Documento a tercero alguno, ya sea de forma gratuita u onerosa, ni alterar, transformar o tergiversar de cualquier forma, la información facilitada; así mismo, tampoco podrá copiar y/o duplicar la información ni crear ficheros que contengan total o parcialmente la información contenida en el Documento. El Documento y su código fuente, en cualquiera de sus modalidades, tendrá la consideración de elaboración, creación, u obra de la AGENCIA sujeto a la protección de la normativa reguladora de los derechos de propiedad intelectual.

Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no retirar el copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la denominación comercial establecida por la AGENCIA sobre el mismo, así como el logotipo, marcas y cualquier otro signo distintivo y representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Documento y su contenido no se utilizarán para ningún propósito ilegal o no autorizado por la AGENCIA. El Usuario pondrá en conocimiento de la AGENCIA cualquier uso no autorizado del Documento y/o su contenido del que hubiera tenido conocimiento.

El Usuario responderá por sí y por sus empleados y/o cualquier otro tercero al que se haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido frente a la AGENCIA de los daños y perjuicios que se le causen en caso de incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declara haber leído, aceptado y entendido a la entrega del Documento, sin perjuicio de cualesquiera otras acciones legales que la AGENCIA pudiera ejercitar en defensa de sus derechos e intereses legítimos.

El Documento se proporciona bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario haga de la información contenida en el mismo. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones tienen únicamente la consideración de opiniones realizadas con validez a la fecha de su emisión y no son declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno, o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA tienen la consideración de dictamen propio, por lo que se recomienda que el Usuario se base en ellas de forma limitada para cualquiera de las finalidades que pretenda dar a dicha información. Los análisis no se refieren a la idoneidad de cualquier valor.

La AGENCIA no actúa como fiduciario o como asesor de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustitutivo del conocimiento, criterio o del juicio o la experiencia del Usuario, de su Dirección, empleados, asesores y/o los clientes con el objeto de tomar decisiones de inversión. La AGENCIA dedica el mayor esfuerzo y cuidado para tratar que la información suministrada sea correcta y fiable. No obstante, debido al hecho de que la información se elabora a partir de los datos suministrados por fuentes sobre las que la AGENCIA no siempre tiene control y cuya verificación y cotejo no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, así como sus directores, accionistas, empleados, analistas o agentes no asumirán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o ganancias y costes de oportunidad, pérdidas de negocio o daño reputacional ni otros costes derivados) por las inexactitudes, incorrecciones, falta de correspondencia, carácter incompleto u omisiones de los datos e información utilizada para la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso del contenido del Documento incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños. La AGENCIA no realiza una auditoría ni asume la obligación de verificación independiente de las fuentes de información de las que se vale para la elaboración de sus calificaciones.

La información sobre personas físicas que pudiera aparecer en el presente informe incide única y exclusivamente en sus actividades comerciales o empresariales sin hacer referencia a la esfera de su vida privada y de esta manera debe ser considerada.

Le informamos que los datos de carácter personal que pudieran aparecer en este informe son tratados conforme al Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y otra legislación aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.axesor.com/es-ES/gdpr/> o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@axesor.com.

Por tanto, el Usuario está de acuerdo en que la información suministrada por la AGENCIA podrá ser un elemento más a tener en cuenta en la adopción de sus decisiones empresariales, pero no podrá tomar las mismas exclusivamente en base a ella, y de hacerlo libera a la AGENCIA de toda la responsabilidad por la falta de adecuación. Igualmente, queda bajo la discreción del Usuario y por ello libera a la AGENCIA de toda responsabilidad por la posible falta de adecuación del contenido de la Información, el uso de la misma para hacerla valer ante tribunales y/o juzgados, administraciones públicas o cualquier otro organismo público o tercero particular para cualquier motivo de su interés.

©2022 por ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Armilla, Granada, España.

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