

ISSUER RATING  
Long termOUTLOOK  
EvolvingInitiation date 14/06/2023  
Rating Date 22/07/2024

## Contacts

### Lead analyst

Claudia Berrios  
claudia.berrios@ethifinance.com

### Committee chair

Thomas Dilasser  
thomas.dilasser@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings sube la calificación de Visalia Energía S.L, pasando de “BB+” a “BBB-“, cambiando la tendencia de “Positiva” a “Evolving”.
- La subida del rating se fundamenta principalmente en una optimización del perfil financiero del grupo a raíz de la entrada de €45m vía préstamo subordinado convertible en acciones formalizado con los actuales accionistas. La conversión del mismo es a potestad de ambas partes, señalando la compañía su determinación en llevar a cabo esta conversión. Un cambio de opinión en el futuro respecto a esta decisión determinaría una revisión de rating que potencialmente justificaría una bajada del mismo. Además de ello, se destaca la mejora de la diversificación de negocio del grupo, tras la integración del grupo Serosense que le ha permitido entrar en el negocio de distribución y telecomunicaciones. Estos cambios han permitido compensar una cobertura de intereses que se ha visto deteriorada durante el 2023 y a futuro en nuestras proyecciones.
- La compañía está explorando distintas vías que le permitan potenciar el crecimiento del grupo, las cuales pueden incluir una combinación entre ampliación de capital (€100m, adicional a los €45m del préstamo convertible en acciones cuya conversión se efectuaría previsiblemente entre 2025-2026) y una emisión de bonos en MARF de entre €30-€50m. Todo ello con el objetivo de refinanciar la deuda existente, financiar las necesidades de working capital y realizar distintas inversiones (operaciones de M&A, potenciar el negocio de la distribución de energía, proyectos fotovoltaicos de mayor escala, entre otros). Estas operaciones no se encuentran incluidas a nivel de proyecciones dada la elevada incertidumbre en cuanto al timing, volumen y distribución de los fondos. En este sentido, tanto la formalización de estas operaciones como la distribución de los fondos entrantes se consideran elementos claves que determinarán el futuro perfil financiero de la compañía y su correspondiente calificación, lo cual deriva en un cambio de tendencia de ‘Positiva’ a ‘Evolving’. Una vez se completen las citadas operaciones se llevará a cabo una revisión de la calificación actual.
- El rating se apoya en el buen perfil financiero del grupo caracterizado por un bajo nivel de apalancamiento (DFN/EBITDA <1,5x y FFO/DFN ~50% en promedio) y un excelente nivel de autonomía financiera (PN/DFT~175% en promedio, en base a la estimada capitalización del préstamo convertible en acciones otorgado en 2024 por un monto total de €45m). Además, el grupo mantiene fuertes ventajas competitivas (acuerdo de aprovisionamiento con Shell y PPAs).
- Por otro lado, la calificación se ve limitada por las características propias del sector (bajos niveles de rentabilidad) y el tamaño actual de la empresa. Además, la empresa mantiene una débil cobertura de intereses (EBITDA/intereses <4,5x en promedio).
- Según nuestra metodología, el sector energético presenta un riesgo ESG alto (sector heatmap score entre 4,0 y 5,0) dado el impacto climatológico relevante sobre los recursos naturales y la biodiversidad. Sin embargo, consideramos que el subsector de comercialización de energía tiene un impacto sensiblemente inferior (sector heatmap score entre 2,0 y 3,0). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por consideraciones relacionadas con la industria. En cuanto al análisis de ESG de la empresa, cabe destacar que las políticas del grupo se consideran adecuadas (puntuación ESG entre 1,5 y 3,5), teniendo esto un efecto neutro en la calificación.

## Descripción de la Compañía

La actividad de Visalia Energía, S.L y sus sociedades dependientes (en adelante ‘Visalia, ‘la compañía’ o ‘el grupo’) se enmarca en el sector energético, identificándose como un grupo independiente que se focaliza en los negocios de comercialización de energía (electricidad y gas), distribución (electricidad), telecomunicaciones (internet de banda ancha, telefonía fija, móvil y contenidos de TV) así como en el desarrollo, construcción, mantenimiento y explotación de instalaciones solares fotovoltaicas de generación de energía eléctrica. Al cierre del ejercicio 2023, el grupo presentó una cifra de negocio de €233,1m con un EBITDA ajustado de €19,6m y un margen EBITDA del 8,4%. El ratio DFN/EBITDA ajustado se situó en 2,7x.

## Limitaciones

- No se tiene visibilidad sobre las potenciales operaciones de inversión y su correspondiente financiación, lo que puede modificar el perfil financiero del grupo significativamente y por consiguiente el rating actual.

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- **Sector maduro caracterizado por reducidos niveles de rentabilidad, positivas perspectivas a largo plazo y barreras de entrada medias.**

Grupo Visalia desarrolla su actividad principalmente en el sector energético en la comercialización de energía eléctrica y gas en España. La electricidad y el gas son productos commodity, siendo un mercado altamente competitivo y presentando una elevada rotación de clientes (alto churn rate), lo cual se evidencia en reducidos márgenes de rentabilidad (margen EBIT entre 2% y 6%). Por su parte, la volatilidad asociada se considera media, estando marcada por la evolución del precio de la electricidad/gas natural comercializado y la capacidad de las empresas para formalizar contratos de PPAs de aprovisionamiento de energía, acuerdos de tutelaje, entre otros. Las barreras de entrada del sector se consideran medias, principalmente asociadas a los niveles de inversión en working capital, el know-how y el grado de integración vertical requerido de cara a ser competitivo, así como la elevada regulación existente. Adicionalmente, existen altas necesidades de capital circulante asociadas a la actividad de comercialización dado el desfase existente entre la compra de la energía ante la OMIE y el cobro a los clientes (pago al contado/7 días vs cobro a 30/60 días). La industria, en su conjunto, ofrece unas perspectivas a largo plazo favorables, que pivotarán sobre las energías renovables.

- **El sector tiene una exposición a ESG neutra.**

El sector energético tiene una exposición alta en materia de ESG (sector heatmap entre 4,0 y 5,0), caracterizado por tener un impacto climatológico relevante sobre los recursos naturales y la biodiversidad. Los precios de la energía son altamente volátiles, teniendo un impacto financiero relevante en todas las industrias. La energía tiene un impacto igualmente significativo en las naciones y comunidades, ya que es un factor absolutamente clave para la estabilidad social y el desarrollo económico. En materia de regulación, los gobiernos tienden a endurecer sus políticas con el objetivo de garantizar el suministro de energía pudiendo afectar financieramente a la industria con restricciones o fuertes impuestos.

Aunque el subsector de comercialización de energía juega un papel relevante en la cadena de valor, consideramos que, por la naturaleza de su actividad, la misma tiene un impacto significativamente inferior en comparación con aquellas industrias relacionadas con la generación, transporte y distribución de la energía. Consecuentemente, se considera una exposición neutra (sector heatmap entre 2,0 y 3,0). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por consideraciones relacionadas con la industria.

#### Posicionamiento Competitivo

- **Fuerte posicionamiento competitivo derivado de las capacidades del Grupo Visalia en la gestión de la compraventa de energía.**

La existencia del acuerdo marco de aprovisionamiento de energía con Shell permite al grupo garantizar el suministro y acceso a una variedad mucho más amplia de productos de gas y electricidad, suponiendo tres grandes ventajas: acceso a un mayor número de índices de referencia, precios fijos y a largo plazo, y pleno acceso a coberturas financieras y SWAPs. Consecuentemente, el acuerdo evita que el grupo bloquee una gran cantidad de efectivo destinado a garantías (OMIE y coberturas) ya que estas serán proporcionadas directamente por Shell, lo cual se consolida como una ventaja competitiva de cara a ofrecer a los clientes soluciones de suministro estables a precios competitivos a la vez que libera mayor cantidad de recursos (working capital), potenciando de esta manera la capacidad de crecimiento del grupo. De igual forma, se destaca la capacidad del grupo para el cierre de PPAs con distintos productores lo cual permite estabilizar el precio medio de adquisición de la energía (palanca clave de rentabilidad del grupo a futuro).

- **Buena diversificación lo cual favorece la venta cruzada.**

Aunque las ventas por comercialización de energía eléctrica y gas se mantienen como la principal fuente de ingresos (c90% sobre el total), la integración de compañías ha permitido mejorar y diferenciar significativamente la propuesta de valor del Grupo Visalia, al contar con una mayor diversificación que incluye todos los subsegmentos del mercado (electricidad, gas y gasóleo) y que es complementada con servicios en telecomunicaciones (telefonía fija, móvil, fibra y TV), favoreciendo las capacidades de venta cruzada sobre la cartera existente y siendo capaz de ofrecer al cliente particular una tarifa que incorpora luz, gas, fibra y móvil. Se destaca la integración vertical del grupo a través de la entrada en el negocio de distribución de energía, así como la expansión hacia Portugal, con la creación de una joint venture con un partner comercial que ya tiene presencia en ese mercado. En relación con la composición de la cartera de clientes, se estima que el grupo tiene un volumen agregado de 107K clientes. Las comunidades de propietarios y las pymes se establecen como principal mercado objetivo, representando c95% de la energía suministrada.

### Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Elevado soporte financiero vía el accionista principal.**

La estructura de propiedad del Grupo Visalia se encuentra principalmente concentrada en Greenmont Energy, S.L con el 64,66% del capital social y el socio Abergarpa Inversiones S.L (25,34%). A pesar de que la estructura accionarial se encuentra primordialmente representada por un fondo de inversión estadounidense, se destaca su orientación hacia la permanencia en el largo plazo, así como su compromiso en la expansión del grupo de comercializadoras que forman parte del grupo, evidenciado en el apoyo financiero vía la capitalización del préstamo existente por un monto de €10m y la formalización de un préstamo convertible subordinado por un total de €45m en el 1S 2024, del cual la empresa ha confirmado la eventual capitalización del mismo entre 2025-2026.

- **Política financiera marcada por el controlado endeudamiento.**

Aunque se observa presencia del accionariado en la gestión diaria (Pablo Abejas, accionista de Abegarpa Inversiones S.L y consejero delegado) consideramos que el equipo directivo es cualificado, con extensa trayectoria profesional especialmente en el desarrollo y manejo de compañías energéticas independientes. La política financiera está caracterizada por un nivel de apalancamiento controlado (DFN/EBITDA ajustado de <1,5x en promedio) y un nivel de autonomía financiera satisfactorio (PN/DFT ajustado ~175%).

- **Neutra política ESG a nivel compañía.**

La puntuación de la compañía en términos de ESG es neutra (puntuación de 2,0). Se considera que los riesgos relacionados con ESG podrían aumentar y aún no se tienen plenamente en cuenta, aumentando la probabilidad de aparición de un problema que podría afectar moderadamente a los ingresos, los resultados, los flujos de caja, el valor de los activos o la reputación. Sin embargo, el impacto seguiría siendo manejable o es poco probable que se produzcan problemas a corto o medio plazo (hasta 5 años). Se destaca las estrategias del Grupo Visalia en materia medioambiental, con niveles favorables de consumo de energía y existencia de certificaciones externas (ISO 14001) en la mayoría de las empresas que conforman el grupo.

### Perfil Financiero

#### Ventas y Rentabilidad

- **Evolución de las ventas marcada por el precio de la energía.**

Las ventas consolidadas alcanzaron un total de €233,1m en 2023, reflejando 12 meses de las empresas adquiridas en el 2022: Syder Comercializadora Verde S.L y Servigas s. XXI, S.A. En base a cuentas agregadas 2022, la reducción en ventas es del 39,2% explicado principalmente por la caída en el precio de la energía en 2023 vs 2022 (precio total promedio de €99,4/MWh vs €204,3/MWh en 2022). El margen EBITDA se situó en 8,4% (-2,7p vs 2022), en base a un contexto de precios de energía más bajos. El incremento de los costes financieros en un contexto de tipos elevados y una exposición relevante al riesgo de interés se ve reflejado en unos gastos financieros que se situaron en €5,7m (+46,4% interanual), penalizando significativamente la cuenta de resultados y llevando a un resultado antes de impuesto de €3,5m. De cara a los próximos ejercicios, la empresa estima una cifra de ventas relativamente estable, cercana a los €230m marcada por la normalización en el precio de la energía, aunque con la evolución favorable del margen EBITDA (en torno al 12% en media) al combinar mayor rentabilidad vía mejora del precio medio de compra al ir incorporando nuevos PPAs a precios más competitivos y eficiencias operativas.

#### Endeudamiento y Cobertura

- **Endeudamiento controlado a pesar del crecimiento inorgánico del grupo, lo que mitiga la débil cobertura de intereses.**

El incremento de la deuda financiera neta ajustada (+10,9% interanual) responde a la reducción del efectivo y equivalentes (40,1% interanual) derivado de la disminución de los flujos operativos procedente de operaciones. Lo que, junto a la reducción del EBITDA ajustado, llevo al deterioro del ratio de apalancamiento (DFN/EBITDA ajustado de 2,7x, +0,8x vs 2022), aunque aún en niveles adecuados. Por su parte, la cobertura de intereses disminuyó notablemente hasta un 3,4x (vs 6,6x vs 2022). Esta limitada cobertura de intereses se explica por los altos tipos al que tiene formalizada la deuda. Desde EthiFinance Ratings estimamos una reducción de la DFN en base a dos operaciones completadas en el 1S de 2024: i) capitalización del préstamo a CP con el accionista principal por €10m y ii) formalización de un nuevo préstamo subordinado convertible en acciones por €45m con el accionista principal, el cual reclasifica otros €10m de deuda financiera a largo plazo a cierre 2023. Estas operaciones, junto a la mejora de los niveles de rentabilidad, permitirán reducir el nivel de apalancamiento (DFN/EBITDA estimado ~1,5x en 2024) aunque con una cobertura de intereses aún débil (EBITDA/intereses estimado ~4,0x en 2024) dados los altos costes financieros (nueva financiación incluye un 7,9% de interés fijo). Este escenario de proyecciones excluye nuevas operaciones de M&A.

### Análisis de Flujo de Caja

- **Negativa generación de caja libre derivada de la disminución de la rentabilidad y los elevados costes financieros.**

La generación de flujo de caja procedente de operaciones se vio disminuida en 2023 tras la disminución del EBITDA por la normalización del precio de la energía (FFO de €7,6m en 2023 vs €22,8m en 2022) y el aumento de los costes financieros, lo que junto con movimientos negativos de working capital y actividades de inversión derivó en un déficit de FCF de €5,7m en 2023. El saldo de efectivo y equivalentes disminuyó en €9,0m tras la variación de deuda y el pago de dividendos, representando una reducción de la caja disponible del 40,1% vs el 2022. De cara a próximos ejercicios, estimamos la generación de FCF positivos a partir del 2025 en base al fortalecimiento del EBITDA vía consolidación de las empresas adquiridas en años anteriores.

### Capitalización

- **Autonomía financiera media en vías de sustancial mejora.**

A cierre 2023, el Grupo Visalia se encontraba bajo una estructura de financiación caracterizada por un nivel de autonomía financiera medio-bajo (PN/DFT) del 36,6% a cierre 2023, 14,3pp por debajo del 2022, afectado por la reducción del patrimonio neto (-29,5% interanual) tras el reducido resultado del ejercicio 2023, los dividendos pagados (€5,5m) y la adquisición de participaciones de socios externos (€3,1m). Al completar la capitalización de los saldos adeudados al accionista principal y la formalización del nuevo préstamo convertible, de cual la empresa ha confirmado la firme intención de capitalizarlo, se estima la recuperación de los niveles de autonomía financiera (~190,3% en 2024), lo que fortalecería significativamente la posición financiera del grupo.

### Liquidez

- **Buena liquidez favorecida por el apoyo del accionista principal.**

A cierre 2023, la empresa mantenía un saldo elevado de deuda financiera con vencimiento en el CP de €36,2m. Se destaca la capitalización de dos préstamos con accionistas por un total de €10m en el 1S 2024, clasificados en otros pasivos financieros a CP. Además, el Grupo Visalia, al tener un buen perfil financiero, aumenta la capacidad de acceso a la refinanciación de sus deudas a CP, especialmente las líneas de circulante. Esto, junto a la generación de CFO recurrente (estimado en €11m), el saldo de efectivo y equivalentes (€13,4m a cierre 2023), las líneas de crédito no dispuestas (€1,6m a cierre 2023), mantendría al Grupo Visalia con la liquidez suficiente para afrontar los compromisos financieros restantes así como el capex de mantenimiento. De igual forma, se destaca que la empresa ha completado la compra del Grupo Serosense en el 1S 2024, obteniendo la mayor parte de la financiación a través del accionista principal (precio de adquisición €40m: €35m accionista principal, €3m aplazamiento de pagos y €2m caja), no comprometiendo la liquidez en el corto plazo.

### Modificadores

#### Controversias

- **Actualmente el grupo no presenta ninguna controversia.**

#### Riesgo País

- **No se ha determinado que exista un riesgo país relevante.**

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €.						
	FY22 <sup>1</sup>	FY23 <sup>1</sup>	FY24e	FY25e	FY26e	23vs22
Facturación	231.227	233.087	228.411	229.536	259.658	0,8%
EBITDA <sup>2</sup>	25.639	19.621	26.602	27.261	32.950	-23,5%
Margen EBITDA <sup>2</sup>	11,1%	8,4%	11,6%	11,9%	12,7%	-2,7pp
EBIT	32.079	10.828	19.166	19.059	23.974	-66,2%
Margen EBIT	13,9%	4,6%	8,4%	8,3%	9,2%	-9,2pp
EBT	26.092	3.451	12.756	12.772	18.575	-86,8%
Total Activo	148.613	143.520	180.992	182.558	195.646	-3,4%
Patrimonio Neto <sup>3</sup>	35.819	25.239	86.683	93.803	105.273	-29,5%
DFT <sup>2</sup>	70.347	69.013	45.546	39.845	37.554	-1,9%
DFN <sup>2</sup>	47.867	53.069	36.428	27.885	14.661	10,9%
PN/DFT <sup>2</sup>	50,9%	36,6%	190,3%	235,4%	280,3%	-14,3pp
DFN/EBITDA <sup>2</sup>	1,9x	2,7x	1,4x	1,0x	0,4x	0,8x
FFO <sup>2</sup>	22.836	7.721	17.127	17.905	23.031	-66,2%
FFO/DFN <sup>2</sup>	47,7%	14,5%	47,0%	64,2%	157,1%	-33,2pp
EBITDA/Intereses <sup>2,4</sup>	6,6x	3,4x	4,1x	4,3x	6,0x	-3,2x

<sup>1</sup>Cuentas consolidadas y auditadas al 31/12/2022 y 31/12/2023. <sup>2</sup>Ajustado por IFRS-16. <sup>3</sup>Incluye el préstamo subordinado convertible en acciones (€45m) en base a la confirmación de la futura capitalización asegurada por el accionista. <sup>4</sup>Incluye los gastos financieros asociados con el nuevo préstamo convertible (€45m) a un interés del 7,9%.

## Credit Rating

Credit Rating	
<b>Perfil Negocio</b>	<b>BB</b>
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BB</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Neutral</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB+</i>
<i>Governance</i>	<i>BB</i>
<b>Perfil Financiero</b>	<b>BBB</b>
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BBB-</i>
<i>Capitalización</i>	<i>A</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Neutral</i>
<b>Anchor Rating</b>	<b>BBB-</b>
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
<b>Rating</b>	<b>BBB-</b>

## Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

No se estiman mejoras en la calificación en el corto plazo.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Desviaciones respecto al plan de negocio facilitado. Deterioro de los niveles de apalancamiento y de cobertura de intereses (DFN /EBITDA por encima de 1,5x, FFO/DFN por debajo del 45% y EBITDA/intereses por debajo de 4,0x en promedio). Empeoramiento de la capitalización (PN/DFT por debajo del 150% en promedio). La no capitalización del préstamo convertible en acciones (€45m) supondría no cumplir con las proyecciones y llevaría a una bajada del rating actual. Dificultades en la integración de las empresas adquiridas que se vean reflejados en resultados distintos a los proyectados. Potenciales inversiones y financiación que impactarán a la situación financiera actual de forma desfavorable.

## 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](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](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 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](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