



ISSUER RATING
ShortTerm



INSTRUMENT RATING
NeuCP

Initiation date 30/11/2022
Rating Date 02/10/2026

Contacts

Lead analyst
Reda Mouaacha
reda.mouaacha@ethifinance.com

Committee chair
Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Action de notation et justification

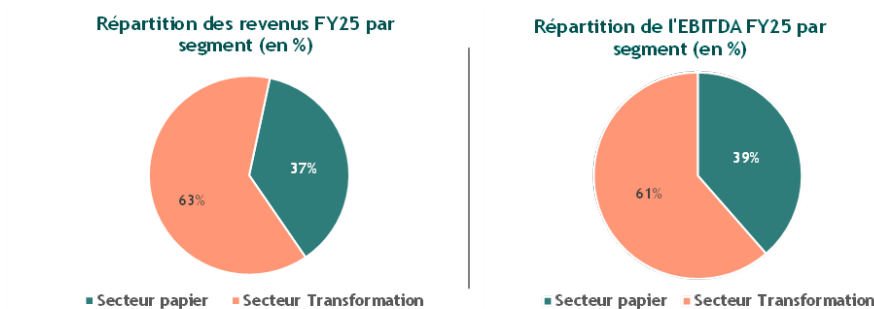
- EthiFinance Ratings confirme la notation d'Exacompta Clairefontaine SA ainsi que celle de son instrument NEU CP de €125m, à EF1.
- Exacompta Clairefontaine 'Exacompta' est un groupe industriel français spécialisé dans la fabrication et la commercialisation de papiers, articles de papeterie et fournitures de bureau.
- La notation reflète l'excellent profil financier du groupe, caractérisé par une position de trésorerie nette, malgré la stagnation des volumes de ventes, liée au recul de la demande sur le segment de papier non couché en France comme en Europe. Dans un contexte de marché défavorable, marqué par la baisse continue du chiffre d'affaires et le recul de la marge d'EBITDA, la notation à court terme du groupe repose principalement sur une politique financière stable et prudente. Le profil de liquidité demeure solide, soutenu par une trésorerie supérieure à €128m à fin juin 2026 et par €125m de lignes RCF non tirées. Malgré la contraction attendue de l'EBITDA, nous anticipons une génération de flux de trésorerie (FCF) positive sur la période 2026-2028, avec une marge d'EBITDA moyenne d'environ 10.2%. La position de trésorerie nette devrait ainsi être préservée sur l'ensemble de la période de projection, et le ratio de couverture devrait rester très bon et supérieur à 20.0x en moyenne.
- Toutefois, la notation reste assujettie à un plafonnement (« capping ») en raison de l'écart significatif entre la qualité du profil financier de la société et notre appréciation du secteur papetier, structurellement en déclin. La notation est également contrainte par la faiblesse structurelle de la demande de produits papetiers en France et en Europe, qui se traduit par des fermetures d'usines et des arrêts de lignes de production face au recul des commandes. La notation est également contrainte par la volatilité des prix de la pâte à papier et des coûts énergétiques, susceptibles d'affecter la rentabilité du groupe en fonction des cycles. Dans un contexte de diversification limitée, ces pressions pourraient peser de manière significative sur l'ensemble des activités du groupe.
- Conformément à notre méthodologie, le secteur du papier est rattaché à l'industrie des matériaux et produits chimiques sur notre heatmap et présente un risque ESG élevé (score de la heatmap compris entre 4 et 5) en raison de son impact sur l'environnement, ce qui contraint notre évaluation ESG du secteur. En effet, le secteur a un impact important sur le climat et la pollution au travers de sa consommation d'eau et des émissions de GES ainsi que des risques de génération de pollution (air, eau, déchets dangereux).
- Notre évaluation de la politique ESG de la société fait ressortir un score neutre (score compris entre 1.5 et 3.5). Notre notation est donc impactée par la prise en compte des critères ESG liés au secteur.

Description de l'émetteur

Exacompta Clairefontaine est spécialisé dans la production et la finition du papier ainsi que dans sa transformation en produits finis. C'est un groupe familial qui opère à travers deux segments : le papier (production, finition et mise en format de papier) et la transformation (façonnage d'articles de papeterie, de bureau et de classement et photos numériques) avec une large gamme de produits comprenant notamment des ramettes de papier, des articles scolaires, des articles de classement, des articles millésimés (agenda et calendrier), des articles à destination des loisirs créatifs et plus récemment une offre d'édition et de développement de photos, accessible sur PC et smartphone. Le groupe réalise la moitié de son chiffre d'affaires en France (51%) et 45% en Europe (hors France).

Notre EBITDA ajusté est retraité de la plus-value sur cessions immobilières lorsqu'il y en a, et la dette nette ajustée exclut le compte courant d'associé et inclut les avantages du personnel. En 2025, le chiffre d'affaires du groupe s'élevait à €802m pour un EBITDA ajusté par EthiFinance Ratings de c. €90m et une dette nette ajustée négative. A fin juin 2026, le chiffre d'affaires sur les 12 derniers mois était d'environ €789m (en baisse de 3.4% par rapport au à fin juin 2025), et l'EBITDA ajusté sur les 12 derniers mois à fin juin 2026 s'établissait à €86.2m, pour une marge stable de 10.9%.

Le groupe Exacompta Clairefontaine est coté sur Euronext Growth, avec un flottant de 19.5% et une capitalisation boursière s'élevant à €173m au 25 septembre 2026.



Source : Exacompta Clairefontaine

Fondamentaux

Profil d'activité

Appréciation du risque sectoriel

- Des pressions sectorielles persistantes, partiellement atténuées par un positionnement industriel solide

Exacompta Clairefontaine évolue dans un secteur structurellement contraint par la digitalisation des environnements de travail et d'éducation, qui a entraîné un recul durable de la demande européenne de papiers graphiques. Après le fort rebond de 2024 consécutif au choc de 2023, l'industrie papetière européenne a retrouvé une trajectoire plus modérée. Selon les données de la Confederation of European Paper Industries (CEPI), la production de papiers et cartons a reculé de 1.6% en 2025, à 77.4 Mt, tandis que la consommation apparente a diminué de 1.9%. La baisse de 7.3% de la production de papiers d'impression et d'écriture confirme l'érosion structurelle des segments graphiques, alors que les papiers d'emballage restent le principal moteur du secteur, avec près de 64% de la production européenne. La rentabilité sectorielle demeure relativement volatile et exposée aux fluctuations des prix de la pâte, de l'énergie et des quotas d'émission. Les grands acteurs en atténuent généralement les effets par la couverture des achats, les négociations avec les fournisseurs, les économies d'énergie et la répercussion progressive des hausses de coûts dans les prix de vente.

La France conserve une base industrielle significative et diversifiée, représentant environ 8.4% de la production européenne de papiers et cartons. Les producteurs français restent néanmoins confrontés aux mêmes contraintes structurelles que leurs homologues européens : contraction des volumes de papiers graphiques, forte intensité capitalistique et besoins d'investissement récurrents dans la décarbonation et l'efficacité énergétique. Dans ce contexte, les acteurs bénéficiant de marques fortes, d'un outil industriel intégré et d'une exposition plus limitée aux segments en déclin, à l'image d'Exacompta Clairefontaine, apparaissent relativement mieux positionnés pour préserver leurs marges et leurs parts de marché.

- Des barrières à l'entrée élevées, mais atténuées par les pressions sectorielles

Le secteur papetier présente des barrières à l'entrée élevées, tenant à son intensité capitalistique, au savoir-faire industriel requis, à la valeur des marques et à la capacité à répondre aux exigences de grands donneurs d'ordre. Celles-ci sont toutefois partiellement atténuées par la présence de groupes diversifiés actifs sur des marchés connexes et par une rentabilité fortement dépendante des taux d'utilisation des usines. Dans un contexte de contraction structurelle de la demande, le nombre d'usines en Europe est passé de 804 en 2020 à 740 en 2025 (source : CEPI), les fermetures ayant principalement concerné les producteurs de papiers graphiques, notamment ceux destinés à la presse et aux magazines.

- Des perspectives de croissance limitées, partiellement soutenues par les niches à valeur ajoutée

Les perspectives de croissance du secteur demeurent faibles à court terme, particulièrement pour les papiers graphiques. La numérisation des communications, des processus administratifs et des pratiques de travail continue de peser sur la demande de papier d'impression et d'écriture. À moyen terme, les coûts de la fibre devraient rester globalement stables, hors choc exogène sur l'offre mondiale ou les taux de change, ce qui soutiendrait les marges opérationnelles. Celles-ci resteront néanmoins tributaires de la capacité des producteurs à ajuster leurs capacités et à préserver leur pouvoir de fixation des prix dans un marché structurellement baissier.

Les perspectives sont plus favorables dans les niches à valeur ajoutée. En 2025, la production européenne de papiers et cartons spéciaux a progressé de 1.2%, à 10.7 millions de tonnes, malgré le recul du marché total du papier et du carton. Les applications liées à l'emballage premium, aux produits créatifs, aux supports techniques et aux solutions de substitution au plastique constituent ainsi des relais de croissance plus solides que les papiers graphiques traditionnels.

Position concurrentielle

- **Un positionnement concurrentiel solide, mais contraint par une diversification limitée et le déclin des papiers graphiques**

Exacompta Clairefontaine occupe des positions solides en Europe, et particulièrement en France. Malgré un environnement sectoriel défavorable, le groupe bénéficie d'un positionnement reconnu sur les segments scolaires, de bureau et des produits à forte valeur ajoutée, tout en ayant démontré sa capacité d'adaptation grâce à des gains de productivité, une montée en gamme de son offre et une gestion rigoureuse de son outil industriel. La notation d'Exacompta Clairefontaine reste ainsi soutenue par ses marques, ses positions de marché établies, son intégration industrielle et sa capacité démontrée à participer à la consolidation du secteur. La baisse des revenus et de la marge opérationnelle en FY25 souligne en outre que les avantages concurrentiels du groupe n'isolent pas entièrement sa performance des pressions sectorielles. Sur le plan réglementaire, les principales obligations du règlement européen contre la déforestation et la dégradation des forêts (RDUE) s'appliqueront à compter du 31 décembre 2026. Il pourrait limiter les importations de papier non conformes aux exigences européennes, ce qui renforcerait ainsi le positionnement d'Exacompta sur le marché européen. Dans notre appréciation, le positionnement concurrentiel du groupe demeure solide sur les marchés servis, mais avec un profil de croissance inférieur et une exposition au déclin des papiers graphiques plus élevée que celle des pairs davantage tournés vers l'emballage premium et les matériaux spécialisés.

- **Un profil de diversification qui demeure plutôt restreint**

Le groupe exerce à la fois des activités de fabrication et de transformation du papier, qui lui permettent de proposer une gamme étendue comprenant notamment les ramettes de papier, les fournitures scolaires, les articles de classement, les produits millésimés (agendas et calendriers) et les articles de loisirs créatifs. Cette diversification contribue à atténuer la baisse de rentabilité du segment papier brut, comme cela a été observée en 2025. La diversification géographique demeure toutefois limitée : la France et le reste de l'Europe représentaient respectivement 51% et 45% du chiffre d'affaires en 2025, soit une exposition cumulée de 96% aux marchés européens.

- **Une hausse des contraintes environnementales**

L'industrie papetière, fortement émettrice de CO₂, est directement exposée aux objectifs européens de réduction de 55% des émissions de gaz à effet de serre entre 2019 et 2030. Plusieurs sites sont soumis au système européen d'échange de quotas, dont trois filiales papetières d'Exacompta Clairefontaine. En 2025, le groupe a reçu 69 066 tonnes de quotas gratuits pour 76 329 tonnes d'émissions déclarées, comblant l'écart par l'achat de quotas supplémentaires. Le prix de marché du quota de CO₂ a baissé de 23% en 2025 pour atteindre environ 68.9 €/t (source : Legifrance), reflétant un contexte de demande industrielle modérée et des anticipations d'assouplissement des contraintes pesant sur la compétitivité européenne. Cette baisse réduit le coût de conformité supporté par Exacompta Clairefontaine au titre des quotas acquis sur le marché ainsi que, indirectement, une partie des coûts d'électricité.

Gouvernance

- **Actionnariat familial et gestion prudente : un pilier de long terme pour le groupe**

Exacompta Clairefontaine est contrôlé à 80.5% par un actionnariat familial, principalement par l'intermédiaire des Établissements Charles NUSSE. Cette structure favorise la stabilité de l'actionnariat à long terme et s'accompagne d'une politique financière prudente. Malgré une gouvernance centralisée, le groupe a démontré sa capacité à adapter sa stratégie aux évolutions du marché.

- **Une résilience face aux défis du marché grâce à une politique financière adéquate**

Le groupe poursuit une politique d'investissement soutenue, représentant en moyenne 5.0% de son chiffre d'affaires ces dernières années, un niveau cohérent avec les standards de l'industrie papetière. Ces investissements s'accompagnent d'une politique de dividendes stable et d'un levier net ajusté très solide, devenu négatif en 2024 du fait d'une dette nette négative. Celui-ci devrait le rester sur la période de projection 2026-2028, sous réserve du maintien de la politique financière actuelle.

Conformément à la structure familiale de son actionnariat, la gouvernance du groupe présente un degré d'indépendance limité, dont le risque est atténué par la solidité de ses performances historiques. Exacompta Clairefontaine a démontré sa capacité à s'adapter à un environnement sectoriel difficile et à participer à la consolidation du marché, tout en maintenant un endettement maîtrisé.

- **Politique ESG : investissements durables et réduction de l'impact environnemental**

Le groupe mène une politique d'investissements visant à réduire l'empreinte énergétique de ses sites. En mai 2025,

une chaudière biomasse a été mise en service sur le site d'Etival, contribuant à la décarbonation partielle de la production de vapeur et d'électricité. Par ailleurs, les papiers recyclés représentaient 22% des ventes en 2024, reflétant une consommation responsable de matières premières. Exacompta Clairefontaine renforce également la traçabilité de ses approvisionnements en fibres certifiées, avec un objectif de 100% d'ici fin 2025 (94.5% atteints en 2024). Toutefois, le groupe ne publie pas d'engagements chiffrés concernant sa trajectoire carbone, ce qui limite la visibilité sur sa stratégie de décarbonation à long terme. Depuis 2025, Exacompta n'a plus l'obligation d'établir une déclaration de performance extra-financière (DPEF). La loi 2025-391 du 30 avril 2025 a reporté de deux ans l'entrée en application de ce dispositif conformément à la directive UE 2025/794 du 14 avril 2025 dite « Stop the clock ». Ainsi, notre score ESG demeure basé sur la DPEF 2024 en l'absence d'indicateurs reportés de 2025.

Profil financier

Résultats et profitabilité

En 2025, le chiffre d'affaires a reculé de 3.5%, à €802m, sous l'effet de repli des activités de fabrication du papier (-2.6%) et de transformation (-2.1%). Cette évolution s'inscrit dans un environnement de marché dégradé, marqué par une baisse de 5% des ventes de papier non couché en Europe de l'Ouest et par une surcapacité conduisant à une chute de 2.9% en volume du marché français de la papeterie. Les volumes de production des quatre usines du groupe sont néanmoins restés stables, à 232 000 tonnes. La marge d'EBITDA calculée par EthiFinance Ratings s'est légèrement contractée de 60 points de base, à 10.9% contre 11.5% en 2024, principalement en raison d'une hausse de 17% du coût total de l'énergie, malgré une baisse de 10% du prix de la pâte à papier.

Au premier semestre 2026, le chiffre d'affaires consolidé a diminué de 3.3% par rapport à la même période de l'exercice précédent. Ce recul reflète la poursuite de la contraction de la demande sur les marchés du papier graphique et bureautique, dans un contexte de baisse structurelle de la consommation et de forte pression concurrentielle. La marge opérationnelle (retraitée de la plus-value des cessions immobilières) s'est toutefois améliorée de 60 points de base. Pour les résultats annuels de 2026, le management anticipe une dégradation des marges de l'activité papier, dont la marge opérationnelle s'établissait à 5.9% en FY25, contre 2.4% pour l'activité de transformation. Cette évolution devrait peser sur la rentabilité consolidée, l'activité papier constituant le principal contributeur à la marge d'EBIT du groupe et ayant représenté plus de 60% du résultat opérationnel en 2025. Nous anticipons ainsi une marge opérationnelle et une marge d'EBITDA (les deux ajustées de la plus-value des cessions immobilières) à 2.8% et 10.0%, respectivement sur l'exercice 2026.

Génération de trésorerie et levier

En 2025, le free cash-flow ajusté (flux de trésorerie d'exploitation - intérêts payés - flux de trésorerie d'investissement - remboursements de dettes locatives - dividendes versés) ressortait positif à €16m, en amélioration par rapport à €11m en 2024. Cette amélioration s'explique principalement par la forte baisse des investissements, à €33m contre €49m en 2024, et par l'absence d'opérations de périmètre qui avaient engendré une sortie de trésorerie de €3m en 2024. Ces effets favorables ont plus que compensé le recul de la capacité d'autofinancement à €87m (vs €97m en 2024), ainsi qu'une variation défavorable du BFR de €19m, contre €13m en 2024. Les dividendes versés sont restés stables et devraient le demeurer.

À fin 2025, l'endettement net ajusté, tel que calculé par EthiFinance Ratings, correspondait à une position de trésorerie nette de €45m, contre €14m à fin 2024, sous l'effet de la génération positive de trésorerie sur l'exercice. Nous anticipons le maintien d'une position de trésorerie nette sur l'horizon de projection, en l'absence de décaissements significatifs liés notamment à des acquisitions ou à des dividendes exceptionnels. Ce profil de liquidité constitue un facteur de soutien fondamental pour notre notation à court terme.

Structure de la dette

À fin décembre 2025, la dette brute du groupe s'élevait à €182m, composée principalement de prêts bancaires (€86m), de dettes locatives d'IFRS 16 (€34m) et d'un prêt actionnaire de €60m, dont €58m à échéance supérieure à 5 ans. Aucun billet de trésorerie (NEU CP) n'était émis à la date de clôture sur un programme autorisé de €125m. Le groupe disposait également de €10.1m de lignes de crédit additionnelles négociées auprès de ses banques. La dette est répartie entre la maison mère et les filiales opérationnelles. Le risque de subordination est jugé faible, au regard de la simplicité de la structure organisationnelle et de la prudence de la politique financière.

Conformément à notre méthodologie, nous neutralisons le prêt actionnaire de €60m, assimilé à des quasi-fonds propres, et intégrons €18m d'engagements liés aux avantages du personnel. Après prise en compte de la trésorerie du groupe, qui atteignait €185m à fin 2025, la dette nette ajustée correspondait à une position de trésorerie nette de €45m à fin 2025. Par ailleurs, les covenants associés aux lignes de crédit confirmées de €125m, intégralement non tirées au 31 décembre 2025, étaient respectés.

Liquidité

À fin juin 2026, le groupe disposait de €128m de trésorerie et de €125m de lignes confirmées mobilisables, d'une maturité de décembre 2031. Les besoins saisonniers en fonds de roulement, estimés entre €50m et €100m (pic en juin), sont suffisamment couverts par la trésorerie disponible et par des émissions de NEU CP (€10m émis en juin 2026).

En lien avec notre méthodologie, nous estimons que le groupe possède un score de liquidité « supérieur » traduisant d'une part une bonne liquidité dans un scénario de restriction de l'accès aux financements, et d'autre part un profil de refinancement satisfaisant.

Perspectives d'évolution des ratios de crédit (CMEÉ)

Notre perspective d'évolution des ratios de crédit est jugée « Stable ». La politique financière prudente, qui devrait se traduire par le maintien d'une position de trésorerie nette à fin 2026, devrait contribuer à la stabilité globale des principaux ratios de crédit au cours des 12 prochains mois.

Projections financières

Sur la base de la guidance du management et de nos propres projections, nos prévisions pour 2026-28 intègrent les hypothèses suivantes :

- Une décroissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de l'ordre de 0.5%,
- Une marge d'EBITDA ajusté qui devrait rester dans une fourchette de 10% à 11%,
- Un ratio de CapEx/CA de 4.5% en moyenne.

Principaux chiffres financiers

Principaux chiffres financiers. Millions d'EUR						
	FY23	FY24	1H25	FY25	1H26	25vs24%
Chiffre d'affaires	843	831	394	802	381	-3.5%
EBITDA ajusté ⁽¹⁾	100	96	38	90	37	-6.4%
Marge d'EBITDA ⁽¹⁾	11.8%	11.5%	9.6%	11.2%	9.6%	-0.4pp
EBIT ajusté ⁽¹⁾	49	43	12	30	14	-30.5%
Marge d'EBIT ⁽¹⁾	5.9%	5.2%	3.0%	3.8%	3.6%	-1.5pp
EBT	46	39	14	26	16	-33.3%
Total de l'actif	936	952	971	918	949	-3.6%
Capitaux propres	512	536	535	550	553	2.6%
Dette totale ajustée ⁽²⁾	189	176	169	140	157	-20.2%
Dette nette ajustée ⁽²⁾	22	-14	36	-45	30	NA
Capitaux propres / Dette totale ajustée ⁽²⁾	271%	305%	317%	392%	351%	87.2pp
Dette nette ajustée / LTM EBITDA ajusté ⁽¹⁾⁽³⁾	0.2x	NA	0.4x	NA	0.3x	NA
CAF ajustée ⁽⁴⁾	111	97	-120	87	37	-10.0%
CAF ajustée / Dette nette ajustée ⁽²⁾⁽³⁾⁽⁴⁾	505%	NA	NA	NA	122%	NA
EBITDA ajusté / Intérêts ⁽¹⁾	27.3x	22.0x	18.0x	21.9x	18.3x	-0.1x

(1) L'EBIT et EBITDA ajusté ne prennent pas en compte la plus value sur cessions immobilières.

(2) La dette ajustée inclut les avantages du personnel et exclut le prêt actionnaire.

(3) La mention "NA" indique que la dette nette est négative et qu'il n'existe donc pas de base pertinente de comparaison pour les ratios en question.

(4) la CAF tel que calculé par EthiFinance Ratings correspond aux flux net de trésorerie générés par l'activité retraités des intérêts payés et de la variation net du BFR

Sensibilité de la notation

- **Liste des notations**
 - Notation court-terme : EF1
 - Instrument de NEU CP : EF1

Facteurs pouvant influencer (individuellement ou collectivement) la notation :

- **Facteurs positifs (↑)**

Un rehaussement de la notation d'Exacompta Clairefontaine au niveau de EF1+ n'est pas envisageable actuellement compte tenu de la notation de l'industrie et du positionnement concurrentiel d'Exacompta Clairefontaine. En effet, conformément à notre méthodologie, la notation long-terme servant de référence à la notation à court-terme est plafonnée du fait de l'écart important entre la notation du profil d'activité (BRP) et celle du profil financier (FRP).

- **Facteurs négatifs (↓)**

Une baisse de la notation à EF2 est très improbable à ce stade. Elle ne serait envisageable qu'en cas de dégradation très significative de la notation à long-terme de référence. Une telle évolution nécessiterait une dégradation soudaine et très forte du profil financier du groupe, qui porterait le niveau de levier net ajusté à un niveau au-dessus de 3.0x et un ratio de couverture en dessous de 10.0x. Par ailleurs, une dégradation du profil de liquidité à « faible » et/ou du CMEF à « négatif », tout en maintenant la notation à long-terme de référence, engendrerait également une dégradation de la notation à court-terme.

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>
 - 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/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid