

ISSUER RATING  
Long termOUTLOOK  
StableInitiation date 12/03/2021  
Rating Date 31/07/2024

## Contacts

### Lead analyst

Carlos Díaz  
carlos.diaz@ethifinance.com

### Committee chair

Thomas Dilasser  
thomas.dilasser@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Valfortec, S.L. en “BBB-” cambiando la tendencia de Evolving a Estable.
- El cambio de tendencia se fundamenta en las expectativas de mayor estabilidad en el futuro con más venta de proyectos y cierta mejora esperada de métricas.
- El rating asignado se sustenta en una industria con fundamentos positivos (niveles medios de rentabilidad, volatilidad controlada, altas barreras de entrada y perspectivas de crecimiento favorables) donde opera bajo una estrategia financiera prudente a largo plazo, beneficiándose de importantes acuerdos con terceros para llevar a operación una parte de su pipeline de proyectos en desarrollo. Esto se traslada a una buena valoración del perfil financiero del grupo, con un nivel de endeudamiento actual muy controlado (DFN/EBITDA < 4 promedio) y un buen nivel de cobertura de intereses (EBITDA/Intereses > 4,5 promedio).
- No obstante, la calificación se ve limitada por la débil posición competitiva de la sociedad, restringida por la escala de la compañía, las limitadas ventajas competitivas y la baja diversificación internacional. Además, se observa un nivel de capitalización medio (PN/DFT < 60% en 2023). Aunque las proyecciones anticipan una mejora en los resultados para los próximos ejercicios, no se espera una fuerte mejora de los ratios en el corto plazo, además destacamos que el plan de negocio de la compañía depende en gran medida de la rotación de activos para mantener un control adecuado de la deuda, lo cual introduce un importante grado de incertidumbre. Así mismo, cabe señalar que, a pesar de la incorporación de perfiles con experiencia al equipo gestor, el mismo sigue manteniéndose protagonizado por el principal accionista, que actúa como CEO, lo que pudiera suponer un riesgo de concentración en la toma de decisiones, lo que junto al hecho de que este accionista mayoritario concentra su inversión en el grupo, pudiendo ser la capacidad financiera extra para apoyar al grupo bajo hipotéticos escenarios de estrés modesta, limitan la valoración del Governance.
- Para evaluar el perfil financiero de la compañía se ha aplicado un mix en las métricas utilizadas según aportación a nivel EBITDA de las dos actividades principales. La tabla de ‘standard cyclicality’ para el negocio epecista y de rotación de activos y la tabla ‘infrastructure’ para la actividad de generación dado que esta se beneficia de tarifas reguladas y/o disposiciones contractuales (PPAs) limitando la volatilidad de los flujos de caja.
- En línea con nuestra metodología, la compañía opera en el sector de las energías renovables (sector heatmap score entre 1 y 1,9) el cual se encuentra adecuadamente alineado con los factores ESG. Esta consideración resulta en una mejora de una categoría en la evaluación del análisis sectorial. Sin embargo, el análisis de la política interna de la sociedad en términos de ESG arroja una valoración negativa (ESG score de la compañía entre 3,5 y 3,9), lo que ha tenido un impacto negativo de medio notch en la valoración final del perfil financiero.

## Descripción de la Compañía

Valfortec, S.L. y sus sociedades dependientes (en adelante Valfortec o el grupo) es una sociedad especializada en el desarrollo, construcción, explotación y mantenimiento de instalaciones de energías renovables, posicionándose como productor independiente de energía (IPP por sus siglas en inglés). La compañía opera plantas solares fotovoltaicas cuya capacidad total en la actualidad alcanza los 81 MW en operación. Adicionalmente, la compañía cuenta con un pipeline de 860MW en diversas fases de desarrollo, destacando 153,2MW en construcción o en “Ready to Build”. Para sustentar el desarrollo de su portfolio, el grupo viene registrando una política activa de rotación de activos.

A cierre de 2023, la compañía registró una cifra de ingresos ajustada de €37,2, cifra superior a los €33,2 m de 2022, con un EBITDA ajustado de €18,6m (€11,4m en 2022), situando su margen EBITDA ajustado en el 50% (34,5% en 2022) y el ratio DFN/EBITDA en 3,6 veces (6,8 veces en 2022).

## Limitaciones

La compañía no incluye Estado de Flujos de Efectivo en sus cuentas auditadas, factor que condiciona el alcance del análisis financiero.

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- Sector con excelentes fundamentos en base a la sólidas rentabilidades, volatilidad limitada, nivel importante de barreras de entrada y perspectivas positivas de crecimiento.**

El grupo Valfortec opera como epecista de obras de energía solar y como productor de energía renovable. Del análisis de las características del sector en su conjunto se concluye que, aunque la rentabilidad en el ámbito de ingeniería y

construcción tiende a ser inferior en comparación con otros sectores (margen EBIT ~5%) por el hecho de ser una industria altamente competitiva, esta situación se ve compensada por la atractiva rentabilidad que ofrece la generación de energía (margen EBIT >20%) que se explica por el bajo nivel de costes operativos lo que permite sostener los altos apalancamientos de los proyectos y la intensa inversión necesaria. Además, el impacto de la volatilidad se ha mitigado gracias al uso generalizado de tarifas reguladas y contratos de compra de energía a largo plazo (PPAs). Así mismo, se reconoce una situación favorable con respecto a las barreras de entrada (altas necesidades de capital, impacto de la regulación así como la necesidad un pipeline en desarrollo). Por último, las previsiones de las organizaciones internacionales concluyen que la demanda y el consumo de energía mundial seguirá creciendo en el medio y largo plazo, de esta forma se consideran perspectivas positivas de crecimiento en la industria de la energía, especialmente en el ámbito crucial de las renovables.

- El sector de las energías renovables se encuentra alineado con los factores ESG.

La industria de las energías renovables está bien alineada con los factores ESG (puntuación en el heatmap del sector entre 1 y 1.9). Esta consideración resulta en una mejora de una categoría en la evaluación del riesgo de la industria. El sector de las renovables contribuye significativamente a la mitigación de la contaminación y al fomento de la conservación de la biodiversidad, ofreciendo alternativas sostenibles frente a las fuentes de energía tradicionales, que son considerablemente contaminantes. No obstante, es pertinente señalar que las actividades de construcción asociadas a esta industria generan emisiones de gases de efecto invernadero y demandan una considerable cantidad de recursos naturales. El impacto sobre los consumidores y las comunidades es positivo, dado que la energía limpia promueve la salud pública y el desarrollo económico. En cuanto a los proveedores, el impacto se califica de medio, especialmente debido al peso de China en la cadena de suministro, región donde se presentan fuertes desafíos en materia ESG.

#### Posicionamiento Competitivo

- **Posicionamiento competitivo modesto con ventajas de la integración vertical y experiencia, pero limitada capacidad de fijación de precios.**

A lo largo de su trayectoria, Valfortec ha desarrollado, financiado, construido y puesto en operación más de 200MW en proyectos fotovoltaicos, acumulando una experiencia significativa en un mercado muy fragmentado. No obstante, las actividades y servicios de la compañía presentan características limitadas en términos de marca, calidad y tecnología, lo que facilita su sustitución por servicios y productos de otras empresas. Es importante reconocer que el modelo de integración vertical del grupo, con presencia tanto en EPC como en generación de energía, proporciona cierta ventaja competitiva. Además, valoramos favorablemente la estrategia interna de adquirir la propiedad de los terrenos para sus proyectos. Todo ello favorece aspectos como la disponibilidad y los márgenes de precio, apoyando así su competitividad en el mercado. A pesar de estos factores, consideramos que el tamaño y la capacidad de la empresa para fijar los precios de sus productos y servicios sigue siendo limitada.

- **Buena diversificación de productos, avanzando hacia un modelo de negocio IPP, aunque con una diversificación geográfica muy limitada.**

Valfortec diversifica sus ingresos principalmente a través del EPC fotovoltaico, que representó el 40% de su cifra de ventas en 2023. La generación y venta de energía cayó al 33% (39% en 2022) debido a la evolución de los precios de los precios de la energía y los ajustes del gobierno a las plantas reguladas, la empresa también obtiene ingresos de actividades menores. A ello se suma la venta de proyectos en desarrollo, no cuantificados dentro de la cifra de negocios de la compañía, pero que suponen una importante entrada de fondos. Valoramos la diversificación por líneas de negocio forma positiva, recalando que la transición hacia un modelo IPP promete mayores márgenes y menor volatilidad. Desde 2012, Valfortec ha llevado a cabo un proceso de internacionalización de su negocio, operando actualmente parques fotovoltaicos en Japón, Reino Unido, Chile y España. No obstante, el 90% de sus ingresos sigue siendo de origen nacional. Con 81MW en operación y una retribución regulada en un alto número de sus parques, la compañía cuenta con un alto porcentaje de ingresos estables. El pipeline en desarrollo de la sociedad cuenta con 860MW en diversas fases, destacando 153,2MW en fase "Ready to Build". Sin embargo, destacamos que el 75% de su pipeline está en fases aún tempranas de desarrollo y el 91% de los proyectos se sitúan en España, limitando una mayor diversificación internacional a corto y medio plazo.

#### Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Estructura de accionistas limitada en el socio fundador.**

Valfortec responde a las características de empresa familiar, aspecto reflejado en una estructura accionarial liderada y concentrada desde su constitución por su director general y máximo accionista D. Fidel Roig (99,99 % del capital a través de Promociones Renovables Valencianas S.L.). El señor Roig es igualmente el Administrador Único del grupo. El apoyo del accionista se valora por tanto como moderado, destacando la no distribución de dividendos desde 2009 y la prudencia financiera como pilares de una estrategia empresarial enfocada al largo plazo. Hay que señalar que en sus orígenes el modelo de negocio del grupo estuvo enfocado al desarrollo y la construcción de proyectos fotovoltaicos para su venta. Estrategia que se mantiene de forma parcial para contribuir a la autofinanciación del crecimiento de la

cartera de venta de energía y la contención del endeudamiento como característica fundamental del desempeño estratégico.

- **Equipo de gestión cualificado y política financiera en línea con objetivos exigentes y ambiciosos**

La implementación de los planes estratégicos está a cargo del equipo directivo, compuesto por miembros con notable experiencia en el ámbito empresarial y una prolongada permanencia en la compañía. Exceptuando al CEO, el equipo directivo cuenta con una media de 9 años en la empresa. Durante 2023 y 2024, la empresa ha fortalecido su equipo directivo y ha establecido un consejo asesor de seis miembros, tres de ellos independientes, para asesorar a D. Fider Roig, director general y fundador de la compañía, en la toma de decisiones estratégicas. No obstante, desde EthiFinance Rating a pesar de la elevada vinculación de este con el negocio y la visión a largo plazo, se destaca el riesgo de concentración en la toma de decisiones, así como unas cuentas anuales que no se encuentran auditadas por un auditor de reconocido prestigio. Destacamos que en 2023, como parte de la estrategia corporativa, se formalizó un significativo acuerdo entre el grupo bancario suizo Mirabaud y Valfortec para crear un vehículo de inversión de €100m. Este fondo, cofinanciado al 50% por ambas entidades, está destinado al desarrollo, construcción y operación de proyectos fotovoltaicos, financiando actualmente proyectos en suelo que totalizan 95 MW.

- **Política ESG a nivel de empresa limitado, con impacto desfavorable en su calificación.**

La empresa lleva a cabo una política limitada en relación con los riesgos ESG (puntuación entre 3,5 y 3,9). El análisis de la política de la compañía en la materia concluye que los factores ESG se tienen en cuenta y son gestionados internamente, lo que resulta en una baja probabilidad de que se produzca un impacto relacionado con el ESG en los ingresos, resultados operativos, flujos de caja, valor de los activos o la reputación de la sociedad. Adicionalmente, la estrategia se está adaptando para beneficiarse de las tendencias del sector relacionadas con ESG, y una gobernanza y gestión sólidas que contribuyan a la limitación de riesgos y a la utilización del ESG como una oportunidad estratégica. Las políticas de ambientales y sociales son buenas, no obstante las políticas de gobernanza se siguen considerando muy limitadas.

## Perfil Financiero

### Ventas y Rentabilidad

- **Evolución satisfactoria de resultados y EBITDA durante el ejercicio 2023.**

Al cierre de 2023, Valfortec alcanzó ingresos ajustados de €37,2m, impulsados en gran parte por la venta de activos (€6,8m). Sin incluir estas ventas, los ingresos fueron de €30,4m, un 4,75% menos que en 2022. El margen bruto ajustado mejoró alcanzando el 78,3% con los ingresos por venta de activos y 73,5% sin ellos. El EBITDA ajustado se situó en €18,6m, impulsado también por la venta de activos. Sin estos ingresos, el EBITDA habría sido de €11,8m, con un margen del 39% (32% en 2022), muy por debajo de otras empresas del sector. Los gastos financieros disminuyeron un 29,3% hasta €3,9m, pero se espera que aumenten debido al esperado aumento del apalancamiento en los próximos ejercicios. El resultado antes de impuestos alcanzó un récord de €16,5 millones, reflejando un año de crecimiento y consolidación para la empresa.

### Endeudamiento y Cobertura

- **Mejora del ratio de apalancamiento de la compañía durante el 2023 a pesar del aumento de la deuda financiera total que se apoya en una controlada cobertura de intereses.**

Al cierre de 2023, Valfortec aumentó su deuda financiera total a €99,2m (+2,9% interanual). Sin embargo, su deuda financiera neta disminuyó un 8,4%, situándose en €67,7m, gracias al incremento de la caja. Esta reducción de la DFN, junto con la mejora del EBITDA ajustado, mejoró el control del endeudamiento del grupo, reduciendo el ratio DFN/EBITDA a 3,6 veces (vs 6,4 veces en 2022). EthiFinance valora positivamente esta mejora, aunque se anticipan cierta mejora en el ratio en el medio plazo. Además, la empresa mejoró su ratio de cobertura de intereses a 4,7 veces (vs 2,8 veces en 2022), y se espera que este ratio se mantenga en niveles controlados a pesar del contexto actual de tipos de interés y el plan financiero proyectado.

### Análisis del Flujo de Caja

- **Incremento favorable en la cifra de caja a cierre del ejercicio.**

La compañía no incluye el Estado de Flujos de Efectivo Consolidado en sus estados financieros. No obstante, el saldo ajustado de tesorería al cierre del ejercicio fue de €31,9m, en comparación con los €22,9m de 2022, lo que representa un incremento significativo del 39%. Considerando esta cifra y el aumento de €2,8m en la deuda financiera total, se puede concluir que la empresa generó un flujo de caja neto positivo de aproximadamente €6,2m durante el ejercicio. Estos resultados subrayan la capacidad de la compañía para generar liquidez y fortalecer su posición financiera en el mercado.

### Capitalización

- **Mejora en el nivel de autonomía financiera de la empresa tras los beneficios registrados durante el último ejercicio.**

Al cierre de 2023, el patrimonio neto alcanzó los €57,5m, reflejando un incremento interanual del 32,4% debido fundamentalmente a los resultados positivos obtenidos durante el periodo 2023. Esta situación se reflejó positivamente en la autonomía financiera de la empresa a cierre de 2023 a pesar del mayor nivel de deuda financiera total, con un PN/DFT del 54,3%, marcando una mejora en comparación con los años anteriores, (44,8% en 2022 y 40,3% en 2021). Hay que indicar que según el análisis de EthiFinance Ratings, no se espera una fuerte mejora en la autonomía financiera en el corto ni en el medio plazo, especialmente ante el previsible aumento del endeudamiento que se anticipa necesario para financiar las inversiones de capital previstas en los planes de negocio del grupo.

## Liquidez

- **Situación adecuada de liquidez.**

Al finalizar 2023, la empresa tenía una deuda de €11,3m con vencimiento a corto plazo, lo que representa solo el 11% de su deuda total. Considerando el flujo de caja operativo, las líneas de financiación disponibles y la caja a fin de año, se estima que la empresa posee una capacidad adecuada para cumplir con sus obligaciones financieras en el corto plazo. No obstante, es relevante mencionar que en 2026 vence un bono de €25m emitido en el MARF en 2021. Aunque actualmente la empresa cuenta con la capacidad suficiente para su reembolso, condiciones adversas del mercado a corto y mediano plazo podrían generar problemas de liquidez si no se gestionan adecuadamente los recursos y los procesos de refinanciación.

## Modificadores

### Controversias

- **Actualmente el grupo no presenta controversias de importancia.**

### Riesgo País

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

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras. Miles de €.						
	2022	2023	2024E <sup>(1)</sup>	2025E <sup>(1)</sup>	2026E <sup>(1)</sup>	23vs22
Facturación ajustada <sup>(2)</sup>	33.218	37.190	54.800	57.271	61.397	12,0%
EBITDA ajustado <sup>(2)</sup>	11.461	18.610	27.131	40.673	50.308	62,4%
Margen EBITDA	34,5%	50,0%	49,5%	71,0%	81,9%	15,5pp
EBIT	6.588	5.954	19.361	31.591	39.340	-9,6%
Margen EBIT	19,8%	16,0%	35,3%	55,2%	64,1%	-3,8pp
EBT	3.832	16.490	14.682	26.544	34.466	330,3%
Activo Total	167.011	206.037	229.882	260.107	274.787	23,4%
Patrimonio Neto	43.402	57.484	69.229	90.464	118.037	32,4%
Deuda Financiera Total	96.803	99.657	108.361	115.934	100.679	2,9%
Deuda Financiera Neta	73.836	67.670	80.807	87.052	64.533	-8,4%
PN/DFT	44,8%	57,7%	63,9%	78,0%	117,2%	12,8pp
DFN/EBITDA	6,4x	3,6x	3,0x	2,1x	1,3x	-2,8x
Funds From Operations (FFO) <sup>(3)</sup>	8.327	14.462	19.515	30.318	38.541	73,7%
FFO/DFN	11,3%	21,4%	24,1%	34,8%	59,7%	10,1pp
EBITDA/Intereses	2,8x	4,7x	5,8x	8,1x	10,3x	1,9x

(1) Estimaciones realizadas por EthiFinance, en base a las proyecciones de la empresa, los datos históricos y las nuevas tendencias del mercado.

(2) Incluye ingresos por venta de activos registrados por la compañía como ingreso financiero.

(3) Calculado a partir del EBITDA menos gastos financieros menos impuestos.

## Análisis Sensibilidad

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

Desde EthiFinance Ratings, no se espera una subida del rating en el corto plazo. No obstante una mejora sostenida del conjunto de factores cualitativos y del perfil financiero del grupo, pudieran ayudar. En este sentido, se destaca un entorno económico favorable que resulte en una evolución positiva del sector y mayor volumen de negocio del grupo. Mejora de los niveles de endeudamiento (DFN ajustada/EBITDA recurrente por debajo de 1,5 veces y FFO/DFN ajustada superior al 50% en promedio). Incremento de la autonomía financiera (PN/DFT ajustada por encima del 90%). Modelo de negocio enfocado cada vez más a la generación y venta de energía (contribución de esta línea de negocio en >65% del EBITDA de forma sostenible). Mejora de la valoración del ESG a nivel compañía que situó la calificación del

ESG score en un rango entre 3 y 3,5.

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

Un agravamiento del entorno económico y empeoramiento menor del volumen de negocio. Además, una parte significativa de las previsiones de la empresa depende de la venta de activos. Si estas finalmente no se concretan, el plan de negocio de la sociedad podría verse alterado de manera considerable, afectando negativamente a las proyecciones. Deterioro de ratios (DFN ajustada/EBITDA recurrente por encima de 5 veces y FFO/DFN ajustada por debajo del 10% en promedio) y PN/DFT ajustada (por debajo del 40%). Empeoramiento de la valoración del ESG a nivel compañía que situó la calificación del ESG score en un rango entre 4 y 5. Menor relevancia de la actividad de generación y venta de energía (contribución de esta línea de negocio <25% del EBITDA de forma sostenible).

## Credit Rating

Credit Rating	
<b>Perfil Negocio</b>	<b>BB+</b>
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>A</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Positivo</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>B</i>
<i>Gobierno corporativo</i>	<i>BB-</i>
<b>Perfil Financiero</b>	<b>BBB-</b>
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BBB</i>
<i>Solvencia</i>	<i>BB+</i>
<b>ESG Compañía</b>	<b>negativo</b>
<b>Anchor Rating</b>	<b>BBB-</b>
<i>Modificadores</i>	<i>-</i>
<b>Rating</b>	<b>BBB-</b>

## 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