

ISSUER RATING  
ShortTermINSTRUMENT RATING  
NeuCPInitiation date 01/12/2022  
Rating Date 30/09/2025

## Contacts

### Lead analyst

Anne Guy  
anne.guy@ethifinance.com

### Committee chair

Marc Pierron  
marc.pierron@ethifinance.com

## Action de notation et justification

- EthiFinance Ratings confirme la notation de crédit court-terme EF1+ attribuée à Deux Fleuves Rhône Habitat, anciennement l'OPAC du Rhône, (« DFRH », « l'OPH » ou « l'organisme » dans ce rapport). Le programme de NEU CP de €150m de Deux Fleuves Rhône Habitat bénéficie également d'une notation EF1+.
- La très bonne notation s'explique par le cadre réglementaire structuré et très favorable dont bénéficient les bailleurs sociaux en France. La politique financière prudente de Deux Fleuves Rhône Habitat lui permet d'afficher un bon niveau de profitabilité au sein de son secteur et de dégager une trésorerie satisfaisante qui lui a permis de continuer à investir dans un contexte de hausse des coûts (taux d'intérêts et coûts de construction principalement). La baisse des taux d'intérêts sera favorable à l'OPH. Enfin, le soutien exceptionnel attendu de l'Etat français en cas de difficultés sectorielles, est jugé comme très fort, ce qui impacte favorablement notre notation. Néanmoins, une dégradation de la qualité de crédit de la France à A impacterait notre appréciation de la capacité du soutien de l'Etat, et par extension la notation court-terme de Deux Fleuve Rhône Habitat.
- En revanche, la notation demeure contrainte par la taille limitée du parc de Deux Fleuves Rhône Habitat avec environ 12 000 logements. En outre, les indicateurs locatifs comme le taux d'impayés et la vacance commerciale se trouvent à des niveaux moyens et se sont détériorés en 2024. Les ratios de crédit restent également dégradés compte tenu de son activité. Le levier net ajusté tel que calculé par EthiFinance Ratings était de 14.4x à fin 2024. Il devrait augmenter sur notre période de projection (2025-2027) compte tenu du plan d'investissement important, notamment pour la rénovation énergétique du parc.

## Description de l'émetteur

Deux Fleuves Rhône Habitat (anciennement l'OPAC du Rhône) gère un parc immobilier de plus de 12 000 logements dont 99.8% de logements conventionnés. Deux Fleuves Rhône Habitat possède le statut d'office public de l'habitat (« OPH ») et est le premier bailleur social du département du Rhône, sa collectivité territoriale de rattachement.

Pour rappel, Deux Fleuves Rhône Habitat a été séparé en 2016 de l'OPH de la Métropole de Lyon (Lyon Métropole Habitat), compte tenu de la scission entre le département du Rhône et Lyon Métropole. Depuis 2021, l'OPH s'est rapproché de Loire Habitat pour former le Groupe Deux Fleuves, par le biais d'une société anonyme de coordination (SAC) « Au fil des Deux Fleuves », dont les organismes sont actionnaires. Les deux organismes restent indépendants financièrement, en particulier en ce qui concerne leurs activités opérationnelles. Notre analyse repose donc uniquement sur les comptes sociaux de DFRH, ceux de la SAC n'ayant pas d'impact sur notre appréciation de DFRH.

En 2024, le chiffre d'affaires de l'OPH s'élevait à €79.8m pour un EBITDA ajusté d'environ €32.2m. Le ratio de dette nette ajustée sur EBITDA s'élevait à 14.4x, et celui de dette nette ajustée sur immobilisations corporelles à 56%.

## Fondamentaux

### Profil d'activité

#### Cadre institutionnel et réglementaire du logement social

- Une activité réglementée qui bénéficie du soutien de l'Etat

Notre notation tient compte du soutien important pouvant être apporté par l'Etat. Le secteur bénéficie d'un environnement favorable soutenu par une réglementation et un environnement institutionnel de longue date. L'activité des bailleurs sociaux est fortement règlementée et s'appuie sur des financements publics à des conditions avantageuses. Elle repose également sur des mesures d'aides au logement venant renforcer la solvabilité des locataires. A cet effet, environ un tiers des recettes locatives proviennent des APL (aides personnelles au logement) qui sont directement perçues par les bailleurs sociaux. Le cadre institutionnel français, inchangé, nous semble solide puisque celui-ci repose sur un financement principalement via le Fonds d'Epargne de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), permettant une identification et une supervision du risque. Les collectivités locales jouent également un rôle majeur en venant apporter leurs garanties aux prêts accordés par la CDC. En cas de difficultés financières, la CGLLS (Caisse de Garantie du Logement Locatif Social) peut intervenir pour apporter son expérience, des ressources mais aussi faciliter le processus. Son intervention reste néanmoins à ce jour très rare dans le secteur. En outre, le secteur est sous la supervision d'un organisme indépendant, l'ANCOLS. Le secteur est un outil au cœur de la redistribution des richesses et contribue aussi à la stabilité du système social français.

En revanche, la situation économique française s'est dégradée ces dernières années, avec notamment une forte augmentation du déficit public qui atteint 5.8% du PIB en 2024 (contre un objectif de 3%). Les dépenses de l'Etat sont

actuellement sous pression afin de contenir ce déficit et pourraient peser sur les mesures de soutien au logement social. La notation de la France a notamment été dégradée mi-septembre à A+ par l'agence Fitch.

Par ailleurs, les acteurs du logement social pourraient être impactés à court-terme par un ralentissement de l'octroi de permis des villes compte tenu des élections municipales prévues en mars 2026.

- **Un secteur qui sort d'une période de hausse des coûts avec des fondamentaux solides et une demande forte**

Le secteur du logement social en France a été impacté, comme l'ensemble du secteur immobilier, par l'inflation à la fois des coûts de construction et des coûts de financement ces dernières années. Sur la période 2020-2023, les coûts de construction des logements sociaux ont progressé de 7.2%/an en moyenne (Indice des coûts de construction - INSEE) alors que les loyers n'ont progressé que de 2.0%/an en moyenne sur la même période, notamment en raison du plafonnement de l'IRL. Par ailleurs, le taux du livret A, dont la formule de calcul est basée sur l'inflation, a fortement augmenté à partir de février 2022. En effet, ce dernier est passé de 0.5% (son taux plancher) à 1% en février 2022, puis 2% en août 2022 avant d'atteindre 3% en février 2023, niveau auquel il a été maintenu jusqu'en février 2025.

Malgré le contexte, la situation des bailleurs sociaux est restée globalement bonne. D'après l'ANCOLS, 93% des bailleurs sociaux avaient une situation financière solide à fin 2023, disposant de fonds de roulement à terminaison ou d'une marge de manœuvre d'endettement. Par ailleurs, compte tenu de la baisse du taux du livret A, passé de 3% à 2.4% en février 2025 puis 1.7% en août 2025, alors que l'IRL a permis une hausse pérenne des loyers (3.6% en 2023 et 3.5% en 2024), l'impact de la hausse des taux d'intérêts sera neutralisé à moyen terme pour les bailleurs sociaux.

Il n'en demeure pas moins que les objectifs du secteur restent ambitieux. La pénurie de logements sociaux continue de s'accroître avec un taux de vacance au plus bas (2.3% de vacance commerciale en 2023), un taux de rotation très faible (8.1% en 2023 vs 9.5% en 2019), alors que 3 millions de foyers sont en attente d'un logement social pour un parc de 5.4 millions de logements. En février 2025, le gouvernement français, avec les acteurs du HLM, ont ainsi acté d'un nouvel objectif de construction de logements sociaux de 100 000 logements pour 2025. Sur la période 2020-2024, le nombre de logements sociaux mis en service par an a été de seulement 72 000 environ. Cet objectif ambitieux est supporté par la baisse de la Réduction de Loyer de Solidarité (RLS) de €1.3mds à €1.1mds, validée par la Loi de finances 2025 et effective depuis mai, le rétablissement du prêt à taux zéro (PTZ), et de la baisse du taux du livret A. Des mesures pour faciliter la mobilisation du foncier et les contraintes réglementaires doivent également accompagner ces dispositions financières.

En complément, le gouvernement prévoit un objectif de rénovations énergétiques de 120 000 à 130 000 logements sociaux en 2025, en ligne avec le volume de rénovations réalisées ces dernières années pendant la période d'inflation. Ces investissements s'inscrivent, à moyen terme, dans le cadre de la loi Climat et résilience, qui vise à éradiquer les passoires thermiques du parc locatif. A noter que la performance énergétique des logements sociaux est très bonne, avec seulement 7.4% de passoires thermiques en janvier 2024 dans le parc de logements sociaux (logements classés F et G), contre 15.6% pour l'ensemble des logements français. A plus long terme, la Stratégie Nationale Bas Carbone (SNBC), feuille de route de la France pour atteindre la neutralité carbone à horizon 2050, implique pour les bailleurs sociaux que presque l'intégralité de leurs logements soient classés A ou B d'un point de vue énergétique et environnemental. L'atteinte de cet objectif très ambitieux semble aujourd'hui difficile, notamment si les bailleurs sociaux poursuivent leurs efforts de développement du parc.

Au global, nous nous attendons ainsi à un retour progressif des investissements de développement qui avaient été ralentis ces dernières, alors que les investissements de rénovation devraient rester importants.

#### Attractivité du portefeuille

- **Répartition géographique du portefeuille**

Le portefeuille de logements de l'OPH se situe principalement dans le département du Rhône à l'exclusion de la métropole de Lyon. Il bénéficie d'une attractivité plutôt bonne grâce à la métropole de Lyon. Néanmoins, l'attractivité du parc est disparate avec environ 1/3 des logements situés en zones détendues (classification C) alors que le reste est situé en zones attractives (classification B1 principalement).

Le département du Rhône présente une bonne croissance démographique liée à la périurbanisation et à l'attraction de l'agglomération lyonnaise. En lien avec sa stratégie, le développement de Deux Fleuves Rhône Habitat devrait se poursuivre principalement dans les zones attractives, compte tenu des besoins en logements sociaux de ces territoires.

- **Performance énergétique du portefeuille**

Deux Fleuves Rhône Habitat bénéficie d'une proportion de logements énergivores (classés E, F ou G) plutôt satisfaisante, avec environ seulement 22% de son portefeuille de logements (hors foyers) classés E, F ou G. La part des logements notés G et F, et dont la location n'est plus possible respectivement depuis 2025 et à partir de 2028, représente respectivement 0.6% et 4.8% du parc de l'OPH. Par ailleurs, Deux Fleuves Rhône Habitat mène une politique d'investissement soutenue en matière de performance énergétique et a maintenu son enveloppe

d'investissement malgré le contexte de hausse des taux et de hausse des coûts de construction alors que les constructions ont été revues à la baisse. Il prévoit ainsi d'investir c. €25m / an dans son plan moyen terme (PMT) à 10 ans.

### Risques locatifs

- **Une vacance commerciale à plus de 3 mois limitée**

La vacance commerciale à plus de 3 mois s'est dégradée à 1.81% en 2024 (vs 0.98% à fin 2023), niveau qui reste cependant bon. Néanmoins, la vacance technique reste élevée (4.95% à fin 2024) en raison des démolitions à venir dans des zones qualifiées de quartiers prioritaires de la politique de la ville et dans des zones plus détendues.

- **Un taux d'impayés qui s'est dégradé, mais qui reste satisfaisant**

Le taux d'impayés, tel que calculé par EthiFinance Ratings, s'est de nouveau détérioré en 2024 à 1.88% (vs 1.56% en 2023). Cette hausse du risque d'impayés s'explique par la hausse des provisions sur créances des locataires dans un contexte marqué par l'inflation et la hausse des coûts de l'énergie.

### Gouvernance et politique financière

La gouvernance est conforme au Code de la construction et de l'habitat, auquel est soumis Deux Fleuves Rhône Habitat étant donné son statut d'OPH. Le conseil d'administration est composé de 26 membres représentant à la fois le département du Rhône, le logement social et les locataires.

En termes de politique financière, l'OPH avait revu à la baisse son plan d'investissement en fin d'année 2023 suite à la mise à jour de son plan moyen terme (PMT) à 10 ans avec notamment une baisse importante du développement. En revanche, les investissements de rénovation et de réhabilitation avaient été augmentés (c. 8%). Dans son nouveau PMT, mis à jour en fin d'année 2024 pour la période 2024-2033, l'OPH a maintenu cette trajectoire : les développements ont baissé de c. 5% en montant alors que les rénovations ont augmenté de 18%. L'OPH veut notamment éradiquer les logements classés E. Concernant le financement de son plan d'investissement, les cessions devraient en partie contribuer au financement mais dans une proportion qui nous jugeons prudente (environ 8% des investissements de développement et de maintenance). L'OPH prévoit de financer une part importante des investissements sur fonds propres, c. 1/3 des investissements ce qui équivaut à la totalité des investissements de rénovation.

La croissance du parc sera modérée sur la période du PMT (2024-2033) compte tenu du programme de démolitions important jusqu'en 2029. La génération de trésorerie est bonne mais a été impactée par la hausse des charges financières. Elle devrait s'améliorer à partir de 2026 grâce à la baisse du taux du livret A. L'endettement est important, avec un levier net ajusté de 14.4x à fin 2024 et qui devrait se dégrader sur notre période de projections. En effet, selon le PMT mis à jour en octobre 2024, le ratio de levier net devrait connaître un pic sur les exercices 2025-2027 (entre 15.0x et 16.0x) avant de redescendre progressivement. Ce levier élevé s'explique par la nature du secteur ainsi que par le programme d'investissements en cours tandis que la rentabilité reste limitée. Cependant, ce niveau de levier nous semble atténué par la présence de financements longs accordés par la CDC.

Deux Fleuve Rhône Habitat, comme l'ensemble des bailleurs sociaux, a subi la hausse des taux d'intérêt (en particulier l'augmentation du taux du livret A) ces dernières années. Le groupe n'a pas recours à des instruments de couverture de sa dette. La baisse du taux du livret A sera favorable au groupe dont les charges d'intérêts devraient baisser.

Deux Fleuves Rhône Habitat s'est rapproché de son voisin Loire Habitat, via la société anonyme de coordination « Au fil des 2 fleuves » en 2021. Les deux OPH, de taille similaire, ont depuis formé le groupe Deux Fleuves pour générer des synergies (fonctions supports, harmonisation informatique, centre d'appel commun notamment) et faire bénéficier mutuellement des compétences propres développées par chacun des organismes. A compter de 2025, ce rapprochement va s'accélérer sur le volet opérationnel avec la création d'une ESH dédiée à l'activité senior. Cela va se traduire par un apport partiel d'actif de la part des deux OPH. Les deux établissements restent néanmoins rattachés à leurs conseils départementaux respectifs et gardent leur indépendance sur leurs activités opérationnelles. Au niveau financier, les deux OPH ne sont pas solidaires l'un vis-à-vis de l'autre et chaque OPH se doit de respecter des ratios financiers actés dans le pacte d'actionnaire (taux d'autofinancement net, taux d'annuité de la dette et potentiel financier à terminaison).

## Profil financier

### Résultats et rentabilité

En 2024, le chiffre d'affaires de Deux Fleuve Rhône Habitat était en hausse 16.9% à €79.8m (vs €68.2m en 2023) dont €7.1m de hausse liée aux produits des refacturations à la SAC. Hors impact de la SAC, les recettes locatives ont progressé de 4.6% compte tenu de la hausse des loyers liée à l'IRL (3.26% appliqué par l'OPH en 2024) et dans une moindre mesure du développement du parc. L'EBITDA ajusté (avant financement du parc) est resté globalement stable

sur l'exercice, passant de €31m en 2023 à €32m en 2024. En revanche, la marge d'EBITDA ajustée (avant financement du parc) était en baisse à 40.3% (vs 45.4% en 2023) en raison d'une hausse des autres charges dont une partie est liée au groupe Deux Fleuves, et d'une baisse des autres produits.

Sur notre période de projection, hors refacturations à la SAC, nous nous attendons à une légère hausse des recettes locatives, principalement liées à l'IRL et la baisse de la vacance alors que le parc devrait rester stable compte tenu des démolitions importantes attendues sur 2025 et 2026. Concernant la profitabilité, elle devrait rester au niveau actuel.

## Génération de trésorerie et levier

La capacité d'autofinancement est restée globalement stable à €20m (vs €21m en 2023) avec un niveau de charges financières qui restent élevées (€17m) compte tenu du taux du livret A (3% sur l'exercice). Les investissements étaient en hausse à €58m (vs €44m en 2023) et étaient liés à hauteur de €45m à la production de logements neufs (logements sociaux et logements intermédiaires) et à hauteur de €13m aux réhabilitations. Ils ont été financés majoritairement par les fonds propres de l'OPH (c. 60%), par recours à l'emprunt (c. 25%) et le solde par les cessions et les subventions. La trésorerie a ainsi fortement baissé sur l'exercice. Cependant, l'endettement est resté globalement stable, avec un levier net ajusté de 14.4x à fin 2024 (vs 14.0x à fin 2023).

Nous nous attendons à ce que la capacité d'autofinancement de DFRH s'améliore à partir de 2026 compte tenu de la baisse charges financières. En revanche, le levier net ajusté devrait se détériorer sur notre période de projection, les investissements prévus en réhabilitations et nouveaux logements étant significatifs (supérieurs à €55m / an).

## Capitalisation

La majorité de la dette de Deux Fleuves Rhône Habitat est contractée auprès de la CDC via l'allocation de l'épargne réglementée provenant du fonds d'épargne (c. 81% de la dette brute), et est indexée sur le taux du livret A. Il n'y a pas d'emprunts faisant l'objet d'opération de couverture. A fin 2020, Deux Fleuves Rhône Habitat a émis un placement privé de type emprunt obligataire (non subordonné) amortissable de €10m avec une durée de 50 ans auprès d'investisseurs institutionnels. En 2021 et en 2022, l'OPH a également émis €32m de titres participatifs auprès de la Banque des Territoires et d'Action Logement. Ces émissions ont pour but le financement des projets de rénovation énergétique de l'OPH. Ces titres constituent des engagements inconditionnels, non assortis de sûretés et subordonnés. Ils sont comptabilisés comme des fonds propres par l'OPH mais ajustés en dette par EthiFinance Ratings.

Deux Fleuves Rhône Habitat ne bénéficiait pas de lignes de crédit non-tirées à fin 2024. Par ailleurs, nous comprenons de nos discussions avec l'émetteur, qu'aucun emprunt n'est sujet à des covenants financiers.

## Liquidité

Conformément à notre méthodologie, nous estimons que DFRH possède une liquidité « supérieure » compte tenu de la trésorerie disponible au bilan qui permet de couvrir une partie du plan de développement. La liquidité est également confortée par le bon profil de refinancement, avec notamment l'accès aux financements réglementés de la CDC.

## Perspectives d'évolution des ratios de crédit (CMEÉ)

Notre perspective d'évolution des ratios de crédit (CMEÉ) est Stable. Nous considérons que les ratios de crédit ne devraient pas changer significativement dans les 12 prochains mois.

## Principaux chiffres financiers

Principaux chiffres financiers (€m)	FY22	FY23	FY24	24vs23
Recettes locatives nettes et promotion	64	68	80	16,9%
EBITDA Ajusté	31	31	32	3,9%
Marge d'EBITDA	48%	45%	40%	-5,1pp
EBIT Ajusté	10	9	9	0,9%
Marge d'EBIT	16%	13%	11%	-1,8pp
Charges financières	(9)	(15)	(17)	11,4%
Dette nette ajustée (DNA)	411	432	462	7,0%
DNA / EBITDA ajusté	13,4x	14,0x	14,4x	0,4x
Capacité d'autofinancement (CAF)	26	21	20	-2,4%
CAF / DNA	6,2%	4,8%	4,3%	-0,4pp
DNA / Fonds propres ajustés	125%	130%	138%	8,0pp
Logements (foyers inclus)	13 231	13 323	13 420	0,7%

## 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 (↑)**

Deux Fleuves Rhône Habitat bénéficie déjà de la plus haute notation court-terme.

- **Facteurs négatifs (↓)**

Une dégradation de la notation de Deux Fleuves Rhône Habitat à EF1 résulterait à la fois d'une dégradation de l'environnement de marché avec une régulation moins favorable, un système institutionnel moins structuré, ou une baisse de la qualité de crédit du souverain, combiné à une dégradation du profil financier du groupe. En particulier, une baisse de la qualité de crédit du souverain à A alors qu'à court terme, le profil financier du groupe est contraint par une génération de trésorerie limitée dans un contexte d'investissements soutenus, pourrait entraîner une dégradation de la notation de Deux Fleuves Rhône Habitat.

## 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 - Social Housing : [https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_193\\_V1.Corporate\\_Rating\\_Methodology\\_Social\\_Housing.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_193_V1.Corporate_Rating_Methodology_Social_Housing.pdf)
  - 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](http://www.ethifinance.com) shall be considered as a User.

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

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