



ISSUER RATING
Long term

OUTLOOK
Evolving

Initiation date 26/01/2022
Rating date 03/05/2024

Contacts

Lead analyst
Paula Faundez
paula.faundez@ethifinance.com

Committee chair
Guillermo Cruz Martinez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Avatel Telecom S.A. en "BB-", cambiando la tendencia de Estable a 'Evolving'.
- Se modifica la tendencia debido a las incertidumbres del sector tras la fusión de operadores y posibles nuevas operaciones que puedan afectar al mercado. Por otro lado, el borrador de las cuentas consolidadas a cierre 2023 muestran unas perspectivas positivas para el grupo que habrá que confirmar una vez se obtengan las cuentas anuales auditadas.
- El rating asignado se apoya en que Avatel Telecom S.A. opera en un sector que se caracteriza por los sólidos fundamentos, destacándose las elevadas barreras de entrada, fruto de las fuertes inversiones en capital y la relevante regulación. A nivel financiero, destaca la adecuada cobertura de intereses de su deuda bancaria (EBITDA reportado ajustado/intereses 6,0x en promedio) y el fortalecimiento de su estructura financiera tras las subvenciones recibidas por los Planes Único Banda Ancha y 5G (PN ajustado/DFT ajustada del 61% en promedio).
- No obstante, como aspectos limitantes a su rating, cabe señalar que, aunque ha mejorado su estructura financiera ha sido en gran parte debido a la recepción de subvenciones para el desarrollo de despliegues de fibra y 5G, siendo su autonomía financiera, excluyendo estas, muy limitada dado el accionariado actual y el agresivo proceso de expansión inorgánica que está llevando a cabo. La generación de caja es limitada en comparación a su deuda (FFO/DFN<15%), y el DFN ajustado/EBITDA reportado se mantiene en niveles ajustados>6x.
- En línea con nuestra metodología, el sector de telecomunicaciones tiene un riesgo ESG medio-bajo (sector heatmap score entre 2 y 2,9), mientras que las políticas ESG del grupo se consideran neutras (ESG score de la compañía entre 1,5 y 3,5), resultando en una calificación que no se ve afectada por estos factores.

Descripción de la Compañía

Avatel Telecom (y subsidiarias; Avatel o el grupo en adelante) es el quinto operador de telecomunicaciones en España, especializado en llevar cobertura de banda ancha a zonas de pequeñas y medianas poblaciones mediante el despliegue de fibra óptica propia (FTTH o Fibra hasta el hogar). El grupo, que opera únicamente en España, ofrece además servicios de televisión de pago, servicios de telefonía móvil como operador virtual de Telefónica. En el ejercicio 2023, Avatel obtuvo unos ingresos de €259,7m (-2,1% YoY) y un EBITDA reportado ajustado de €58,9m (EBITDA recurrente ajustado €97,9m), registrando un ratio de DFN ajustada/EBITDA reportado de 6,4x (DFN ajustada/EBITDA recurrente ajustado de 3,9x).

Limitaciones

Para la realización de esta revisión se ha contado con cuentas anuales auditadas 2022, borrador de cuentas anuales 2023 así como información confidencial sobre el plan estratégico del grupo y proyecciones para los próximos ejercicios.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector con elevada concentración en tres operadores y con una fuerte competencia.**

Sector maduro, dinámico y que se caracteriza por: i) unas elevadas barreras de entrada donde se destaca la regulación y la elevada inversión necesaria en infraestructura para desarrollar la actividad en una mejor posición competitiva, ii) positivos niveles de rentabilidad operativa con elevados márgenes por las empresas de referencia en el sector y sin una afectación notable ante periodos de mayor incertidumbre o volatilidad (es un servicio esencial), y iii) unas perspectivas de crecimiento moderadas dada también la fuerte competencia en el mercado y el impacto de la crisis inflacionaria actual en la energía así como costes de personal que podría limitar el crecimiento (ajuste de márgenes). El top 3 de grupos con mayor cuota de mercado en España (Telefónica, MASORANGE y Vodafone) representaban el 84% de banda ancha en 2023, existiendo otros operadores (como Digi o Avatel, ente otros) que están mostrando un crecimiento significativo en los últimos años e incrementando los niveles de competencia con políticas de precios más agresivas. En los últimos años, la industria está experimentando una tendencia creciente hacia una mayor concentración debido a las fusiones realizadas y que podrían llegar entre los distintos operadores. En este ámbito, es destacable la adquisición de MásMóvil por parte de Orange lo que le coloca como primer operador del sector con una cuota del 38% bajo su nueva denominación MASORANGE.

Por otro lado, el sector se encuentra inmerso en un proceso de modernización y mejora del servicio, siendo uno de los

retos principales el desarrollo y despliegue de las redes 5G por todo el territorio nacional. A este respecto, cabe destacar la inversión estatal presupuestada para este fin, con el objetivo de cubrir el 75% de las conexiones nacionales con 5G en 2025.

Desde EthiFinance consideramos en términos generales que la evolución del sector será, a priori, positiva para próximos años y estará condicionada por factores como la mayor digitalización, el favorable desarrollo del 5G, así como nuevas operaciones de M&A como estrategia de transformación y mayor competencia en el mercado.

- **El sector tiene una exposición a ESG medio-baja.**

En línea con nuestra metodología, la industria 'Media and Telecommunication' presenta un riesgo medio-bajo en términos ESG (sector heatmap entre 2 y 2,9). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor. El sector tiene un impacto bajo relacionado con el clima, la biodiversidad y el uso de recursos. Además, proporciona infraestructura importante para las comunidades, lo cual se considera positivo. Sin embargo, el sector podría tener un impacto negativo en los consumidores debido al amplio público al que alcanza, lo que hace especialmente importante la responsabilidad de las empresas hacia el público, la calidad de la información y los problemas éticos relacionados.

Posicionamiento Competitivo

- **Quintooperador del sector, líder en fibra óptica en zonas rurales.**

Avatel muestra un pequeño tamaño en comparación con los principales players de la industria, lo que limita su posición competitiva frente a estos. No obstante, la compañía se sitúa como el quinto operador de telecomunicaciones en España, especializado en servicios de fibra óptica (FTTH), principalmente en zonas rurales con una población inferior a los 25.000 habitantes o de entre 25.000 y 100.000 habitantes. Adicionalmente a sus servicios de fibra óptica ofrece telefonía móvil como operador móvil virtual (OMV Full) y completa su oferta con televisión de pago, la plataforma ClicTv, Amazon Prime y DAZN. En 2021, 2022 y 2023 Avatel fue elegido como uno de los principales adjudicatarios del Plan Único del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital para la extensión de la banda ancha ultra rápida (más de 100 Mbps) en España. En 2023 también recibió la adjudicación de casi el 30% de las ayudas para el Plan Único-5G Redes Backhaul para impulsar la conexión 5G en zonas rurales.

- **Diversificación en aumento gracias al crecimiento inorgánico y a la ampliación de servicios.**

El grupo se posiciona principalmente como proveedor de servicios de banda ancha fija, aunque también ofrece servicios de banda ancha vía Wimax. En los últimos ejercicios el grupo ha ido ampliando su oferta. Así, ofrece servicios de telefonía móvil como operador móvil virtual completo, lo que le permite ofrecer tarifas más competitivas gracias al ahorro de costes y gestión directa con sus clientes. Además, desde 2022 completa su oferta incluyendo el servicio de televisión con la plataforma ClicTv, y desde 2023 DAZN y Amazon Prime, ofreciendo paquetes convergentes para poder atender las demandas actuales del mercado y mejorar su posición competitiva. Si bien el grupo opera únicamente en España, el hecho de estar enfocados en zonas rurales y de baja densidad de población mitiga parcialmente el riesgo de competencia de otros operadores.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Estructura accionarial estable y equipo de gestión profesionalizado**

La sociedad matriz y accionista único de Avatel Telecom S.A. es Avant Telecom, S.L. (Avant en adelante) la cual, además de realizar actividades de holding, ofrece servicios avanzados de telecomunicaciones en el sector mayorista. El capital social de Avant Telecom está controlado al 50% por D.Jorge Gómez Jiménez, a través de la sociedad Drako, S.L.; y al 50% por la sociedad Tizona Inversiones Sur, S.L., la cual a su vez está controlada al 50% por las sociedades Retama Telecom, S.L., cuyo socio único es D. José Ignacio Aguirre Álvarez, y Vaiia Kapital, S.L.U., cuyo socio único es D.José Luis Rodríguez Arguiz. La gestión del grupo recae principalmente en los accionistas. El Presidente del grupo es Víctor Rodríguez Filgueira, el accionista Jorge Gómez Jiménez ejerce de Vicepresidente y José Ignacio Aguirre Álvarez de Consejero Delegado. Dada la naturaleza del accionariado, la capacidad de aportar capital para el crecimiento del grupo o en caso de necesidad de financiación adicional es limitada.

- **Plan estratégico centrado tanto en crecimiento orgánico como inorgánico que conlleva una política financiera agresiva.**

En los últimos ejercicios Avatel ha llevado a cabo una política expansiva mediante la adquisición de operadores locales (182 adquisiciones hasta diciembre 2023). Además de la estrategia de crecimiento vía adquisiciones que explica el alto apalancamiento reportado por Avatel, el grupo mantiene una estrategia de crecimiento orgánico basada en la incorporación de nuevas tarifas y servicios que permitan incrementar la facturación y resultados del grupo, así como la fidelización de clientes. Cabe destacar el desafío inherente a estas operaciones dado el elevado volumen de operadores y la complejidad de integrar todas las operaciones, sistemas, personas y gestión de las mismas en un corto periodo de tiempo, así como a la dispersión geográfica. No obstante, la amplia experiencia adquirida en los procesos de negociación e integración por parte de los gestores del grupo, así como la estrategia de integración y equipos de

trabajo dentro de Avatel posibilita la minimización gradual de este riesgo, no pudiendo descartarse en ningún momento que alguno de los riesgos y contingencias asociado a las operaciones corporativas pueda materializarse.

- **Neutra política ESG.**

Atendiendo a los datos ESG analizados y una vez aplicada la nueva metodología, desde EthiFinance Ratings se valoran las políticas ESG de Avatel Telecom como neutras (ESG score del grupo entre 1,5 y 3,5). Como resultado, el rating del grupo no se ve afectado por este driver.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Aumento de rentabilidad tras un proceso de fuerte crecimiento inorgánico.**

A cierre de 2023, Avatel Telecom registraba una facturación total de €259,7m, similar a la del ejercicio anterior. Además, hubo un ingreso de €55,9m (€30,1m en 2022) por trabajos realizados por el grupo para su activo así como por el acuerdo de comercialización de servicios de la gestión comercial. También se mantuvo estable el EBITDA (€90,7m en 2023 vs €91m en 2022) a pesar de haber sido un ejercicio complejo, con fuerte competencia en el sector. Si se excluyesen los gastos extraordinarios, €38m principalmente por la adquisición de operadores y plan de retención de personal clave, el EBITDA recurrente sería de €129,7m, un 18,3% superior al de 2022.

Hay que tomar en consideración que Avatel los gastos relativos al acuerdo con Elanta (IRU) como gasto financiero. Sin embargo, desde EthiFinance Ratings se considera que este gasto va asociado a la propia operativa del grupo por lo que el EBITDA ajustado sería de €58,9m (48,0m en 2022) y el EBITDA recurrente ajustado alcanzaría €97,9m a cierre 2023 (+47,2% YoY).

Como consecuencia de los gastos extraordinarios comentados anteriormente, el EBIT reportado cayó un 51,2% hasta €20,3m, dejando un margen del 7,8% vs 15,7% en 2022.

Por otro lado, destacan los ingresos financieros por €44m (€9,8m en 2022) que recogen un ajuste contable en la estimación de los acuerdos suscritos con Elanta (antigua Lyntia) y que no suponen una entrada de caja. Gracias a este ajuste, el resultado antes de impuestos fue de €19,0m frente a €2,9m del año anterior.

De cara a los próximos ejercicios el grupo estima continuar con la integración de operadores adquiridos así como continuar con el proceso de crecimiento inorgánico, mejorar sus ofertas convergentes y ajustar costes para mejorar su eficiencia y posición competitiva. Por ello, se estima que la evolución de ventas y EBITDA recurrente sea muy positivo en los próximos ejercicios.

Endeudamiento y Cobertura

- **Elevado apalancamiento financiero debido al fuerte proceso de expansión inorgánica.**

Como consecuencia de las numerosas adquisiciones de operadores locales realizadas en los últimos ejercicios, Avatel muestra unos elevados niveles de apalancamiento. No obstante, a cierre de 2023, la deuda financiera neta alcanzaba un total de €551m, un 20,6% inferior a la del ejercicio anterior y que si ajustamos del valor presente de la PUT del acuerdo con Elanta cuyo ejercicio sólo depende de Avatel, la deuda neta ajustada sería de €379,4m (€527,8m en 2022). A pesar de la notable reducción, sigue manteniendo niveles de endeudamiento elevados con un ratio DFN ajustado del valor de la PUT de Elanta/EBITDA reportado ajustado de los gastos por el acuerdo IRU de 6,4x (3,9x si se considera el EBITDA recurrente). Respecto al ratio FFO/NFD ajustada, también es muy limitado, de tan sólo un 12% en 2023 (10% en 2022).

Por otra parte, la cobertura de intereses es adecuada aunque se ha deteriorado por el aumento de gastos financieros en intereses por préstamos con entidades de crédito, con un ratio EBITDA reportado ajustado sobre gastos financieros (excluidos los intereses por el acuerdo IRU) de 4,4x (7,3x si consideramos el EBITDA recurrente ajustado). Debe tomarse en consideración que el grupo no realiza cobertura de tipo de interés por lo que se ve impactada por el incremento de tipos vivido en el último ejercicio.

Para los próximos ejercicios se espera una significativa mejora de estos ratios conforme el grupo vaya integrando todas las compras y aprovechando las sinergias y peso que ha ido ganando en el sector al tiempo que reduce su endeudamiento.

Análisis de Flujo de Caja

- **Negativa generación de caja libre a raíz de la activa política de adquisiciones.**

Debido a los gastos extraordinarios que está teniendo por el proceso de expansión inorgánica, la capacidad de generación de fondos del grupo es limitada. En 2023 Avatel obtuvo un FFO de €46,3m frente a €53,7m en 2022 ya que los resultados del grupo incluían unos ingresos financieros de €44m fruto del ajuste contable por actualización de la

deuda con Elantra (PUT) que no supone entrada de caja. En 2023 hubo fuertes salidas de caja en inversiones por la compra de 28 sociedades, así como por el despliegue de redes de fibra óptica dentro del programa Plan Único-banda ancha de 2021 y 2022. Todo ello condujo a un FCF deficitario en €63,3m. Para financiar estas inversiones, como en adquisiciones anteriores, Avatel ha vendido los derechos de uso de redes de los operadores que adquiría a un operador neutro lo que supone una entrada de caja adicional (€61,4m en 2023). Gracias a la adjudicación de los Planes Único Banda Ancha y Único 5G redes Backhaul, recibió €194m en subvenciones. Estos fondos le permitieron, además de financiar sus inversiones, amortizar pasivos financieros por €95m y cerrar el ejercicio 2023 con un incremento de caja de €47m hasta un total de €69,2m.

Capitalización

- **Baja capitalización debido a la naturaleza de su accionariado que se ve reforzada por la obtención de subvenciones públicas.**

La autonomía financiera se mantiene debilitada desde que en 2019 salió el accionista Andorra Telecom y se distribuyeron dividendos por €63m. Sus accionistas actuales tienen una capacidad limitada para aportar capital, lo que unido a un endeudamiento del grupo que ha aumentado de forma significativa tras las adquisiciones de otros operadores y los acuerdos firmados con el operador neutro Elanta para la compra de derechos de uso (IRU's) de sus redes de fibra óptica, ha llevado a que su patrimonio neto (€30,8m) represente tan sólo un 5% sobre la deuda total. Tras haber sido adjudicataria del Plan Único Banda Ancha en 2021, 2022 y 2023 y del Plan Único 5 G de 2023, cuenta con €291,5m en subvenciones de capital no reintegrables que refuerzan su patrimonio neto, resultando en un ratio PN/DFT del 52% (16,7% en 2022). A pesar de ello, desde EthiFinance Ratings señalamos como un riesgo la significativa dependencia de las subvenciones para el mantenimiento de los niveles de capitalización.

Liquidez

- **Liquidez ajustada y con una estrategia que demanda fuertes niveles de capital.**

A cierre de 2023, el grupo presentaba una adecuada posición de tesorería (€69,3m) que junto a la generación de caja operativa (€48,2m) y el saldo disponible del tramo revolving del sindicado le permiten afrontar el capex de mantenimiento y los vencimientos de deuda con entidades de crédito y arrendamientos a corto plazo (€51,4m). No obstante, debe tomarse en consideración que tanto la actividad como la estrategia enfocada a crecer de forma inorgánica demandan fuertes niveles de capital, que el grupo está consiguiendo gracias a los acuerdos con operadores neutros.

Modificadores

Controversias

- **Controversia sin efecto actual en la calificación.**

En los últimos ejercicios Avatel ha comprado 182 operadores locales sin haber llevado a cabo una reducción de plantilla por lo que el anuncio de despidos supone un reajuste de plantilla para evitar duplicidades y mejorar la eficiencia una vez integrados los operadores.

Riesgo País

- **No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante** y que por lo tanto tenga un impacto negativo en la calificación ya que la actividad del grupo se concentra en España.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. miles de EUR				
	FY21	FY22	FY23	23vs22
Facturación	190.921	265.228	259.688	-2,1%
EBITDA reportado ajustado ⁽¹⁾	36.079	47.955	58.919	22,9%
Margen EBITDA reportado ajustado ⁽¹⁾	18,9%	18,1%	22,7%	4,6pp
EBITDA recurrente ajustado ⁽¹⁾	56.453	66.494	97.912	47,2%
Margen EBITDA recurrente ajustado ⁽¹⁾	29,6%	25,1%	37,7%	12,6pp
EBIT	37.169	41.695	20.340	-51,2%
Margen EBIT	19,5%	15,7%	7,8%	-7,9pp
EBIT ajustado ⁽¹⁾	14.528	-1.371	-11.443	-734,6%
Margen EBIT ajustado ⁽¹⁾	7,6%	-0,5%	-4,4%	-3,9pp
EBT	9.430	2.883	18.980	558,3%
Total Activo	910.129	1.054.702	1.254.642	19,0%
Patrimonio Neto ⁽²⁾	41.589	120.009	322.330	168,6%
Deuda Financiera Total	625.720	720.378	620.453	-13,9%
Deuda Financiera Neta	541.514	694.636	551.232	-20,6%
Deuda Financiera Total ajustada ⁽³⁾	433.249	553.536	448.632	-19,0%
Deuda Financiera Neta ajustada ⁽³⁾	349.043	527.794	379.411	-28,1%
PN ⁽²⁾ /DFT ajustada ⁽³⁾	9,6%	21,7%	71,8%	50,2pp
DFN ajustada ⁽³⁾ /EBITDA reportado ajustado ⁽¹⁾	9,7x	11,0x	6,4x	-4,6x
DFN ajustada ⁽³⁾ /EBITDA recurrente ajustado ⁽¹⁾	6,2x	7,9x	3,9x	-4,1x
Adj Funds From Operations	23.124	53.723	46.265	-13,9%
FFO/DFN ajustada ⁽³⁾	6,6%	10,2%	12,2%	2,0pp
EBITDA reportado ajustado ⁽¹⁾ /Intereses ajustados ⁽⁴⁾	7,0x	8,6x	4,4x	-4,2x
EBITDA recurrente ajustado ⁽¹⁾ /Intereses ajustados ⁽⁴⁾	10,9x	11,9x	7,3x	-4,7x

⁽¹⁾ Se ajustan los gastos relativos al acuerdo IRU firmado con Lyntia recogidos por la compañía como gastos financieros ⁽²⁾ Incluye subvenciones de capital no reintegrables ⁽³⁾ Deuda financiera ajustada del valor de la PUT de Lyntia. ⁽⁴⁾ Gastos financieros excluyendo los relativos al acuerdo con Lyntia.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>A</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Neutro</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>B+</i>
<i>Governance</i>	<i>B+</i>
Perfil Financiero	B+
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>B+</i>
<i>Solvencia</i>	<i>BB</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Neutro</i>
Anchor Rating	BB-
<i>Modificadores</i>	<i>n.a.</i>
Rating	BB-

Análisis Sensibilidad

- **Factores positivos en el largo plazo (↑)**

Reducción del endeudamiento (DFN ajustada/EBITDA reportado ajustado menor a 5,0x en promedio, FFO/DFN ajustada > 20% en promedio), mejora de la autonomía financiera (PN/DFT > 70% en promedio) o entrada de nuevos socios con capacidad para apoyar financieramente al grupo.

- **Factores negativos en el largo plazo (↓)**

Deterioro del ratio DFN ajustada/EBITDA reportado ajustado (superior a 7,0x en promedio), FFO ajustado/DFN ajustada inferior al 5% y PN excluidas subvenciones/DFT inferior al 5%, ratio de liquidez inferior a 1x. Deterioro de métricas ESG.

Sources of information

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

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

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

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
- 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