

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableINSTRUMENT RATING
Senior Secured 30 M €Initiation date 21/10/2021
Rating Date 08/07/2024

Contacts

Lead analyst

Javier López Sánchez
javier.lopez@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Inmobiliaria del Sur en "BB", cambiando la tendencia de Observación a Estable. Además, se afirma la calificación de la emisión de bonos en "BBB-".
- El emisor es Insur Promoción Integral, S.L.U. (B91416438) siendo el garante Inmobiliaria del Sur, S.A. Dado que esta última compañía (A41002205), *parent company* de Grupo Insur, actúa como garante de la emisión de Insur Promoción Integral, S.L.U. (B91416438), el rating del instrumento se fundamenta en las cifras consolidadas de Grupo Insur (se equipara la calificación entre la filial emisora del bono y matriz dada la garantía establecida).
- La calificación del grupo está apoyada por varios factores entre los que destacan: i) Sector con fortaleza en la demanda y positivos niveles de rentabilidad, ii) sólido modelo de negocio que combina tanto la actividad promotora como patrimonial, suponiendo una importante ventaja competitiva en el mercado, iii) grupo cotizado que dispone además de un accionariado estable (mayor concentración de la familia Pumar) y management con amplio conocimiento y expertise en el sector, alineados con los objetivos estratégicos del grupo, iv) adecuados niveles de capitalización en el grupo, con un ratio PN/DFT superior al 90% (incorporando plusvalías de las inversiones inmobiliarias), v) recurrente generación de beneficios operativos y finales con una cartera de preventas elevada para próximos ejercicios, y vi) positiva valoración y prácticas desarrolladas a nivel de ESG.
- Por otro lado, el rating se encuentra limitado por los elevados niveles de apalancamiento del grupo que penalizan ratios como DFN/EBITDA y FFO/DFN así como un ratio de cobertura de intereses que está penalizado por el contexto de subida de tipos. Además, concentra el negocio en el mercado nacional con mayor peso en Sevilla, siendo deseable una mayor diversificación (uno de sus principales *drivers* de crecimiento en la actualidad que ya está desarrollando) y que podría reforzar su posicionamiento en el mercado, más limitado en comparación a otros grandes *players* (GAV e ingresos).
- La tendencia del grupo se cambia de Observación a Estable, ya que consideramos que la evolución de Insur está siendo favorable apoyada en una sólida demanda de vivienda nueva (niveles de actividad en máximos históricos y cifras de preventas elevadas) que deberían permitir una mayor generación de negocio y beneficios en próximos años. Además, esto también podría favorecer hacia un mayor control de los niveles de apalancamiento.
- En línea con nuestra nueva metodología, el sector 'real estate' presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector *heatmap* entre 3 y 3,5) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor. Por otro lado, las políticas ESG de la compañía se consideran positivas a nivel de calificación, situándose en el mejor tramo de valoración con un score entre [0 y 1], lo que impacta positivamente en +1 *notch* dentro del perfil financiero.
- Desde EthiFinance Ratings se ha dispuesto (por parte de Insur) de proyecciones financieras con amplio detalle para el análisis y valoración, aunque no se reflejan en el informe a petición de la compañía. Este rating se encuentra condicionado al cumplimiento de los datos estimados por el grupo para el año en curso y próximos.

Descripción de la Compañía

Grupo Inmobiliaria del Sur (en adelante 'Insur' o 'Grupo Insur') centra su actividad en el sector inmobiliario a través de sus dos principales líneas operativas: promotora y patrimonial. El grupo que cuenta con más de 200 empleados, concentra su actividad en el mercado nacional, habiendo cerrado el ejercicio 2023 (bajo la consideración de los negocios conjuntos por el método proporcional) con una facturación y EBITDA recurrente que se situaron en €119,8m y €22,6m (+1,6% y +6,7% YoY) respectivamente, presentando un LTV del 40,6% y DFN/EBITDA de 10,8x. Además, la acción de Insur se ha revalorizado en torno al 20% a junio de 2024, situándose la capitalización bursátil en €156,8m.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector cíclico y atomizado que está siendo afectado por el entorno inflacionario y elevados tipos de interés, factores que, no obstante, empiezan a estabilizarse (alcanzando ya cifras máximas y bajo una senda de recuperación) lo que podría impactar positivamente en el mercado.

El sector inmobiliario en España, donde Insur desarrolla su actividad, está caracterizado por un elevado grado de competitividad, con un gran número de *players* dadas las limitadas barreras de entrada, rentabilidades operativas positivas que, no obstante, presentan cierta volatilidad ante situaciones de mayor estrés, y el desarrollo de políticas ESG, sobre todo por los principales grupos del sector. Los ejercicios 2021 y 2022 se han caracterizado por un elevado ritmo de compraventas de nueva vivienda tras el impacto del Covid-19 (+25,3% y +22,7% respectivamente vs 2019). No obstante, aspectos como el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, con un encarecimiento de las materias primas y la elevada inflación, unidas al fuerte aumento de tipos de interés, han impactado en el sector, que se ha hecho patente en una notable reducción del volumen de hipotecas otorgadas en 2023 (-17,9%) y reduciendo, asimismo, aunque en

menor medida, el volumen de compraventa de vivienda nueva (-5,3%) versus 2022. En cualquier caso, el segmento de vivienda nueva presenta una limitada oferta en relación a la demanda estructural latente en el mercado (para el periodo 2023-2027 se estima un promedio anual de 100k visados de obra nueva *versus* una creación de hogares superior a los 200k), lo que limita el efecto de estos factores sobre el sector y mantiene elevado el precio de venta. Asimismo, los costes de construcción se están estabilizando en mayor medida desde 2023 (alcanzando el pico), estimándose una paulatina bajada de los tipos de interés (primer recorte del BCE realizado en junio de 2024 del 4,5% al 4,25%, estimando podría continuar próximamente con mayor énfasis durante 2025) que, de producirse, podría favorecer nuevamente al sector (durante el 1T2024, se destaca nuevamente el ligero incremento del número de compraventas de vivienda nueva, +3% vs 1T2023).

- **En línea con la metodología de EthiFinance Ratings, el sector 'real estate' 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 alto riesgo 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

- **Modelo de negocio con un adecuado mix operativo y con una cartera de activos concentrada en el mercado doméstico.**

La operativa de Insur destaca por el desarrollo tanto de una actividad patrimonial como promotora (GAV del 55,3% y 44,7% respectivamente incorporando *joint ventures* a cierre del 1T2024), con la disposición de activos principalmente de carácter *prime* (patrimonial) enfocados de forma mayoritaria a oficinas, locales comerciales, plazas de aparcamiento y la entrada en los últimos años con activos hoteleros. Este aspecto supone una importante ventaja competitiva en el sector ya que, ante situaciones de mayor estrés o volatilidad en la economía, con más afectación en el área promotora por su mayor ciclicidad, dispone de un segmento más estable como el patrimonial en cuanto a la generación de ingresos y beneficios recurrentes. Además, mantiene altas tasas de ocupación en su cartera que se sitúan en el 88,7% a cierre del 1T2024 (+1p YoY). Por otro lado, Grupo Insur presenta una reducida cartera de activos en relación a los líderes del sector, con un GAV (*Gross Asset Value*) considerando *JVs* de €595,1m en el 1T2024. Tiene una exposición total en el mercado nacional (100% de su cifra de negocio), concentrando su actividad fundamentalmente en Andalucía (80% del GAV patrimonial y de promoción residencial), aunque en los últimos años se está llevando a cabo una mayor diversificación (tanto en el área promotora como patrimonial), destacando el mayor protagonismo adquirido en Madrid (20% del GAV patrimonial y 51% de promoción terciaria), línea de acción que continuará en próximos ejercicios.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Adecuada gestión enfocada al crecimiento y consolidación del grupo en el mercado, apoyada en su actual plan de negocio que favorece hacia un mejor aprovechamiento de las oportunidades de expansión presentadas.**

Accionariado estable (controlado en un 32,3% por la familia Pumar a cierre de 2023) que, junto a un *management* con amplio *expertise* en el sector, favorecen la consecución de los objetivos estratégicos definidos en el plan. Actualmente el grupo se encuentra desarrollando su plan de negocio para el periodo 2021-2025, de carácter continuista respecto al anterior, destacando como principales *drivers* de acción, la apuesta por el mantenimiento de la sólida posición presentada en Andalucía (principalmente Sevilla) para el área promotora y patrimonial, así como el crecimiento que se pretende obtener para estos segmentos en zonas de referencia como Madrid y Málaga. Además, una mayor diversificación entre sus fuentes de financiación se refleja como otro pilar importante dentro de su plan estratégico. En cuanto a su política financiera, si bien dispone de unos niveles de deuda elevados, están matizados por su actividad tanto promotora como patrimonial.

- **Positiva política de ESG.**

El grupo está incrementando en los últimos años sus políticas ESG con un mayor avance en la medición de la huella de carbono, edificación sostenible con certificaciones BREEAM o LEED en sus edificios de oficinas o el desarrollo de viviendas con calificaciones energéticas A/B. Presenta una valoración favorable por parte de EthiFinance Ratings en sus tres vertientes (*Environmental, Social and Governance*), destacando la presencia de certificaciones ISO 9001, 45001 y 14001 que abarcan todas sus actividades, miembros independientes (3) en el consejo de administración o

separación de las posiciones del CEO y propio presidente del consejo. Esta valoración da lugar a un impacto positivo en el rating financiero del grupo (+1 *notch*).

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Positivos resultados y márgenes obtenidos, estimándose una continuación y crecimiento para 2024 y 2025.

Partiendo de cifras por proporcional, Grupo Insur presentó un ligero incremento en su cifra de negocio y EBITDA para 2023, que se situaron en €119,8m y €22,6m (+1,6% y +6,7%) respectivamente. Destacar que estas cifras estuvieron impactadas por el retraso en la entrega de 54 viviendas en Madrid (€25m de ingresos en proporcional) que se comenzaron a entregar en los primeros meses de 2024. La subida de los tipos de interés afectó también al grupo, con un incremento del 35,9% de los gastos financieros en el último año, aspecto que condicionó hacia una reducción del EBT (13,1% YoY) aunque mantuvo cifras positivas y elevadas (€14,7m). Para 2024 y 2025 se estima que el grupo incrementará su cifra de negocio y resultados impulsado por todo el negocio promotor que está realizando, con cifras de actividad en máximos históricos y con preventas acumuladas que alcanzan los €170,1m en proporcional a cierre del 1T2024. Además, a esta misma fecha, dispone de una cobertura de preventas (% vendido sobre entregas estimadas) del 79,5% y 52,8% para 2024 y 2025 respectivamente, cifras que reflejan visibilidad de ingresos para estos ejercicios.

Endeudamiento y Cobertura

- Niveles de endeudamiento elevados, matizados por su modelo de negocio que combina inversiones tanto en el área patrimonial como promotora.

Pese a que dispone de unos niveles de deuda elevados en relación al rendimiento operativo generado (DFN/EBITDA recurrente en torno 10x/11x para los últimos dos años), Insur cuenta con una cartera de activos de significativo valor que sitúan el LTV (*Loan to Value*), incorporando los negocios conjuntos, en el 40,6% para 2023. La estructura de financiación del grupo ha estado marcada en los últimos años, entre otros aspectos, por el préstamo sindicado obtenido en 2019 (€110m) que permitió cancelar la mayor parte de la deuda asociada a las inversiones inmobiliarias (préstamos bancarios bilaterales) y la diversificación que están alcanzando sus fuentes de financiación a través del MARF, con la emisión de pagarés (€16m) y la realizada de bonos en diciembre de 2021 (€30m de los que hay invertidos €22,3m en el 1T2024). Por otro lado, el ratio de cobertura de intereses ha presentado un descenso progresivo en los últimos años, disponiendo de cifras ajustadas en la actualidad (2x en 2023; -1,4x vs 2021), impactado por la subida de tipos de interés en la economía y una deuda financiera por parte del grupo en su mayor parte a tipo variable.

Para 2024 se espera que Insur alcance el pico en cuanto a volumen de deuda, no obstante, las mayores entregas previstas para estos años, debería permitir un mayor equilibrio en los ratios de apalancamiento. Además, se estima un incremento notable del EBITDA para 2024 y 2025, que junto al esperado descenso de tipos (podría tener efecto en 2025), hace prever una mejora en la cobertura de intereses de próximos años.

Análisis de Flujo de Caja

- Positiva generación de caja operativa que podría tener una mayor continuidad en próximos años.

El grupo generó unos *funds from operations (FFO)* que se situaron en €13,4m en 2023 (+168,6% YoY), estimándose una mejora para 2024 y 2025 favorecido por las cifras de entregas que se prevén para el negocio promotor (en niveles elevados y en el pico del ciclo de la compañía tras las fuertes inversiones años atrás). Esto podría traer consigo una mejora en el ratio FFO/DFN, que presentó un valor aun ajustado para el último año (6,1%). La positiva caja operativa generada elevó el free cash flow hasta los €26,5m, permitiendo sufragar tanto el pago de dividendos (€6m) como una amortización neta de deuda, principalmente bancaria (-€23,6m). Los niveles de *cash* final cerraron el ejercicio en €29,3m, con una reducción del 11,1%.

Capitalización

- Favorable solvencia apoyada por el valor de mercado de sus activos.

Aunque a cierre de 2023, el grupo presentó un ratio de PN/DFT algo ajustado (57,8%), dispone de unas elevadas plusvalías latentes en sus inversiones inmobiliarias (€122,4m) que impulsarían el neto patrimonial a unos niveles considerados como adecuados y más sólidos (superiores al 90% para este último ratio).

Liquidez

- Positivos niveles de liquidez.

A cierre del 1T2024 bajo cifras por proporcional, el grupo presentaba una favorable posición de liquidez para los próximos dos años, asumiendo el mantenimiento de la favorable marcha del negocio y todo ello bajo la comparativa de fondos disponibles y generados con la actividad *versus* compromisos vigentes a nivel financiero, *capex* y dividendos. Este fundamento se apoya en unas cifras de tesorería de €48,7m, líneas disponibles entre pólizas de crédito, pagarés

MARF, parte del bono emitido en el MARF sin disponer, certificaciones de obra y subrogaciones que ascienden a más de €180m así como una estimación positiva de caja operativa. Por el lado de las obligaciones, el grupo presenta una deuda concentrada en su mayor parte a largo plazo (83,3% vence de 2026 en adelante) y con unas inversiones tanto para el área patrimonial como promotora (nuevos suelos) que se estiman estarán en torno a los €16m de promedio anual para 2024 y 2025.

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 Insur 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.

Perfil de emisión

- Emisión de bonos realizada en el MARF (diciembre de 2021) que dispone de garantías para cubrir la deuda emitida.

Para financiar el crecimiento promotor en 2021, Grupo Insur (a través de Insur Promoción Integral) emitió un bono *secured* a finales de ese ejercicio por importe de €30m, tipo bullet y vencimiento en 5 años. Este bono del que quedan por disponer €5,8m a cierre del 1T2024, presenta una positiva y sólida tasa de cobertura apoyada tanto en el colateral asignado (solares adquiridos) como por la propia valoración y activos presentados por el grupo (fortalecidos por el área patrimonial con importantes plusvalías respecto al valor contable reflejado) que, en caso de mayor estrés, podrían hacer frente a la práctica totalidad de deuda financiera de Grupo Insur.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes (NIIF). Miles de €.					
	FY21	FY22	FY23	22vs21	23vs22
Facturación	105.403	116.530	138.210	10,6%	18,6%
EBITDA	24.305	22.345	30.483	-8,1%	36,4%
Margen EBITDA	23,1%	19,2%	22,1%	-3,9pp	2,9pp
EBITDA recurrente ⁽¹⁾	20.552	20.298	21.582	-1,2%	6,3%
Margen EBITDA recurrente ⁽¹⁾	19,5%	17,4%	15,6%	-2,1pp	-1,8pp
EBIT ⁽²⁾	20.074	21.209	22.757	5,7%	7,3%
Margen EBIT ⁽²⁾	19,0%	18,2%	16,5%	-0,8pp	-1,7pp
EBT ⁽²⁾	14.973	16.404	15.337	9,6%	-6,5%
Total Activo	464.249	497.074	483.385	7,1%	-2,8%
Patrimonio Neto	131.513	140.455	145.728	6,8%	3,8%
Deuda Financiera Total	246.842	265.454	252.342	7,5%	-4,9%
Deuda Financiera Neta	194.348	229.553	221.106	18,1%	-3,7%
PN/DFT	53,3%	52,9%	57,8%	-0,4pp	4,8pp
DFN/EBITDA	8,0x	10,3x	7,3x	2,3x	-3,0x
DFN/EBITDA recurrente ⁽¹⁾	9,5x	11,3x	10,2x	1,9x	-1,1x
Funds From Operations	8.537	4.986	13.390	-41,6%	168,6%
FFO/DFN	4,4%	2,2%	6,1%	-2,2pp	3,9pp
EBITDA recurrente/Intereses ⁽¹⁾	3,4x	2,5x	2,0x	-0,9x	-0,5x
GAV ⁽³⁾	522.935	584.384	593.012	11,8%	1,5%
LTV ⁽³⁾	37,9%	40,5%	40,6%	2,7pp	0,0pp

⁽¹⁾ EBITDA recurrente: EBITDA - Resultados por enajenaciones de inversiones inmobiliarias - Resultados por pérdida y toma de control de sociedades consolidadas - deterioros de existencias, ⁽²⁾ En 2022 se incluye el beneficio generado por la toma de control del 100% de Desarrollos Metropolitanos del Sur que asciende a €9,4m (aplicación de la IFRS 3 que supone registrar activos y pasivos de DMS a valor razonable), y ⁽³⁾ Con la consideración de los negocios conjuntos.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
<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>
Perfil Financiero	BB-
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>B</i>
<i>Capitalización</i>	<i>BB</i>
ESG Compañía	Positivo
<u>Anchor Rating</u>	<u>BB</u>
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
<u>Rating Corporativo</u>	<u>BB</u>
<u>Rating Bono</u>	<u>BBB-</u>

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Mantenimiento del fuerte ritmo de preventas que favorezca el incremento de ingresos, resultados y márgenes en próximos ejercicios, así como una reducción de los niveles de apalancamiento. Mejora de ratios ponderados (en el ciclo de años considerado para el rating) como cobertura de intereses, DFN/EBITDA, FFO/DFN y PN/DFT, en función del segmento tratado: i) patrimonial, con valores >2,6x, <6,6x, >10,5% y >70% respectivamente, y ii) resto de segmentos (promotora, construcción y gestión) con ratios que presenten valores >6,3x, <3,4x, >27% y >70% respectivamente. Además, LTV para el grupo consolidado por debajo del 40%.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Reducción de la tasa de recobro mediante la cobertura del valor de mercado de los colaterales de la emisión y/o valor de los activos del grupo en caso de mayor estrés, situándose por debajo del 90% sobre el programa. Incumplimiento de las proyecciones con desviaciones en los ingresos, resultados, deuda y caja generada. Mantener los niveles de apalancamiento o incrementarlos con ratios ponderados (en el ciclo de años considerado para el rating) como cobertura de intereses, DFN/EBITDA, FFO/DFN y PN/DFT, en función del segmento tratado: i) patrimonial, con valores <2,2x, >7,3x, <9,3% y <60% respectivamente, y ii) resto de segmentos (promotora, construcción y gestión) con ratios que presenten valores <5,7x, >3,6x, <24% y <60% respectivamente. Además, LTV para el grupo consolidado por encima del 45%. Caída significativa de las cifras de preventas acumuladas.

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
 - Corporate Rating Methodology - Instruments : 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 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