



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable

Initiation date 21/10/2021
Rating Date 24/09/2026

Contacts

Lead analyst

Javier López Sánchez
javier.lopez@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación a largo plazo de Velora Investa en "BB+", manteniendo la tendencia Estable.
- Velora Investa es un grupo empresarial diversificado, cuya principal actividad se concentra en la transformación de cobre y aluminio para diferentes industrias, a través del subgrupo Cunext, complementándose con inversiones estratégicas en sociedades asociadas vinculadas principalmente al ámbito industrial y energético.
- El rating se ve apoyado en un sector caracterizado por elevadas barreras de entrada y altas perspectivas de crecimiento, considerando el amplio abanico de mercados y la demanda al alza esperada en próximos ejercicios. Asimismo, aunque la valoración del sector queda penalizada por criterios ESG, está matizada por la importancia del cobre como material estratégico en la transición hacia el desarrollo sostenible.
- El rating se sustenta también en el sólido posicionamiento competitivo que presenta el grupo en el mercado, con unas ventajas competitivas destacadas que se refuerzan actualmente con la progresiva puesta en marcha durante 2026 de sus nuevas instalaciones de cobre verde. Desde una perspectiva financiera, pese al incremento de los niveles de apalancamiento registrado en los últimos ejercicios, con un pico máximo en 2025 (DFN/EBITDA de 4,1x y cobertura de intereses de 3,0x), se espera una progresiva mejora del perfil financiero durante el periodo proyectado y analizado (2026-2028). La finalización de las principales inversiones asociadas al proceso de integración vertical, junto con la mayor contribución esperada de estas a la generación operativa, debería favorecer el crecimiento del EBITDA y una progresiva reducción del endeudamiento. En este sentido, se estiman unos niveles de DFN/EBITDA inferiores a 2,5x y una cobertura de intereses superior a 5x a partir de 2027, valores más consistentes con la categoría de rating asignada.
- Por otra parte, el rating queda constreñido por un tamaño alejado de los principales *players* del sector, como Aurubis, y por la concentración tanto a nivel operativo (algo más del 93% de la facturación en 2025 procede del cobre) como de clientes (el top-5 y top-10 concentraron un 41,2% y 51,8% del negocio, respectivamente).
- Igualmente, aunque se observa una mejora de los márgenes operativos del grupo, estos continúan situándose en niveles algo ajustados, con potencial de mejora en los próximos ejercicios apoyado en las inversiones realizadas y en el avance de su estrategia de integración vertical, tanto 'aguas arriba', mediante una mayor integración en el aprovisionamiento y procesamiento del cobre, como 'aguas abajo', avanzando hacia productos de mayor valor añadido y una mayor proximidad al cliente final. Por último, consideramos necesario un mayor empuje desde 2026 en la mejora y consolidación del perfil financiero (a cierre de 2025 algo más ajustado), aspecto que permitiría fortalecer los principales ratios del grupo.
- Aunque comparativamente a nuestro anterior informe de rating la calificación se ve ligeramente deteriorada como consecuencia del mayor apalancamiento con respecto al inicialmente proyectado, consideramos que el perfil de solvencia de la compañía todavía se encuentra dentro del rango de rating otorgado. De hecho, la tendencia Estable refleja nuestra expectativa de que ese deterioro observado en 2025 sea temporal y de que el perfil financiero muestre una recuperación progresiva durante el periodo proyectado, apoyado en la finalización del actual ciclo inversor y en la creciente contribución de las nuevas instalaciones a la generación operativa.
- En línea con nuestra metodología, el sector de materiales presenta un riesgo alto en términos de ESG (sector *heatmap* entre 4 y 5), dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que se ve rebajado en una categoría. No obstante, siguiendo con lo apuntado anteriormente, el impacto en términos ESG sobre el análisis sectorial ha sido limitado, materializándose solo en una rebaja de un *notch*.
- A nivel de compañía, la calificación ESG de Velora Investa, según metodología EthiFinance, se sitúa entre los valores [1,0-1,5], favoreciendo la valoración de su perfil financiero.
- Desde EthiFinance Ratings se ha dispuesto de proyecciones financieras aportadas por Grupo Velora, con amplio detalle para el análisis y valoración, aunque no se reflejan en el informe dado su carácter interno.

Descripción de la Compañía

Velora Investa, S.L., anteriormente denominada Corporación Cunext Industries, S.L., es la sociedad holding y dominante de un grupo empresarial diversificado, integrando participaciones en compañías de carácter principalmente industrial. No obstante, la actividad y generación operativa del grupo se concentran fundamentalmente en el subgrupo Cunext, especializado en la transformación de cobre y aluminio para diferentes industrias. En consecuencia, dada su relevancia dentro del conjunto consolidado, el análisis del perfil de negocio se centra principalmente en las actividades desarrolladas por Cunext.

Los orígenes industriales de Cunext Group se remontan a 1917, conformando actualmente un grupo internacional cuya principal actividad se enmarca en el sector metalúrgico. Sus principales centros productivos se sitúan en Córdoba, Vitoria y Zaragoza, en España, así como en Brescia, Italia. El grupo dispone de una capacidad productiva instalada de fundición anual de 200.000 tn de cobre y 60.000 tn de aluminio.

Adicionalmente, desde 2020 mantiene un acuerdo de *joint-venture* con Prime Materials Recovery, uno de los mayores *traders* mundiales de reciclados no férreos de Estados Unidos, creándose en agosto 2021 la sociedad Ames Copper

Group, situada en Shelby (Carolina del Norte), con una capacidad productiva de 45.000 tn/año de fundición, enfocada principalmente al reciclado de cobre.

Dentro de la actividad principal de Cunext, se destaca:

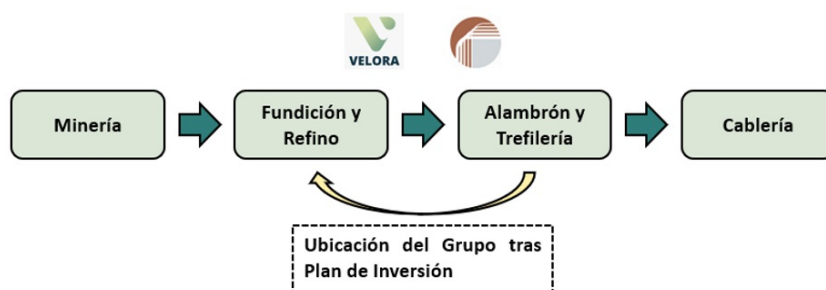
- **Transformación de cobre.** Tras la recepción de chatarra y cátodos de cobre, y mediante los procesos de fundición, colada y trefilería, se elaboran productos como alambres, alambre, cobre estañado, cable encintado, conexiones flexibles, hilos, multihilos, cables, y pletinas encintadas y desnudas. Adicionalmente a los productos estandarizados, fabrica productos a medida destinados, entre otros, a los sectores energético, automovilístico y esmaltador.
- **Transformación de aluminio.** Fabricación de productos como alambres, con un amplio *portfolio* en función de aleaciones, diámetros y peso, así como productos semielaborados, entre los que se incluyen conductores sólidos, desnudos y encintados para aplicaciones eléctricas y mecánicas.
- **Piezas y subconjuntos.** Segmento enfocado a la producción de una amplia variedad de productos desde pequeños lotes hasta grandes series de piezas y subconjuntos.

La estrategia industrial del subgrupo continúa centrada en incrementar su integración aguas arriba. El objetivo es la obtención de cátodos de cobre a través de chatarra, lo que mejorará la eficiencia operativa mediante el autoconsumo. Además, el subgrupo avanza en una estrategia de integración 'aguas abajo', orientada hacia productos de mayor valor añadido destinados a sectores finales específicos.

El plan de inversión se divide en dos fases. La primera denominada Afino, centrada en obtener el ánodo de cobre mediante el procesamiento de chatarra, realizándose en su planta actual de Córdoba. La segunda fase, de Electrólisis, necesaria para conseguir el cátodo de cobre, la cual se realizará en una planta nueva en Córdoba. Estas inversiones no irán destinadas a ampliar la capacidad productiva del grupo, sino a avanzar en su integración vertical, mejorando la eficiencia operativa, reduciendo la dependencia de proveedores externos e incrementando el peso de la materia prima reciclada en el proceso productivo.

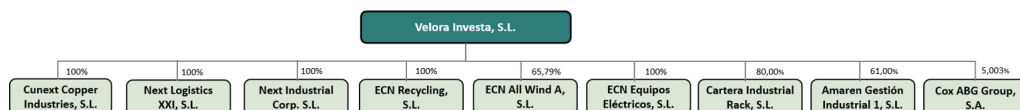
Por tanto, dicho plan va alineado con las prioridades estratégicas europeas de sostenibilidad, reflejadas en la transición hacia la economía circular y la generación de energía verde a través de fuentes renovables.

Cadena de valor del cobre. Posicionamiento Grupo.



A cierre del ejercicio 2025, Velora Investa reportó una facturación de €2.072,9m (+10,3% YoY), un EBITDA ajustado de €64,4m (+25,2% YoY) y un ratio ajustado DFN/EBITDA de 4,1x, siguiendo la metodología de EthiFinance Ratings.

Organigrama societario, simplificado, julio 2026.



Dentro de la estructura organizativa del grupo, Velora Investa, se sitúa como *holding* del grupo, sobresaliendo las siguientes compañías subsidiarias:

- Cunext Copper Industries se posiciona como la sociedad cabecera de las filiales que integran el negocio del metal, tanto del aluminio como del cobre. Asimismo, integra otras actividades vinculadas a la transmisión de energía y datos, destacando la incorporación de Optral, especializada en el diseño y fabricación de cables de fibra óptica.
- Next Logistics presta servicios de transporte mediante vehículos electrificados.
- Next Industrial ostenta la participación adquirida en 2025 en la sociedad mexicana Cuprosa, SAPI (70%), enfocada a la producción de sulfato de cobre para la industria agrícola.
- ECN Recycling participa en Ames Copper al 50%.
- ECN All Wind y ECN Equipos Eléctricos concentran, respectivamente, las inversiones en Haizea (13,38%) y Artech (19,05%), siendo esta última cotizada en el mercado continuo. Haizea centra su actividad en la

fabricación y montaje de estructuras metálicas y de componentes fundidos para aerogeneradores, destinados al sector de la energía eólica marina; mientras que Arteche se especializa en la fabricación de equipos y componentes para el sector eléctrico. Asimismo, ECN All Wind integra la participación (100%) del grupo en Vicinay Marine, compañía especializada en soluciones de amarre para aplicaciones principalmente offshore.

- Cartera Industrial Rack participa al 50% en Esnova Racks, S.A. y Noega System, S.L., centradas en la fabricación y distribución de estanterías industriales.
- Amaren Gestión integra las participaciones del grupo en el negocio de la madera, principalmente a través de Grupo Gámiz y Serrería Larrañaga, compañías especializadas en la transformación y fabricación de productos de madera, así como la participación en Green Crops, S.L., enfocada en la producción de aceites para la industria cosmética.
- Cox ABG Group es una empresa cotizada, participando Velora en aproximadamente un 5,0% a julio de 2026. Esta sociedad está especializada tanto en el sector de la energía como del agua.

Adicionalmente, el grupo se integra por otras sociedades, con una relevancia menos significativa.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector caracterizado por elevadas barreras de entrada, volatilidad de precios y favorables perspectivas de crecimiento.

El sector metalúrgico, concretamente en los segmentos de cobre y aluminio, se caracteriza por ser una industria madura donde el tamaño se constituye como un *driver* fundamental con el fin de obtener economías de escala y una mayor capacidad de negociación.

A pesar de contar con significativas barreras de entrada, en términos de inversión, know-how y relaciones con clientes entre otras, el sector presenta unas rentabilidades reducidas, consecuencia del carácter *commodity* de ambos metales. En este sentido, el margen EBIT de los pares analizados se sitúa en torno al 3% promedio. No obstante, las propiedades del cobre y del aluminio los convierten en materiales fundamentales para múltiples aplicaciones industriales, energéticas y de infraestructuras, matizando parcialmente su dependencia del ciclo económico.

Por otro lado, el sector se encuentra expuesto a una elevada volatilidad de precios. En el caso del cobre, principal metal comercializado por el grupo, el precio medio aumentó desde aproximadamente \$8.500/tn en 2023 hasta \$9.100/tn en 2024 y próximo a \$10.000/t en 2025, acelerándose significativamente durante 2026, cuando ha promediado alrededor de \$13.300/t hasta agosto.

Evolución del precio medio del cobre y aluminio, \$/tn. ⁽⁴⁾

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cobre	6.026	6.144	9.404	8.814	8.501	9.147	9.960	13.300
Aluminio	1.795	1.703	2.497	2.707	2.277	2.453	2.627	3.339

Fuente: London Metal Exchange. Todos los años incluyen ejercicio completo a excepción de 2026, que recoge datos hasta agosto incluido.

La fuerte revalorización registrada desde finales de 2025 responde a una combinación de varios factores. Por el lado de la demanda, continúa creciendo el consumo vinculado a la electrificación, la expansión y modernización de las redes eléctricas, las energías renovables y, de forma creciente, la construcción de centros de datos y sus necesidades de generación, refrigeración y distribución eléctrica. Por el lado de la oferta, persisten las restricciones derivadas de la limitada incorporación de nueva capacidad minera, los menores grados de mineral en explotaciones maduras y las interrupciones operativas registradas en algunos de los principales países productores.

Adicionalmente, la implantación y posterior evolución del régimen arancelario estadounidense sobre el cobre incentivó el acopio anticipado y el traslado de inventarios hacia Estados Unidos, reduciendo temporalmente la disponibilidad de metal en otros mercados y contribuyendo al fuerte repunte registrado en los precios internacionales. Este componente financiero y comercial explica parte de la intensidad del repunte y eleva el riesgo de una corrección posterior una vez exista mayor claridad regulatoria.

En aluminio también se ha registrado una evolución alcista, apoyada por las restricciones de oferta, los elevados costes energéticos, la limitada expansión de capacidad de fundición y las políticas comerciales internacionales. No obstante, el avance ha sido más moderado que en el cobre y sus perspectivas continúan más condicionadas por la evolución de la actividad industrial y de la demanda china.

A medio y largo plazo, las perspectivas de demanda para ambos metales se mantienen favorables, especialmente para el cobre, dada su intensidad de uso en las infraestructuras eléctricas y digitales. Sin embargo, los actuales niveles de

precios incorporan también factores coyunturales y especulativos, por lo que cabe esperar una elevada volatilidad y posibles correcciones, aun manteniéndose los precios previsiblemente por encima de sus promedios históricos.

- **Alto riesgo en términos de ESG, dado su impacto en el medio ambiente, no obstante con matices positivos en lo relativo al cobre.**

En términos ESG, la industria de materiales presenta altos riesgos, según nuestra metodología (puntuación *sector heatmap* entre 4 y 5), debido a su impacto en el medio ambiente. Esto resulta en una rebaja de una categoría en la calificación del sector. En cuanto a los factores ambientales, la industria tiene un alto impacto en el clima y la contaminación con altos niveles de emisiones de GEI y otros factores (aire, agua, residuos peligrosos, etc.). Asimismo, el sector es un gran consumidor de materias primas, lo que crea un impacto significativo en la biodiversidad a través del uso del suelo, la minería, la contaminación, etc. Adicionalmente, el sector tiene un impacto negativo en los proveedores, ya que la dependencia es importante. Los procesos de extracción se ubican principalmente en países emergentes, lo que podría significar potencialmente vínculos tanto con riesgos de derechos humanos como de corrupción. El impacto en los consumidores es medio, ya que dependen en gran medida de los productos de estas industrias, aunque las preferencias de estos pueden verse modificadas por controversias relacionadas con las operativas llevadas a cabo dentro del sector.

No obstante, en lo referente al cobre, su elevado grado de reciclabilidad le otorga un importante papel para el desarrollo sostenible global, junto con su relevancia estratégica en la transición energética. Según la IEA (*International Energy Agency*), el cobre es el mineral que presentará el mayor crecimiento en volumen de demanda hasta 2040, con un incremento de aproximadamente 7 millones de toneladas, impulsado principalmente por la expansión de las redes eléctricas y el desarrollo de nuevas tecnologías. Asimismo, pese al avance de nuevos proyectos, la IEA estima un déficit de oferta de cobre de alrededor del 25% en 2035. En este sentido, su elevada reciclabilidad y su carácter estratégico como elemento facilitador de la electrificación y la transición energética permiten matizar los riesgos ESG inherentes a la industria de materiales. De este modo, el impacto en términos ESG sobre el análisis sectorial queda limitado, materializándose únicamente en una rebaja de un *notch* en la calificación del sector.

Posicionamiento Competitivo

- **Posicionamiento competitivo consolidado, apoyado en una relevante capacidad productiva y amplia experiencia en el sector.**

El grupo se posiciona como una compañía de referencia en la transformación de cobre en el sur de Europa y Noroeste de África, mientras que, su posición es más limitada como transformador de aluminio (inicio actividad 2015), aunque ubica al grupo en una posición relevante para aprovechar las oportunidades generadas por la transición energética.

Su sólida posición competitiva se fundamenta en una amplia experiencia y *know-how*, al igual que en su tamaño, con una capacidad instalada de cobre en colada superior a las 200.000 tn/año y una facturación que superó ligeramente los €2.000m en 2025. Esto le permite establecerse como un proveedor de relevancia. No obstante, continúa situándose por debajo de los líderes mundiales del sector, como Aurubis, cuya producción de alambro de cobre alcanzó las 869.000 toneladas y cuya facturación se situó en €18.171m en su ejercicio fiscal 2024/25, cerrado en septiembre de 2025. En cualquier caso, con la puesta a punto e inicio de actividad que está llevando a cabo Cunext (mediados de 2026) en sus nuevas instalaciones de cobre verde en Córdoba, podría reforzar progresivamente su posicionamiento competitivo.

Capacidad Cunext Group, productos elaborados. Tm/año.

	Alambro	Trefilería	Cables	Alambro Aleación	Productos Ferroviarios	Planos y perfiles	Embarrados
Cobre	200.000	60.000	-	15.000	5.000	3.000	150
Aluminio	60.000	-	20.000	-	-	800	11

La rentabilidad operativa ha mostrado una evolución favorable en los últimos ejercicios, situándose actualmente en línea con los valores identificados entre sus principales pares, todo ello con potencial de mejora dado el proceso de integración vertical que está llevando a cabo el grupo. En este sentido, el margen EBITDA se encuentra situado en niveles similares (3%) al promedio de los últimos tres ejercicios de los pares analizados (La Farga, Sarkuysan y Aurubis).

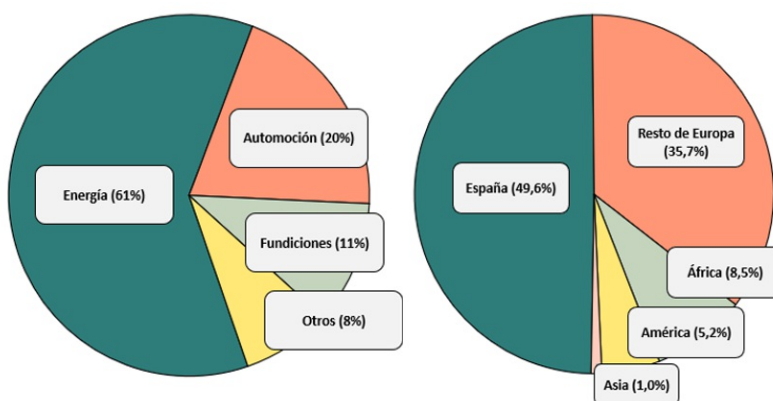
Adicionalmente, cabe mencionar las diferentes participaciones de Velora Investa, en sociedades cuyas actividades son, en algunos casos, complementarias al negocio principal del grupo, pudiendo aportar ventajas competitivas al proceso productivo de transformación de cobre y aluminio.

- **Concentración en cobre y por sectores de destino, matizada por la diversidad de aplicaciones y una favorable diversificación geográfica.**

El grupo mantiene una elevada concentración de su actividad en el cobre, que en 2025 representó más del 93% de la facturación, estando el resto distribuido principalmente en aluminio y, en menor medida, madera. En términos de volumen, las ventas alcanzaron 233 mil toneladas, de las cuales casi el 80% correspondieron a cobre, siendo el resto de aluminio. No obstante, esta concentración se ve parcialmente mitigada por la variedad de aplicaciones y sectores de destino de los productos comercializados por Cunext, con exposición, entre otros, a actividades vinculadas con la energía, automoción y otras fundiciones. Además, destacamos la creciente importancia del negocio de esmaltado, segmento de mayor valor añadido y cuyo peso podría continuar incrementándose en los próximos ejercicios.

Respecto a la diversificación geográfica, se mantiene la relevante vocación internacional del grupo, exportando a más de treinta países y representando los mercados exteriores aproximadamente el 50% de la actividad (VA) en 2025. España concentra el 49,6%, mientras que el resto de Europa supone un 35,7%, destacando especialmente Italia (14,9%), Portugal (9,5%) y Francia (7,2%), derivado también de la localización geográfica de sus principales centros productivos. Fuera de Europa, África representa un 8,5% de la actividad (destacando Marruecos), América un 5,2% y Asia un 1,0%, reflejando una presencia comercial geográficamente diversificada.

Distribución por sectores de destino y diversificación geográfica VA (2025)



En relación con la exposición a Estados Unidos, esta continúa siendo muy reducida, representando únicamente un 0,9% del VA en 2025 (0,8% en 2024), lo que limita la exposición directa del grupo a las medidas arancelarias adoptadas por la Administración estadounidense.

Por último, la cartera de clientes continúa presentando una concentración relevante a cierre de 2025, con sus dos principales clientes, representando aproximadamente un 26% conjuntamente de la facturación. Además, el top-5 y top-10 concentraron un 41,2% y 51,8% respectivamente, mejorando levemente frente al 44% y 56%, respectivamente, registrados en 2024. Se considera que Cunext mantiene una concentración en su portfolio de clientes, aunque se atenúa por la recurrencia mostrada con la mayoría de ellos, consecuencia de sus sólidas relaciones comerciales.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Accionariado estable, con elevada vinculación al negocio y amplia experiencia industrial.**

La estructura de propiedad de Velora Investa se caracteriza por la estabilidad de su capital social, principalmente controlado desde 2014 por Dámaso Quintana Pradera y por Ignacio Gracia Pérez (entre ambos concentran más del 70% de la propiedad).

Estos dos accionistas principales están involucrados en el *management* del grupo mediante las posiciones de presidente ejecutivo (desde 2014) y consejero, respectivamente. Si bien ello conlleva cierta concentración en la toma de decisiones, se valora positivamente su implicación estratégica y vinculación con el negocio, así como su amplia experiencia en los sectores metalúrgico y energético. Asimismo, se destaca la sólida capacidad financiera de los accionistas, relevante de cara a apoyar al grupo ante una hipotética situación de estrés.

Estructura accionarial. ⁽¹⁾

Sociedad	% Part.
Cartera Industrial del Cobre, S.L.	40,10%
Proyectos Industriales Gracia, S.L.	33,00%
Invergesa, S.L.	11,40%
Creva Projects, S.L.	10,60%
Lusove Mavi, S.L.	3,50%
Carlos del Castillo-Olivares Ruiz	1,40%

⁽¹⁾ Titularidad real: Dámaso Quintana Pradera participa en un 43,5% mediante Cartera Industrial del Cobre, S.L. y Lusove Mavi, S.L.; Ignacio Gracia Pérez participa un 29,6% mediante Proyectos Industriales Gracia, S.L.; Gerardo Ruiz Rubio participa un 11,4% mediante Invergesa, S.L.; Aurora Gracia de los Ríos participa un 7,0% mediante Proyectos Industriales Gracia, S.L. y Creva Projects, S.L., Pablo Jacinto Ramallo Taboada e Ignacio Gracia de los Ríos, participan un 5,3% y 1,7%, respectivamente mediante Creva Projects, S.L.

- **Amplia experiencia del *management* y del consejo de administración, en un contexto de mayor apalancamiento derivado de la estrategia de inversión desarrollada por el grupo.**

Management profesionalizado caracterizado por un elevado *know-how* y *expertise* en la industria metalúrgica. Respecto a la política financiera, esta se ha caracterizado en los últimos ejercicios por un mayor recurso al apalancamiento, principalmente como consecuencia de las inversiones acometidas en el marco de la estrategia de integración vertical del grupo ('aguas arriba' y 'aguas abajo'). En este contexto, el ratio DFN/EBITDA se incrementó por encima de 4,0x en 2025. No obstante, se considera que estos niveles presentan un carácter coyuntural, esperándose una progresiva normalización del apalancamiento a medida que las inversiones realizadas comiencen a contribuir plenamente a la generación operativa, especialmente a partir de 2027 en adelante.

- **Positiva política en términos de ESG.**

El grupo sitúa el score relativo a ESG, según metodología EthiFinance Ratings entre 1,0-1,5, favoreciendo la valoración de su perfil financiero. Los indicadores de los aspectos sociales y medioambientales tienen una valoración favorable, apoyados en certificaciones en todo el grupo. No obstante, el principal factor limitante en la gestión del grupo es la no separación de poderes, al desempeñar el accionista mayoritario como CEO del grupo.

Perfil Financiero

El presente análisis se basa en las Cuentas Anuales Consolidadas correspondientes a los ejercicios 2023, 2024 y 2025, auditadas por la firma Deloitte. Se han elaborado en conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera, adoptadas por la Unión Europea (NIIF-UE).

Ventas y Rentabilidad

- Favorable evolución de la facturación y márgenes durante el último año, apoyadas en el incremento de los volúmenes, la coyuntura sectorial y la estrategia operativa desarrollada por el grupo.

Rentabilidad. Miles de €.					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Toneladas Comercializadas	226.232	230.254	233.147	1,8%	1,3%
Facturación	1.754.048	1.880.056	2.072.926	7,2%	10,3%
Mg Bruto	6,6%	6,0%	7,4%	-0,6pp	1,4pp
EBITDA Aj. ⁽¹⁾	59.271	51.423	64.389	-13,2%	25,2%
EBITDA Reportado ⁽²⁾	60.063	52.608	89.147	-12,4%	69,5%
Mg EBITDA Aj.	3,4%	2,7%	3,1%	-0,6pp	0,4pp
EBIT	49.542	39.395	70.353	-20,5%	78,6%
Mg EBIT	2,8%	2,1%	3,4%	-0,7pp	1,3pp
Gastos Financieros	-22.066	-25.810	-33.000	-17,0%	-27,9%
Gastos Financieros Aj. ⁽³⁾	-10.304	-12.244	-21.723	-18,8%	-77,4%
EBT	36.671	28.016	46.456	-23,6%	65,8%

⁽¹⁾ EBITDA ajustado en el periodo 2023-2025 incluye el dividendo recibido por asociadas consolidadas por puesta en equivalencia. Adicionalmente en 2024 excluye gastos relativos a comisiones por apertura y estructuración de la financiación captada (€2,3m), ⁽²⁾ El EBITDA reportado se ajusta incluyendo los resultados netos de entidades consolidadas por el método de la participación consideras como estratégicas por el *management*, y ⁽³⁾ Gastos Financieros neteados por la operativa *pass-through*.

Velora Investa cerró 2025 con una facturación de €2.072,9m, lo que representa un crecimiento del 10,3% YoY, manteniendo la tendencia positiva observada en los últimos ejercicios (CAGR23-25 del 8,7%). Esta evolución estuvo apoyada tanto por la favorable coyuntura de precios del cobre como por un ligero incremento de las toneladas comercializadas, que alcanzaron las 233.147 toneladas (+1,3% YoY).

La evolución de los ingresos estuvo acompañada por una recuperación del margen bruto que se situó en el 7,4% (+1,4pp YoY). Esta mejora revierte la corrección experimentada el ejercicio anterior y se encuentra apoyada, entre otros aspectos, por una evolución más favorable de la prima de transformación, el cambio progresivo del *mix* de negocio hacia productos y sectores de destino de mayor valor añadido y las políticas comerciales implementadas por el grupo.

Esta positiva variación se trasladó al EBITDA ajustado que alcanzó €64,4m en 2025, incrementándose un 25,2% respecto al ejercicio precedente, mientras que el margen operativo mejoró levemente hasta el 3,1% (+0,4pp YoY). Si bien continúa tratándose de un nivel de rentabilidad moderado, la evolución resulta positiva y consolida la mejora estructural observada frente a ejercicios pasados. Asimismo, el EBIT también aumentó hasta €70,4m, con un margen del 3,4% (frente al 2,1% registrado en 2024) también impulsado por la favorable evolución de las inversiones y resultados de las sociedades asociadas en las que participa Velora (+€24,1m en 2025 vs +€5,6m en 2024).

Los gastos financieros ajustados aumentaron de forma significativa durante el ejercicio hasta €21,7m (+77,4% YoY), como consecuencia principalmente del mayor endeudamiento asumido para financiar el intenso plan inversor desarrollado por el grupo. No obstante, al igual que en ejercicios anteriores, la carga financiera se encuentra parcialmente mitigada por el mecanismo de *pass-through*, mediante el cual determinados costes financieros derivados del diferimiento en el cobro de facturas son trasladados al cliente.

A pesar del incremento de la carga financiera, la mejora del resultado de explotación permitió que el resultado antes de impuestos alcanzase €46,5m, un 65,8% superior al registrado en 2024, cifras que se valoran positivamente.

Durante el primer semestre de 2026, la evolución del negocio continúa siendo favorable. La facturación superó los €1.500m, mostrando un fuerte crecimiento frente al mismo periodo del ejercicio anterior (próximo al 50%) principalmente impulsada por el fuerte aumento de los precios del cobre y aluminio en el mercado (+38% y +34% vs 1S2025). Además, el EBITDA se situó por encima de los €37m (solo contemplando cobre y aluminio, sin dividendos de asociadas), manteniéndose unas perspectivas favorables de crecimiento para el conjunto del ejercicio.

De cara a los próximos ejercicios, se espera que la evolución de la rentabilidad continúe beneficiándose progresivamente del avance del proceso de integración “aguas arriba”, especialmente con la entrada en operación y

maduración de las inversiones realizadas en los proyectos de Afino y Electrólisis. Estas actuaciones deberían favorecer una menor dependencia de materias primas adquiridas externamente, una mayor eficiencia industrial y, consecuentemente, una mejora gradual de los márgenes operativos, aunque su materialización estará condicionada por el ritmo de puesta en marcha y consolidación de todas las inversiones realizadas.

Endeudamiento y Cobertura

- Incremento significativo del endeudamiento en los últimos años, asociado al elevado esfuerzo inversor acometido por el grupo. Se espera una progresiva mejora de los ratios de apalancamiento y cobertura a medio plazo.

Cálculo DFII/EBITDA. Miles de €.

	2023	2024	2025
Pagarés emitidos en el Mercado Alternativo de Renta Fija	13.100	63.251	57.500
Préstamos	42.391	94.667	150.371
Pólizas de crédito	11.246	20	12.144
Arrendamientos financieros	8.004	22.710	34.806
Arrendamientos operativos	10.991	3.387	19.276
Otros pasivos financieros	20.475	17.678	59.561
DFI CCAA Consolidadas	106.207	201.713	333.658
Derivados (-)	0	3.685	37.768
Proveedores de Inmovilizado a corto plazo (-)	3.130	4.465	11.425
Factoring Sindicado (+) ⁽¹⁾	7.432	27.919	43.236
Dipuesto de otras líneas de factoring (+) ⁽²⁾	18.305	44.906	22.603
Planes de pensiones (+)	640	1.340	3.347
DFI Ajustada	129.454	267.728	353.651
Caja	25.308	68.062	17.741
<i>Readily-marketable inventories</i>	27.494	41.756	71.971
Imposición bancaria corto plazo	0	6.000	0
DFII Ajustada	76.652	151.911	263.939
EBITDA ajustado	59.271	51.423	64.389
DFII/EBITDA Ajustado	1,3x	3,0x	4,1x

⁽¹⁾ Factoring sindicado con diversas entidades financieras, cuyo límite es €150m. Considerando la cobertura total de COFACE al 100% hasta un importe máximo de €48m, se reporta como deuda financiera solo el importe que excede de dicho límite asegurado, y ⁽²⁾ Dentro de las otras líneas de factoring, destacamos la concedida por HSBC, cuyo límite se amplió a €157m en 2025 (€17m en 2023). Una parte significativa del importe dispuesto no se incluye como deuda financiera, ya que corresponde a la operativa con un cliente que anteriormente utilizaba confirming con Cunext. Por decisión interna, este cliente eliminó dicha herramienta para sus proveedores, lo que llevó al grupo a utilizar factoring sin recurso. No obstante, se acordó contractualmente que, si no fuera posible acceder a esta vía, el cliente reestablecería la línea de confirming. Esto, junto al hecho de que se trata de la misma operativa, instrumentada de forma distinta, sin implicar financiación adicional para el grupo, son los motivos por los que no se ha considerado dicho dispuesto como deuda financiera.

La deuda financiera ajustada del grupo se incrementó de forma notable durante los últimos tres ejercicios, alcanzando €353,7m y siendo el CAGR23-25 del 65,3%. Este aumento responde principalmente al intenso plan de inversiones desarrollado durante este periodo, tanto a nivel orgánico, ligado fundamentalmente a los proyectos de integración vertical, como mediante inversiones y adquisiciones de participaciones en otras sociedades (consideradas asociadas por su % de participación). En conjunto, las salidas de caja vinculadas a inversiones superaron ampliamente los €150m durante este 2025, financiándose una parte significativa mediante nueva deuda financiera. Asimismo, cabe mencionar el fuerte incremento de las existencias (próximo a €100m en 2025), impactado por el aumento de los precios del sector, que elevó las necesidades de circulante, así como por un mayor acopio de chatarra con el objetivo de asegurar el aprovisionamiento de esta materia prima, fundamental para las nuevas instalaciones de cobre verde, operativas desde mediados de 2026.

En este contexto, destaca especialmente el incremento de los préstamos bancarios, que alcanzaron €150,4m y se sitúan como la principal fuente de financiación estructural del grupo (sin contar el *factoring* más de circulante), representando aproximadamente un 42,5% de la deuda financiera ajustada conforme a la metodología de EthiFinance Ratings. Asimismo, el grupo mantiene una estructura de financiación diversificada, complementada principalmente por el programa de pagarés, *factoring*, arrendamientos financieros y otros pasivos financieros. Cabe mencionar adicionalmente que, Cunext ha obtenido en junio de 2026 una nueva línea de factoring (sustituirá a la del sindicado y otras líneas bilaterales de menor importe) por €220m con vencimiento en septiembre de 2027.

Velora mantiene vigente su programa de pagarés en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), con un límite máximo de €75m y vencimiento a finales de octubre de 2026, estimándose renovar próximamente y constituyendo una fuente adicional de diversificación de su financiación. A cierre de 2025, el saldo dispuesto en pagarés ascendía a €57,5m.

La deuda financiera neta queda matizada por el elevado componente líquido del inventario, por ser consideradas palancas relevantes de cara a reforzar la capacidad de atender los compromisos financieros, bajo hipotéticas situaciones desfavorables. En este sentido, se considera como líquido el 50% de las materias primas incluidas en "existencias", al cotizar diariamente en la bolsa internacional de metales, la London Metal Exchange. Tras considerar asimismo la posición de caja, la DFN ajustada se situó en €263,9m (más que triplicando la cifra de 2023). Consecuentemente, el ratio DFN/EBITDA ajustado aumentó hasta 4,1x (+1,1x YoY), cifras consideradas elevadas y que reflejan el impacto temporal del notable plan inversor acometido por el grupo.

A cierre de 2025 se produjo un incumplimiento puntual de uno de los *covenants* financieros (DFN/EBITDA), en un contexto marcado por el pico de apalancamiento asociado al elevado esfuerzo inversor del grupo. Posteriormente, se obtuvo el correspondiente *waiver* por parte de la entidad financiadora, sujeto al cumplimiento de determinadas condiciones, observándose durante 2026 una progresiva normalización del perfil financiero que será necesario continuar en próximos ejercicios. Destacamos que entre dichas condiciones se incluye el refuerzo de la financiación disponible (entre 2026 y 2027) y la ausencia de distribuciones adicionales de dividendos durante 2026 (se repartieron €8m en enero).

A medio plazo, se espera una evolución positiva del apalancamiento, apoyada en la progresiva finalización de las principales inversiones actualmente en curso, una menor intensidad de CAPEX y la mejora prevista de la generación operativa derivada, entre otros factores, de los proyectos de integración vertical. Bajo este escenario, EthiFinance Ratings estima que el DFN/EBITDA podría reducirse progresivamente hasta niveles inferiores a 2,5x a partir de 2027.

De forma paralela, la mejora esperada del EBITDA permitiría reforzar la capacidad del grupo para atender su carga financiera. Así, se prevé una recuperación progresiva de la cobertura de intereses, actualmente en niveles más ajustados (3x en 2025), pudiendo situarse en cifras algo superiores a 5x desde 2027 y sobre todo 2028.

Análisis de Flujo de Caja

- Recurrente generación de caja operativa, aunque insuficiente para acometer, por el momento, las inversiones necesarias del proceso de expansión del grupo.

Cash Flow. Miles de €.					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Funds From Operations (FFO)	41.577	34.222	34.492	-17,7%	0,8%
FFO recurrente ⁽¹⁾	40.466	34.222	34.492	-15,4%	0,8%
+/- variación WK	-3.492	29.647	-5.173	949,0%	-117,4%
Cash Flow Operativo	38.085	63.869	29.319	67,7%	-54,1%
CFO recurrente ⁽¹⁾	36.974	63.869	29.319	72,7%	-54,1%
Cash Flow Inversión	-46.827	-108.462	-187.322	-131,6%	-72,7%
Cash Flow Libre	-8.742	-44.593	-158.003	-410,1%	-254,3%
+/- variación patrimonio	0	0	31.396	-	-
- Dividendos	-2.000	-8.000	-9.600	-300,0%	-20,0%
Cash Flow Generado Internamente	-10.742	-52.593	-136.207	-389,6%	-159,0%
+/- variación de deuda	11.797	93.546	87.526	693,0%	-6,4%
+/- variación por tipo de cambio	-364	1.801	-1.640	594,8%	-191,1%
Variación de caja final	691	42.754	-50.321	6087,3%	-217,7%
Caja inicial	24.617	25.308	68.062	2,8%	168,9%
Caja final	25.308	68.062	17.741	168,9%	-73,9%

⁽¹⁾ FFO recurrente: FFO – variación de valor razonable de derivados (solo aplica para 2023).

La generación de fondos del grupo se mantuvo estable en los dos últimos años, con un FFO en torno a los €34m. No obstante, las mayores necesidades de *working capital*, principalmente asociadas al incremento de las existencias en el último año, supusieron una importante aplicación de recursos durante el ejercicio, provocando que el *cash flow* operativo (CFO) se redujera un 54,1% YoY, hasta €29,3m.

Al igual que en los ejercicios precedentes, la generación operativa resultó insuficiente para atender el elevado esfuerzo inversor realizado por el grupo. En 2025, la inversión tanto en *capex* material (destinado principalmente al proyecto de 'aguas arriba') como en participaciones estratégicas en sociedades, superó los €150m. En conjunto, los pagos por

inversiones realizados durante el periodo 2023-2025 superaron los €300m, evidenciando la intensidad inversora mantenida por Velora en los últimos ejercicios.

Como consecuencia, el *cash flow* libre se situó en -€158,0m, impactando en un *cash flow* generado internamente negativo de -€136,2m. Para financiar estas necesidades, el grupo recurrió a nueva financiación, tanto mediante subvenciones (€31,4m) como a través de financiación ajena, con una entrada neta de €87,5m durante el ejercicio. Pese a ello, se produjo un consumo neto de caja de €50,3m, situándose la posición de efectivo al cierre de 2025 en €17,7m (€68,1m en 2024).

Para los próximos ejercicios se espera una mejora progresiva de la generación de caja operativa, apoyada en la mayor contribución esperada de las inversiones acometidas y en una normalización de las necesidades de circulante. Asimismo, el menor ritmo inversor previsto, junto con un mayor control del endeudamiento, debería favorecer hacia una mejora de la generación de caja libre y fortalecer la posición de liquidez de Velora.

Capitalización

- Fuerte incremento del activo como consecuencia de la inversión realizada por el grupo, disponiendo de unos niveles de capitalización satisfactorios.

Estructura de activo y financiación. Miles de €.					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Total Activo	357.756	536.061	864.917	49,8%	61,3%
Activo No Corriente	163.472	265.677	524.576	62,5%	97,4%
Activo Corriente	194.284	270.384	340.341	39,2%	25,9%
NOF	34.266	35.601	77.853	3,9%	118,7%
Patrimonio Neto	94.185	122.794	193.108	30,4%	57,3%
Deuda Financiera Total Aj. (DFTa)	129.454	267.727	353.651	106,8%	32,1%
Deuda Financiera Neta Aj. (DFNa)	76.652	151.910	263.939	98,2%	73,7%
PN/DFTa	72,8%	45,9%	54,6%	-26,9pp	8,7pp
DFNa/EBITDA Aj. ⁽¹⁾	1,3x	3,0x	4,1x	1,7x	1,1x
EBITDA Aj./Intereses Aj. ^{(1) (2)}	5,8x	4,2x	3,0x	-1,6x	-1,2x

⁽¹⁾ EBITDA ajustado en el periodo 2023-2025 incluye el dividendo recibido por asociadas consolidadas por puesta en equivalencia. Adicionalmente en 2024 excluye gastos relativos a comisiones por apertura y estructuración de la financiación captada (€2,3m), y ⁽²⁾ Gastos Financieros neteados por la operativa *pass-through*.

El activo total de Velora ha registrado un fuerte crecimiento en los últimos ejercicios, alcanzando €864,9m a cierre de 2025, lo que supone un CAGR23-25 del 55,5%. Esta evolución se apoya en la significativa inversión acometida por el grupo, tanto a nivel orgánico como mediante inversiones en otras sociedades (consideradas principalmente asociadas).

En este sentido, el activo no corriente prácticamente se duplicó en 2025, hasta €524,6m (+97% YoY), destacando las inversiones realizadas dentro de la estrategia de integración vertical 'aguas arriba'. En particular, se incluyen, entre otros, €57m vinculados al nuevo proceso de refino y €92m correspondientes al proyecto de electrólisis, cuya finalización está prevista para 2027 y 2026, respectivamente.

Por su parte, el activo corriente aumentó un 25,9%, hasta €340,3m, principalmente como consecuencia del incremento de las existencias, que alcanzaron €231,8m (€132,7m en 2024), todo ello como parte de la política ejercida por la compañía de mayor acopio dado el incremento sustancial de los precios del cobre y aluminio como del incremento del *stock* de chatarra realizado para asegurar el aprovisionamiento de las nuevas instalaciones.

Por otro lado, el patrimonio neto aumentó un 57,3% en 2025, favorecido por la capitalización parcial de los beneficios generados y, también por el incremento de las subvenciones recibidas (destacando la del PERTE), cuyo saldo global aumentó en €31,2m durante el último año, estando vinculadas a la financiación de los proyectos de inversión que se están desarrollando. Esta evolución del equity se produjo a pesar de mantenerse la política de remuneración al accionista, con algo más de €9m de dividendos distribuidos durante el ejercicio.

Como resultado, el ratio PN/DFT mejoró 8,7pp en 2025, hasta el 54,6%, revirtiendo parcialmente el deterioro registrado el ejercicio anterior como consecuencia del incremento del endeudamiento. Para los próximos ejercicios se estima una evolución favorable de este indicador, pudiendo situarse por encima del 70% desde 2027, niveles considerados satisfactorios.

Liquidez

- **Favorable posición a nivel de liquidez.**

Grupo Velora presenta un buen perfil de refinanciación, respaldado por su escala y sólido posicionamiento en el mercado, que favorecen, entre otros aspectos, la renovación constante de sus instrumentos de financiación de circulante e incluso ampliando límites en algunos de estos para los últimos años. En este sentido, se han renovado recientemente tanto líneas de crédito como parte de los instrumentos de *factoring*.

No obstante, a cierre de 2025 el grupo presentaba un fondo de maniobra negativo significativo, impactado parcialmente por la reclasificación a corto plazo de determinada financiación como consecuencia del incumplimiento de *covenants*. Esta situación queda matizada por la posterior obtención del correspondiente *waiver*, así como por las renovaciones y nueva financiación formalizada durante 2026.

Asimismo, los recursos disponibles estimados para 2026 y 2027 se estiman como suficientes para atender tanto sus compromisos financieros como *capex* comprometido y dividendos esperados, valorándose la liquidez del grupo como buena.

Modificadores

Controversias

- **El grupo no presenta ninguna controversia.**

Nuestra evaluación de controversias determina que no hay noticias o eventos que constituyan un problema real que apunten a una debilidad en las operaciones u organización de Grupo Velora y que requieran seguimiento.

Riesgo país

- **No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante y que, por lo tanto, tenga un impacto negativo en la calificación.**

La mayor parte de la facturación del grupo se genera en España, y países dentro de Europa.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras. Miles de €.					
	FY23	FY24	FY25	24vs23	25vs24
Facturación	1.754.048	1.880.056	2.072.926	7,2%	10,3%
EBITDA Aj.	59.271	51.423	64.389	-13,2%	25,2%
Margen EBITDA Aj.	3,4%	2,7%	3,1%	-0,6pp	0,4pp
EBIT	49.542	39.395	70.353	-20,5%	78,6%
Margen EBIT	2,8%	2,1%	3,4%	-0,7pp	1,3pp
EBT	36.671	28.016	46.456	-23,6%	65,8%
Total Activo	357.756	536.061	864.917	49,8%	61,3%
Patrimonio Neto	94.185	122.794	193.108	30,4%	57,3%
Deuda Financiera Total Aj. (DFTa)	129.454	267.727	353.651	106,8%	32,1%
Deuda Financiera Neta Aj. (DFNa)	76.652	151.910	263.939	98,2%	73,7%
PN/DFTa	72,8%	45,9%	54,6%	-26,9pp	8,7pp
DFNa/EBITDA Aj.	1,3x	3,0x	4,1x	1,7x	1,1x
Funds From Operations Aj.	40.466	34.222	34.492	-15,4%	0,8%
FFO Aj./ DFNa	52,8%	22,5%	13,1%	-30,3pp	-9,5pp
EBITDA Aj./Intereses Aj.	5,8x	4,2x	3,0x	-1,6x	-1,2x

⁽¹⁾ EBITDA ajustado en el periodo 2023-2025 incluye el dividendo recibido por asociadas consolidadas por puesta en equivalencia. Adicionalmente en 2024 excluye gastos relativos a comisiones por apertura y estructuración de la financiación captada. Por otro lado, los gastos financieros están neteados por la operativa *pass-through*.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BB+</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Positivo</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB</i>
<i>Gobierno corporativo</i>	<i>BB+</i>
Perfil Financiero	BB
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BB</i>
<i>Capitalización</i>	<i>BB</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Positivo</i>
Anchor Rating	BB+
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
Rating	BB+

Análisis Sensibilidad

• Factores positivos en el largo plazo (↑)

Una mejora del perfil crediticio requeriría una evolución favorable por encima de la actualmente contemplada en nuestro escenario base, que se traduzca en un fortalecimiento estructural del posicionamiento competitivo y de la rentabilidad del grupo. En particular, una consolidación de la estrategia de integración vertical que permita alcanzar de forma sostenida mayores márgenes operativos, junto con una mayor diversificación hacia productos y sectores de mayor valor añadido, podría ejercer presión positiva sobre la calificación. Desde una perspectiva financiera, sería necesario observar un desapalancamiento y una generación de caja sostenidamente más sólidos que los actualmente previstos, una vez finalizada la actual fase de elevada intensidad inversora. Del mismo modo, un mayor empuje a nivel de ESG, podría seguir impulsando la calificación.

Desde un punto de vista cuantitativo, si estas características y evolución proyectada continúan impulsando el perfil financiero del grupo al alza, el rating podría mejorarse si, de forma conjunta y sostenida en el tiempo (valores medios para el horizonte analizado, histórico y proyectado), sus niveles de apalancamiento, con los ratios ajustados DFN/EBITDA y FFO/DFN, se sitúan por debajo de 2x y por encima del 40%, respectivamente, la cobertura de intereses (EBITDA/Intereses ajustados) por encima de 8x y la capitalización (PN/DFT Ajustada) por encima del 85%.

• Factores negativos en el largo plazo (↓)

Un deterioro del posicionamiento competitivo del grupo, acompañado de una pérdida relevante de volúmenes de producción y venta y/o de una reducción sostenida de sus márgenes operativos, podría ejercer presión a la baja sobre el rating. Asimismo, una menor capacidad para materializar los beneficios esperados de las inversiones realizadas y de su estrategia de integración vertical, junto con el mantenimiento de una elevada intensidad inversora o una política financiera más agresiva, que dificultasen el proceso de desapalancamiento previsto desde este 2026 y debilitasen de forma estructural la generación de caja y el perfil financiero del grupo, podrían derivar en una revisión negativa de la calificación. Del mismo modo, un menor empuje y desarrollo a nivel de ESG, podría afectar negativamente.

Desde un punto de vista cuantitativo, el rating podría revisarse a la baja si, de forma conjunta y sostenida en el tiempo (valores medios para el horizonte analizado, histórico y proyectado), los niveles de capitalización (PN/DFT Ajustada) se situaran por debajo del 70%, junto con un incremento del apalancamiento (DFN/EBITDA) por encima de 3x y un deterioro de los ratios de cobertura, con EBITDA/Intereses por debajo de 4,5x y FFO/DFN inferior al 25,0%.

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>
- 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