



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable



INSTRUMENT RATING
Senior Secured 30 M €

Initiation date 21/10/2021
Rating Date 11/07/2025

Contacts

Lead analyst

Luis Mesa García
luis.mesa@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 afirma la calificación de la emisión de bonos 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.
- La calificación del grupo está apoyada por varios factores entre los que destacan: i) 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 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 reducido 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, no obstante aun por consolidar, en la medida en que 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 €235,4m, a 4 de julio de 2025, mostrando la acción una revalorización del 50,9% YoY.

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 gran medida, 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

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

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%).

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**

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).

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.

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

- Emisión de bonos realizada en el MARF (diciembre de 2021) que dispone de garantías para cubrir la deuda emitida.

Emisión, en diciembre de 2021, de un bono, al objeto de impulsar la actividad operativa. Se trata de un bono secured por importe de €30m, con vencimiento tipo bullet en 5 años (diciembre de 2026) y un tipo de interés fijo del 4%. Cabe destacar que, si bien el emisor es Insur Promoción Integral (IPI), Inmobiliaria del Sur, S.A. se sitúa como garante, sociedad matriz de Grupo Insur y, 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.

Términos y condiciones emisión	
Emisor	Insur Promoción Integral, S.L.U.
Garante	Inmobiliaria del Sur, S.A.
Instrumento	Bono <i>Senior Secured</i>
Fecha de emisión	10/12/2021
Tamaño	€30m
Vencimiento	10/12/2026
Tipo de Amortización	<i>Bullet</i>
Garantía	Terrenos y solares
Yield	4%
Covenants	Límite endeudamiento y cobertura
Finalidad	Uso residencial o terciario
Mercado	MARF (España)
Legislación	Ley Española

La financiación obtenida a través del bono está siendo destinada para la adquisición de solares, que permita seguir aprovechando las oportunidades de crecimiento en el segmento de promoción, pudiendo emplearse para: i) uso residencial en capitales de provincia para primera residencia o en áreas metropolitanas donde la compañía viene desarrollando la actividad, estas son, Sevilla, Madrid y Málaga, y ii) uso terciario limitado a las capitales de Sevilla, Madrid y Málaga. Cabe destacar que para las potenciales adquisiciones se emplearán tanto recursos propios de la compañía, como la propia financiación dispuesta a través del bono, manteniendo un “ratio de cobertura del importe invertido/consumo del bono” de 1,5x.

La emisión del bono cuenta con garantías por parte de Insur, así como con hipoteca sobre los solares adquiridos.

Desde EthiFinance Ratings valoramos favorablemente la estructura de la operación del bono, 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 de 1,5x que garantizarían el valor del bono con el propio activo adquirido.

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. Ante una hipotética situación en la que el bono no fuese cubierto en su totalidad por la propia venta del activo garantizado, se ha realizado una valoración del grupo por el método Discrete Asset Valuation (DAV) con un mayor ajuste de los activos presentados en la hipotética situación de default, obteniendo una valoración neta del grupo (tras descontar gastos administrativos) que, una vez descontados los priority claims, la masa disponible para acreedores se situaría en línea con la deuda financiera total del grupo incluyendo el propio bono, obteniéndose una tasa de recobro superior al 90%, valorándose muy positivamente.

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 reportada/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+
Análisis Sectorial	BBB
Ajuste ESG	Neutro
Posicionamiento Competitivo	BB-
Gobernanza	BB+
Perfil Financiero	BB-
Cash flow y endeudamiento	B-
Capitalización	A-
ESG Compañía	Positivo
Anchor Rating	BB
Modificadores	No
Rating	BB

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%).

- 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.

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