



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 21/10/2021

Contactos

Senior Analyst

Javier López Sánchez

jlsanchez@axesor-rating.es

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

gcmartinez@axesor-rating.es

Contenido

1. Perfil de la empresa	4
1.1 Actividad y ámbito de actuación	4
2. Análisis cualitativo	4
2.1 Sector y posicionamiento competitivo	4
2.2 Accionariado, gestión y política financiera	9
3. Análisis cuantitativo	11
3.1 Resultados y rentabilidad	11
3.2 Estructura de activo y endeudamiento	13
3.3 Generación de caja y posición de liquidez	16

Rating Action

Axesor Rating asigna por primera vez el rating de “BB” con tendencia Estable a Grupo Insur.

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 y el contexto de incertidumbre generado con la crisis provocada por el COVID-19, el grupo ha cerrado el ejercicio 2020 (bajo la consideración de los negocios conjuntos por el método proporcional) con una facturación y EBITDA recurrente que ascendieron a €132,8M y €24,5M (+8,2% y +8% YoY) respectivamente, alcanzando un LTV del 39,7%. En el 1S2021, la evolución del negocio ha sido positiva, con unos ingresos y EBITDA de €56,8M y €9,2M (+30,1% y +18,4% vs 1S2020) respectivamente, siendo el LTV del 42%. Además, durante 2020 la acción de Insur descendió un 22,6% YoY, con una ligera reducción también en el 1S2021, situándose la capitalización bursátil en €131M (-4,9% vs 2020).

Desde Axesor Rating 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 afectado por la crisis sanitaria actual aunque en fase de recuperación.**

Si bien el impacto del COVID-19 ha sido elevado tanto en el sector promotor como patrimonial (caídas significativas en las ventas y entregas de viviendas así como clientes afectados en su actividad para hacer frente al pago de rentas), desde la segunda mitad de 2020 se está reflejando una favorable recuperación del mercado que se traslada en un crecimiento importante de las transacciones de nueva vivienda que incluso son superiores a las presentadas en niveles pre-Covid (+13,5% de crecimiento en el 1S2021 vs 1S2019). Además, la recuperación y mayor avance hacia una potencial situación de normalidad durante 2021 y 2022 también incidirá, *a priori*, de forma positiva en la actividad de los clientes o inquilinos (turístico, *retail*, etc.) más afectados en el negocio patrimonial.

- ▶ **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 69% y 31% respectivamente incorporando *joint ventures* a cierre del 1S2021), con la disposición de activos principalmente de carácter *prime* enfocados de forma mayoritaria a oficinas, locales comerciales, plazas de aparcamiento y la reciente entrada en hoteles. Tras el impacto de la crisis sanitaria, se reflejó un ligero descenso en 2020 en la valoración de su GAV (-2,1% YoY), más condicionada por los dos activos hoteleros que presenta. Además, el COVID-19 también ha repercutido en la presentación de bonificaciones en rentas y aplazamientos de pagos (para sus clientes más afectados por la crisis actual) que han alcanzado los €0,6M y €0,8M respectivamente. No obstante, mantiene altas tasas de ocupación en su cartera (88,3% a finales del 1S2021). 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 €427,4M (considerando negocios conjuntos, €534,9M) a cierre del 1S2021. 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.

► **Adecuada gestión enfocada al crecimiento y consolidación del grupo en el mercado.**

Accionariado estable que, junto a un *management* con amplio *expertise* en el sector, han permitido desarrollar e implementar un plan estratégico centrado en dotar de un mayor impulso a la actividad en todos los segmentos operativos. Actualmente, el grupo se encuentra en pleno proceso de definición de un nuevo *business plan* para los próximos años que será de carácter continuista respecto al anterior (con vocación de crecimiento a largo plazo así como la continua apuesta por la diversificación) y que será presentado en la segunda mitad de 2021.

Perfil financiero

► **Favorable evolución del negocio bajo el mantenimiento de unos positivos resultados y márgenes.**

Aunque con la consideración de las NIIF, la compañía habría presentado una variación negativa en la facturación, conviene realizar el análisis bajo el método proporcional que integra de forma más ajustada toda la actividad con JVs en los últimos años. De esta manera, a cierre de 2020, Grupo Insur ha mostrado una tendencia creciente tanto para la facturación (€132,8M con un CAGR₁₈₋₂₀ del 8%) como del EBITDA recurrente alcanzado (€24,5M con un CAGR₁₈₋₂₀ del 18,7%) que le han permitido contrarrestar parcialmente el impacto de la crisis sanitaria en su modelo de negocio (principalmente retrasos en el inicio de nuevas construcciones que condicionarán los ingresos del segmento promotor hasta 2023 así como moderada afectación en el segmento patrimonial). Durante el 1S2021, la compañía continúa reflejando una notable recuperación de su actividad, destacando el incremento de ingresos (en todas sus líneas) y EBT (+30,1% y +21,5% respectivamente vs 1S2020), todo ello apoyado en un buen desempeño comercial que se refleja en unas preventas logradas durante el primer semestre de €86,4M, superiores a niveles pre-Covid (+79,3% vs 1S2019).

► **Niveles de endeudamiento elevados aunque favorecidos por la refinanciación sindicada realizada en julio 2019 que ha mejorado su flexibilidad financiera.**

Aunque dispone de unos niveles de deuda elevados en relación al rendimiento operativo generado (DFN/EBITDA anualizado y recurrente de 9,5x en el 1S2021), Insur cuenta con una cartera de activos de significativo valor que sitúan el LTV (*Loan to Value*) incorporando los negocios conjuntos en el 42% para el 1S2021 (si bien ha experimentado un incremento de 5,5pp respecto 2019). La estructura de financiación de la compañía está marcada por 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, con un 71,8% de la deuda financiera total (excluyendo líneas de financiación corriente) concentrada a partir de 2025 en adelante.

► **Positivos niveles de liquidez reforzados bajo el contexto actual.**

A cierre del primer semestre de 2021, el grupo presentaba una favorable posición de liquidez apoyada en las cifras de tesorería (€36M), líneas disponibles de circulante (pólizas de crédito, *confirming* y pagarés MARF) que se situaron en los €66,6M así como la estable caja operativa generada con el negocio (€11M promedio para el periodo 2018-2020 y €15,2M generados en el 1S2021) que permiten afrontar en una mejor posición la crisis actual y la tendencia de recuperación reflejada para el sector.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras (NIIF). Miles de €.					
	2018	2019	2020	1S2021	20vs19
Facturación	120.324	121.626	87.650	55.063	-27,9%
EBITDA	22.708	24.224	15.758	8.687	-34,9%
Mg. EBITDA	18,9%	19,9%	18,0%	15,8%	-1,9pp
EBITDA recurrente ⁽¹⁾	16.642	20.817	20.605	8.687	-1,0%
Mg. EBITDA recurrente ⁽¹⁾	13,8%	17,1%	23,5%	15,8%	6,4pp
EBT ⁽²⁾	13.032	10.163	26.205	3.930	157,8%
Total Activo	362.216	396.306	433.920	431.399	9,5%
Patrimonio neto	103.804	107.233	125.557	125.262	17,1%
Deuda financiera total	211.687	228.262	247.423	249.380	8,4%
Deuda financiera neta	173.482	194.520	203.056	213.430	4,4%
DFN/EBITDA	7,6x	8,0x	12,9x	9,4x	4,9x
DFN/EBITDA recurrente ⁽¹⁾⁽³⁾	10,4x	9,3x	9,9x	9,5x	0,5x
Funds From Operations	9.577	6.446	-1.278	7.302	-119,8%
GAV ⁽⁴⁾	510.474	537.624	525.977	534.894	-2,2%
LTV ⁽⁴⁾	36,2%	36,5%	39,7%	42,0%	3,2pp
EBITDA/Intereses	3,7x	4,2x	2,7x	2,9x	-1,5x

⁽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) y ⁽⁴⁾ Con la consideración de los negocios conjuntos.

Rating y Tendencia

Axesor Rating ha asignado a Grupo Insur el rating corporativo de **BB con tendencia Estable**, dada la favorable recuperación que está presentando el sector y la propia compañía en su actividad, así como la sólida posición financiera que presenta (sin vencimientos exigentes en los próximos ejercicios). A pesar del impacto de la pandemia en la actividad de Insur que provocó, entre otros aspectos, retrasos en el inicio de nuevas construcciones que podrían mitigar parcialmente la generación de ingresos y beneficios (segmento promotor) en 2021 y 2022 principalmente, el grupo dispone de una equilibrada situación económico-financiera, con un modelo de negocio generador de caja operativa, sólidos resultados positivos y adecuados niveles de liquidez que le permiten hacer frente a sus principales compromisos financieros y continuar la tendencia de recuperación en su actividad impulsada por las favorables perspectivas 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 y resultados 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 (↓).

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 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 Axesor Rating, 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 amplía su área de influencia geográfica con el desarrollo de actividades inmobiliarias en la Comunidad de Madrid (uno de los focos estratégicos de la compañía actualmente).

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 y una estructura altamente fragmentada que incrementa la competencia dentro de estos segmentos.

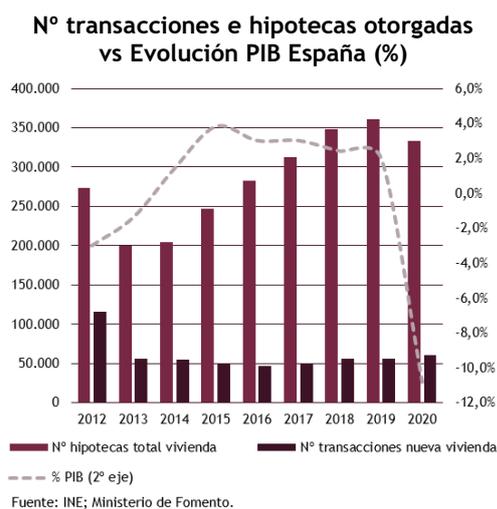
El segmento residencial ha experimentado durante la última década una progresiva reconversión, reduciendo y dinamizando el número de *players* actuales que se caracterizan por mantener procesos más eficientes en su actividad y enfoque en el desarrollo de viviendas con mayor valor añadido (localización, 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 fase expansiva de la economía en España (hasta antes de la crisis sanitaria actual), con una mejora progresiva del mercado laboral y del poder adquisitivo de los hogares, incrementó la demanda de vivienda, arrojando un crecimiento progresivo del número de compraventas que se beneficia de un entorno de tipos de interés bajos y precios de la vivienda más reducidos que los observados en el anterior ciclo económico.

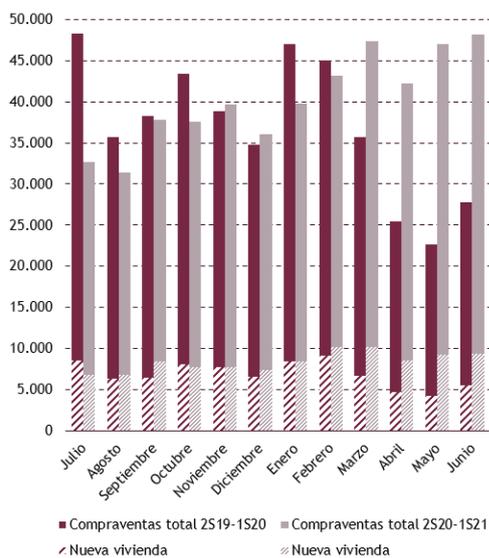
A este respecto, los precios muestran desde 2019 una evolución más moderada, donde si bien se vieron penalizados por la actual crisis sanitaria, cabe señalar la

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



“Sector atomizado y altamente competitivo con una demanda para el segmento promotor que ha mostrado signos de recuperación desde el 2S2020 y se estima continuará durante 2021 (constatado en el primer semestre) principalmente en las regiones con mayor déficit de nueva vivienda.”

Operaciones de compraventa de vivienda mensual (evolución 1S2021 - 2S2019)



Fuente: INE

“Caída notable en la valoración de activos terciarios como hoteles, centros comerciales y retail en contraposición al auge de los activos logísticos.”

evolución favorable que se está mostrando en el sector promotor desde la segunda parte de 2020 y que ha continuado durante la primera mitad de 2021, reflejándose en un ritmo creciente de preventas/transacciones y que podría seguir favoreciendo hacia el mantenimiento de los precios en viviendas de nueva construcción. Por el contrario, en viviendas de segunda mano y el mercado de alquiler, ante la mayor oferta presentada por el impacto del COVID-19, podría seguir teniendo una mayor congelación de precios en el corto/medio plazo. En líneas generales, desde la fuerte caída que se presentó desde marzo 2020 en la compraventa de viviendas nuevas y usadas (entre el 40% y 50%), desde junio se está mostrando una recuperación, dando lugar a un incremento positivo de compraventas para la nueva vivienda que alcanza tasas significativas de crecimiento para el 4T2020, 1T2021 y 2T2021 (+2,1%, +18,5% y +87,7% respectivamente *versus* mismos trimestres del ejercicio anterior), aspecto que está permitiendo mitigar y revertir el impacto de la pandemia. Además, bajo un análisis comparativo pre-Covid-19, se ha reflejado un incremento del 13,5% en la compraventa de vivienda nueva para el 1S2021 en relación al 1S2019.

Respecto al marco normativo del sector, aunque definido y regulado, condiciona su evolución estimada. Dotar de mayor flexibilidad los procesos de licencia de construcción/primera ocupación, así como mantener un marco regulado que no desvirtúe los precios de mercado, especialmente en las regiones con mayores tasas de demanda, se determinan como aspectos que pueden condicionar el crecimiento de la demanda estimada.

Desde Axesor Rating estimamos una continuación en la recuperación del sector al menos en el corto y medio plazo sostenida por el volumen actual de viviendas en desarrollo en España y el comportamiento estabilizado de los precios de nueva vivienda de los últimos meses en ciertas regiones con mayor demanda. El crecimiento estimado se refuerza igualmente por el desarrollo progresivo de nuevos segmentos operativos como “Build to rent” para inversores institucionales que favorece las perspectivas del sector.

Del mismo modo que el segmento promotor, la vertiente patrimonial también está presentando una elevada incertidumbre por el contexto actual y la codependencia que presentan las compañías del *Real Estate* con clientes de diferentes sectores, impactando en la demanda a corto plazo y la generación de rentas (aquí se destacan, entre otras, las empresas del sector turístico y *retail* por su mayor afectación con el COVID-19). Como medidas alternativas, se están reflejando aplazamientos en pagos por parte de algunos *players* de referencia del sector e incluso condonaciones en parte de las rentas hacia aquellos inquilinos más afectados por la pandemia. Además, se alerta sobre la caída en términos de valoración presentada a final de 2020 para activos terciarios tales como hoteles o centros comerciales, que en algunas compañías de referencia han rozado el doble dígito (próximo al 10%). No obstante, también destacamos la evolución positiva que presentan los activos logísticos (más del 5% en 2020) que se han convertido en valor refugio apoyados por el impulso del comercio electrónico.

A nivel general para el sector, si bien desde Axesor Rating se valora la situación provocada por el COVID-19 bajo un escenario de prudencia, consideramos que se está reflejando una paulatina recuperación en el mercado (desde finales de 2020 y que avanza durante 2021) que podría tener una mayor continuidad en próximos ejercicios aunque condicionado a la superación de la crisis sanitaria actual. Así, aspectos como las facilidades de acceso al crédito, el aumento de exigencias por parte de la banca a mayores preventas para iniciar obras, nuevas fórmulas de colaboración público-privada para financiar a promotores, el papel que presenten los fondos europeos para la recuperación, factores como los cambios en la tendencia de la demanda de oficinas y/o implementaciones de trabajo a distancia así como el auge del *e-commerce*, podrían modificar parcialmente las tendencias y serán factores que impacten en la oferta y demanda del sector para próximos años.

Grupo Insur opera fundamentalmente en la mitad occidental de Andalucía (Sevilla, Cádiz, Huelva, Córdoba y Málaga) 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

GAV patrimonial por mercados, 1S2021*



* Jerez representa un 0,6% del total.

moderar los efectos negativos de la evolución de un mercado altamente procíclico.

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 72% sobre la valoración brutal total del segmento en el 1S2021, mejora moderadamente la diversificación geográfica en línea con lo establecido en el Plan Estratégico desarrollado para el periodo 2016-2020, situándose Madrid en segundo lugar con el 18% e impulsado por la incorporación del proyecto empresarial Río 55 (dos edificios de oficinas) y la reciente 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 semestre de 2021 de €427,4M (valoración estimada a partir de valores de CBRE al cierre de 2020). Sobre este valor, la cartera patrimonial (incluyendo las inversiones inmobiliarias destinadas a uso propio) representa un 86%, 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. 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 €535M, señalando el incremento del peso relativo que adquiere el segmento promocional (31% sobre el total GAV). Así mismo, se resalta la caída de las inversiones inmobiliarias a valor razonable durante 2020 (comparado en términos homogéneos), que descendió un 2,1% como consecuencia del impacto de la pandemia en sus activos (principalmente hoteles).

Para el segmento promotor, han continuado presentándose ciertos retrasos en el sector para las entregas de inmuebles que también afectan a la compañía y que derivan principalmente de factores externos tales como la legislación regulatoria (donde se destaca la entrada desde junio de 2019 de la nueva ley de crédito inmobiliario) o los propios retrasos de la Administración Pública.

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

Segmento	2019		2020		1S2021		20vs19
	Importe	Peso	Importe	Peso	Importe	Peso	
Promoción ⁽²⁾	23.067	19,0%	34.330	39,2%	23.526	42,7%	48,8%
Arrendamientos	13.600	11,2%	12.781	14,6%	7.294	13,2%	-6,0%
Construcción	77.432	63,7%	35.442	40,4%	22.191	40,3%	-54,2%
Gestión	7.527	6,2%	5.097	5,8%	2.052	3,7%	-32,3%
TOTAL	121.626		87.650		55.063		-27,9%

⁽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.

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

Durante 2020, la compañía ha presentado una caída destacable en los segmentos de construcción y gestión, que se ha debido fundamentalmente al retraso en el inicio de nuevas promociones dada la incertidumbre generada por la pandemia (COVID-19). No obstante, en la primera mitad de 2021 se está reflejando una gradual recuperación para estos segmentos que responden al favorable desempeño comercial de los últimos trimestres y la recuperación que se está alcanzando tras el impacto de la pandemia (aún en una fase incipiente y sobre la que se requiere un mayor avance). Aunque a cierre de 2020, en las cifras consolidadas se aprecia un descenso del 27,9% YoY para la facturación, cabe destacar que el desempeño del negocio de la compañía durante el ejercicio ha sido positivo si tenemos en cuenta las actividades desarrolladas bajo la modalidad de *joint venture* en el segmento promotor y que no tienen su reflejo directo en la cifra de negocio (bajo la aplicación de la normativa contable de las NIIF).

En este sentido, tal como queda reflejada en la evolución del negocio (método proporcional, tabla de más abajo), el segmento promotor (dispone del mayor peso en los ingresos con el 73,8%) ha tenido una positiva variación en el último año (+50,7% YoY), favorecido por el adecuado ritmo de entregas de promociones que se ha incrementado a partir del segundo semestre de 2020. Así, y a pesar del impacto provocado por el Estado de Alarma que supuso la paralización de las

Administraciones Locales provocando retrasos, entre otros, para la obtención de las licencias de primera ocupación (LPO), los mismos han sido solventados finalizando el año con un incremento significativo del negocio en este segmento.

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

Segmento	2019		2020		1S2021		20vs19
	Importe	Peso	Importe	Peso	Importe	Peso	
Promoción	65.059	53,0%	98.030	73,8%	33.838	59,6%	50,7%
Arrendamientos	13.699	11,2%	13.291	10,0%	7.345	12,9%	-3,0%
Construcción	39.563	32,2%	18.502	13,9%	13.868	24,4%	-53,2%
Gestión	4.454	3,6%	2.985	2,2%	1.705	3,0%	-33,0%
TOTAL	122.775		132.808		56.756		8,2%

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

Durante el 1S2021, la tendencia reflejada en la actividad de Grupo Insur ha sido positiva en todas sus líneas de actividad, estimando que si bien los ingresos de promoción podrían verse mitigados principalmente en 2021 y 2022 por el impacto de la pandemia (retraso en el inicio de nuevas promociones), la recuperación que se está mostrando para el segmento de construcción (actualmente con negocios conjuntos se están construyendo 757 viviendas y está previsto el inicio de otras 175 adicionales en el segundo semestre) dotaría de una mayor visibilidad para el negocio del grupo en próximos años.

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 (89,4% en 2020 vs 67,1% en 2016), resaltando que durante 2020, a pesar del impacto de la crisis sanitaria, ha mejorado levemente la tasa de ocupación (+1pp YoY). Sin embargo, se destaca que durante el 1S2021 estos niveles de ocupación han descendido levemente hasta situarse en el 88,3% (resoluciones de contratos para una superficie de 6.890 m² versus nuevas superficies comercializadas de 6.126 m²), siendo el motivo principal de esta reducción la baja de uno de sus principales clientes en Sevilla, Media Markt (no relacionado con la crisis sanitaria). Además, se destaca en julio de 2021 la entrega a Grupo Hotusa del hotel situado en Sevilla que se ha estado transformando y remodelando en los últimos años. Por otro lado, también se señala el mantenimiento de la diversificación de ingresos en términos de cliente, siendo la evolución respecto a ejercicios anteriores, positiva (top 10 de clientes representan un 36% en 2020 vs 51% en 2016 sobre el total ingresos del segmento).

Desglose cartera patrimonialista (2020)

EDIFICIOS NO COMERCIALES				
Activo	Nº de fincas	Fincas alquiladas	% ocup.	% ocup. 2019
Viviendas	5	5	100,0%	100,0%
Plazas de garaje	3.081	3.011	97,7%	97,5%
EDIFICIOS COMERCIALES				
Activo	m ² totales	m ² alquilados	% ocup.	% ocup. 2019
Oficinas	92.418	79.931	86,5%	87,7%
Locales	29.660	28.220	95,1%	93,8%
Hotelero	10.411	10.411	100,0%	100,0%
Archivos	4.108	1.595	38,8%	38,8%

Top clientes segmento patrimonial (2020). % 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 el impacto provocado por la crisis sanitaria actual (COVID-19).”

“A pesar de 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, se reflejan perspectivas favorables de recuperación dada la cartera de promociones en desarrollo y de suelo disponible (con nuevos proyectos incorporados en 2021).”

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 recientemente 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 está teniendo 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 tanto acuerdos alcanzados con clientes en 2020 como primera mitad de 2021). Además, desde el grupo se están aplicando fórmulas flexibles de pago para sus principales clientes afectados habiendo alcanzado acuerdos para el aplazamiento de las obligaciones durante los próximos años (principalmente 2021 y 2022) que se cifran en torno a los €0,8M.

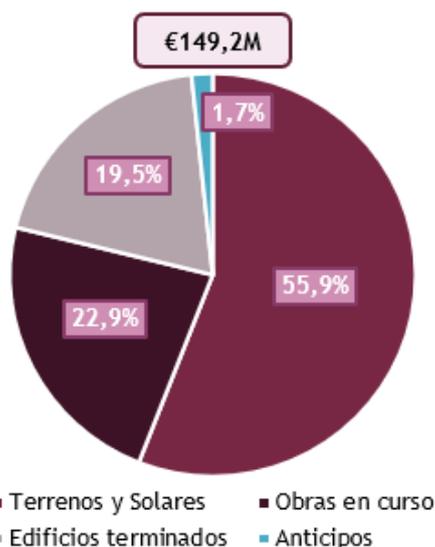
Desde Axesor Rating se valora este impacto bajo un escenario de prudencia, si bien consideramos que las elevadas tasas de ocupación que presenta el grupo en el momento actual mitigan en cierta medida el impacto de esta situación, estimándose una recuperación positiva una vez sea solventada por completo la crisis sanitaria actual.

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%.

La mayor parte de los activos correspondientes al segmento promotor están orientados a viviendas residenciales. Durante el 1S2021, comparando con niveles pre-Covid (2019) y teniendo presente datos obtenidos por el método proporcional que incorpora JVs, se ha presentado una reducción de las existencias a valor contable que se debe principalmente a la finalización de obras y al fuerte ritmo de entregas realizado durante 2020 (entre ellas el proyecto Río 55) así como al menor avance que ha tenido el segmento de construcción de nuevas promociones (impactado por el COVID-19). Las obras en curso han reducido su peso de forma notable a cierre del primer semestre (€34,1M vs €105M en 2019), aspecto que está siendo mitigado ya desde inicios de 2021 con el desarrollo y construcción de nuevas promociones dado el buen comportamiento de la demanda en general. Además, la recuperación que se está presentando en el sector también se refleja con la mayor inversión que está destinando la compañía a la compra de nuevos terrenos y solares, representado estos el 55,9% del total existencias (€83,5M en 1S2021 vs €53,7M en 2019), aspecto que también refleja la disposición de suelo para seguir desarrollando la actividad promotora en aras a absorber la positiva demanda de nueva vivienda. 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 que se están desarrollando de forma conjunta, se destaca el realizado con BBVA (filial Anida) desde 2015 para el desarrollo de hasta 2.434 viviendas en Andalucía, el ya mencionado y recientemente finalizado con inversores privados del Parque Empresarial Río 55 en Madrid o los nuevos proyectos acordados y pendientes de inicio para finales de 2021 o 2022, como el de Aljarafe en Tomares (Sevilla) donde se construirán 464 viviendas plurifamiliares o Ágora en Málaga (9.500 m² de oficinas y 180 plazas de aparcamiento).

Desglose VNC existencias (1S2021) *



*Incorporando cifras JVs ajustadas por su porcentaje de participación.

2.2 Accionariado, gestión y política financiera

La estructura accionarial de Insur estuvo marcada por una serie de cambios en su composición tras el fallecimiento de Jose Manuel Pumar Mariño, principal accionista histórico (20% de participación en la compañía), en el año 2013. En la actualidad también se están produciendo algunos cambios que obedecen a movimientos de la propiedad entre las propias compañías que controla la familia Pumar, no suponiendo modificaciones significativas de entrada de nuevos accionistas. Esto último 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.

La estabilidad accionarial demuestra un alto nivel de compromiso con los objetivos de Insur por parte de los accionistas más importantes, 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 de la compañía, 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.

Estructura accionarial Insur			
Miembro (participación superior al 3%)	dic-'19	dic-'20	jun-'21
Inversiones Agrícolas Industriales y Comerciales, S.L.	10,63%	11,14%	7,42%
Explotaciones El Cerro, S.A.	8,98%	-	-
Increcisa, S.L.	8,11%	8,74%	8,74%
Menezpla, S.L.	5,09%	5,09%	5,09%
Bon Natura, S.A.	5,05%	5,05%	5,05%
Inverfasur, S.L.	5,00%	5,00%	5,00%
Dña. Carmen Pumar Mariño	3,81%	6,01%	6,01%
Dña. Gloria Pumar Mariño	-	3,44%	3,44%
Otros acc. significativos y/o vinculados al Consejo	3,65%	3,74%	7,08%
Autocartera	0,78%	0,84%	0,42%
Free float	48,90%	50,95%	51,75%
TOTAL	100%	100%	100%

“Estrategia que está orientada al crecimiento y diversificación de sus líneas de negocio bajo el apoyo de un accionariado y *management* ampliamente comprometido. Actualmente se encuentra en proceso de definición de un nuevo *business plan* para los próximos años (se estima presentar en la segunda mitad de 2021).”

Como medidas definidas en el *business plan* y adoptadas por parte del equipo gestor, cabe destacar la reestructuración societaria del grupo (junio 2018) que derivó en la segregación de la actividad patrimonial al objeto de aglutinar ésta bajo una sociedad de nueva creación (‘Insur Patrimonial, S.L.U.’), independiente del negocio promotor. Ello se valora favorablemente tal como se refleja en los últimos años, ya que permite una mayor flexibilidad ante potenciales asociaciones empresariales con terceros por área operativa, mayor grado de asociación de los flujos generados por cada línea de actividad y mayor comprensión de la estructura operacional y gestión de Insur como grupo. El Plan Estratégico definido para el periodo 2016-2020 (ya vencido y actualmente en curso la definición y aprobación de un nuevo *business plan*), reflejaba los siguientes *drivers* en función del segmento de negocio desarrollado.

Por un lado, atendiendo al área de patrimonio, los objetivos están centrados en mejorar la calidad del *portfolio* de activos mediante un plan de adecuación y reconversión a nuevos usos, fortaleciendo la recurrencia y estabilidad que este segmento aporta a los ingresos del grupo a través de una estrategia de diversificación desde tres ámbitos:

- **Geográfico:** potenciando Madrid como área estratégica, derivado fundamentalmente de las perspectivas y evolución actual del sector sobre esta región. En este aspecto, destaca el ya mencionado proyecto del parque empresarial ‘Madrid Río’ (‘Río 55 Business Park’) como negocio conjunto (iniciado en 2018), con una superficie edificable de 28.000 m² (dos edificios de oficinas). Este proyecto ha sido finalizado recientemente, con el edificio

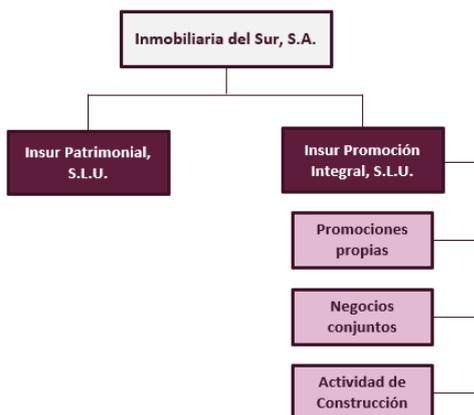
sur vendido y entregado en el 3T2020 y el edificio norte alquilado e incorporado al área patrimonial (90% de participación sobre las rentas obtenidas), considerándose un hito importante de cara a una potencial mejora de la diversificación en este segmento a largo plazo.

- **Producto:** enfoque de las nuevas inversiones hacia el segmento *retail* (locales comerciales) y oficinas así como la adecuación de nuevos usos para sus activos, como los recientes proyectos de transformación para uso hotelero en Córdoba y Sevilla (Hotusa) ya finalizados.
- **Clientes:** reducción de la dependencia de la Administración Pública a través de la reconversión de activos mono-inquilino a multi-inquilinos.

Con respecto al segmento promotor, la estrategia de Insur se está basando en la potenciación de su proceso de expansión geográfica dentro del territorio español, incrementando su presencia en Madrid, mientras conserva su posicionamiento de referencia en Andalucía (zonas con sólida demanda). Considerando la cartera de promociones en desarrollo (más de 2.500 viviendas) y la cartera de suelos (más de 2.100 viviendas potenciales) a cierre del 1S2021, el grupo presenta una posición favorable para continuar la tendencia de crecimiento conforme se supere totalmente la crisis sanitaria actual y se recupere la normalidad (se estima que el negocio del segmento promotor estará más condicionado en los años 2021 y 2022 por el retraso de nuevas construcciones producido en 2020 principalmente).

Actualmente, el grupo se encuentra en proceso de definición de un nuevo plan estratégico que, a priori, reflejará una estrategia de continuidad de los fundamentos en los que se basa el anterior *business plan*, destacando el objetivo de seguir con la diversificación de ingresos a nivel geográfico tanto para el área patrimonial como promotora (principalmente en aquellas zonas donde ya tiene experiencia la compañía). Dado el escenario de incertidumbre en el que nos encontramos por el COVID-19, se señala que si bien Insur pospuso las nuevas inversiones al inicio de la crisis sanitaria, en la actualidad ya ha retomado de forma paulatina su estrategia de inversión tanto para el área promotora (continúa con las promociones en curso de construcción y con nuevos proyectos de comercialización) como patrimonial (inversión en la adecuación y transformación de activos) dada la gradual recuperación que está reflejando el mercado con un buen comportamiento de la demanda en nueva vivienda. Todo esto será recogido sobre las bases de un nuevo plan de negocio (se presentará previsiblemente en la segunda mitad de 2021) con vocación de crecimiento a largo plazo y bajo el desarrollo de 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, nuevas operaciones de financiación que permitan una mayor diversificación de fuentes (como por ejemplo el MARF) o incluso el fortalecimiento de sus recursos propios con una ampliación de capital, se encuentran actualmente en estudio y valoración.

Estructura societaria Grupo Insur



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

Partiendo de un análisis bajo NIIF, si bien la cifra de facturación se redujo en el último año en un 27,9%, cabe destacar (como se detallará posteriormente), que esto es debido a que la actividad de promoción de Grupo Insur se está desarrollando en mayor medida (siguiendo las líneas del Plan Estratégico) a través de negocios conjuntos que consolidan por el método de la participación y cuyas ventas no se incluyen en la cifra de negocio. Este aspecto queda reflejado en el volumen y distribución de viviendas entregadas durante este último ejercicio que ascendió a 355, correspondiendo 105 a promociones propias y el resto (250) a promociones desarrolladas a través de negocios conjuntos. Estos datos se traducen en cifras máximas de negocio para el segmento promotor, que alcanzaron los €98M (ajustados en función del porcentaje de participación con JVs).

A nivel de preventas (reservas y contratos de venta sobre viviendas pendientes de entrega), a cierre del ejercicio 2020 se ha mostrado un importante descenso tanto en promociones propias como con JVs (datos al 100%), que se sitúa en el -45,9% y -36% YoY, donde cabe destacar dos factores: i) el impacto del COVID-19 que afectó a la operativa del grupo sobre todo en el segundo trimestre del año y que tiene su reflejo también en los niveles de ventas comerciales, €52,6M en 2020 vs €66,6M en el 2019; -21,1% YoY (ajustados por su participación en negocios conjuntos), y ii) 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. En cualquier caso, la evolución del desempeño comercial durante la primera mitad de 2021 se ha incrementado de forma notable (con cifras de preventas superiores en los dos primeros trimestres incluso a los niveles alcanzados en un escenario pre-Covid), mitigando y compensando en cierta medida el impacto del ejercicio anterior, aspecto que se valora favorablemente desde Axesor Rating y sobre el que se requiere una mayor continuidad y avance ya que repercutiría positivamente en los próximos años dentro del negocio generado a través del área promotora.

Rentabilidad (NIIF). Miles de €.

	2018	2019	2020
Facturación	120.324	121.626	87.650
Mg. Bruto	26,9%	27,6%	25,4%
EBITDA	22.708	24.224	15.758
Mg. EBITDA	18,9%	19,9%	18,0%
EBITDA rec. ⁽¹⁾	16.642	20.817	20.605
Mg. EBITDA rec. ⁽¹⁾	13,8%	17,1%	23,5%
EBIT ⁽²⁾	19.178	22.161	31.489
Gtos. Fros.	-6.097	-11.600	-5.820
EBT ⁽²⁾⁽³⁾	13.032	10.163	26.205

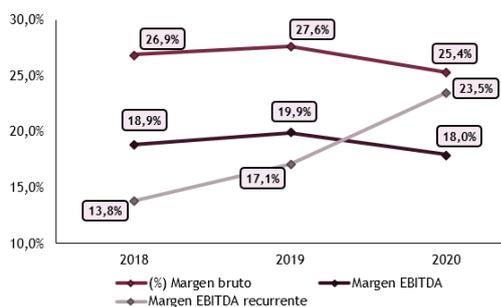
⁽¹⁾ EBITDA recurrente: EBITDA - Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias - Resultados por pérdida y toma de control de sociedades consolidadas - Deterioros de existencias; ⁽²⁾ En 2020 se incluye el resultado de €21,9M derivado del registro a valor razonable de la participación de la 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.

Evolución preventas comerciales. Miles de €.

	2018	2019	2020	1S2021	1S21vs18
Sociedades Grupo Insur	41.716	43.014	23.281	7.844	-81,2%
Negocios conjuntos y asociadas ⁽¹⁾	155.793	153.868	98.414	156.069	0,2%
TOTAL	197.509	196.882	121.695	163.913	-17,0%

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

Evolución principales márgenes



Durante 2020, si bien la compañía frenó la tendencia creciente y acentuada que presentaba en los últimos años para el EBITDA y márgenes operativos (análisis bajo NIIF), consiguió mantener unos valores positivos y adecuados. A diferencia de otros ejercicios, la estrategia de rotación de activos característica de la actividad del grupo no tuvo su reflejo de forma tan pronunciada en el ejercicio, siendo las ventas inmobiliarias de tan solo €0,3M (€4,1M y €6M en 2019 y 2018 respectivamente). Este aspecto unido a la moderada bajada de márgenes en los principales segmentos operativos impactados por el COVID-19, trajo consigo una reducción del EBITDA del 35% hasta situarse en €15,8M. Bajo este punto, se señala el impacto que tuvo la crisis sanitaria en el segmento patrimonial y de

Rentabilidad (Met. Proporcional).
Miles de €.

	2018	2019	2020
Facturación	113.912	122.775	132.808
EBITDA	23.483	26.519	19.680
Mg. EBITDA	20,6%	21,6%	14,8%
EBITDA rec. ⁽¹⁾	17.417	22.702	24.527
Mg. EBITDA rec. ⁽¹⁾	15,3%	18,8%	18,5%
EBIT ⁽²⁾	19.896	23.994	35.297
EBT ⁽²⁾⁽³⁾	13.272	11.510	29.387

⁽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.

construcción/gestión. Para el primero, además de la brusca caída de ingresos por aparcamientos (-€0,4M), se realizaron aplazamientos y bonificaciones a los clientes más afectados que se situaron en torno a los €0,8M y €0,6M respectivamente. Para el segundo, los ingresos tanto en construcción y gestión descendieron de forma significativa debido al retraso presentado en el inicio de nuevas promociones dada la incertidumbre vigente en el entorno.

El impacto de la pandemia también tuvo su reflejo 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. En este sentido, teniendo presente el citado deterioro y sin la consideración de las ventas inmobiliarias, Grupo Insur alcanzó un EBITDA recurrente de €20,6M (-1% YoY) y un margen del 23,5%, valorándose positivamente por parte de Axesor Rating.

Respecto a la carga financiera, la compañía continuó reduciendo el peso de los gastos financieros durante el último año. A efectos comparativos, cabe señalar 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 continuó la tendencia de reducción en esta vertiente, presentando un descenso del -6,7% YoY.

Por último, tanto el EBIT como EBT de Grupo Insur experimentaron un fuerte incremento en el último año (+42,1% y +157,9% YoY respectivamente) estando repercutido de forma sustancial por el beneficio contabilizado 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), que se incrementa del 50% al 90% y pasa a consolidarse por integración global (aplicación NIIF 3). El aumento de los beneficios por este movimiento (no recurrente) tanto en la vertiente operativa y final (neta de impuestos) ascendió a €21,9M y €15,4M respectivamente, aspecto que favoreció los resultados del ejercicio.

Considerando los ajustes realizados por el método proporcional en función del porcentaje de participación de Insur en las JVs, se reflejaría una evolución positiva a nivel de negocio (€132,8M; CAGR₁₈₋₂₀ del 8%) y un impacto reducido en los márgenes operativos recurrentes (18,5%; -0,3pp YoY). A nivel de EBITDA, aunque el grupo continuó presentando una reducción en el último año, situándose en €19,7M (-25,8% YoY), al igual que se detalló anteriormente y realizando el análisis con el ajuste tanto de las ventas por inversiones inmobiliarias como deterioros de existencias (más acentuados, estos últimos, por la pandemia), Grupo Insur obtuvo un rendimiento operativo recurrente de €24,5M, superior al del ejercicio precedente en un 8% YoY. Estas cifras reflejan la adecuada capacidad del grupo para generar negocio y positivos resultados incluso bajo un escenario de mayor incertidumbre, aspecto que se valora favorablemente por parte de Axesor Rating.

Principales magnitudes económicas 1S2021. Miles de €. (*)

Magnitud	1S2019	1S2020	1S2021	1S 21vs19
Facturación	46.864	43.632	56.756	21,1%
EBITDA	7.858	7.763	9.188	16,9%
Mg. EBITDA	16,8%	17,8%	16,2%	-0,6pp
EBT	3.587	3.385	4.112	14,6%
Preventas acumuladas	216.624	198.058	163.913	-24,3%
<i>Promociones propias</i>	41.738	41.158	7.844	-81,2%
<i>Negocios conjuntos</i>	174.886	156.900	156.069	-10,8%
Preventas formalizadas semestre	48.165	44.683	86.368	79,3%
<i>Promociones propias</i>	9.556	10.516	8.089	-15,4%
<i>Negocios conjuntos</i>	38.609	34.167	78.279	102,7%
Tasa de ocupación (arrendamiento)	86,1%	88,9%	88,3%	2,2pp

(*) Datos obtenidos en base al método de integración proporcional. Preventas negocios conjuntos, datos al 100%.

“A pesar del impacto del COVID-19 en su operativa, el grupo ha presentado una evolución favorable en su negocio y resultados durante 2020. No obstante, el retraso en el inicio de nuevas promociones derivado de la incertidumbre de la pandemia impactará en la evolución económica (ingresos del segmento promotor) de 2021 y 2022 principalmente.”

Atendiendo a la evolución presentada por Grupo Insur para el primer semestre de 2021, se observan valores positivos para los principales indicadores económicos (EBITDA y EBT de €9,2M y €4,1M; +16,9% y +14,6% respectivamente vs 1S2019) y del desempeño comercial (preventas superiores a los niveles alcanzados pre-Covid), aspecto que confirma la tendencia de recuperación iniciada desde la última parte de 2020. Por segmentos operativos, se destaca:

- **Promoción.** La evolución de los ingresos del grupo en el área promotora ha sido positiva durante la primera mitad de 2021 (+21,1% vs 1S2020), impulsada por la continuación del adecuado ritmo de entregas llevado a cabo. No obstante, la estimación de entregas prevista para el segundo semestre del año (ajustadas por el % de participación en negocios conjuntos) se sitúa en niveles significativamente inferiores al de anteriores semestres (€33,2M en 2S2021 vs €89,8M en 2S2020 y €62,6M en 2S2019) reflejo del impacto de la pandemia (retraso en el inicio de nuevas promociones) que penalizará los ingresos de este segmento en 2021 y sobre todo 2022. Aun así, se destacan perspectivas favorables en la actividad del grupo a largo plazo en caso de continuar con la tendencia positiva reflejada en su actividad comercial. Las preventas formalizadas por Insur durante el 1S2021 han alcanzado €86,4M, cifras superiores al 1S2020 y 1S2019 (+93,3% y +79,3% respectivamente), aspecto que refleja una mayor recuperación y visibilidad de ingresos para los próximos ejercicios.
- **Patrimonial.** A pesar de la reducción de ingresos reflejada en la actividad de aparcamientos (recogidos en la filial Parking Insur) que alcanza el 39,3% respecto el 1S2020, el grupo ha conseguido incrementar el negocio global del área patrimonial un 15,6% en el primer semestre motivado, principalmente, por la entrada dentro del segmento del edificio Norte de Río 55 en Madrid (3T2020). Además, si bien las resoluciones de contratos (6.889,6 m²) han sido elevadas impactadas por la salida de uno de los principales clientes debido a la no renovación del contrato (Media Markt), Insur ha compensado el impacto con la comercialización de nuevas superficies (6.125,9 m²) que han mitigado el descenso de las tasas de ocupación que se mantienen en valores positivos (88,3% al cierre del 1S2021 vs 89,4% en 2020).
- **Construcción y gestión.** La recuperación de la situación de normalidad también está teniendo una incidencia directa en estas dos áreas que incrementaron sus ingresos en un 81% y 1,9% respectivamente vs 1S2020. Aunque el segmento construcción presenta unos menores márgenes lo que penaliza moderadamente el margen EBITDA (-1,6pp 1S2021 vs 1S2020), desde Axesor Rating consideramos de especial importancia una mayor continuidad en estos segmentos para potenciar en mayor medida el negocio del área promotora en los próximos años.

De esta forma, desde Axesor Rating valoramos favorablemente la evolución que está teniendo el grupo desde la última mitad de 2020, ya que a pesar del impacto de la pandemia y el retraso que ha tenido en el inicio de nuevas construcciones, el adecuado posicionamiento presentado en el sector le está permitiendo una rápida recuperación en su actividad.

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 28,9% del total de las fuentes de financiación en 2020), conviene reseñar las plusvalías latentes que presenta el grupo derivado de las inversiones inmobiliarias e inmuebles de uso propio (€142,8M 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 37,9% 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 44% para el periodo 2016-2020), destacando recientemente el reparto de €3,4M (satisfecho en mayo de 2021) realizado contra reservas. 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 CAGR₁₆₋₂₀ del 11,8%).

“En línea a la evolución del sector, Grupo Insur está presentando un importante volumen de preventas en los últimos trimestres que podrían favorecer hacia una mayor recuperación tras el impacto de la pandemia.”

La compañía ha experimentado un crecimiento para su total activo en los últimos años (CAGR₁₈₋₂₀ del 9,5%) consecuencia del desarrollo de su actividad promotora y patrimonialista, aspecto que queda reflejado en el constante incremento de las inversiones inmobiliarias (€217,3M en el 1S2021; +56,4% 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, incorporación del edificio Norte Río 55 (Madrid) al segmento de patrimonio y las recientes compras de solares (1S2021) en 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 primer semestre de 2021 con €249,4M (+17,8% 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) se considera estable en los últimos ejercicios (en torno a 9x/10x aproximadamente), aunque presenta valores elevados que 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.

“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.”

Endeudamiento (NIIF). Miles de €.

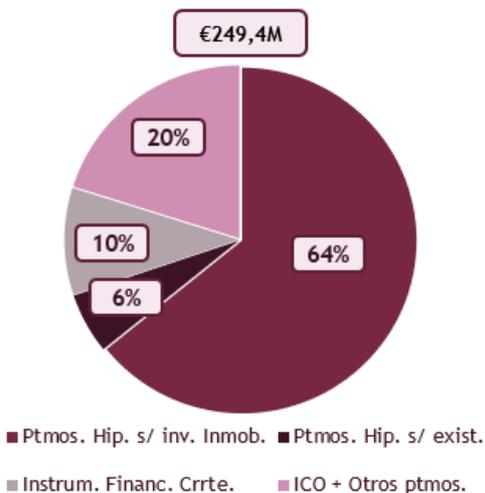
	2018	2019	2020	1S2021	1S21vs18
Total Activo	362.216	396.306	433.920	431.399	19,1%
Activo no corriente	197.349	225.522	286.535	305.366	54,7%
Activo corriente	164.867	170.784	147.385	126.033	-23,6%
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	78.861	74.494	49.720	35.270	-55,3%
Patrimonio Neto	103.804	107.233	125.557	125.262	20,7%
Deuda financiera total	211.687	228.262	247.423	249.380	17,8%
Deuda financiera neta	173.482	194.520	203.056	213.430	23,0%
PN/DFT	49,0%	47,0%	50,7%	50,2%	1,2pp
DFN/EBITDA rec. ⁽¹⁾	10,4x	9,3x	9,9x	9,5x	-1,0x
GAV	400.527	391.533	436.829	427.361	6,7%
GAV ⁽²⁾	510.474	537.624	525.977	534.894	4,8%
LTV	43,3%	49,7%	46,5%	49,9%	6,6pp
LTV ⁽²⁾	36,2%	36,5%	39,7%	42,0%	5,8pp

⁽¹⁾ EBITDA recurrente: EBITDA - Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias - Resultados por pérdida y toma de control de sociedades consolidadas - Deterioros de existencias. Además para el 1S2021 se ha calculado un EBITDA anualizado (2S2020 + 1S2021) y ⁽²⁾ Incluyendo inversión y deuda de los negocios conjuntos (en función del % de participación).

Insur cuenta con un grado de financiación sobre sus activos estable en relación a la media del sector, donde es importante señalar el valor que presenta para 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 42% al cierre del primer semestre de 2021. Bajo este punto, se destaca el incremento que está reflejando este indicador (+2,3pp respecto 2020), impactado principalmente por el incremento de la deuda financiera neta (dadas las inversiones acometidas) durante la primera mitad del ejercicio actual. Además, cabe resaltar que ya se incorpora una valoración actualizada de sus activos, habiendo experimentado un impacto leve en 2020 por la crisis provocada por el COVID-19, donde se señala 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 le ha supuesto una mejora en términos de coste, servicio de la deuda así como refuerzo de la flexibilidad financiera del grupo. Este préstamo sindicado con vencimiento a 10 años y *balloon* del 65% (con dos años iniciales de carencia de capital, empezando a amortizarse con cuotas crecientes en la segunda mitad de 2021) se configuró 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

Composición deuda financiera (jun-2021)



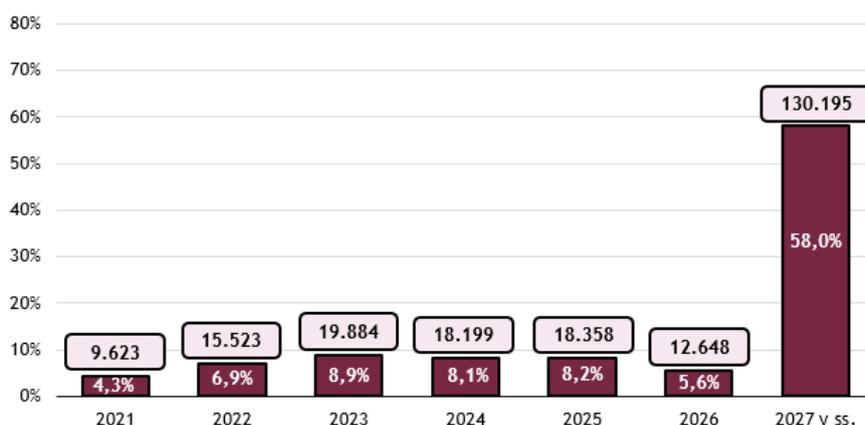
ya han sido dispuestos totalmente a mitad del ejercicio actual (2021) para la transformación de un edificio a uso hotelero (*capex*) en Sevilla, recientemente inaugurado a finales de agosto de 2021.

Partiendo de la estructura financiera presentada tras la financiación sindicada (la deuda financiera total asciende a €249,4M a cierre del 1S2021), se destaca 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 concentraría el 88,8% 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 (64% respecto al total), préstamos ICO (€30M) así como también préstamos hipotecarios sobre existencias (subrogables y sobre solares) que concentran el 6% del total deuda financiera y que, si bien se contabilizan como pasivo corriente, la mayor parte de estas últimas obligaciones tienen vencimiento a largo plazo.

Tras 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 (última incorporación en julio de 2021) y de forma gradual está incrementando esta financiación, situándose en €11,9M a cierre del 1S2021. De esta manera, la compañía está continuando con su estrategia de diversificación en sus fuentes de financiación, estando prevista además una potencial emisión de bonos en el MARF. Esta estrategia es valorada positivamente por parte de Axesor Rating 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.

Atendiendo al calendario de la deuda a cierre del 1S2021 (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 y la carencia adicional y extensión de vencimientos obtenida recientemente en los préstamos ICO. El grupo presenta un adecuado calendario para sus principales obligaciones de deuda financiera de los próximos años tal como se refleja hasta 2026 (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 2027 en adelante (58% de la deuda financiera total) y que se corresponden fundamentalmente con las obligaciones contraídas en la financiación sindicada. Adicionalmente, se destaca 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.

Calendario de vencimientos deuda financiera (NIIF, 1S2021). Miles de €. (*)



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

“Holgado y favorable calendario de vencimientos para la deuda financiera que le está permitiendo afrontar el contexto actual en una mejor posición financiera.”

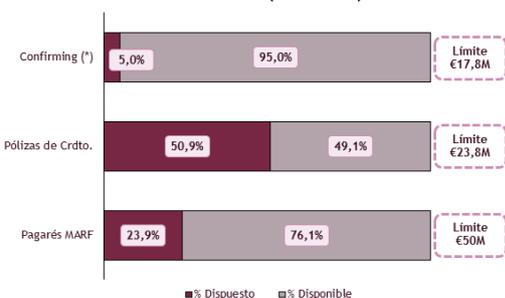
3.3 Generación de caja y posición de liquidez

Grupo Insur ha ido incrementando en los últimos años los límites disponibles para los instrumentos de financiación corriente, fruto del desarrollo promotor y crecimiento alcanzado. Así, las cifras disponibles (o no dispuestas) a cierre del 1S2021 para financiar el circulante alcanzaron los €66,6M (principalmente entre pólizas de crédito, *confirming* y pagarés en el MARF) con un crecimiento elevado en los últimos ejercicios (+176% respecto finales de 2018). Junto a lo anterior, el grupo dispone de unos elevados niveles de tesorería en balance a cierre del primer semestre que representan el 39,1% del total pasivo corriente, aspecto que fortalece los niveles de liquidez y que refleja también la política de prudencia de la compañía ante el escenario actual.

No obstante, debe tenerse en consideración el elevado peso de las existencias dentro de la inversión corriente (46% en 1S2021) característico del sector donde desarrolla la actividad, considerándose de especial relevancia la continuación del favorable ritmo de realización de las mismas para el mantenimiento de una situación económico-financiera equilibrada. Para este activo, cabe destacar el continuo descenso registrado en los últimos años impactado por la situación actual (se pospusieron inversiones en 2020), no obstante, la recuperación de la tendencia de expansión en el ciclo promotor impactará, a priori, en un incremento de las existencias en próximos ejercicios.

Dentro del análisis del *cash flow* a cierre del último ejercicio completo (2020), se destaca la tendencia decreciente de los fondos generados con la explotación que pasan a presentar cifras negativas (-€1,3M). Cabe mencionar que esta desfavorable evolución se encuentra muy condicionada por el modelo de negocio de Insur, donde 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). Por tanto, a pesar de estas cifras, desde Axesor Rating 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 para asumir tanto las próximas obligaciones financieras como las oportunidades de inversión/crecimiento que se presenten ante la recuperación del sector promotor.

Detalle instrumentos financiación corriente (1S2021)



(*) Incluye otras líneas de pago

“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	1S2021	20vs19
Rdo. antes de impuestos (BAI)	13.032	10.163	26.205	3.930	157,8%
+/- ajuste de resultado	5.717	6.293	-20.070	5.841	-418,9%
+/- otros flujos de explotación	-9.172	-10.010	-7.413	-2.469	25,9%
Funds From Operations (FFO)	9.577	6.446	-1.278	7.302	-119,8%
+/- variación WK	3.188	2.359	12.740	7.905	440,1%
Cash Flow Operativo (CFO)	12.765	8.805	11.462	15.207	30,2%
Cash Flow de inversión	-1.532	-9.090	-11.827	-19.079	-30,1%
Cash Flow Libre (CFL)	11.233	-285	-365	-3.872	-28,1%
+/- variación instrumentos de patrimonio	0	-5	-102	112	-1940,0%
Dividendos	-1.852	-4.546	-5.374	-6.746	-18,2%
Cash Flow Final generado internamente (CFFI)	9.381	-4.836	-5.841	-10.506	-20,8%
Emisión de nueva deuda	116.365	161.355	65.175	20.300	-59,6%
Devolución y amortización de deuda	-110.710	-160.982	-48.709	-18.211	69,7%
Variación de caja final	15.036	-4.463	10.625	-8.417	338,1%

La gestión del *working capital* ha reflejado un impacto positivo en los últimos años, cifrándose en €12,7M para 2020 (+440,1% YoY). Tanto a través de la gestión de las existencias (realización y materialización de una parte importante de las mismas con la entrega de promociones terminadas) como de los clientes (origen de fondos a través de los cobros materializados sobre todo con JVs) ha repercutido

favorablemente en la mejora del *cash flow* operativo (CFO) del grupo, que se situó en €11,5M en 2020 (+30,2% YoY).

En 2020, y a diferencia de otros ejercicios, la compañía no llevó a cabo ninguna venta significativa de sus activos (política de rotación), lo que junto a las inversiones en la remodelación y adecuación de algunos de sus edificios para uso hotelero y mejora de sus oficinas, llevaron consigo un elevado *capex* (superior a los €11M) que condicionó hacia el mantenimiento de un negativo *cash flow* libre de -€0,4M.

En lo relativo a la financiación, el último ejercicio representó un cambio de tendencia en la política desarrollada por la compañía hasta 2019 donde se estaba amortizando deuda bancaria en favor de una mayor disposición de financiación alternativa a través de pagarés en el MARF. De esta manera, la incertidumbre reflejada en el mercado y la estrategia presentada por Insur para asegurar la financiación del circulante (por el potencial riesgo que podría presentarse con la no renovación de los pagarés por el impacto del COVID-19 en los mercados), llevó a la compañía hacia una mayor emisión de deuda con préstamos ICO con la consiguiente amortización de una parte significativa de la financiación procedente en el MARF. A nivel agregado, se produjo una entrada neta de deuda (emisión superior a la amortización) que derivó en un aumento de la caja final por €10,6M.

Durante el primer semestre de 2021, se ha reflejado una evolución positiva en términos de generación de caja operativa, recuperando un FFO positivo de €7,3M y manteniendo adecuadas cifras para el CFO de €15,2M. Estos valores han sido impulsados por la continuación del favorable ritmo de entregas en el segmento promotor, así como también el crecimiento del negocio en el área patrimonial. Sin embargo, el grupo ha presentado cifras negativas (al igual que en ejercicios anteriores) para el *cash flow* libre y el generado internamente, que ascienden a -€3,9M y -€10,5M respectivamente, condicionado tanto por la inversión realizada en el periodo (-€23,5M) como por la continuación de la política de reparto de dividendos (-€6,7M). En relación al *capex*, desde Axesor Rating se valora favorablemente el aprovechamiento de las oportunidades de inversión que se están presentando en el mercado (nuevas compras de solares ejecutadas en Madrid y Andalucía para el inicio de nuevos proyectos) ya que permiten reflejar nuevo negocio para los próximos años. Todo esto y, ante el mantenimiento prácticamente en niveles similares de la deuda financiera (respecto 2020), trajo consigo la disminución de las cifras de tesorería final que, aun así, continúan siendo elevadas (€36M; -19% vs 2020).

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 del pasado ejercicio. No obstante, el desempeño operativo de la compañía desde el segundo semestre de 2020 se está recuperando de una forma acentuada, continuando en una fase positiva y de expansión durante la primera mitad de 2021. Este aspecto junto a la adecuada posición económico-financiera que presenta (optimizado perfil de vencimientos y sólida posición de liquidez), le están permitiendo aprovechar nuevas oportunidades de crecimiento en el mercado, pudiendo favorecer hacia una recuperación del negocio a largo plazo aunque condicionado a la continuación de esta tendencia positiva en el sector.

Liquidez (NIIF). Miles de €.

	2019	2020	1S2021
Tesorería	33.742	44.367	35.950
Tesorería/PC	21,8%	40,8%	39,1%
Líneas disponibles	45.766	70.448	66.601
FFO*/DFN	3,3%	-0,6%	1,9%

* FFO anualizado (2S2020 + 1S2021).

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, Axesor Rating 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.axesor-rating.com/es-ES/about-axesor/methodology; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en www.axesor-rating.com/es-ES/about-axesor/rating-scale
- ▶ Axesor 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 axesor 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.

©2021 por AXESOR RISK MANAGEMENT S.L.U. Todos los derechos reservados.

C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 2º Derecha, 18100, Armilla, Granada, España.

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