



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable



INSTRUMENT RATING
Senior Secured 30 M €

Initiation date

LongTerm 03/03/2021

Senior Secured 27/05/2021
30 M €

Rating Date 16/04/2026

Contacts

Lead analyst

Javier López Sánchez
javier.lopez@ethifinance.com

Committee chair

Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

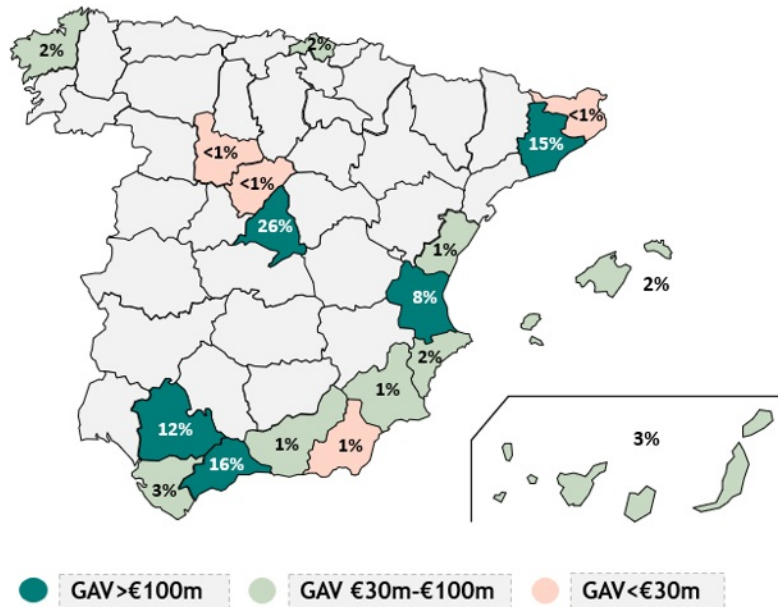
- EthiFinance Ratings sube la calificación a largo plazo de Metrovacesa, pasando de “BB+” a “BBB-”, manteniendo la tendencia Estable. Además, se da de baja el rating del bono de Grupo Metrovacesa a petición del cliente.
- La mejora en el rating se fundamenta en la favorable evolución económico-financiera del grupo en los últimos ejercicios, apoyada en la positiva trayectoria de su actividad promotora, lo que se ha traducido en un crecimiento sostenido de los ingresos y una mejora significativa de la rentabilidad. Esta evolución ha permitido a la compañía reforzar su perfil crediticio, con una mejora de sus métricas de apalancamiento y cobertura, manteniendo al mismo tiempo unos sólidos niveles de capitalización y una estructura financiera controlada. Asimismo, Metrovacesa ha consolidado su posicionamiento como uno de los principales promotores residenciales en España, apoyado en la calidad y visibilidad de su cartera de suelo, así como unos elevados niveles de preventas. Adicionalmente, el entorno sectorial continúa siendo favorable, con una demanda estructural sólida y un desequilibrio persistente entre oferta y demanda, lo que previsiblemente seguirá apoyando la evolución operativa del grupo en el medio plazo.
- Metrovacesa es un grupo especializado en desarrollo promotor y gestión de suelo en España, enfocado en el sector residencial y terciario.
- La calificación de la compañía está apoyada por varios factores entre los que destacan: i) sector con favorable valoración, destacando su fortaleza en la demanda y unos elevados niveles de rentabilidad, ii) sólido posicionamiento competitivo del grupo, siendo una de las promotoras de referencia en el mercado nacional (con la mayor cartera de suelo en España) y una cifra de preventas elevada que refleja visibilidad de ingresos para 2026 y 2027, iii) accionistas de referencia entre los que se encuentran Banco Santander y BBVA (agrupan conjuntamente el 70,2% a cierre de 2025), respaldando la estrategia de crecimiento del grupo a través de la financiación otorgada, iv) óptimos niveles de capitalización (PN/DFT mayor a 3x en 2025), sostenidos por un elevado valor de mercado en sus activos (principalmente suelo), y v) positiva valoración en las políticas y prácticas ESG desarrolladas por la compañía.
- Por otro lado, el rating se encuentra limitado por: i) una limitada cobertura de intereses, con un ratio que se encuentra en el rango 3x-4x para valores medios de un ciclo de actividad, y ii) unos ratios de apalancamiento que si bien se sitúan en valores adecuados dentro del perfil económico-financiero controlado que presenta el grupo, sus cifras medias (DFN/EBITDA y FFO/DFN en los rangos 3x-3,5x y 25%-30%, respectivamente) se consideran algo ajustadas en relación con el nivel de rating actual asignado al grupo, actuando como un factor limitante de la calificación.
- En línea con la metodología de EthiFinance Ratings, el sector ‘real estate development’ 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, el grupo está desarrollando unas favorables políticas ESG, con un score en el tramo [0, 1[, impactando positivamente en el rating de Metrovacesa (+1 *notch* sobre el *Financial Risk Profile*).
- EthiFinance Ratings ha tenido acceso a proyecciones financieras completas (cuenta de resultados, flujos de caja y principales partidas de balance) para el periodo 2026-2028, las cuales han sido analizadas y contrastadas en el marco del proceso de rating. No obstante, dichas proyecciones no se incluyen en el presente informe a petición de la compañía, dada su condición de cotizada.

Descripción de la Compañía

Metrovacesa es una promotora inmobiliaria cotizada centrada principalmente en el desarrollo residencial en España, actividad que constituye *core business*, complementada por la gestión activa de su cartera de suelo y el desarrollo de activos terciarios. La compañía opera bajo un modelo integrado que abarca desde la transformación urbanística del suelo hasta la promoción y entrega de viviendas.

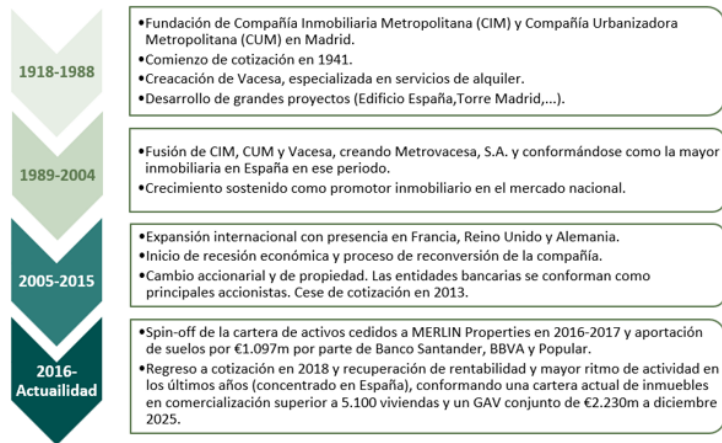
El Grupo cuenta con una de las mayores carteras de suelo en España, entre residencial y terciario (84% y 16% respectivamente sobre el GAV total en 2025), ubicado en localizaciones de calidad media/alta, disponiendo de más de 100 promociones activas que representan en torno a 7.600 unidades inmobiliarias en curso. Dispone de presencia geográfica diversificada en el territorio nacional, con foco en los principales mercados residenciales.

Presencia Metrovacesa diciembre 2025



La trayectoria de la Compañía está marcada por su consolidación como uno de los principales actores del sector inmobiliario español, así como por su reestructuración tras la crisis inmobiliaria y su posterior reposicionamiento como promotora residencial cotizada, con un enfoque en la optimización de la cartera y su crecimiento en los últimos años.

Principales hitos de la trayectoria de Metrovacesa



En 2025, el grupo alcanzó cifras récord en su trayectoria, con unos ingresos totales y EBITDA de €708,5m y €140,4m, respectivamente, mostrando un ratio DFN/EBITDA de 2,2x. Por otro lado, Metrovacesa cuenta con unos niveles de apalancamiento muy controlados en relación al valor de mercado de sus activos (LTV del 13,5% en 2025). La compañía, que contaba con 214 empleados a cierre de 2025, cotiza en el mercado continuo desde 2018, disponiendo de una capitalización conjunta superior a €1,7Bn en abril de 2026, y con una evolución de la acción que mostró una variación positiva (+6,6%) durante el ejercicio anterior (tras reparto de dividendos por 1,58 €/acción durante el año).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Favorable valoración del sector, con positivas rentabilidades y perspectivas de crecimiento para los próximos años.

El sector de promoción inmobiliaria residencial en España, en el que desarrolla su actividad Metrovacesa, presenta un carácter cíclico y una estructura competitiva atomizada, con barreras de entrada limitadas, si bien históricamente ha mostrado niveles de rentabilidad operativa positivos en fases expansivas del ciclo. En el contexto actual, el sector se encuentra inmerso en una fase favorable, sustentada por factores de carácter estructural que están mitigando los riesgos tradicionales asociados al negocio promotor y aportando una elevada visibilidad de actividad en el corto y medio plazo.

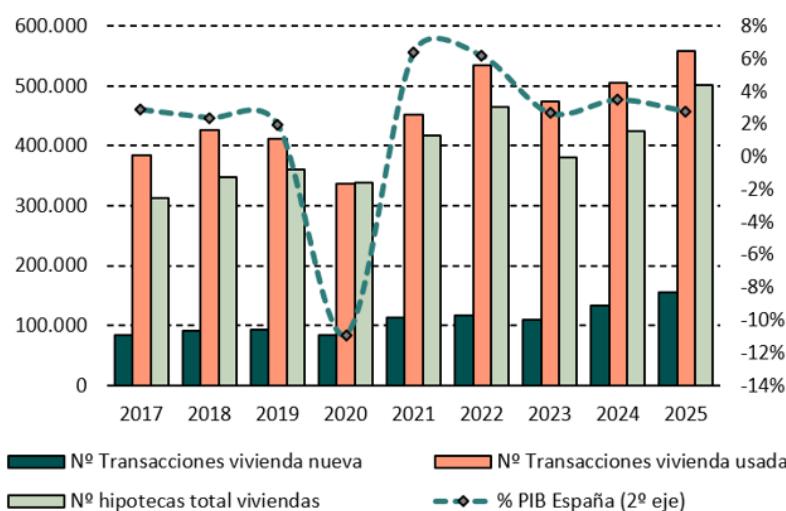
Evolución compraventa de vivienda nueva en España (*)

Versus	2025
2024	16,1%
2023	42,4%
2022	33,9%
2021	36,7%
2020	86,6%
2019	67,7%

(*) Fuente: INE. Se parte del año 2025 (2º columna) y se compara con el periodo 2024-2019.

En los últimos años, se ha observado una tendencia positiva en el ritmo de compraventas de vivienda nueva en España, superando las 150k transacciones durante 2025, cifras que suponen incrementar la actividad un 16,1% y 42,4% respecto a los años 2024 y 2023. Esta favorable evolución se está viendo apoyada por el desequilibrio casi sistémico existente entre oferta y demanda en el mercado residencial español, así como por la solidez de la demanda estructural y la mejora reciente de las condiciones de financiación.

Nº transacciones e hipotecas otorgadas vs Evolución PIB España (%)



Fuente: INE.

Frente a estas cifras récord registradas en 2024 y 2025 en términos de compraventas de vivienda nueva, desde EthiFinance Ratings estimamos que la tendencia de las transacciones se mantendrá sólida durante 2026, apoyada en unos tipos de interés que han mostrado una tendencia a la baja en los últimos trimestres, aunque presentan actualmente un mayor grado de incertidumbre en su evolución futura. En este contexto, el impacto positivo de las condiciones de financiación ya reflejado en el mercado podría moderarse parcialmente en un entorno marcado por tensiones geopolíticas y riesgos macroeconómicos al alza. No obstante, el persistente y acusado desequilibrio entre una oferta estructuralmente insuficiente y una demanda elevada de vivienda en España, continuará actuando como principal soporte de la actividad.

En este contexto, cabe destacar que la concesión de visados de dirección de obra de vivienda nueva presentó un promedio anual de en torno a 103k unidades en el periodo 2018-2023, habiéndose observado una recuperación significativa en los últimos ejercicios. En concreto, durante 2024 y 2025 los visados alcanzaron 127.721 y 139.016 unidades respectivamente, con estimaciones desde la Agencia de Rating que apuntan a niveles que podrían situarse en torno a las 150k unidades en 2026 si las condiciones favorables del mercado siguen vigentes. A pesar de esta mejora, dichas cifras continúan claramente por debajo de los máximos registrados en el ciclo expansivo previo a 2008, cuando

el promedio anual de visados superaba ampliamente las 600k unidades.

Visados obra nueva vs Creación nuevos hogares. Promedio anual (*)

	1997-2007	2008-2014	2015-2019	2020-2022	2023-2027
Visados obra nueva (viviendas)	583.226	94.131	80.304	97.951	135.400
Creación de hogares	362.556	215.186	64.520	144.172	220.000

(*) Fuente CaixaBank Research, MITMA e INE. Para los años del periodo 2025-2027 se han estimado datos y ajustado por EthiFinance Ratings.

Desde el punto de vista de la oferta, el sector continúa mostrando una capacidad productiva insuficiente para atender la demanda estructural existente. En términos medios, desde 2024 a 2039 se estima una creación de hogares en torno a los 240k-250k (fuente INE), mientras que el número de visados de obra nueva se sitúa en niveles sensiblemente inferiores, en torno a las 139.000 viviendas anuales para el último año cerrado. Además, en las grandes ciudades como Madrid, Barcelona, Málaga, Sevilla o Valencia (donde Metrovacesa tiene una parte importante de su actividad), dicha diferencia se acentúa, reflejando una mayor presión sobre los organismos públicos propietarios de suelos para un mayor desarrollo. Esta brecha estructural se ha mantenido en los últimos ejercicios y se estima que continúe en el corto y medio plazo, a pesar de la recuperación gradual observada en la actividad promotora. Este desequilibrio estructural se ve reforzado por factores adicionales que limitan la capacidad de respuesta del sector, como la escasez de suelo finalista en ubicaciones con elevada demanda, la lentitud en los procesos de tramitación urbanística y concesión de licencias, escasez de mano de obra, el incremento de los costes de construcción acumulados en los últimos años (aunque ya más estabilizados) y las mayores exigencias regulatorias y medioambientales.

Como consecuencia directa de este contexto, los precios de la vivienda continúan mostrando una tendencia claramente alcista, con mayor intensidad en el segmento de vivienda nueva. El Índice de Precios de Vivienda (IPV), con base 2015, alcanzó un promedio de 206,4 puntos en 2025, frente a los 128,8 puntos registrados en 2019, evidenciando un incremento acumulado muy significativo en el periodo. Desde EthiFinance Ratings estimamos que los precios de la vivienda nueva podrían continuar creciendo a tasas algo más moderadas, por encima del 5% durante 2026 e incluso 2027, si bien condicionadas a la evolución del entorno macroeconómico y a la eventual implementación de políticas públicas orientadas a incrementar la oferta de vivienda. Además, se destaca que el riesgo de restricciones de asequibilidad podría aumentar con esta evolución esperada para los precios.

En conjunto, desde EthiFinance Ratings mantenemos una valoración favorable del sector promotor residencial en España, apoyada en un desequilibrio estructural, de carácter casi sistémico, entre oferta y demanda, una elevada visibilidad de actividad en el corto y medio plazo, así como una continuación en la evolución positiva de los precios que permite absorber el incremento de los costes de producción. Este entorno resulta especialmente favorable para operadores con carteras bien localizadas, elevados niveles de preventas y una política financiera prudente, mitigando el riesgo inherente al carácter cíclico del sector.

- En línea con la metodología de *EthiFinance Ratings*, el sector *'real estate development'* presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector *heatmap* entre 3 y 3,5). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por los factores ESG.

El riesgo potencial de los factores ESG en las empresas del sector a medio plazo implica que se requiere una transición hacia nuevas prácticas. La industria presenta un riesgo medio-alto sobre factores medioambientales, derivados de: i) las emisiones de carbono generadas por la producción de materiales (ladrillos, cemento, etc.), ii) el uso intensivo de materias primas, iii) la elevada generación de residuos, con dificultad para el reciclaje, y iv) el impacto que puede darse sobre la agricultura y la biodiversidad como consecuencia del uso del suelo. Respecto a los *stakeholders*, el sector presenta un impacto fundamentalmente positivo, al proveer de numerosos puestos de trabajo y ofrecer un servicio fundamental a la sociedad, como es el acceso a la vivienda. Sin embargo, la elevada dependencia de suelo del sector, y el hecho de que su disponibilidad esté controlada por las autoridades locales, podrían limitar el uso del mismo en función del interés político vigente en cada momento u otros factores.

Posicionamiento Competitivo

- Grupo promotor de referencia en España con un elevado banco de suelo, relevante cartera inmobiliaria y elevada cifra de preventas que proporciona visibilidad y continuidad del negocio.

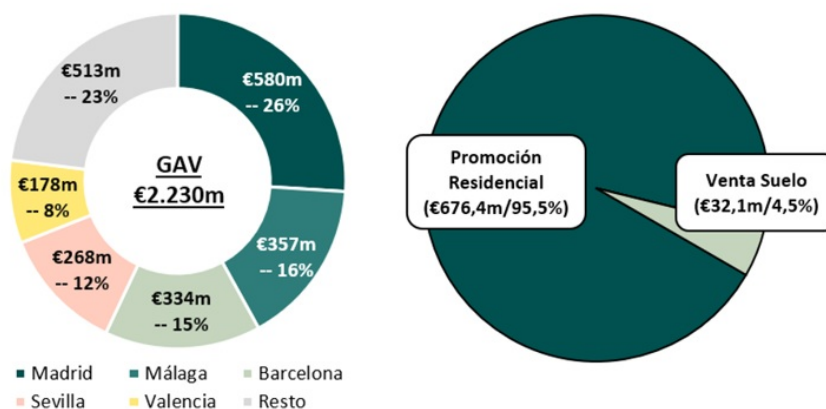
Metrovacesa presenta una sólida posición en el mercado nacional, situándose entre los principales grupos de desarrollo promotor y como *player* de referencia por volumen de suelo en propiedad (en torno a 25,2k unidades a cierre de 2025). Actualmente, el grupo está presentando un mayor grado de avance y ritmo de entrega en sus proyectos, lo que se traduce en un aumento significativo de viviendas entregadas en los últimos años (1.794 unidades de promedio anual para el periodo 2022-2025, alcanzando 1.805 en el último ejercicio) en comparación a años anteriores (601 en 2020 y 289 en 2019), que refuerza sus fundamentos competitivos y pone en relevancia el adecuado desarrollo promotor de sus proyectos vigentes. Además, para próximos años (hasta 2028 al menos) se estima un ritmo de entregas que seguirá manteniéndose en valores de 1.500-1.800 viviendas, aspectos que valoramos de forma favorable.

Su cartera inmobiliaria alcanzó un GAV conjunto de €2.230m a cierre de 2025, siendo el 81% finalista y el 19% en proceso de transformación urbanística (esto último en base a datos de febrero 2026). Además, el 84% de su GAV está concentrado principalmente a uso residencial, siendo el resto terciario, el cual este último podría crecer en los próximos años en base a los últimos proyectos en desarrollo. Este volumen y calidad del banco de suelo (principalmente *fully permitted*) se presenta como una de las mayores ventajas competitivas del grupo, aspecto diferencial respecto a otros competidores del sector con mayor limitación al acceso.

El grupo se encuentra entre los principales promotores inmobiliarios por volumen de unidades residenciales en desarrollo, con 7.641 unidades activas (comercialización + diseño), de las cuales 5.196 se encontraban en comercialización a cierre de 2025, alcanzando una cifra de preventas que refleja una clara tendencia ascendente en los últimos años (€744m en 2020 vs €1.110m en 2025). Además, resalta la alta cobertura de preventas para próximos ejercicios, con el 89% y 66% de las entregas previstas para 2026 y 2027 respectivamente, cubiertas con preventas.

Si bien la compañía concentra su actividad en España, presenta una adecuada diversificación geográfica dentro del mercado nacional, con presencia en las principales áreas metropolitanas y mercados dinámicos, lo que contribuye a mitigar riesgos asociados a ciclos locales. En este sentido, el 77% de su cartera de suelo se encuentra en los mercados principales del país, Madrid, Barcelona, Málaga, Sevilla y Valencia.

Diversificación por área geográfica (GAV) e ingresos operativos (2025)



Como gestora de suelo, Metrovacesa transforma y adapta suelo no finalista (19% s/total GAV cartera) que posteriormente se dispone para el desarrollo promotor (propio, llave en mano, *joint-venture*, etc.) y/o se pone a la venta para otros *players* del sector. Estos procesos se caracterizan por su mayor plazo requerido (en torno a un promedio de 45-90 meses), con un mayor riesgo asociado, dado los mayores requerimientos urbanísticos, los cuales pueden condicionar la consecución de objetivos de desarrollo en este segmento. No obstante, el grupo muestra una amplia trayectoria y *know-how* en la gestión de suelo, favoreciendo su capacidad de transformación y de generación de caja en un mercado con una oferta de suelo limitada en el momento actual (siendo uno de los principales problemas en España). En este sentido, el plan de negocio de la compañía para los próximos años prevé un mayor avance en el suelo bajo gestión, estimando avanzar hacia una fase finalista nuevos suelos que representan más de 6.000 viviendas.

Por otro lado, Metrovacesa externaliza la fase de construcción en una red de proveedores de referencia (FCC, Sacyr, Avintia, etc.) con los que opera habitualmente y que se concentran en torno a 10 compañías. El Grupo realiza habitualmente procesos de licitación para otorgar las promociones inmobiliarias, así como un control y seguimiento continuado que minimizan potenciales riesgos por insolvencia que puedan tener en escenarios negativos de actividad. En este sentido, los acuerdos que mantienen con sus proveedores incluyen precios fijados y plazos definidos que, de no cumplirse, conllevan indemnizaciones a favor de Metrovacesa, lo que contribuye a minimizar los impactos de las condiciones del entorno en los últimos años, caracterizadas por la volatilidad de la inflación y el aumento de los costes de las materias primas.

Por último, dentro de su cartera terciaria y como complemento a su actividad residencial, destaca la operación del proyecto Oria Innovation Campus (Madrid), tras el acuerdo alcanzado con Atrea Real Estate para el desarrollo y venta llave en mano de dos edificios de oficinas por €200m, con entrega prevista en 2029. Este acuerdo completa la comercialización del conjunto del proyecto Oria, que incluye cuatro activos: una residencia de estudiantes y un edificio *flex living* actualmente en construcción (con entregas estimadas en 2026 y 2027 respectivamente), junto con los dos edificios de oficinas. La operación refuerza la visibilidad de ingresos y entrada de caja en próximos años, lo que pone de manifiesto la capacidad del grupo para desarrollar y rotar proyectos terciarios de gran tamaño.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Entidades financieras de referencia como principales accionistas y equipo gestor profesionalizado que continúa ejecutando una estrategia de crecimiento y optimización de la cartera del grupo.**

La estructura accionarial de Metrovacesa se mantiene diversificada y encabezada por accionistas de referencia, como Banco Santander (49,36%), FCC (21,22%, con mayor empuje a través de la OPA parcial que realizó en mayo de 2022) y BBVA (20,85%), que en conjunto concentran la mayor parte del capital y continúan aportando estabilidad al grupo. Este perfil accionarial se valora positivamente, dado el carácter institucional e industrial de los principales accionistas, así como por la capacidad de respaldo que podría derivarse en un potencial escenario de estrés, si bien el grupo mantiene una política de gestión autónoma y una estrategia financiera basada principalmente en la generación interna de caja. En este sentido, cabe destacar que Banco Santander cuenta con un rating de A con tendencia positiva y BBVA con un rating de A con tendencia estable, ambos otorgados por EthiFinance Ratings en octubre de 2025.

Estructural accionarial Grupo Metrovacesa (diciembre 2025)

Accionista	% Participación
Banco Santander	49,36%
FCC	21,22%
BBVA	20,85%
Equipo gestor	0,16%
Autocartera	0,08%
<i>Free float</i>	8,33%

El management del grupo destaca por su elevada experiencia y *track record* en el sector inmobiliario (presentan de media más de 20 años de experiencia en el mercado), aspecto relevante en una actividad donde la gestión del suelo, la ejecución urbanística, el control del riesgo promotor y la disciplina en asignación de capital resultan determinantes. En este sentido, Metrovacesa sigue avanzando en una estrategia centrada en la optimización de su cartera, priorizando la rentabilidad y la generación de caja. En línea con ello, el grupo continuará con una política de asignación de capital disciplinada, con un enfoque selectivo en nuevas adquisiciones de suelo y estudiará potenciales coinversiones con socios financieros en segmentos BTS o flex-living, con lo que podría limitar el consumo de caja en nuevas adquisiciones de suelo y mantener capacidad de desarrollo en el medio plazo.

Metrovacesa presenta un plan de negocio para próximos años basado en la optimización de la rentabilidad de su cartera bajo el mantenimiento de unos niveles de lanzamientos y entregas de viviendas acordes a la disponibilidad actual de suelo. Para ello, se estima un incremento de los niveles de apalancamiento que, no obstante, deberían permanecer en valores medios controlados para el ciclo de actividad (ratios como DFN/EBITDA en torno a 3x-3,5x y LTV en el rango 20%-25%).

- **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 un score ESG situado en la parte alta de la valoración, teniendo un favorable impacto en el rating (+1 *notch* sobre el *Financial Risk Profile*), apoyado por una buena evaluación en todas sus vertientes, *environment, social y governance*. En 2021 Metrovacesa obtuvo una financiación sindicada sostenible, refinanciada en 2024 y conforme a los Principios de Préstamos Vinculados a la Sostenibilidad de la *Loan Market Association*, con *KPIs* relativos a factores ESG a cumplir, como son la eficiencia energética de las residencias entregadas y la gestión sostenible de los residuos generados. El grupo contaba con un SPO (*Second Party Opinion*) favorable y además dada la refinanciación del préstamo sostenible, contarán en estos próximos meses con un nuevo certificado SPO para valorar el cumplimiento de estos *KPIs*, si bien en base a la información trasladada recientemente por el *management*, todos ellos se cumplen en la actualidad.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Tendencia positiva de los ingresos y resultados del grupo en los últimos años, apoyada tanto en la adecuada gestión de su operativa como la favorable evolución del sector.

Rentabilidad. Miles de €. ⁽¹⁾					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Facturación	586.461	653.757	708.458	11,5%	8,4%
Mg Bruto	21,8%	19,0%	25,4%	-2,8pp	6,4pp
EBITDA Aj.	81.951	85.481	140.420	4,3%	64,3%
Mg EBITDA Aj.	14,0%	13,1%	19,8%	-0,9pp	6,7pp
EBIT	14.053	50.852	89.466	261,9%	75,9%
Mg EBIT	2,4%	7,8%	12,6%	5,4pp	4,8pp
Gastos Financieros	-26.376	-37.293	-26.911	-41,4%	27,8%
EBT	-16.505	24.463	72.535	248,2%	196,5%

⁽¹⁾ Para este periodo mostrado, el EBITDA ha sido ajustado al alza por la capitalización de los gastos financieros típicos del sector promotor (se cancela la capitalización de dichos gastos por intereses y también se cancela el efecto de registrarlos en el EBITDA al momento de la entrega de la promoción).

La actividad y negocio de Metrovacesa continúan consolidando una tendencia claramente positiva, alcanzando en 2025 niveles récord tanto en ingresos como en resultados. La compañía registró una facturación de €708,5m en 2025, lo que supone un CAGR23-25 del 9,9%, impulsado principalmente por la elevada actividad promotora y el buen comportamiento comercial del mercado residencial.

El margen bruto mostró una mejora notable, situándose en el 25,4% en 2025 (+6,4pp YoY), apoyado tanto por la evolución del negocio de promoción como la actividad de venta de suelos. En promoción inmobiliaria, el margen bruto se incrementó hasta el 26,2% (vs 22,1% en 2024), reflejando la mejora en el precio medio de venta de sus entregas (€325k, €355k y €375k para 2023, 2024 y 2025 respectivamente) y una adecuada gestión de gastos operativos, en un contexto de demanda sólida y progresiva normalización de los costes de construcción. Por su parte, el segmento de la venta de suelo pasó a presentar márgenes positivos del 7% en 2025 (vs -9% en 2024), evidenciando una clara recuperación frente al ejercicio anterior, donde este negocio estuvo más penalizado. Esta evolución conjunta pone de manifiesto una mejora estructural en la rentabilidad del grupo.

El crecimiento de la actividad en los últimos años, junto con la expansión de márgenes, se traduce en un incremento muy relevante del EBITDA, que alcanzó los €140,4m en 2025, con un CAGR23-25 del 30,9%, y un margen operativo del 19,8% en el último año (+6,7pp YoY). Esta evolución sitúa a Metrovacesa ya en niveles de rentabilidad más alineados con los principales comparables del sector. Además, estas cifras de EBITDA consideran bajo la metodología de EthiFinance Ratings el ajuste por la capitalización de los gastos financieros típicos del sector promotor (se cancela la capitalización de dichos gastos por intereses y también se cancela el efecto de registrarlos en el EBITDA al momento de la entrega de la promoción).

A nivel operativo, el EBIT ascendió a €89,5m en 2025 (+75,9% YoY), consolidando la recuperación observada en 2024. Esta variación positiva es más destacable teniendo presente el impacto más pronunciado en el último ejercicio derivado de la variación del valor de mercado de las existencias, que presentó un deterioro de -€45,5m (con un incremento de la cifra negativa del 59,3%).

En cuanto a la estructura financiera, los gastos financieros se redujeron un -27,8% YoY, favorecidos por la evolución de los tipos de interés, la gestión activa de la disposición de deuda en su operativa, así como por la deuda referenciada a tipo fijo o cubierta en un 90%. La mejora del resultado operativo permitió absorber holgadamente la carga financiera, dando lugar a un resultado antes de impuestos de €72,5m (+196,5% YoY), consolidando la vuelta a beneficios iniciada en 2024.

Desde EthiFinance Ratings valoramos positivamente la evolución del grupo en los últimos ejercicios, tanto por el crecimiento y consolidación de la actividad como por la notable mejora de los márgenes y la rentabilidad operativa. Esta evolución refleja la capacidad de Metrovacesa para dotarse de un mayor impulso dentro del entorno favorable del mercado residencial, así como una gestión eficiente de su cartera de suelo y su *pipeline* de promociones. Además, consideramos que la compañía dispone de una posición favorable en comparación con otros *players* del mercado, ya que su cartera de suelo no urbanizable pasará paulatina y previsiblemente a fase finalista en una parte (en torno a 6 mil unidades estimadas en los próximos años), disponiendo, a priori, de suelo para seguir desarrollando su actividad y con previsión de mantener o mejorar márgenes (menor coste de adquisición y mejor localización para incrementar precios de venta en las viviendas).

De cara a los próximos ejercicios, esperamos que la evolución del negocio continúe siendo positiva, apoyada en el elevado nivel de preventas (a cierre de 2025, dispone de un 89%, 66% y 27% de cobertura sobre las entregas previstas

para 2026, 2027 y 2028 respectivamente) y en la visibilidad sobre el *pipeline* de entregas (el 100% de las obras ya están iniciadas y algunas promociones en fase avanzada próxima a la finalización o ya terminadas, todo ello para las entregas de 2026 y 2027). Sin embargo, será clave monitorizar la evolución del entorno macroeconómico, geopolítico y del mercado inmobiliario, especialmente en lo relativo a inflación, tipos de interés y costes de construcción, aspectos que podrían influir en el ritmo de crecimiento y la demanda residencial, así como en la sostenibilidad de los márgenes alcanzados.

Endeudamiento y Cobertura

- Mejora de los niveles de apalancamiento y cobertura de intereses, con previsión de moderada normalización en el medio plazo ante el ritmo inversor y de financiación estimado.

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.

	FY23	FY24	FY25
Deuda bancaria	364.862	323.403	372.682
Bono MARF	30.000	30.000	30.000
Pagarés MARF	45.600	44.600	35.186
Otros pasivos financieros	107	0	0
DFT (Grupo Metrovacesa)	440.569	398.003	437.868
Arrendamientos operativos (NIIF 16)	1.872	1.300	945
Compra suelos pagos aplazados	22.595	22.878	3.234
DFT (EthiFinance Ratings)	465.036	422.181	442.047
Caja (sin restricciones)	72.331	84.248	130.283
IFCP Líquidas	35.913	0	7.000
DFN (Grupo Metrovacesa)	332.325	313.755	300.585
DFN (EthiFinance Ratings)	356.792	337.933	304.764
EBITDA	81.951	85.481	140.420
DFN/EBITDA (Grupo Metrovacesa)	4,1x	3,7x	2,1x
DFN/EBITDA (EthiFinance Ratings)	4,4x	4,0x	2,2x

⁽¹⁾ Para este periodo mostrado, el EBITDA calculado por EthiFinance Ratings ha sido ajustado por la capitalización de los gastos financieros típicos del sector promotor (se cancela la capitalización de dichos gastos por intereses y también se cancela el efecto de registrarlo en el EBITDA al momento de la entrega de la promoción).

La deuda financiera neta de Metrovacesa ha mostrado una evolución favorable en los últimos ejercicios, reduciéndose progresivamente hasta los €304,8m reflejados en 2025 (-14,6% vs 2023), en un contexto de elevada actividad promotora. Esta evolución refleja una adecuada gestión del endeudamiento, apoyada en la generación de caja operativa del negocio y en una mayor disciplina en la inversión. En 2025, esta mejora se ve reforzada por el significativo incremento del EBITDA, lo que ha permitido una reducción notable del ratio DFN/EBITDA hasta 2,2x (-2,2x vs 2023). De cara a los próximos ejercicios, si bien la compañía podría incrementar su nivel de inversión y deuda en línea con el desarrollo de nuevos proyectos, estimamos que este ratio podría deteriorarse moderadamente, manteniéndose en niveles (medios del ciclo) considerados adecuados (en torno a 3x-3,5x), si bien ajustados para el nivel de rating.

Dentro de la deuda financiera del grupo destaca el préstamo sindicado convertido en sostenible en julio de 2021, y que ha sido refinanciado en octubre de 2024, con un límite de hasta €276m (antes €260m) y vencimiento hasta octubre de 2029 (anteriormente julio de 2026). Además, en marzo 2025 se acordó el incremento del nominal en €20m adicionales manteniendo el resto de las condiciones. Este préstamo contempla amortizaciones parciales hasta el tercer trimestre de 2028 y con el 70% restante a ser abonado al vencimiento (*bullet*). Los *covenants* asociados incluyen la limitación del ratio LTV hasta el 27,5%, mantener activos sin cargas que representen como mínimo el 22%, alcanzar un porcentaje mínimo de proyectos sostenibles (edificios de consumo de energía casi nulo) y la gestión sostenible de los residuos generados. Cabe señalar que BBVA y Santander, accionistas de referencia del grupo, participan en el préstamo sindicado con una cuota algo superior al 40%. Esta circunstancia, junto con su implicación en el desarrollo del negocio con financiación adicional, aporta una mayor alineación de intereses que puede traducirse en una mayor flexibilidad en la gestión y condiciones del préstamo.

Adicionalmente, el resto de la deuda está formada principalmente por préstamos promotores, así como un bono (€30m con vencimiento a finales de mayo del 2026, estimándose en la actualidad por la compañía su amortización y pago), y pagarés emitidos en el MARF (€35,2m emitidos dentro de un programa de €100m con vencimiento en octubre de 2026). Cabe mencionar que, estos niveles de deuda se encuentran parcialmente matizados por las características de su negocio y sector, donde los préstamos promotores (disponen de unos €96m a cierre de 2025) se amortizan con la entrega de viviendas.

Por otro lado, la cobertura de intereses ha mostrado una evolución favorable respecto a los años previos del periodo

analizado, situándose en 5,2x para 2025 (+2,1x vs 2023), apoyada tanto en el incremento del EBITDA como en la reducción de los gastos financieros ante el entorno de bajadas de tipos del último año, si bien con cierta estabilización reciente. De cara a los próximos ejercicios, la evolución de este ratio estará condicionada por la evolución de los tipos de interés, así como por el incremento previsto de la deuda asociado al desarrollo del plan de negocio. En términos medios para un ciclo de actividad, se estima continuarán en valores ajustados (en torno a 3x-4x).

Dado el sector en el que se encuentra Metrovacesa y la cartera de activos que presenta con un GAV de €2.230m, se destaca el valor presentado para el ratio LTV del 13,5% a cierre de 2025 (incorporando también sociedades por puesta en equivalencia), valorándose como positivo y adecuado, además de encontrarse en una posición favorable respecto a otros *players* del sector, aportando margen de maniobra financiero ante potenciales escenarios adversos. Este ratio se estima que podría aumentar en próximos años (en un rango del 20%-25%) con motivo del capex necesario para obras/urbanización y financiación adicional para ejecutar su cartera residencial y también terciaria (algunos proyectos como el 'Oria - Oficinas' consumirán más recursos con el inicio de obras desde este 2026). En cualquier caso, seguirían siendo cifras controladas.

Análisis de Flujo de Caja

- Modelo de negocio generador de caja operativa que permite mantener el foco en una fuerte política de retribución al accionista, si bien limita la retención de recursos y presiona la evolución de la deuda.

Cash flow. Miles de €.					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
EBT	-16.505	24.463	72.535	248,2%	196,5%
+/- ajustes de resultado	90.717	48.974	55.099	-46,0%	12,5%
+/- otros flujos de explotación	-24.643	-18.535	-26.557	24,8%	-43,3%
Funds From Operations Aj.	57.307	66.946	113.863	16,8%	70,1%
+/- variación WK	-17.331	40.057	116.036	331,1%	189,7%
Cash Flow Operativo Aj.	39.976	107.003	229.899	167,7%	114,9%
Capex	-2.299	0	-7.583	100,0%	-
Empresas grupo y asociadas	-636	-805	-449	-26,6%	44,2%
Otras	-25.805	40.311	-6.749	256,2%	-116,7%
Cash Flow Inversión	-28.740	39.506	-14.781	237,5%	-137,4%
Reembolsos de arrendamientos según IFRS 16	-801	-493	-493	38,5%	0,0%
Cash Flow Libre Aj.	10.435	146.016	214.625	1299,3%	47,0%
+/- variación patrimonio	888	497	-260	-44,0%	-152,3%
- Dividendos	-100.015	-104.591	-239.488	-4,6%	-129,0%
Cash Flow Final Generado Internamente	-88.692	41.922	-25.123	147,3%	-159,9%

El grupo muestra una evolución positiva en su capacidad de generación de fondos operativos (FFO), que alcanzaron los €113,9m en 2025 (CAGR23-25 del 41%), impulsados por la favorable evolución de la actividad promotora y la mejora de los márgenes. Estas cifras conllevan un ratio FFO/DFN situado en valores positivos y adecuados del 37,4%, no obstante, en valores medios para un ciclo, se refleja una posición algo más moderada (en un rango entre el 25%-30%).

En cuanto al *working capital*, la compañía registró nuevamente un impacto positivo en 2025 (€116m vs €40,1m en 2024), principalmente como consecuencia de la rotación de existencias y el avance en la entrega de promociones. Esta evolución ha contribuido de forma relevante a la generación de caja operativa (CFO), que se situó en €229,9m en 2025 (CAGR23-25 del 139,8%), consolidando la tendencia positiva.

Como resultado, el *free cash flow* (FCF) alcanzó €214,6m en 2025 (+47% YoY), manteniéndose en niveles elevados y evidenciando la fuerte capacidad de generación de caja del grupo. Esta cifra permitió afrontar en su mayor parte una política de remuneración al accionista exigente, con un reparto de dividendos de €239,5m en el ejercicio. Como consecuencia, la compañía presentó un negativo *cash flow* generado internamente (-€25,1m), lo que derivó en un ligero incremento de la deuda financiera bruta para mantener unos niveles de cash final en rangos similares a los de los últimos años (en torno a los €190m).

Desde EthiFinance Ratings valoramos positivamente la sólida generación de caja operativa del grupo y su capacidad para convertir resultados en flujos de caja. No obstante, la elevada política de distribución de dividendos limita la retención de recursos y presiona la evolución de la estructura financiera, especialmente en un contexto de potencial incremento de la inversión en próximos ejercicios.

Por otro lado, Grupo Metrovacesa mantiene un calendario de vencimientos de deuda razonablemente estructurado, donde una parte relevante corresponde a préstamos promotores vinculados al desarrollo de promociones, cuya

amortización está asociada a la entrega de viviendas. Adicionalmente, la refinanciación del préstamo sindicado sostenible ha permitido extender los vencimientos a largo plazo (vencimiento final, €188m, en octubre de 2029), mejorando la visibilidad financiera del grupo. En este sentido, la rotación de activos y la venta de suelos no estratégicos seguirán constituyendo una fuente relevante de generación de caja en los próximos ejercicios, apoyando la ejecución del plan de negocio.

Capitalización

- Óptimos niveles de capitalización impulsados por una sólida cartera de activos.

Estructura de activo y financiación. Miles de €. ⁽¹⁾					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Total Activo	2.532.680	2.413.514	2.257.984	-4,7%	-6,4%
Activo No Corriente	395.567	388.087	383.689	-1,9%	-1,1%
Activo Corriente	2.137.113	2.025.427	1.874.295	-5,2%	-7,5%
NOF	1.790.585	1.731.336	1.568.131	-3,3%	-9,4%
Patrimonio Neto	1.685.317	1.596.878	1.414.163	-5,2%	-11,4%
Deuda Financiera Total Aj. (DFTa)	465.036	422.180	442.048	-9,2%	4,7%
Deuda Financiera Neta Aj. (DFNa)	356.792	337.932	304.765	-5,3%	-9,8%
PN/DFTa	362,4%	378,2%	319,9%	15,8pp	-58,3pp
DFNa/EBITDA Aj.	4,4x	4,0x	2,2x	-0,4x	-1,8x
EBITDA Aj./Intereses Aj.	3,1x	2,3x	5,2x	-0,8x	2,9x
GAV ⁽²⁾	2.343.397	2.318.330	2.160.959	-1,1%	-6,8%
LTV ⁽²⁾	15,2%	14,6%	14,1%	-4,3%	-3,2%

⁽¹⁾ Para este periodo mostrado, el EBITDA calculado por EthiFinance Ratings ha sido ajustado por la capitalización de los gastos financieros típicos del sector promotor (se cancela la capitalización de dichos gastos por intereses y también se cancela el efecto de registrarlo en el EBITDA al momento de la entrega de la promoción), y ⁽²⁾ no incluye cifras de sociedades que consolidan por puesta en equivalencia. El LTV incorporando dichas sociedades se situaría en el 13,8%, 13,2% y 13,5% para 2023, 2024 y 2025, respectivamente.

La compañía mantiene unas elevadas necesidades operativas de fondos (NOF) en los últimos años (€1.697m de promedio para el periodo 2023-2025), característico del sector y derivado de sus elevados niveles de existencias (principalmente terrenos y obras en curso). Esto implica una elevada intensidad de capital y una dependencia significativa de la rotación de activos para la generación de caja. En este sentido, la evolución de las NOF ha sido relativamente estable, si bien se observa una ligera reducción en 2025 (€1.568m; -9,4% YoY), en línea con la rotación de activos y el avance de promociones.

Metrovacesa presenta una sólida estructura de capitalización, con unos niveles de *equity* que continúan situándose muy por encima de su deuda financiera total, a pesar del descenso registrado en el último ejercicio. En concreto, el ratio PN/DFT se situó en el 319,9% en 2025 (-58,3pp YoY), manteniéndose en niveles muy elevados. Este descenso responde principalmente a la reducción del patrimonio neto derivada de la política de remuneración al accionista, con un reparto de dividendos significativo en 2025 (€240m) y en los últimos años (€865m pagados desde 2019), así como al ligero incremento de la deuda financiera bruta en el ejercicio (+4,7% YoY).

A pesar de esta evolución, el grupo continúa presentando una estructura de capital muy robusta, que constituye uno de los principales factores positivos de su perfil crediticio. De cara a los próximos ejercicios, se prevé que este ratio pueda ajustarse adicionalmente en un contexto de mayor inversión y deuda financiera, así como mantenimiento de una política activa de retribución al accionista, no obstante, estimamos que se mantendrá en niveles elevados y óptimos, previsiblemente superiores al 250%.

Liquidez

- Elevados fondos disponibles que fortalecen los niveles de liquidez.

A cierre de 2025, la compañía presentó una liquidez adecuada en el medio plazo (más allá de 12 meses) al comparar las fuentes de fondos disponibles (efectivo sin restricciones, free cash flow y las líneas de financiación comprometidas) con el uso previsto de fondos (vencimientos de deuda, *capex* previsto y dividendos potenciales).

Esta valoración se apoya en varios factores como: i) niveles de *cash* sin pignorar en balance, €130,3m, ii) líneas de financiación para acometer sus promociones que están disponibles en €408,3m, iii) línea *revolving* de €28m asociada al préstamo sindicado, y iv) programa de pagarés emitido en el MARF con un saldo disponible (condicionado a la demanda inversora) de €64,8m. En conjunto, y teniendo presente además los próximos vencimientos de deuda financiera (corporativos y del sindicado), necesidades de *capex* y potenciales repartos de dividendos, estimamos que Metrovacesa tendría recursos suficientes para hacer frente a sus compromisos durante los próximos años. Adicionalmente, la compañía tiene un buen perfil de refinanciación, aspecto relevante en cualquier escenario de

mayor estrés.

Modificadores

Controversias

- El grupo no presenta ninguna controversia relevante.

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 Metrovacesa y que requieran seguimiento.

Riesgo País

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

El grupo concentra la totalidad del negocio en España.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €. (*)					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Facturación	586.461	653.757	708.458	11,5%	8,4%
EBITDA	81.951	85.481	140.420	4,3%	64,3%
Margen EBITDA	14,0%	13,1%	19,8%	-0,9pp	6,7pp
EBIT	14.053	50.852	89.466	261,9%	75,9%
Margen EBIT	2,4%	7,8%	12,6%	5,4pp	4,8pp
EBT	-16.505	24.463	72.535	248,2%	196,5%
Total Activo	2.532.680	2.413.514	2.257.984	-4,7%	-6,4%
Patrimonio Neto	1.685.317	1.596.878	1.414.163	-5,2%	-11,4%
Deuda Financiera Total Aj. (DFTa)	465.036	422.180	442.048	-9,2%	4,7%
Deuda Financiera Neta Aj. (DFNa)	356.792	337.932	304.765	-5,3%	-9,8%
PN/DFTa	362,4%	378,2%	319,9%	15,8pp	-58,3pp
DFNa/EBITDA Aj.	4,4x	4,0x	2,2x	-0,4x	-1,8x
Funds From Operations Aj.	57.307	66.946	113.863	16,8%	70,1%
FFO Aj./DFNa	16,1%	19,8%	37,4%	3,7pp	17,6pp
EBITDA Aj./Intereses Aj.	3,1x	2,3x	5,2x	-0,8x	2,9x

(*) Para este período mostrado, el EBITDA calculado por EthiFinance Ratings ha sido ajustado por la capitalización de los gastos financieros típicos del sector promotor (se cancela la capitalización de dichos gastos por intereses y también se cancela el efecto de registrarlos en el EBITDA al momento de la entrega de la promoción).

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BBB-
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB-</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Neutral</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB+</i>
<i>Gobierno corporativo</i>	<i>BBB+</i>
Perfil Financiero	BB+
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>B+</i>
<i>Capitalización</i>	<i>AA+</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Positivo</i>
Anchor Rating	BBB-
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
Rating	BBB-

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

La favorable evolución del mercado residencial en España, así como el terciario, junto con la adecuada ejecución operativa de la cartera de Metrovacesa, destacando también la generación de caja con suelo no estratégico, así como la urbanización de suelos (finalistas), podría seguir reforzando el perfil de negocio y financiero de la compañía en el medio y largo plazo. La elevada visibilidad de ingresos derivada de los altos niveles de preventa, sólida cartera de suelos para convertir en viviendas, la concentración en mercados con buenos fundamentos de demanda, así como la gestión disciplinada del ciclo promotor, podrían contribuir a un refuerzo del perfil crediticio de la compañía. Además, continuación de la posición consolidada y presentada a nivel ESG por parte del grupo.

Desde un punto de vista cuantitativo, si estas características y la evolución proyectada se mantuvieran de forma conjunta y sostenida en el tiempo, el rating podría verse favorecido en un escenario en el que Metrovacesa pudiera mejorar los niveles de apalancamiento contenidos, con unos ratios de DFN/EBITDA, FFO/DFN y PN/DFT con valores medios en el ciclo de actividad <2,5x, >35% y >300% respectivamente, así como una adecuada cobertura de intereses (EBITDA/gastos financieros por encima de 7x).

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

El rating de Metrovacesa podría verse presionado en un escenario de deterioro del entorno sectorial o de una ejecución menos favorable de su cartera promotora, que se tradujera en retrasos en las entregas, una reducción relevante de los niveles de preventa o una caída sostenida de los márgenes operativos. También, un deterioro no esperado en sus políticas ESG desarrolladas podría repercutir en la valoración.

Derivado de estos factores, un deterioro conjunto y sostenido de las métricas financieras, reflejándose ratios como DFN/EBITDA, FFO/DFN, cobertura de intereses y PN/DFT con valores medios en el ciclo de actividad >3,5x, <25%, <3,5x y <250% respectivamente, podría dar lugar a una presión negativa sobre el rating. En este sentido, una continuación más agresiva de lo esperado de la política de retribución al accionista que pueda dañar los niveles de capitalización en los valores indicados, podría repercutir negativamente en la calificación.

Sources of information

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

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

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

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are:
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

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

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

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or

reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid