

ISSUER RATING  
Long termOUTLOOK  
StableINSTRUMENT RATING  
Senior Secured 5.1 M €**Initiation date**

Long term	25/04/2023
Senior Secured	19/06/2024
5.1 M €	
<b>Rating Date</b>	19/06/2024

**Contacts****Lead analyst**Javier López Sánchez  
javier.lopez@ethifinance.com**Secondary analyst**Ana Vico Gutiérrez  
ana.vico@ethifinance.com**Committee chair**Guillermo Cruz Martínez  
guillermo.cruz@ethifinance.com**Rating Action y Rationale**

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Grupo Squirrel Media en “BBB-”, manteniendo la tendencia Estable. Además, asigna por primera vez el rating de “BBB” a la emisión de bonos.
- La calificación de la compañía está apoyada por varios factores entre los que destacan: i) sector con elevados niveles de rentabilidad y volatilidad controlada, además de positivas perspectivas de crecimiento, ii) mejora en su posicionamiento competitivo en los últimos años derivado del plan de expansión desarrollado por el grupo, aspecto que está reforzando también las ventajas competitivas y diversificación en el mercado, iii) adecuada estructura económico-financiera de la compañía, con un apalancamiento financiero controlado a pesar de encontrarse en una fase de expansión, manteniendo asimismo una sólida capitalización, y iv) buen perfil de liquidez, que le permite, a priori, hacer frente a sus compromisos de capex y obligaciones a corto plazo.
- Por otra parte, el programa emitido en el MARF (noviembre 2023) está apoyado por un elevado ratio de cobertura para atender el mismo con la garantía establecida (2x) y un *covenant* financiero (DFN/EBITDA<3x) que refleja, a priori, el mantenimiento de una favorable estructura económico y financiera.
- No obstante, la calificación se ve limitada por: i) el tamaño y escala de la compañía en cuanto a ingresos, ii) concentración de la estructura accionarial, iii) limitado desarrollo de políticas ESG, lo que repercute en una reducción de *medio notch* sobre el perfil financiero y iv) la estrategia de expansión que está desarrollando en la actualidad con un fuerte crecimiento inorgánico (financiándose en parte con deuda financiera tanto bancaria como pagos aplazados) también adolece de riesgo de ejecución en la integración y encaje de todas estas compañías adquiridas (destacándose la última de IKI Group de gran tamaño), requiriéndose un mayor avance y consolidación en próximos ejercicios. En este sentido, también se requiere un mayor avance en la reestructuración de algunas compañías adquiridas recientemente en 2023 (EBITDA negativo) que penalizan moderadamente los resultados del grupo en su conjunto.
- La industria ‘*Media and Entertainment*’ presenta un riesgo medio-bajo en términos ESG (*sectorheatmap* entre 2 y 3). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.
- Desde EthiFinance Ratings, hemos tenido acceso a las proyecciones financieras para 2024-2026, que han sido analizadas internamente y no están reflejadas en el informe a solicitud de la empresa (cotizada en el mercado continuo).

**Descripción de la Compañía**

Squirrel Media es un grupo tecnológico situado dentro del sector Media y Entretenimiento que centra su actividad en cuatro áreas de negocio principales: publicidad, contenidos, medios de comunicación y tecnología (TMT). Desde 2020, con la integración que tuvo el grupo en Vértice 360° (fusión inversa por la que el control total quedó en mano de Squirrel), se está llevando a cabo un nuevo enfoque del modelo de negocio, desarrollando una estrategia de expansión que está favoreciendo hacia una actividad más diversificada operativa y geográficamente. El grupo contaba con una plantilla media de 234 empleados en 2023, habiendo alcanzado unas ventas y EBITDA de €129,6m y €22m respectivamente (€134,5m y €17,9m respectivamente en el ejercicio proforma, considerando las adquisiciones de 2023), con un ratio DFN/EBITDA en valores controlados de 2,1x (2,6x según cifras proforma). Durante 2023, la acción del grupo cayó un 36,9%, pasando a subir un 10,1% a junio 2024, situándose la capitalización bursátil en €149m.

**Fundamentos****Perfil de Negocio****Análisis del Sector**

- Sector altamente competitivo que refleja unas perspectivas positivas de crecimiento para próximos años.**

La industria audiovisual (medios de comunicación y entretenimiento) se caracteriza por: i) niveles positivos de rentabilidad, ii) volatilidad moderada y controlada en los márgenes operativos de las empresas ante cambios y ciclos económicos adversos, iii) barreras de entrada reducidas (destacamos el conocimiento necesario del mercado, así como la importancia de la reputación y marca de la empresa para una mayor escalabilidad del negocio) que llevan hacia un mercado atomizado y con fuerte competencia, iv) una perspectiva de crecimiento positiva para los próximos años con una CAGR23-27 estimada del 4,6% y 3,6% en España y a nivel mundial, respectivamente. Se espera que la inversión en este sector en España alcance los 1.603 millones de euros para el periodo 2021-25, tal y como se define en el plan del Gobierno para convertir al país en el mayor *hub* audiovisual de Europa, con un mayor esfuerzo y recursos destinados a la promoción y digitalización de las actividades audiovisuales. Además, destacamos la irrupción de la Inteligencia Artificial generativa, con alto potencial para incrementar la productividad e impactar en mayor medida en el sector a medio-largo plazo.

- En línea con nuestra metodología, la industria 'Media and Entertainment' presenta un riesgo medio-bajo en términos ESG (sector heatmap entre 2 y 3). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

El sector tiene un impacto bajo relacionado con el clima, la biodiversidad y el uso de recursos. Además, proporciona infraestructuras importantes para las comunidades, lo cual se considera positivo. Sin embargo, el sector podría tener un impacto negativo en los consumidores debido al amplio público al que alcanza, lo que hace especialmente importante la responsabilidad de las empresas hacia el público, la calidad de la información y los problemas éticos relacionados.

#### Posicionamiento Competitivo

- Grupo que está reforzando su posición en el mercado en los últimos años apoyado por su estrategia de expansión.

La compañía se encuentra inmersa en un proceso de crecimiento orgánico e inorgánico que está fortaleciendo su papel en el mercado e industria como un *player* de referencia, con un modelo de negocio con alta escalabilidad, multiproducto y multiterritorial que fortalecen sus ventajas competitivas en el mercado. Destacamos, como adquisiciones más significativas en el último año, la incorporación de BF Distribution, Grupo Ganga y Mondo TV Studios en 2023 en la división de 'contenidos', así como la recientemente anunciada adquisición de IKI Group (mayo de 2024) en el área de 'publicidad'. Todo este crecimiento está favoreciendo a la escala del grupo, que continúa siendo limitada por el momento en volumen de ingresos.

Por otro lado, la compañía, si bien presenta aún cierta concentración de su actividad en España (57,9% sobre ventas en 2023), está aumentando paulatinamente su diversificación geográfica como consecuencia de su política de expansión internacional. Respecto a su diversificación operativa, se valora como adecuada, destacando el reciente aumento de la facturación del segmento de 'contenidos', que se sitúa en 2023 como primera fuente de ingresos de Squirrel (43,1%), seguida de 'publicidad' (25%), 'medios de comunicación' (23,6%) y 'TMT' (8,2%). Respecto a sus clientes, si bien la compañía continúa presentando una alta concentración en 2023 (top 5 y top 15 representaron el 48,6% y el 71,6%, respectivamente), desde el impacto que tuvo el Covid-19 en su actividad, principalmente el área de 'publicidad', se está llevando a cabo una estrategia de diversificación del portfolio que impacta positivamente en su diversificación, aspecto al que se suma la reciente adquisición de IKI Group, que reforzará su portfolio de clientes.

#### Estructura Accionarial y Gobernanza

- Accionariado concentrado con un equipo de gestión que cuenta con una amplia experiencia en el sector.

A cierre de 2023, Pablo Pereiro se sitúa como el principal accionista de Squirrel con el 90,35% de participación. A pesar de que la concentración en la toma de decisiones podría suponer un riesgo, destacamos la alta vinculación y carácter de permanencia a largo plazo del principal accionista. Además, aunque la capacidad financiera para apoyar al grupo por parte de este se valora de forma moderada, esto queda mitigado por la condición de Grupo Squirrel de empresa cotizada (pudiendo acudir a nuevas ampliaciones de capital al mercado, tal como sucedió en 2022 y 2023). Así mismo, su principal accionista, consejo de administración y management del grupo destacan por la sólida experiencia reflejada (+15/20 años de media), siendo un aspecto importante para impulsar la estrategia de expansión que está desarrollando en la actualidad. No obstante, consideramos que derivado de esta política de expansión, un mayor refuerzo en la estructura del *management* podría ser necesario para una mejor consolidación del mismo, aspecto que, si bien está siendo parcialmente atenuado por la integración del management de las compañías adquiridas en los procesos de M&A, podría requerir un refuerzo adicional en el medio plazo. Adicionalmente, este crecimiento se está alcanzando bajo una política financiera conservadora, llevándose a cabo operaciones de M&A financiadas con fondos propios o un *mix* equitativo entre recursos propios y financieros (50%-50%).

- Baja implementación de políticas ESG que afecta negativamente al perfil financiero de la compañía.

Atendiendo a los datos ESG analizados y una vez aplicada la metodología, desde EthiFinance Ratings se valoran las políticas ESG de Grupo Squirrel Media como limitadas (ESG score de la compañía entre 3,5 y 4). Como resultado, el rating de la compañía se ve afectado en una reducción de *medio notch* sobre el perfil financiero, al considerar que la baja implicación en el desarrollo de políticas ESG podría afectar a la calidad de financiación del grupo. Como consecuencia, consideramos necesario un mayor recorrido y definición de políticas ESG por parte de Squirrel Media, acorde al tamaño que está alcanzando, ya que la valoración otorgada en esta vertiente podría ajustarse aún más ante la obligatoriedad de una mayor definición y transparencia a nivel de ESG.

## Perfil Financiero

### Ventas y Rentabilidad

- **Evolución creciente de la facturación y positivos márgenes generados con el negocio, impulsados por la nueva dimensión alcanzada por el grupo.**

Squirrel está presentando una tendencia favorable para sus ingresos en los últimos ejercicios (€134,5m en 2023 proforma con un CAGR20-23 de 61,3%), que están siendo fortalecidos por el crecimiento orgánico del negocio (a excepción de la publicidad en el último año), así como por las nuevas adquisiciones corporativas que se están realizando. El margen EBITDA, aunque se ve reducido respecto a ejercicios históricos por las últimas incorporaciones (Grupo Ganga y Mondo TV presenta resultados negativos en su P&L), se mantiene en niveles adecuados, del 13,3% en 2023. Para 2024 y próximos ejercicios se estima por el grupo un mayor recorrido e incremento de ingresos, beneficios y márgenes, todo ello reforzado por el crecimiento previsto para sus cuatro líneas de negocio, donde se destaca el área de contenidos (monetizando las inversiones ya realizadas años atrás) y Publicidad (con más empuje con la integración de IKI Group que facturó el último año €93m).

### Endeudamiento y Cobertura

- **Controlados niveles de apalancamiento.**

Las cifras de endeudamiento de Squirrel se han incrementado en los últimos años, consecuencia del plan de crecimiento orgánico e inorgánico que está desarrollando el grupo, incluyendo operaciones de M&A que, o bien se realizan con fondos propios, o a través de un *mix* equitativo entre capital propio y financiero. En cualquier caso, la compañía mantiene su ratio DFN/EBITDA en niveles controlados, situado en 2,1x en 2023 (2,6x considerando cifras proforma de 2023 con las integraciones). Adicionalmente, a pesar de su reciente deterioro, mantiene una elevada cobertura de intereses (11,8x en 2023; 8,2x según cifras proforma), siendo reflejo de su adecuada capacidad para hacer frente a los intereses de la deuda con el rendimiento operativo generado.

### Análisis de Flujo de Caja

- **Modelo de negocio generador de caja operativa.**

La compañía está presentando una tendencia ascendente en los Funds From Operations (FFO) generados, que se situaron en €20,5m en 2023, siendo el CAGR20-23 del 101%. Todo ello es motivado por el crecimiento orgánico e inorgánico que está alcanzando el grupo, y que sitúa el ratio FFO/DFN en valores adecuados (43,8%). No obstante, es importante un mayor recorrido en los niveles de caja operativa generados por el grupo en próximos años que permitan hacer frente a los vencimientos exigentes que presenta el grupo en su deuda financiera (€19,7m y €8,2m para 2024 y 2025 respectivamente, que suponen el 60,9% del total obligaciones financieras).

### Capitalización

- **Positiva solvencia apoyada en sus elevados niveles de capitalización.**

Aunque el incremento de la deuda financiera está siendo proporcionalmente mayor al aumento del neto patrimonial del grupo, Squirrel mantiene valores sólidos de capitalización, con un ratio PN/DFT de 118,5% en 2023 (-3,5pp YoY). Así, las recientes ampliaciones de capital, junto a una política de autofinanciación (capitalización de los beneficios alcanzados y sin previsión de reparto de dividendos), conducen hacia una fuerte estructura patrimonial.

- **Significativo peso del inmovilizado intangible dentro de la compañía cuyo deterioro podría penalizar su neto patrimonial.**

El activo intangible del grupo, formado principalmente por derechos audiovisuales y los fondos de comercio derivados de las adquisiciones corporativas, suponen un 71% dentro del total inversión en 2023. Este aspecto constituye un riesgo en tanto que potenciales deterioros podrían limitar sus cifras de fondos propios. En cualquier caso, esta situación se observa a nivel general en todo el sector de entretenimiento y media, con diversas operaciones de fusiones y adquisiciones, siendo un riesgo compartido.

### Liquidez

- **Favorables niveles de liquidez del grupo.**

Squirrel presenta un positivo ratio de liquidez (>1x), siendo suficientes sus fuentes de liquidez disponibles (efectivo, FFO estimado y líneas de crédito disponibles) para hacer frente a sus obligaciones y próximos compromisos (vencimientos de deuda a corto plazo y *capex* estimado), considerados como exigentes por parte de la Agencia dado que son cifras notables. Además, se destaca que su modelo de negocio (principalmente en el área de contenidos) presenta unas elevadas necesidades operativas de fondos (plazos de cobro elevados por el tipo de clientes con los que opera), estando a punto de cerrar la compañía (junio de 2024) una línea de circulante para poder adelantar el cobro de

estos saldos y mejorar su *working capital*. Este punto se considera importante desde EthiFinance Ratings para poder mantener y expandir el negocio actual.

## 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 Squirrel Media 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.

Squirrel concentra la mayor parte de su negocio en España e Italia (en torno al 80% de sus ingresos en 2023), estando el resto repartido por otros países europeos y LATAM principalmente.

## Perfil de emisión

- Emisión de bonos de €5,1m a cierre de 2023, cuyo objetivo es apoyar la fase de expansión que está desarrollando el grupo.

En noviembre de 2023, Squirrel Media adquirió una nueva financiación a través de bonos considerados *secured* (con garantía a través de una promesa de hipoteca o prenda sobre una parte del catálogo de películas propiedad del grupo) emitidos en el MARF (programa de €20m con una emisión por el momento de €5,1m), tipo *bullet* y con vencimiento a finales de noviembre de 2026. Estos fondos han sido destinados a respaldar la estrategia de crecimiento orgánico e inorgánico que está desarrollando la compañía en los últimos años, todo ello contando con una cobertura en la operación de 2x y un *covenant* DFN/EBITDA por debajo de 3x, permitiendo asegurar el mantenimiento de una equilibrada estructura económico-financiera.

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras. Miles de €.				
	2021	2022	2023 <sup>(1)</sup>	23vs22
Facturación	69.698	79.131	129.644	63,8%
EBITDA	7.436	13.776	22.005	59,7%
Margen EBITDA	10,7%	17,4%	17,0%	-0,4pp
EBIT	5.507	7.955	15.243	91,6%
Margen EBIT	7,9%	10,1%	11,8%	1,7pp
EBT	5.382	6.548	13.754	110,0%
Total Activo	64.275	117.978	173.564	47,1%
Patrimonio Neto	30.476	47.994	65.312	36,1%
Deuda Financiera Total	12.687	39.346	55.112	40,1%
Deuda Financiera Neta	9.367	34.810	46.760	34,3%
PN/DFT	240,2%	122,0%	118,5%	-3,5pp
DFN/EBITDA	1,3x	2,5x	2,1x	-0,4x
Funds From Operations	8.140	15.834	20.468	29,3%
FFO/DFN	86,9%	45,5%	43,8%	-1,7pp
EBITDA/Intereses	33,0x	12,3x	11,8x	-0,4x

<sup>(1)</sup> Con datos proforma 2023, incorporando las adquisiciones de BF Distribution (marzo 2023), Grupo Ganga (junio/noviembre 2023) y Mondo TV (septiembre 2023), el EBITDA se situaría en €17,9m (margen EBITDA de 13,3%), con unos ratios DFN/EBITDA, FFO/DFN y EBITDA/intereses de 2,6x, 34,1% y 8,2x, respectivamente.

## Credit Rating

Credit Rating	
<b>Perfil Negocio</b>	<b>BB+</b>
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB</i>
<i>Ajuste ESG</i>	Neutro
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB-</i>
<i>Governance</i>	<i>BB-</i>
<b>Perfil Financiero</b>	<b>BBB+</b>
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BBB+</i>
<i>Capitalización</i>	<i>A-</i>
ESG Compañía	Negativo
<b><u>Anchor Rating</u></b>	<b><u>BBB-</u></b>
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
<b><u>Rating Corporativo</u></b>	<b><u>BBB-</u></b>
<i>Garantía*</i>	<i>+1 notch</i>
<b><u>Rating Bono</u></b>	<b><u>BBB</u></b>

\* Grupo Squirrel Media establece como garantía para la emisión de un programa de bonos en el MARF (€20m), una promesa de derecho real de hipoteca mobiliaria o prenda de primer rango sobre los derechos de propiedad intelectual, y en particular, de distribución, explotación y titularidad relacionados con la mayor parte del catálogo de películas que dispone el grupo en la actualidad. Cobertura mínima de 2x.

## Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Desarrollo de políticas ESG. Mantener una política financiera conservadora y controlada en los procesos de M&A, lo que, junto con el incremento de la actividad y rentabilidad, derivaran en un fortalecimiento de los ratios de endeudamiento, obteniendo valores como DFN/EBITDA <1,5x y FFO/DFN > 50%. Mejora o mantenimiento de las cifras actuales para el ratio PN/DFT y refuerzo de la cobertura de intereses con valores por encima de 12x. Ampliar el calendario de vencimientos de la deuda financiera con unos compromisos más holgados en el tiempo (actualmente existe una elevada concentración en 2024-2025, con un 60,7% de los vencimientos). En general, cumplimiento de las proyecciones económico-financieras analizadas.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Cobertura del programa de bonos por debajo de 2x con evolución negativa de los próximos estrenos de películas y caída muy significativa de la valoración del catálogo. Incumplimiento significativo de las proyecciones económico-financieras analizadas con empeoramiento de ratios como DFN/EBITDA (>3x), FFO/DFN (<30%), cobertura de intereses (<7x) y PN/DFT por debajo del 100%. Ausencia de políticas ESG más amplias y con mayor alcance por parte del grupo. Empeoramiento de los niveles de liquidez con mayores obligaciones de pago (deuda y *capex*) en relación a la caja operativa y *cash* disponible (<1x).

## Sources of information

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

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

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

## Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
  - Corporate Rating Methodology - Long Term : [https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_190\\_V3\\_Corporate%20Methodology\\_2023-10-06.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3_Corporate%20Methodology_2023-10-06.pdf)
  - Corporate Rating Methodology - Instruments : [https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_127\\_V2\\_Corporate\\_Rating\\_Methodology\\_Instruments.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_127_V2_Corporate_Rating_Methodology_Instruments.pdf)
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has provided ancillary services to the rated entity, but not to its related third parties. However, according to our Conflict of Interest Policy, it does not involve a conflict of interest, since the aggregate sale does not exceed 5% of net turnover.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

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

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

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