



**ISSUE RATING**  
Senior Secured Corporate  
Bond

Emisión: € 30.000.000  
Cupón: 4%  
Amortización: Bullet



**ISSUER RATING**  
Long-term Rating

Fecha de primer rating: 21/10/2021

Fecha de revisión: 05/05/2023

## Contactos

### Associate Director

Javier López Sánchez  
javier.lopez@ethifinance.com

### Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez  
guillermo.cruz@ethifinance.com

## Rating Action y rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de la emisión de bonos de Grupo Insur en "BBB-".
- El emisor es Insur Promoción Integral, S.L.U. (B91416438) siendo el garante Inmobiliaria del Sur, S.A. (A41002205).
- Grupo Insur presenta un sólido perfil de negocio con su actividad, generando una recurrente caja operativa y con un calendario de vencimientos más concentrado a largo plazo. No obstante, el rating se encuentra limitado por los niveles de deuda financiera del grupo que penalizan ratios como el DFN/EBITDA, FFO/DFN o cobertura de intereses, siendo importante un mayor avance y control en el corto y medio plazo, ya que, en caso contrario, la calificación podría verse penalizada. Además, concentra el negocio en el mercado nacional con mayor peso en Sevilla, siendo deseable una mayor diversificación (uno de sus principales *drivers* de crecimiento en la actualidad) y que podría reforzar su posicionamiento en el mercado, más limitado en comparación a otros grandes *players*.
- En línea con nuestra nueva metodología, el sector 'real estate' presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector heatmap entre 3 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 otro lado, las políticas ESG de la compañía se consideran neutras a nivel de calificación (ESG score de la compañía entre 1 y 4), resultando en un rating que no se ve impactado por estos factores.
- Desde EthiFinance Ratings se ha dispuesto (por parte de Insur) de proyecciones financieras con amplio detalle para el análisis y valoración, aunque no se reflejan en el informe a petición de la compañía.

## Descripción

Grupo Inmobiliaria del Sur (en adelante 'Insur' o 'Grupo Insur') centra su actividad en el sector inmobiliario a través de sus dos principales líneas operativas: promotora y patrimonial. A pesar del impacto de la crisis sanitaria y el actual contexto de incertidumbre del entorno, el grupo ha cerrado el ejercicio 2021 (bajo la consideración de los negocios conjuntos por el método proporcional) con una facturación y EBITDA recurrente que ascendieron a €125,3M y €22,5M (-5,7% y -8,5% YoY) respectivamente, presentando un LTV del 41,2%. Además, durante 2022 la acción de Insur descendió un 7,5% YoY, situándose la capitalización bursátil en €132,9M.

## Fundamentos

### Perfil de negocio

#### Análisis del sector

- Sector inmobiliario cíclico y atomizado que, si bien ha reflejado un fuerte crecimiento en 2021 y 2022, el entorno actual de elevada inflación y tipos de interés está impactando hacia una ralentización del mercado. Insur se enmarca en un sector caracterizado por su elevado grado de competitividad, con un gran número de *players* dadas las limitadas barreras de entrada, positivas rentabilidades operativas en una industria volátil ante situaciones de mayor estrés (principalmente el área promotora), con una tendencia del mercado hacia la concentración y el desarrollo de políticas ESG sobre todo por los principales grupos del sector. Los dos últimos años (2022 y 2021) se han caracterizado por un elevado ritmo de compraventas de nueva vivienda tras el impacto del Covid-19 (+26% y +22,7% respectivamente vs 2019). No obstante, aspectos como el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, con un encarecimiento de las materias primas, la elevada inflación y el actual contexto de subida de tipos de interés, están impactando en el sector, que podría ralentizarse en mayor medida en caso de extenderse y agravarse esta situación en el medio plazo. En cualquier caso, el segmento de nueva vivienda residencial presenta una limitada oferta en relación a 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) que mitigan parcialmente estas condiciones sectoriales adversas. En cuanto al área patrimonial, también se ha reflejado una recuperación por el avance hacia un escenario posCovid-19, y donde se destaca que las subidas del IPC se están trasladando en cierta parte a las rentas de los activos.

- **En línea con nuestra nueva metodología, el sector ‘real estate’ presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector *heatmap* entre 3 y 3,5).** El riesgo potencial de los factores ESG en las empresas del sector a medio plazo implica que se requiere una transición hacia nuevas prácticas. No llevar a cabo ninguna acción podría generar un impacto material en la estabilidad general o los niveles de rentabilidad del sector en el corto y medio plazo. A pesar de ello, esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

### Posicionamiento competitivo

- **Modelo de negocio con un adecuado *mix* operativo y con una cartera de activos concentrada en el mercado doméstico.** La operativa de Insur destaca por el desarrollo tanto de una actividad patrimonial como promotora (GAV del 71% y 29% respectivamente incorporando *joint ventures* a cierre del 1T2022), con la disposición de activos principalmente de carácter *prime* enfocados de forma mayoritaria a oficinas, locales comerciales, plazas de aparcamiento y la entrada en los últimos años con activos hoteleros. Además, el COVID-19 también ha repercutido en la presentación de bonificaciones en rentas y aplazamientos de pagos (para sus clientes más afectados y principalmente para el periodo 2021-2023) que han alcanzado los €0,6M y €0,9M respectivamente. No obstante, mantiene altas tasas de ocupación en su cartera (88,3% a finales del 1T2022). Por otro lado, Grupo Insur presenta una reducida cartera de activos en relación a los líderes del sector, con un GAV (*Gross Asset Value*) de €415,3M (considerando negocios conjuntos, €518,9M) a cierre del 1T2022. Presenta una exposición total en el mercado nacional (100% de su cifra de negocio), concentrando su actividad fundamentalmente en Andalucía, aunque en los últimos años se está llevando a cabo una mayor diversificación (tanto en el área promotora como patrimonial), destacando el mayor protagonismo adquirido en Madrid, línea de acción que continuará en próximos ejercicios.

### Gobierno corporativo

- **Adecuada gestión enfocada al crecimiento y consolidación del grupo en el mercado, apoyada en un nuevo plan de negocio que favorece hacia un mejor aprovechamiento de las oportunidades de expansión presentadas.** Accionariado estable que, junto a un *management* con amplio *expertise* en el sector, favorecen hacia la consecución de los objetivos estratégicos definidos en el plan. El grupo ha presentado recientemente un nuevo *business plan* para el periodo 2021-2025, de carácter continuista respecto al anterior, destacando como principales *drivers* de acción, la apuesta por el mantenimiento de la sólida posición presentada en Andalucía (principalmente Sevilla) para el área promotora y patrimonial, como el crecimiento que se pretende obtener para estos segmentos en Madrid y Málaga. Además, una mayor diversificación entre sus fuentes de financiación se refleja como otro pilar importante dentro de su plan estratégico.
- **Insur se encuentra desarrollando un plan de sostenibilidad 2023-2025 que se presentará en el 2T2023.** El grupo está incrementando en los últimos años sus políticas ESG con un mayor avance en la medición de la huella de carbono, edificación sostenible con certificaciones BREEAM o LEED en sus edificios de oficinas o el desarrollo de viviendas con calificaciones energéticas A/B.

### Perfil financiero

#### Flujo de caja y endeudamiento

- **Positivos ingresos y resultados que se verán impulsados por el fuerte ritmo de preventas del grupo.** Partiendo de un análisis por el método proporcional que integra de forma más ajustada toda la actividad con JVs en los últimos años, si bien Grupo Insur ha mostrado en 2021 una variación negativa en la cifra de negocio (€125,3M; -5,7% YoY), conviene señalar que esta evolución se encuentra marcada también por la entrega del edificio Sur (Proyecto Río 55) en Madrid realizada en 2020 y que supuso un 17,3% de las ventas totales. Excluyendo esta operación por

su mayor dimensión, la tendencia de los ingresos habría sido positiva, alcanzando el +14,1% YoY. El EBITDA recurrente presentó cifras positivas y elevadas de €22,5M, no obstante, se redujo un 8,5% impactado además de por el mayor rendimiento que tuvo el proyecto de Río 55 el año precedente, por el incremento de la actividad de construcción (línea con menores márgenes del grupo). Durante el 1T2022, aunque la evolución en el área promotora ha sido negativa impactando al negocio y EBITDA recurrente de la compañía (-45,9% y -47,9% respectivamente versus 1T2021), estas cifras deberían corregirse con el mayor ritmo de entregas previsto durante el ejercicio y la visibilidad de ingresos mostrada en el fuerte aumento de las preventas acumuladas (€197,1M; +62% vs 2020, datos al 100% con JVs) en niveles ya preCovid-19. Además, el área patrimonial continúa trasladando estabilidad a la actividad de Insur, con un mayor crecimiento y consolidación de los ingresos, EBITDA recurrente y margen operativo (+16,8%, +25% y +3,5pp respectivamente versus 1T2021).

- **Niveles de endeudamiento elevados, aunque favorecidos por la refinanciación sindicada realizada en julio 2019 y últimas operaciones de financiación que han mejorado su flexibilidad financiera.** Pese a que dispone de unos niveles de deuda elevados en relación al rendimiento operativo generado (DFN/EBITDA recurrente de 11x a cierre de 2021), Insur cuenta con una cartera de activos de significativo valor que sitúan el LTV (Loan to Value) incorporando los negocios conjuntos en el 41,2% (si bien ha experimentado un incremento de 5pp respecto 2018). La estructura de financiación de la compañía ha estado marcada en los últimos años por: i) el préstamo sindicado obtenido en 2019 (€110M) que permitió cancelar la mayor parte de la deuda asociada a las inversiones inmobiliarias (préstamos bancarios bilaterales) bajo unas condiciones de coste y calendario de la deuda más favorables, ii) los préstamos ICO obtenidos en 2020 con motivo de la crisis sanitaria y que se han acogido a la extensión en el 1T2021 de la ampliación de un año más de carencia y amortización, y iii) la diversificación que están alcanzando sus fuentes de financiación a través del MARF, con la emisión de pagarés (€17,9M en el 1T2022) y la última realizada de bonos (€30M en diciembre de 2021). Todo esto repercute positivamente además en un adecuado calendario de vencimientos, donde el 70,6% de la deuda financiera total se concentra desde 2026 en adelante.
- **Positivos niveles de liquidez que se han reforzado en los últimos años bajo el contexto actual.** A cierre de 2021, el grupo presentaba una favorable posición de liquidez apoyada en las cifras de tesorería (€49,8M), líneas disponibles de circulante (pólizas de crédito, confirming y pagarés MARF) que se situaron en los €59,2M así como la estable caja operativa generada con el negocio (€15,4M promedio para el periodo 2019-2021) que permiten afrontar en una mejor posición la incertidumbre actual de los mercados, con una subida de tipos de interés que podría penalizar la demanda de vivienda.

### Solvencia

- **Favorable solvencia apoyada por el valor de mercado de sus activos.** Aunque el grupo presentó un ratio de PN/DFT ajustado (47,6%) para el cierre de 2021, dispone de unas elevadas plusvalías en sus inversiones inmobiliarias (+€152,8M) que impulsarían el neto patrimonial hacia unos niveles considerados como adecuados (superiores al 80% para el ratio PN/DFT).

### Modificadores

#### Factores ESG

- **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.

#### Liquidez

- **No existe riesgo de liquidez.** La empresa presenta una liquidez favorable (entre 1x y 2x) al comparar las fuentes de fondos disponibles (efectivo, FFO y las líneas de financiación comprometidas) con el uso previsto de fondos (vencimientos de deuda a corto plazo, capex previsto y dividendos potenciales a repartir).

### 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 totalidad de la deuda emitida. Ante la recuperación y crecimiento del negocio promotor durante 2021, Grupo Insur emitió un bono *secured* a finales de ese ejercicio por importe de €30M, tipo *bullet* y vencimiento en 5 años. Este bono presenta una tasa de cobertura del 100% apoyada tanto en el colateral asignado (solares adquiridos) como por la propia valoración y activos presentados por el grupo (fortalecidos por el área patrimonial con importantes plusvalías respecto al valor contable reflejado).

## Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras (NIIF). Miles de €.					
	2018	2019	2020	2021	21vs20
Facturación	120.324	121.626	87.650	105.403	20,3%
EBITDA	22.708	24.224	15.758	24.305	54,2%
Mg. EBITDA	18,9%	19,9%	18,0%	23,1%	5,1pp
EBITDA recurrente <sup>(1)</sup>	16.642	20.817	20.605	20.552	-0,3%
Mg. EBITDA recurrente <sup>(1)</sup>	13,8%	17,1%	23,5%	19,5%	-4,0pp
EBIT <sup>(2)</sup>	19.178	22.161	31.489	20.074	-36,3%
Mg. EBIT <sup>(2)</sup>	15,9%	18,2%	35,9%	19,0%	-16,9pp
EBT <sup>(2)</sup>	13.032	10.163	26.205	14.973	-42,9%
Total Activo	362.216	396.306	433.920	464.249	7,0%
Patrimonio neto	103.804	107.233	125.557	131.513	4,7%
Deuda financiera total	211.687	228.262	247.423	276.427	11,7%
Deuda financiera neta	173.482	194.520	203.056	226.583	11,6%
DFN/EBITDA	7,6x	8,0x	12,9x	9,3x	-3,6x
DFN/EBITDA recurrente <sup>(1)(3)</sup>	10,4x	9,3x	9,9x	11,0x	1,2x
Funds From Operations	9.577	6.446	-1.278	8.537	-768,0%
GAV <sup>(4)</sup>	510.474	537.624	525.977	522.935	-0,6%
LTV <sup>(4)(5)</sup>	36,2%	36,5%	39,7%	41,2%	1,5pp
EBITDA/Intereses	3,7x	4,2x	2,7x	4,0x	1,3x

<sup>(1)</sup> EBITDA recurrente: EBITDA - Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias - Resultados por pérdida y toma de control de sociedades consolidadas - deterioros de existencias.; <sup>(2)</sup> 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; <sup>(3)</sup> Para el 1S2021 se ha calculado un EBITDA anualizado (2S2020 + 1S2021); <sup>(4)</sup> Con la consideración de los negocios conjuntos y <sup>(5)</sup> El LTV incluye como deuda el bono emitido en el MARF a finales de diciembre de 2021 y al mismo tiempo el GAV se incrementa por el propio valor del bono (€30M) ya que desde la Agencia anticipamos y asumimos que este será invertido en suelo (por el momento en una cuenta "escrow").

## Análisis de sensibilidad

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

- Factores positivos (↑).**

No se visualiza una subida de calificación en el corto y medio plazo, requiriéndose un mayor avance y recorrido en próximos años. Continuación del fuerte ritmo de preventas alcanzado por la compañía que favorezca hacia una mayor recuperación de ingresos, resultados y márgenes en próximos ejercicios. Mejora de ratios como el DFN/EBITDA, cobertura de intereses y FFO/DFN en el consolidado, <3,5x, >7x y

>25% respectivamente. LTV por debajo del 40% y PN/DFT por encima del 80%.

- **Factores negativos (↓).**

Reducción de la tasa de recobro (actualmente estimada en el 100%) mediante la cobertura del valor de mercado de los colaterales de la emisión y/o valor de los activos del grupo en caso de mayor estrés, situándose por debajo del 90% sobre el programa. Incumplimiento de las proyecciones con desviaciones en los ingresos, resultados, deuda y caja generada. No mejorar los niveles de apalancamiento o incrementarlos con ratios como DFN/EBITDA, FFO/DFN, cobertura de intereses y PN/DFT con valores >9x, <10%, <4x y <80% (considerando plusvalías de los activos) respectivamente. LTV por encima del 45%. Caída de las cifras de preventas acumuladas por impacto de la incertidumbre actual (subida de tipos de interés).

## Información regulatoria

### Fuentes de información

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

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

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

### Información adicional

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

**Condiciones de uso de este documento y su contenido:**

Para todo tipo de Calificaciones Crediticias que emita ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (la "AGENCIA"), el Usuario no podrá, ni por sí mismo ni a través de terceros, transferir, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o disponer de cualquier otra forma del contenido de este Documento a un tercero, ya sea a título gratuito u oneroso.

A los efectos de las presentes Condiciones de Uso, se considerará Usuario a todo cliente que pueda haber suscrito un producto y/o un servicio que le permita disponer del contenido de este Documento, así como a toda persona privilegiada que pueda acceder al contenido de este Documento a través de <https://www.ethifinance.com/>.

El usuario tampoco podrá alterar, transformar o distorsionar la información proporcionada de ninguna manera. Asimismo, no podrá copiar y/o duplicar la información, ni crear archivos que contengan la información del Documento, ni en su totalidad ni parcialmente.

El Documento y su código fuente, cualquiera que sea su tipología, se considerará elaboración, creación u obra de la AGENCIA y estará sujeto a la protección de la normativa sobre derechos de propiedad intelectual. Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no permitir la supresión del copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la razón social establecida por la AGENCIA, así como el logotipo, las marcas y cualquier otro signo distintivo que sea representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Usuario acepta las condiciones de Uso de este Documento y queda sujeto a estas disposiciones desde la primera vez que se le facilite este Documento, independientemente de la forma en que se le facilite el mismo. El Documento y su contenido no podrán ser utilizados con fines ilícitos o distintos a los autorizados por la AGENCIA. El Usuario informará a la AGENCIA de cualquier uso no autorizado del Documento y/o de su contenido que se ponga de manifiesto. El Usuario responderá frente a la AGENCIA por sí mismo y por sus empleados y/o por cualquier otro tercero al que se le haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido en caso de daños y perjuicios que se deriven del incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declaró haber leído, aceptado y comprendido al recibir el Documento, sin perjuicio de las demás acciones legales que la AGENCIA pueda ejercer en defensa de sus legítimos derechos e intereses.

El Documento se facilita bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario pueda hacer de la información contenida. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones, deben considerarse como opiniones válidas en la fecha de emisión de los informes y no como declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender cualquier valor o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA se consideran una opinión propia, por lo que se recomienda que el Usuario la tome como base limitada para cualquier propósito para el que pretenda utilizar la información. Los análisis no abordan la idoneidad de ningún valor. La AGENCIA no actúa como fiduciaria ni como asesora de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustituto de los conocimientos, criterios, juicios o experiencia del Usuario, su Dirección, empleados, asesores y/o clientes para la toma de decisiones de inversión. La AGENCIA dedica todos sus esfuerzos a garantizar que la información suministrada sea precisa y fiable. No obstante, dado que la información se elabora en base a datos suministrados por fuentes que pueden estar fuera del control de la AGENCIA, y cuya verificación y comparación no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, y sus directores, accionistas, empleados, analistas y agentes no tendrán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación alguna, pérdida de ingresos y costes de oportunidad, pérdida de negocio o daños a la reputación o cualquier otro coste) por cualquier inexactitud, error, falta de correspondencia, integridad u omisión de datos e información utilizados en la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso de su contenido, incluso en el caso de haber sido advertida de los posibles daños. La AGENCIA no realiza auditorías ni asume la obligación de verificar las fuentes de información independientes sobre las que se elaboran las calificaciones.

Por lo tanto, el Usuario acepta que la información proporcionada por la AGENCIA puede ser un elemento más a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones empresariales, pero no se tomarán decisiones basándose únicamente en ella; siendo así, la AGENCIA no se hace responsable de la falta de idoneidad. Asimismo, la utilización de la información ante juzgados y/o tribunales, administraciones públicas, o cualquier otro organismo público o tercero privado por cualquier motivo, será responsabilidad exclusiva del Usuario y la AGENCIA no responderá de ninguna responsabilidad por la inadecuación de los contenidos de la información.

La información sobre las personas físicas que pueda aparecer en este documento es única y exclusivamente relevante para sus negocios o actividades empresariales, sin referencia a la esfera de su vida privada, por lo que puede ser considerada. Los datos personales que puedan aparecer en este documento son tratados de acuerdo con el 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 demás normativa aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.ethifinance.com/> en la página de Política de Privacidad o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo [dpo@ethifinance.com](mailto:dpo@ethifinance.com).

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

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