

ISSUER RATING  
Long termOUTLOOK  
PositiveINSTRUMENT RATING  
Senior Secured 75 M €Initiation date 19/06/2024  
Rating Date 19/06/2024

## Contacts

### Lead analyst

Javier López Sánchez  
javier.lopez@ethifinance.com

### Secondary analyst

Francisco Santander Martín  
francisco.santander@ethifinance.com

### Committee chair

Guillermo Cruz Martinez  
guillermo.cruz@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings inicia el rating de Grupo Amper y asigna por primera vez el rating de “BB-” con tendencia Positiva. Además, asigna el rating de “BBB-” a la emisión de bonos.
- La calificación del grupo está apoyada por varios factores entre los que destacan: i) sector valorado favorablemente, destacando las elevadas barreras de entrada que presenta y positivas perspectivas para la industria, ii) sólidas ventajas competitivas en el mercado, con un posicionamiento que está siendo reforzado con un crecimiento orgánico e inorgánico para los últimos años y con acuerdos estratégicos con *players* de referencia en la industria, iii) renovado equipo de gestión, liderado por un nuevo CEO desde finales de 2022, con una alta experiencia en el sector y cumpliendo objetivos del *business plan* definido hasta el momento (2023-2026), iv) entrada de socio industrial (Zelenza, 2T2022) como principal accionista que, junto a la última ampliación de capital realizada en diciembre de 2023, mejoran sus niveles de *equity*, y v) favorable política de ESG, focalizada actualmente en el desarrollo de nuevas y mejores prácticas para fortalecer esta vertiente en el corto/medio plazo.
- Además, el rating del bono (emisión prevista a mitad de 2024) se ve fortalecido por una positiva cobertura, estando la operación sobrecolateralizada por las acciones de dos filiales del grupo.
- Por otro lado, el rating se encuentra limitado por los elevados niveles de apalancamiento que presenta la compañía en la actualidad en relación a los recursos generados con su operativa. Esto se refleja en unos ratios económico-financieros ajustados al cierre de 2023, como DFN/EBITDA de 7,7x, cobertura de intereses de 1,4x y FFO/DFN de 0,1%. Aunque desde EthiFinance Ratings valoramos positivamente el plan de expansión que se proyecta en los próximos años con potenciales operaciones M&A a realizar en próximos meses, consideramos que podría existir un potencial riesgo de ejecución en la integración y consolidación de todo este crecimiento. En este sentido, un mayor avance en resultados y niveles de caja operativa, así como un mayor control de sus niveles de deuda, permitirán dotar de un mayor equilibrio la estructura económico-financiera del grupo.
- La tendencia del grupo se establece como Positiva ya que consideramos la evolución está siendo favorable desde 2023 con el nuevo enfoque y cambio de estrategia, encontrándose la compañía actualmente con un sólido posicionamiento y con acuerdos importantes para continuar impulsando su negocio y resultados, aspecto que debería repercutir en una mejora significativa de su estructura económico-financiera para 2024 y 2025 (tal como se proyecta por la compañía). En caso de materializarse este avance y mejora en su totalidad durante el próximo año móvil, con mayor visibilidad del cumplimiento de las cifras (tanto orgánicas como inorgánicas) para 2025 y 2026, el rating podría ser revisado al alza en un *notch*.
- En línea con la metodología de EthiFinance Ratings y teniendo presente las diferentes actividades realizadas por el grupo, queda categorizado en el sector *‘capital goods’* aunque teniendo presente también su operativa en actividades de energías renovables, no se ve afectado por este factor. Por otro lado, el grupo está desarrollando unas favorables políticas ESG, con un score entre [1 y 1,5), impactando positivamente en el rating de Amper.
- El rating del bono de Amper se encuentra condicionado a que las compañías cuyas acciones vayan a ser pignoradas se beneficien de una estructura de *“ring-fence”* que aisle a esas compañías respecto a obligaciones que pudiesen asumir con el resto de las empresas del grupo o con vinculadas. A efectos meramente aclaratorios, estas compañías no podrían garantizar financiación de otras firmas del grupo ni podrían otorgar préstamos intragrupo. Además, el valor de las garantías pignoraticias deberá valorarse anualmente a efectos de mantener la cobertura del 150% respecto al bono emitido.
- Adicionalmente, también sería importante contar con *covenants* más específicos y delimitados para el Grupo Amper, tales como límite de apalancamiento, restricciones de dividendos y mantenimiento de las garantías en niveles elevados y sobrecolateralizados respecto a la emisión de €75m (recogido ya por el *management* y reflejado en el apartado “Perfil de emisión”). Actualmente (junio 2024), esta operación y programa de bonos se encuentra pendiente del cierre definitivo.
- Se ha dispuesto y analizado unas proyecciones financieras completas (balance, cuenta de resultados y *cash flow*) para el periodo 2024-2029, aunque estas no se reflejan en el informe a petición de Amper por su carácter de empresa cotizada.
- Por último, destacar que este rating se ha basado en las cifras de EBITDA y deuda financiera calculadas en base a la metodología de EthiFinance Ratings, que difieren de las cifras publicadas por Amper. Concretamente, se ha ajustado el EBITDA de todos los años considerando solo parcialmente los ingresos procedentes por la capitalización de costes en la actividad de I+D, dado que los proyectos desarrollados pueden acabar finalmente comercializándose o no en función del éxito de los mismos. Además, para la deuda financiera, se ha añadido de forma adicional a la calculada por Amper, la procedente por la NIIF 16 (arrendamientos operativos), pagos aplazados por compras de compañías, *factoring* sin recurso y proveedores de inmovilizado. Para más detalle ver tabla explicativa del apartado “Estructura de Activo y Endeudamiento”.

## Descripción de la Compañía

Grupo Amper enmarca su actividad en los sectores de energía y sostenibilidad, defensa y seguridad, así como comunicaciones, presentando capacidades estratégicas tecnológicas, industriales y de ingeniería. Concentra gran parte de su operativa en el mercado nacional, aunque con una dilatada experiencia y negocio a nivel internacional, destacando, entre otros, LATAM, Norteamérica y algunos países europeos. Amper se encuentra desarrollando un ambicioso plan estratégico (2023-2026) que refleja un alto crecimiento tanto orgánico (gracias a favorables perspectivas sectoriales) como inorgánico (mediante operaciones M&A previstas para acometer). Su facturación y EBITDA alcanzaron los €369,4m y €19,2m respectivamente en 2023 (margen EBITDA de 5,2%), con un ratio DFN/EBITDA de 7,7x. El grupo cuenta con casi 4.000 empleados, una capitalización bursátil de €171m a mayo de 2024 y una revalorización de la acción durante el año actual de más del 35%.

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- **Perspectivas sectoriales favorables, con elevadas barreras de entrada y niveles de rentabilidad que varían en función de la industria analizada.**

Amper presenta actividad en diferentes sectores que reflejan características propias. A nivel general, destacan las altas barreras de entrada para su negocio como el *know-how* y personal cualificado necesario para el desarrollo de la actividad, la fuerte inversión a acometer dada también la importancia de contar con instalaciones en los puertos exteriores para poder transportar el producto desarrollado en su vertiente *offshore* (estructuras fijas o flotantes) o el necesario *capex* en I+D para el sector de defensa, seguridad y comunicaciones con el objetivo de incrementar la competitividad en los productos y servicios desarrollados. Respecto a los niveles de rentabilidad, se valoran positivamente para sus segmentos, disponiendo de mayores márgenes y menor volatilidad para defensa, seguridad y comunicaciones (carácter esencial), así como más reducidos (aunque positivos) y con mayor volatilidad en la vertiente de energía y sostenibilidad. Las perspectivas para próximos años son favorables, proyectándose un crecimiento, a nivel general, de doble dígito en sus actividades principales, con un CAGR22-30e del 36,6% para la actividad *offshore* en Europa, y superior también al 10% para defensa, seguridad y comunicaciones.

- **En línea con la metodología de EthiFinance Ratings y a las diferentes actividades presentadas por Grupo Amper, se enmarca en el sector 'Capital Goods' aunque no se penaliza a nivel de ESG dada su operativa también en segmentos que apoyan la transición energética (como el *offshore*).**

La industria de bienes de capital tiene riesgos ESG de medio a alto según nuestra metodología. Aunque este sector estaría rebajado en un escalón por su impacto en esta vertiente, para el caso de Grupo Amper no aplica debido también a su actividad en áreas de enfoque sostenible. Las industrias pesadas tienen un alto impacto en el clima ya que son altamente intensivas en energía en el proceso de producción y generan altos niveles de GEI en todas las medidas de alcance. Además de las emisiones de GEI, el impacto en la contaminación también está vinculado al proceso de producción, que genera altos niveles de residuos mientras que el reciclaje sigue siendo limitado. El sector de bienes de capital también tiene un impacto significativo en los recursos, consumiendo una gran cantidad de materias primas. Sin embargo, el impacto en la biodiversidad es medio, ya que esto puede variar dependiendo del uso del suelo y del proceso de producción. En cuanto a los proveedores, las materias primas son cada vez más problemáticas debido a incertidumbres geopolíticas. El impacto sobre los consumidores y las comunidades es positivo, ya que por ejemplo la energía *offshore* favorece a la salud y al desarrollo económico.

#### Posicionamiento Competitivo

- **Posicionamiento competitivo que está siendo reforzado y continuará, a priori, en próximos ejercicios bajo el desarrollo de su plan de negocio (crecimiento orgánico e inorgánico).**

La compañía ha desarrollado en los últimos años una política de adquisiciones corporativas (20 desde 2017 hasta la actualidad), que le han permitido entrar en nuevos segmentos de negocio y reforzar su posición en el mercado. Desde 2023, con la ejecución de su nuevo *business plan* se pretende continuar mejorando su escala en el mercado, con un mayor volumen de negocio que vendrá impulsado tanto por crecimiento orgánico (inversiones en sus instalaciones para aumentar su capacidad productiva y continua apuesta por la I+D) como inorgánico (con diferentes operaciones M&A avanzadas en la actualidad y con *LOI - Letter of Intent* - lanzadas) que podrían fortalecer positivamente sobre todo los segmentos de defensa, seguridad y comunicaciones así como el de energía y sostenibilidad. En general, el grupo presenta unas sólidas ventajas competitivas en el mercado, con ubicaciones estratégicas para desarrollar su actividad *offshore* (puerto exterior de Ferrol y As Somozas, esta última adquirida a Siemens Gamesa en 2023), con oportunidades y sinergias entre sus segmentos operativos y clientes, así como la posibilidad de reforzar la actividad en el exterior con sus propios clientes locales con presencia internacional (tal como Telefónica).

- **Adecuada diversificación operativa, aunque mayor concentración a nivel geográfico y en su *portfolio* de clientes.**

La expansión y crecimiento que está llevando a cabo el grupo están permitiendo diversificar en mayor medida su operativa, con una amplia variedad de actividades que presentan una sólida demanda y con un enfoque de apoyo hacia la transición energética, así como hacia el sostenimiento de las capacidades estratégicas nacionales. Así, la unidad de negocio de energía y sostenibilidad agrupó el 77,5% de sus ingresos para 2023, estando el resto distribuido en la unidad de negocio de defensa, seguridad y comunicaciones. Aunque presenta proyectos en hasta 20 países, resalta el mayor peso presentado para España, con el 77,3% de su negocio en 2023, estando el resto reflejado en países como EEUU (4,1%), Chile (3,7%) así como otras zonas de LATAM y Europa principalmente. Por otro lado, respecto a sus clientes, el top 5 y top 10 representaron una concentración elevada del 52,4% y 60,3% respectivamente de sus ingresos para el último año. No obstante, el potencial riesgo asociado a esta concentración se encuentra mitigado por el positivo *track record* de su clientela (recurrentes en los últimos años) y la adecuada calidad crediticia de las empresas (grandes compañías y el 18% representado por entidades públicas).

### Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Entrada de un socio industrial y nuevo equipo de gestión que lideran la ejecución de su nuevo *business plan* (2023-2026).**

En el 2T2022, la compañía reforzó su accionariado con la entrada de Zelenza (socio industrial) que se sitúa en la actualidad como el principal accionista del grupo con el 9,16% de participación. Tras esto, se destacan dos aspectos más: i) por un lado, la entrada de un nuevo *management* al grupo liderado por D. Enrique López (nuevo CEO de Amper desde noviembre de 2022) que trajo consigo la renovación del equipo directivo, con una elevada experiencia en el sector y en compañías de similar perfil y referencia en la industria, y ii) ampliación de capital materializada en diciembre de 2023 por €31m, totalmente suscrita en segunda ronda y presentando sobredemanda por parte de sus accionistas, lo que se valora positivamente y refleja la favorable capacidad para captar recursos del mercado bajo su condición como grupo cotizado. Actualmente, si bien los ratios de apalancamiento se valoran como elevados (DFN/EBITDA de 7,7x a cierre de 2023), cabe reseñar el cambio de estrategia y enfoque realizado por el nuevo *management* y plan, cuyo objetivo es continuar creciendo orgánica e inorgánicamente bajo una estructura de financiación que combinará tanto entrada de nueva deuda como refuerzo de los recursos propios (parte de sus adquisiciones corporativas se financiarán mediante el pago de acciones de la propia Amper).

- **Positiva política ESG.**

Atendiendo a los datos ESG analizados y una vez aplicada la metodología, desde EthiFinance Ratings se valora su política como positiva. Así, disponen de una valoración que mejora en medio *notch* el perfil financiero, destacando que actualmente se encuentra en curso la realización de un plan director de sostenibilidad como parte de su apuesta por el desarrollo de prácticas sostenibles dentro de su industria. Además, se menciona la existencia de consejeros independientes (3) y separación de las posiciones y funciones del CEO y presidente del Consejo dentro de su estructura de gobernanza, así como la existencia de diversas ISO relevantes (9001, 14001 y 45001 entre otras) que representan al grupo en su conjunto.

### Perfil Financiero

#### Ventas y Rentabilidad

- **Tendencia positiva del negocio que favorece la recuperación e impulso de sus resultados y márgenes desde el último año.**

El grupo continuó con su trayectoria positiva de ingresos para los últimos años (CAGR19-23 del 19,1%) alcanzando los €369,4m en 2023. Este último año, gracias a todas las medidas implementadas en su operativa tanto para los ingresos (con planes muy estructurados a nivel cuenta de cliente, geografía y mercado) como costes (reducción y optimización tanto de gastos operativos como de personal), se produjo un incremento del EBITDA y margen (€19,2m y 5,2%; +262,3% y +3,6pp YoY respectivamente), estimando continuará en 2024 y próximos años bajo una continuación de esta estrategia. Aunque la evolución operativa es positiva, la compañía presenta una elevada carga financiera (la mayor parte de su deuda está referenciada a tipo variable y está penalizada por el actual entorno de tipos más elevados), que penalizó su EBT hasta un reducido €0,1m. En 2024 y 2025 la evolución proyectada para sus ingresos, beneficios y márgenes podría verse impulsada por unas favorables perspectivas sectoriales, pero condicionada a la correcta materialización de su plan, con un potencial riesgo de ejecución intrínseco por todo el crecimiento inorgánico proyectado.

#### Endeudamiento y Cobertura

- **Elevados niveles de deuda que están empezando a controlarse en mayor medida desde 2023.**

El proceso de expansión que ha desarrollado el grupo en los últimos años (tanto orgánico como inorgánico) ha

impactado en los niveles de apalancamiento, situando el ratio DFN/EBITDA en valores elevados de 7,7x en 2023 aunque con una marcada tendencia decreciente favorecida por la actual política financiera del grupo. En este sentido, la ampliación de capital materializada a finales de 2023 permitió también reducir levemente su deuda financiera neta un 6,1%. Por otro lado, la cobertura de intereses se encuentra muy penalizada en la actualidad, impactada por los elevados costes financieros soportados por Amper, lo que conlleva un ratio reducido de 1,4x. Durante 2024 la evolución prevista por parte del grupo es positiva, con unos ratios para su estructura económico-financiera que podrían beneficiarse de la mayor generación de EBITDA estimada (DFN/EBITDA y cobertura de intereses que podrían situarse ya por debajo de 5x y en torno o ligeramente por encima de 2x respectivamente).

#### Análisis de Flujo de Caja

- **Positiva generación de caja operativa, aunque continúa siendo insuficiente para cubrir sus necesidades de inversión.**

A diferencia de ejercicios previos con cifras negativas para el *cash flow* operativo, en 2023 se pasó a presentar €4,8m conducido por los mejores resultados obtenidos en el año, así como una mejor gestión del working capital. Esta caja no fue suficiente para hacer frente a todo su *capex* (€26m), mostrando un *free cash flow* negativo de -€21,4m que fue compensado con la ampliación de capital realizada a final de ejercicio (€29,4m de entrada de fondos, descontados gastos). Esto último permitió que la compañía pudiese reducir sus niveles de deuda financiera en torno a €5,5m y además incrementar sus niveles de tesorería en €2,4m. En 2024, Amper prevé una evolución similar a nivel de *cash flow*, con mayor empuje en los *funds from operations* pero con unas elevadas cifras de inversión consecuencia de su plan de expansión que requerirán cubrirse además con nueva deuda financiera. Se estima un ratio FFO/DFN ajustado por debajo del 10% para 2024, requiriendo un mayor avance de la caja generada en próximos años acorde a la estructura de deuda que tendrá el grupo.

#### Capitalización

- **Mejora de sus niveles de patrimonio con la última ampliación de capital realizada.**

Con la entrada de su socio industrial y principal accionista (ZelENZA), el grupo ha dado un giro en su estrategia de financiación, llevando a cabo un crecimiento más equilibrado entre fuentes. Así se ha dado un mayor impulso al fortalecimiento de sus fondos propios a través tanto de la última inyección de capital realizada en diciembre de 2023 por €31m como las previstas en próximos meses como parte de su nueva estrategia de financiación (compra de compañías realizando una parte del pago mediante acciones de Amper). Esta evolución ha mejorado el ratio PN/DFT en la actualidad hasta un 44,3% (+15pp YoY), cifra aún algo ajustadas que podrían incrementarse en mayor medida a finales de 2024 con la nueva estrategia definida en su *business plan* (valores estimados mayores al 80%).

#### Liquidez

- **Niveles de liquidez favorables, aunque condicionados a la renovación de su circulante y a la obtención de nueva financiación para poder acometer todo su plan de expansión.**

La empresa presenta una liquidez favorable para los próximos dos años al comparar las fuentes de fondos disponibles (efectivo, FFO, líneas de financiación disponibles e incluso desinversiones previstas para algunos de sus negocios no estratégicos) con el uso previsto de fondos (vencimientos de deuda a corto plazo e inversiones de mantenimiento previstas). No obstante, para poder llevar a cabo la ejecución de su *business plan* y crecimiento orgánico e inorgánico, estos niveles de liquidez estarían condicionados a la favorable materialización de las desinversiones previstas, así como la entrada de fondos financieros en los próximos años que apoyen el citado plan.

#### Modificadores

##### Controversias

- **El grupo no presenta ninguna controversia.**

Nuestra evaluación de controversias determina que no hay noticias o eventos que constituyan un problema real que apunten a una debilidad en las operaciones u organización de Grupo Amper y que requieran seguimiento.

##### Riesgo País

- **No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante y que, por lo tanto, tenga un impacto negativo en la calificación.**

A cierre de 2023, el grupo dispone de un 77,3% del negocio en España, estando el resto diversificados en otros países europeos, Norteamérica y LATAM principalmente.

## Perfil de emisión

- Próxima emisión de bonos prevista para apoyar la fase de expansión que está desarrollando el grupo.

Grupo Amper se encuentra en proceso de adquirir nueva financiación (3T2024) a través de bonos considerados *secured* (con garantía a través de las acciones – 51% – de dos de sus filiales más importantes dentro del grupo, Elinsa y Nervión Naval Offshore) emitidos en el MARF (programa de €100m que contará con una primera emisión de €75m). Estos fondos serán destinados a respaldar la estrategia de crecimiento proyectada por el grupo en su plan, además de suponer un refuerzo (para los fondos previstos con sus desinversiones) en la reestructuración de su deuda financiera (extensión al largo plazo). La operación cuenta con una cobertura, a priori, sobrecolateralizada (1,7x) con las acciones de sus dos filiales (con estructura *ring-fence* y destinadas exclusivamente a garantizar estos bonos con el 51% de sus acciones), así como *covenants* financieros que reflejan el compromiso del management por equilibrar en mayor medida sus niveles de apalancamiento, DFN/EBITDA proyectados por debajo de 3x bajo metodología de Amper y por debajo de 5x bajo metodología EthiFinance Ratings desde 2024 en adelante (con mejora en siguientes años). Adicionalmente, destacamos también el compromiso de mantener como garantía el 150% de lo emitido en el programa durante la vida del bono.

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €. (*)					
	2021	2022	2023	22vs21	23vs22
Facturación	307.709	323.366	369.384	5,1%	14,2%
EBITDA	14.236	5.301	19.204	-62,8%	262,3%
Margen EBITDA	4,6%	1,6%	5,2%	-3,0pp	3,6pp
EBIT	12.532	-2.959	10.395	-123,6%	451,3%
Margen EBIT	4,1%	-0,9%	2,8%	-5,0pp	3,7pp
EBT	6.964	-6.707	126	-196,3%	101,9%
Total Activo	313.687	346.703	374.713	10,5%	8,1%
Patrimonio Neto	67.587	53.185	77.101	-21,3%	45,0%
Deuda Financiera Total	157.196	181.176	173.965	15,3%	-4,0%
Deuda Financiera Neta	125.585	157.985	148.340	25,8%	-6,1%
PN/DFT	43,0%	29,4%	44,3%	-13,6pp	15,0pp
DFN/EBITDA	8,8x	29,8x	7,7x	21,0x	-22,1x
Funds From Operations	6.429	-10.539	212	-263,9%	102,0%
FFO/DFN	5,1%	-6,7%	0,1%	-11,8pp	6,8pp
EBITDA/Intereses	3,2x	0,7x	1,4x	-2,5x	0,7x

(\*) Desde EthiFinance Ratings se ha realizado un ajuste para el EBITDA considerando parcialmente los ingresos procedentes por la capitalización de costes en la actividad de I+D dado que los proyectos desarrollados pueden acabar finalmente comercializándose o no en función del éxito de los mismos.

## Credit Rating

Credit Rating	
<b>Perfil Negocio</b>	<b>BBB-</b>
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Neutro</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB+</i>
<i>Governance</i>	<i>BB+</i>
<b>Perfil Financiero</b>	<b>B</b>
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>CCC+</i>
<i>Capitalización</i>	<i>BB+</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Positivo</i>
<b>Anchor Rating</b>	<b>BB-</b>
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
<b>Rating Corporativo</b>	<b>BB-</b>
<b>Rating Bono <sup>(*)</sup></b>	<b>BBB-</b>

(\*) El rating del bono (emisión de €75m) mejora en tres *notches* impulsado por la garantía presentada a través de las acciones de dos filiales importantes del grupo (Elinsa y Nervion Naval Offshore) con una cobertura en la actualidad de 1,7x sobre el *Enterprise Value (EV)*.

## Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Cumplimiento del *business plan* del grupo en las cifras estimadas para 2024 y 2025, visualizando en mayor medida una mejora significativa para la finalización del plan (2026). Continuación en la mejora de márgenes operativos. Ratios (bajo metodología EthiFinance Ratings) de DFN/EBITDA, FFO/DFN, PN/DFT y cobertura de intereses con valores <4x, >20%, >80% y >4x respectivamente. Continua mejora y refuerzo de las políticas ESG.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Incumplimiento del *business plan* del grupo en las cifras estimadas para 2024 y 2025, con un empeoramiento significativo de su estructura económico-financiera respecto a lo proyectado. En general, ratios (bajo metodología EthiFinance Ratings) de DFN/EBITDA, FFO/DFN, PN/DFT y cobertura de intereses con valores >5x, <10%, <50% y <2,5x respectivamente. Empeoramiento de la valoración otorgada a nivel ESG.

## Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

### Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via [www.ethifinance.com](http://www.ethifinance.com) shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail [dpo@ethifinance.com](mailto:dpo@ethifinance.com). Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid