



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable

Initiation date 01/09/2026
Rating Date 01/09/2026

Contacts

Lead analyst

Aitor Sanjuan Sanz
aitor.sanjuan@ethifinance.com

Secondary analyst

Carlos Ortega
carlos.ortega@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

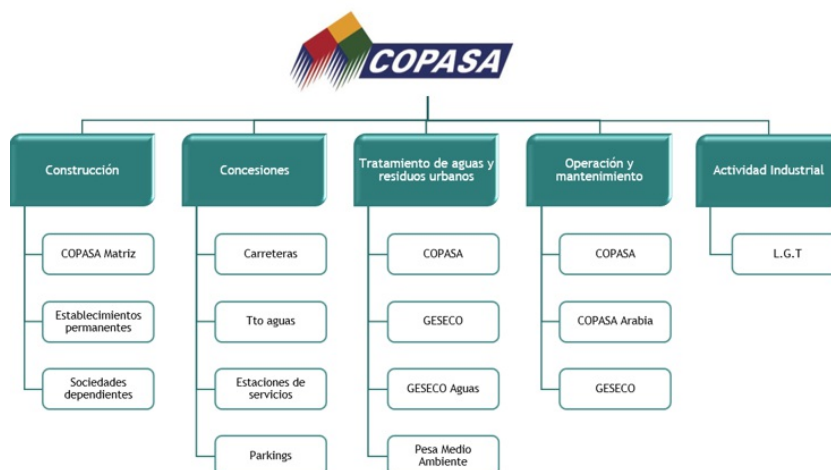
- EthiFinance Ratings inicia el rating público a largo plazo de Sociedad Anónima de Obras y Servicios, COPASA y asigna por primera vez el rating de “BBB-”, con tendencia Estable.
- Copasa es un grupo multinacional español que opera en el sector de la construcción, concesión y servicios, enfocado, principalmente, en obra civil.
- La calificación se fundamenta en unas ventajas competitivas consolidadas en una industria con fundamentos positivos y buen potencial de crecimiento. Se valoran positivamente especialmente las características estructurales del sector concesional, como sus elevados niveles de rentabilidad, la baja volatilidad operativa y las relevantes barreras de entrada. Desde el punto de vista financiero, se destacan los cómodos niveles de apalancamiento (DFN/EBITDA <3x) y un nivel de capitalización apropiado (PN/DFT >90% en promedio).
- Por otro lado, la calificación se ve limitada por la escala media/baja de la compañía, lo que condiciona en cierta medida su posicionamiento competitivo frente a operadores de mayor tamaño, así como por una dependencia del negocio sobre un número reducido de proyectos que refleja un importante riesgo de concentración. Desde la perspectiva del gobierno corporativo, si bien se reconoce la experiencia del accionista y su estrecha vinculación con el negocio, la estructura familiar de propiedad implica cierto riesgo derivado de la concentración en la toma de decisiones, al tiempo que pudiera limitar la capacidad financiera adicional para respaldar al grupo en escenarios adversos. Asimismo, se observa una cobertura de intereses que, a pesar de la mejora, sigue siendo modesta (EBITDA/Intereses c.4x en promedio).
- Para evaluar el perfil financiero de la compañía se ha aplicado un mix a nivel de métricas según aportación a nivel EBITDA de las dos actividades principales. La tabla de ‘standard cyclicity’ para el negocio de construcción y la tabla ‘infrastructure’ para la actividad concesional dado que esta se beneficia de tarifas y/o disposiciones contractuales a largo plazo, limitando la volatilidad de los flujos de caja.
- Cabe destacar, para facilitar la interpretación del rating otorgado, que, a nivel financiero desde EthiFinance Ratings han sido ajustadas las magnitudes financieras, siendo estas cifras ajustadas las utilizadas para la valoración del grupo. En este sentido, cabe señalar que las cifras correspondientes al ejercicio 2024 se han ajustado (ver apartado ‘Principales magnitudes financieras’) para reflejar adecuadamente la situación de la compañía tras la salida del proyecto Circuito Vial Tres (CVT), decisión comunicada por la empresa y cuya formalización, se aprobó a finales de 2024. Dado que las auditorías contemplan la salida de CVT únicamente a nivel de balance (clasificando los activos y pasivos como operaciones mantenidas para la venta), pero no en la cuenta de resultados ni en el estado de flujos de efectivo, se ha realizado un ajuste específico en ambos estados financieros (P&L y cash flow) con el objetivo de presentar unas magnitudes económicas representativas del perímetro actual del grupo.
- En línea con nuestra metodología, tanto el sector constructor como de infraestructuras tienen un riesgo ESG medio (sector heatmap entre 3,0 y 3,4) dado su impacto en el medio ambiente. Esta evaluación da lugar a un análisis ESG sectorial que no afecta a su calificación. Las políticas ESG de la compañía se consideran neutras (ESG score de la compañía entre 2 y 2,9), lo que no ha tenido impacto en la valoración final del perfil financiero ni en la calificación final.

Descripción de la Compañía

Constituido en 1985 y con sede social en Ourense, el grupo desarrolla su actividad en la construcción y explotación de infraestructuras, con presencia relevante en obra civil, edificación, concesiones, servicios de mantenimiento y tratamiento de aguas y residuos.

A cierre del ejercicio 2025, la compañía reportó una cifra de negocio de €433,3m con un EBITDA ajustado de €47,2m (margen EBITDA del 10,9%). El ratio de DFN/EBITDA ajustado se situó en 2,6x.

Estructura empresarial



El grupo desarrolla su actividad a través de cinco grandes líneas de negocio:

Construcción: Copasa articula su actividad constructora mediante cinco unidades especializadas:

1. Ferrocarriles: ejecución de infraestructuras y superestructuras ferroviarias, tanto en líneas convencionales como de alta velocidad, incluyendo su mantenimiento, así como la fabricación de traviesas y balasto.
2. Hidráulicas: diseño, construcción y puesta en marcha de plantas de tratamiento de aguas (EDAR y ETAP). A ello se suma la ejecución de obras de mejora y automatización en cauces fluviales, pasarelas peatonales, modernización de regadíos y obras portuarias.
3. Carreteras: construcción de nuevos trazados y trabajos de rehabilitación y mantenimiento en autopistas, autovías, carreteras convencionales, túneles y puentes.
4. Edificación: desarrollo de edificios públicos, destacando infraestructuras sanitarias, educativas, culturales, administrativas, deportivas y de transporte.
5. Puertos: participación en grandes proyectos portuarios, como el Rompeolas Poniente de la ampliación del puerto de Veracruz, la obra portuaria más relevante construida recientemente en México.

Concesiones: comprende la participación en proyectos de carreteras (peaje en sombra y pago por disponibilidad), plantas de tratamiento de aguas residuales, aparcamientos, gestión de residuos urbanos y áreas de servicio. Este segmento es estratégico para el crecimiento rentable de la actividad constructora y para dotar al grupo de flujos de ingresos recurrentes y estables en el largo plazo. La participación en grandes proyectos se estructura con un nivel de inversión en capital y una deuda dimensionada.

Detalle Concesiones				
Proyecto	Localización	% Copasa	Situación	Vencimiento
Carreteras				
AUCOM	España - Galicia	50%	Explotación-Disponibilidad	2038
ELOVÍAS	Brasil	33%	Explotación-CAPEX	2055
Agua/medioambiente				
EDARMelide	España-Galicia	100%	Explotación	2028
EDAR-Muros	España-Galicia	100%	Explotación	2030
EDAR-Baiona	España-Galicia	100%	Explotación	2030
EDAR-Ferrol	España-Galicia	50%	Explotación	2034
Aguas do Guamá	Brasil	38%	Explotación	2049
Aparcamientos				
Parrote	España-Galicia	100%	Explotación	2047
Materno	España-Galicia	100%	Explotación	2063
Lomi	México	50%	Explotación	2039
Estaciones de servicio				
Cuatro estaciones	España	25%	Explotación	2030, 2045, 2048, 2050

Tratamiento de aguas y residuos: abarca el ciclo integral del agua, desde la captación y potabilización, hasta el saneamiento, depuración y distribución final. Asimismo, el grupo participa en la recolección, clasificación y tratamiento de residuos sólidos, tanto urbanos como industriales.

Servicios y mantenimiento de infraestructuras: la experiencia acumulada en la construcción ha permitido consolidar una sólida posición en contratos de mantenimiento de líneas ferroviarias de alta velocidad y de redes viarias de ámbito estatal y regional, incluyendo conservación integral de carreteras, autovías y autopistas.

Actividad industrial: el grupo dispone de plantas propias para la fabricación de traviesas, balasto y soldadura de carril, asegurando el suministro de productos en el ámbito ferroviario. Complementariamente, presta servicios de recogida, tratamiento y transporte de residuos sólidos urbanos hacia vertederos o plantas de clasificación y valorización.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- El grupo opera en dos sectores complementarios con dinámicas diferenciadas.

Copasa opera en dos sectores estrechamente vinculados en la cadena de valor de la infraestructura, pero con perfiles de riesgo y rentabilidad claramente diferenciados. La actividad de ingeniería y construcción constituye la base tradicional del grupo, mientras que el negocio concesional actúa como palanca de rentabilidad y de recurrencia a largo plazo.

Ingeniería y construcción

El sector de la ingeniería y construcción se distingue por operar con márgenes reducidos (margen EBIT c.5%), consecuencia de las sustanciales cargas económicas derivadas de los suministros, el personal técnico especializado, la maquinaria de alta complejidad y la gestión de licencias, elementos que condicionan de manera directa la rentabilidad de las operaciones. Asimismo, el perfil de rentabilidad de la industria presenta una volatilidad intrínseca, influenciada por la periodicidad de los ciclos económicos, la intensa presión competitiva y el riesgo latente de desviaciones en presupuestos y calendarios, además de una marcada dependencia de la adjudicación de contratos en los ámbitos público y privado. A estos factores se añade la vulnerabilidad ante fluctuaciones regulatorias, tributarias y políticas, con especial incidencia en las operaciones internacionales.

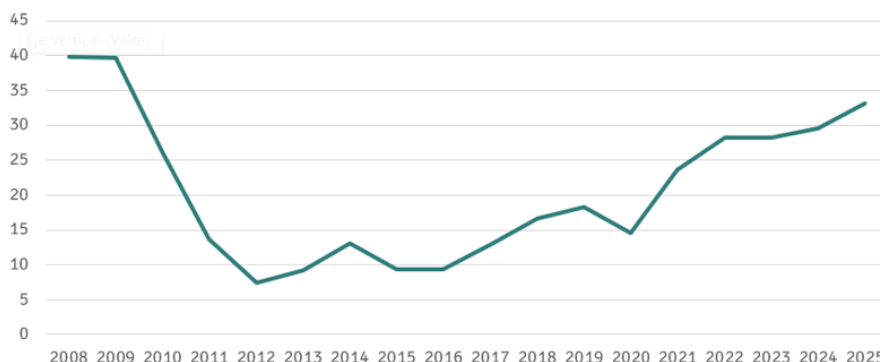
Adicionalmente, las compañías del sector deben gestionar contingencias de carácter extraordinario (geopolíticas, climáticas y contractuales) que pueden comprometer los resultados esperados, haciendo indispensable una disciplina estricta en la selección de proyectos, contratación, seguimiento de márgenes y control del circulante.

En cuanto a la dinámica del mercado, el sector impone barreras de entrada de intensidad medio-alta en los segmentos de mayor complejidad técnica que dificultan la irrupción de nuevos competidores. Entre ellas destacan las referencias previas en proyectos comparables, la capacidad financiera, el acceso a avales y garantías, la disponibilidad de equipos técnicos cualificados, la experiencia en ejecución internacional y el cumplimiento de requisitos técnicos y regulatorios estrictos. Estas barreras son menos elevadas en actividades de menor especialización, donde la competencia puede ser más intensa.

Pese a este complejo escenario, las proyecciones para la industria continúan siendo favorables. Según el informe 2025 Engineering and Construction Industry Outlook publicado por Deloitte, se prevé que la inversión en infraestructuras sostenibles, la digitalización de los procesos de construcción y los compromisos internacionales en materia de transición energética y sostenibilidad impulsen la actividad sectorial en los próximos ejercicios.

A nivel nacional, el sector de la construcción de infraestructuras públicas continúa mostrando una evolución favorable, impulsada por el elevado volumen de licitación pública, el desarrollo de proyectos financiados con fondos europeos y la inversión en infraestructuras de transporte, hidráulicas y energéticas. La licitación pública en España alcanzó €33,1bn en 2025, lo que supone un crecimiento cercano al 12,3% respecto a 2024 (€29,5bn), confirmando la continuidad del ciclo expansivo de inversión pública. No obstante, el sector sigue condicionado por el incremento acumulado de los costes de construcción, la escasez de mano de obra cualificada, la presión sobre los márgenes y la incertidumbre derivada del contexto geopolítico y económico internacional. Estos factores han llevado a las compañías a mantener un enfoque más selectivo en la adjudicación de proyectos, priorizando la rentabilidad y la solidez financiera sobre el crecimiento del volumen de negocio.

Volumen de licitaciones (todas las Administraciones). Miles de millones de EUR.



Fuente: SEOPAN.

Gestión concesional de activos

Frente a la volatilidad y la contención de márgenes propias del negocio constructor, el sector de gestión de activos concesionales presenta un perfil de riesgo estructuralmente inferior, con flujos de caja más predecibles y de mayor recurrencia y niveles de rentabilidad significativamente superiores (márgenes EBIT >20%). Esta industria se caracteriza por elevadas barreras de entrada, al tratarse de una actividad intensiva en capital que requiere un alto nivel de especialización técnica, capacidad financiera y experiencia acreditada para concurrir en los procesos de licitación. Adicionalmente, la operación de infraestructuras concesionales se apoya en tarifas reguladas o esquemas contractuales de largo plazo (pago por disponibilidad, peaje real o mecanismos mixtos), que ofrecen una visibilidad de ingresos muy superior a la de la actividad constructora tradicional.

Las perspectivas para la industria concesional se mantienen sólidas a medio y largo plazo, apoyadas en la creciente utilización de las asociaciones público-privadas (PPP) como fórmula preferente para canalizar la inversión en infraestructuras, especialmente en un contexto de restricciones presupuestarias públicas y de necesidad estructural de modernización de las redes existentes. La transición energética, la resiliencia climática, la digitalización de las infraestructuras (movilidad conectada, telepeaje, gestión inteligente del tráfico) y las inversiones en el ciclo integral del agua constituyen los principales vectores de crecimiento del sector. Adicionalmente, se observa un elevado apetito inversor por parte de fondos de infraestructuras y aseguradoras a nivel global, atraídos por la naturaleza estable y de largo plazo de estos activos, lo que sostiene tanto la actividad de licitación primaria como el mercado secundario de rotación de activos concesionales maduros.

En el ámbito internacional, mercados como Brasil, Estados Unidos y Oriente Medio se posicionan como principales polos de crecimiento del sector concesional, con programas de licitación relevantes en autopistas, saneamiento, ferrocarriles y aeropuerto (por ejemplo, el programa federal brasileño de la ANTT, con más de 15.000 km de autopistas previstos en licitación y una inversión agregada superior a R\$300bn/ c.€50bn). En España, el sector concesional mantiene perspectivas más moderadas ante la reducción del número de nuevas licitaciones de autopistas en régimen de peaje, si bien se mantiene una actividad relevante en concesiones de agua, residuos y servicios urbanos, así como en la renovación de contratos maduros.

- **Industria con un riesgo medio en términos de ESG neutra en la calificación**

El sector de la construcción e infraestructuras presenta un riesgo medio en términos de ESG según nuestra metodología, con una calificación en el heatmap sectorial entre 3 y 3,4. Dicha calificación refleja una evaluación sectorial que permanece neutra ante consideraciones específicas de la industria. En cuanto a los factores medioambientales, estas industrias tienen un impacto medio en el clima, con emisiones directas restringidas pero emisiones de alcance 3 que pueden ser notablemente elevadas. La materialidad financiera es baja porque la regulación no aplica a todas las externalidades de la industria, pero esto probablemente cambiará. El impacto sobre la biodiversidad es medio a pesar de que el uso del suelo puede ser intenso y problemático.

Sin embargo, el sector tiene un alto impacto sobre el consumo de recursos de materias primas (arena, etc.), y sobre la contaminación al generar cantidades significativas de residuos con una reciclabilidad limitada actualmente. El impacto del sector en la cadena de suministro se encuentra limitado debido a la fuerte competencia y una restringida dependencia financiera. Además, cabe destacar que la mejora de las obras públicas repercute positivamente en la vida diaria de los consumidores. Los países también se benefician de la industria de la construcción, que es un importante empleador pero está poco regulado.

Posicionamiento Competitivo

- **Compañía de tamaño modesto, pero con ventajas competitivas consolidadas.**

El grupo opera a una escala inferior a la de las grandes concesionarias y constructoras cotizadas, lo que restringe la capacidad de concurrir a los proyectos de mayor envergadura, reduce su poder de negociación frente a clientes y proveedores y limita su diversificación relativa.

No obstante, esta menor escala se ve compensada por ventajas competitivas demostradas. Entre ellas destacan su extensa experiencia y reconocimiento a nivel nacional como especialista en obra pública, un portfolio concesional que asegura negocio recurrente a largo plazo, y un modelo de negocio basado en la integración vertical y horizontal de actividades y en la diversificación de servicios, que le otorga ventajas operativas al optimizar la disponibilidad de recursos, mejorar la eficiencia en costes y mantener un mayor control sobre los márgenes.

Este posicionamiento se refuerza con la continua obtención de nuevas adjudicaciones, destacando la relevante concesión de Elovias en Brasil como principal exponente, en un contexto sectorial favorable que sustenta sus expectativas de crecimiento a medio y largo plazo.

Analizando los pares comparables, Copasa se mantiene alejada de los principales players concesionales a nivel de tamaño. El grupo opera con un margen EBITDA que se sitúa algo por debajo de la media, reflejo del mayor peso de la construcción frente a operadores con mayor contribución concesional. Frente a ello, exhibe una posición financiera más conservadora, si bien su cobertura de intereses se mantiene en niveles moderados.

Comparativa de pares. Miles de EUR.

	Ventas	EBITDA	Margen EBITDA	EBIT	Margen EBIT	Total Activo	DFN/ EBITDA	EBITDA/ Intereses
Copasa	433	47	10,9%	35	8,0%	773	2,6x	3,5x
Sacyr	4.717	1.265	26,8%	1.075	22,8%	18.014	5,4x	2,1x
VINCI	75.372	13.241	17,6%	9.035	12,0%	133.065	1,6x	8,8x
FCC	9.700	1.343	13,8%	599	6,2%	15.803	2,2x	5,6x
Ferrovial	9.627	1.457	15,1%	967	10,0%	27.420	4,4x	3,3x
Eiffage	26.119	4.168	16,0%	2.580	9,9%	40.934	2,4x	9,8x
Grupo San José	1.639	79	4,8%	60	3,7%	1.478	n.a.	-
Promedio			15,0%		10,4%	39.452	3,1x	5,5x
Media			15,1%		9,9%	22.717	2,5x	4,6x

- **Cartera de obra que asegura el negocio futuro.**

La cartera global del grupo se situó en €4,5bn, lo que representa un incremento del 156,1% respecto a los €1,8bn registrados al finalizar 2024. Este incremento se explica por el aumento de la cartera internacional y, especialmente, por la adjudicación del proyecto Elovias. El fuerte incremento del volumen total de la cartera ha supuesto un aumento significativo de la cobertura sobre facturación, que pasó a 10,5x en 2025, revirtiendo la senda de moderación observada en ejercicios anteriores y reforzando la visibilidad de ingresos y generación de caja futura del grupo.

En conjunto, esta evolución se valora positivamente, al reforzar a futuro la diversificación por tipo de actividad (con un mayor peso del negocio concesional, más rentable y recurrente) y dotar al grupo de una elevada visibilidad de ingresos a largo plazo, sustentada además en la exposición a mercados con ambiciosos planes de inversión en infraestructuras.

Evolución de la cartera. Miles de EUR

	FY23		FY24		FY25		25vs24
	Importe	%	Importe	%	Importe	%	
Nacional	1.163.064	55,5%	977.166	55,6%	948.498	21,1%	-2,9%
Internacional	931.356	44,5%	780.875	44,4%	3.554.041	78,9%	355,1%
Total cartera global	2.094.420	-	1.758.041	-	4.502.539		156,1%
Facturación	432.200	-	429.258	-	433.252		0,9%
Cobertura sobre fact.	4,8x	-	4,1x	-	10,4x		6,3x

- **Adecuada diversificación por líneas de negocio y base de clientes de calidad, con una concentración en un número acotado de proyectos.**

El grupo presenta una diversificación razonable por líneas de negocio, sustentada en la complementariedad de sus actividades: mientras que la construcción y servicios aporta la mayor parte de la facturación, es el negocio concesional el que concentra el grueso del EBITDA, proporcionando la rentabilidad, recurrencia y estabilidad de márgenes que caracterizan al modelo del grupo. La creciente aportación del segmento concesional, reforzada por la entrada de

Elovias, mejora la calidad del mix de resultados.

Desde el punto de vista geográfico, la facturación sigue concentrada en el mercado nacional, si bien esta distribución tenderá a diversificarse a medida que Elovias vaya ganando peso, reduciendo la dependencia doméstica. Esta evolución a pesar de ser positivo por minorar la concentración en España y en especial en el ámbito gallego, se valora de forma prudente ya que conlleva dos factores a monitorear: la creciente concentración de la cartera y EBITDA futuro en Brasil, jurisdicción de mayor riesgo relativo, y la dependencia de un único proyecto de gran tamaño.

Por último, se valora favorablemente la elevada calidad crediticia de la base de clientes, mayoritariamente pública y semipública tanto a nivel nacional como internacional, lo que aporta estabilidad.

Diversificación



Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Estructura accionarial familiar, estable, con implicación en la gestión del grupo, aunque capacidad financiera modesta.**

Copasa fue constituida en 1985 por el ingeniero de caminos D. José Luis Suárez Gutiérrez, el cual se mantiene como principal accionista, con un 25,8% del capital social. Además, junto a su cónyuge y sus hijos, la familia fundadora controla en conjunto el 60% del capital. El resto del accionariado se reparte entre un segundo grupo familiar, encabezado por Dña. Carolina Pacheco Rodríguez (19,84%) junto a D. Juan Pablo González Pacheco (5,08%) y D. Hernán Valentín González Pacheco (5,08%), que suma el 30%, y un 10% de autocartera. Dada la naturaleza del accionariado, la capacidad potencial de realizar aportaciones extraordinarias de capital es más limitada que en grupos con accionariado más diversificado o cotizado. La gestión de Copasa presenta las características de gestión de una empresa familiar en lo que a estructura accionarial estable se refiere y a la implicación del accionista en la gestión del grupo.

En cuanto al órgano de administración, cabe destacar como novedad respecto al ejercicio anterior la ampliación del Consejo de Administración, que ha pasado de cinco a siete miembros con la incorporación de un consejero independiente adicional, situándose en tres el número de consejeros independientes. Esta evolución se valora positivamente, al reforzar el equilibrio de poderes y la independencia del órgano de gobierno, aspectos especialmente relevantes en una estructura de propiedad familiar.

- **Estrategia financiera orientada a potenciar el negocio concesional, fortalecer la generación de caja y mantener un apalancamiento controlado.**

La estrategia del grupo se centra en potenciar la actividad concesional como vía para alcanzar niveles superiores de rentabilidad y asegurar una generación de caja estable y recurrente en el largo plazo, tal como refleja la adjudicación en 2025 de la concesión de Elovias (BR-040/495) en Brasil, el proyecto más relevante de su historia reciente. Dado el carácter intensivo en capex del negocio concesional, un pilar fundamental de la gestión es el mantenimiento de posiciones de liquidez holgadas que permitan acometer las aportaciones de equity necesarias para el desarrollo de las concesiones adjudicadas, financiadas con recursos propios y sin recurso a nivel proyecto. Este enfoque resulta especialmente relevante dado el elevado consumo de capital propio que requieren las concesiones durante sus fases iniciales de desarrollo.

Por otro lado, en relación con su exposición internacional, si bien el grupo mantuvo históricamente una presencia relevante en Latinoamérica, en los últimos ejercicios ha reorientado su estrategia hacia mercados con marcos regulatorios más sólidos y proyectos con un retorno ajustado al riesgo, priorizando esquemas concesionales de naturaleza brownfield y con flujos contractualmente protegidos. La apuesta por Elovias se enmarca en esta lógica: se trata de una infraestructura ya en explotación (con generación de caja desde el primer día) y un marco tarifario regulado a largo plazo bajo la ANTT, que acota el riesgo de construcción y de demanda. Desde EthiFinance Ratings se valora positivamente la disciplina financiera mostrada por el grupo, así como su capacidad para ejecutar una estrategia de crecimiento preservando un perfil financiero compatible con la categoría de rating actual.

- **Neutra política ESG a nivel compañía**

La empresa lleva a cabo una política limitada en relación con los riesgos ESG (puntuación entre 2 y 2,9). En el ámbito de gobierno corporativo, cabe destacar la ampliación del Consejo de Administración de cinco a siete miembros, incorporando un consejero independiente adicional (tres independientes sobre un total de siete), si bien no existe separación entre los roles de Presidente y Consejero Delegado y el capital se mantiene bajo control familiar. En el ámbito social, el grupo mantiene un perfil adecuado, con una plantilla de 2.080 empleados y una media de 10,1 horas de formación por empleado, si bien el ratio de frecuencia de accidentes se sitúa en 37,5 y la rotación de personal en el 31,3%, aspectos que constituyen áreas de seguimiento. Desde el punto de vista medioambiental, la exposición estructural del sector de la construcción e infraestructuras (uso intensivo de recursos y generación de residuos), junto con la ausencia de un perímetro certificado ISO 14001 claramente delimitado, explica una evaluación más contenida en este pilar, si bien las emisiones de alcance 1 y 2 se mantienen relativamente acotadas (12.442 tCO2e).

Perfil Financiero

El presente análisis se basa en las cuentas anuales consolidadas auditadas de Sociedad Anónima de Obras y Servicios, COPASA y sociedades dependientes de 2025, 2024 y 2023 (Auditor: Deloitte Auditores, SL).

Ventas y Rentabilidad

- **Crecimiento en ventas y solidez del EBITDA a expensas del arranque del proyecto Elovias.**

Rentabilidad. Miles de EUR. ⁽¹⁾				
	FY23	FY24	FY25	25vs24
Facturación	395.332	397.327	433.252	9,0%
EBITDA Ajustado ⁽²⁾	49.101	44.203	47.171	6,7%
Mg EBITDA Ajustado ⁽²⁾	12,4%	11,1%	10,9%	-0,2pp
EBIT	36.740	63.596	34.573	-45,6%
Mg EBIT	9,3%	16,0%	8,0%	-8,0pp
Gastos Financieros ⁽²⁾	-19.386	-22.105	-13.315	39,8%
EBT ⁽²⁾	19.948	45.971	32.738	-28,8%

⁽¹⁾ Las principales magnitudes se han ajustado en los ejercicios 2023 y 2024 para excluir el efecto de la venta de CVT, al clasificarse esta operación como mantenida para la venta en el balance pero no en la cuenta de resultados. Se entiende que con este ajuste se ofrece una imagen financier más coherente con la realidad.

⁽²⁾ Incluye ajuste por arrendamientos operativos.

Copasa reportó una cifra de negocio de €433,3m (+9,0% YoY) a cierre de 2025, apoyada en la ejecución de la cartera nacional, que creció un +9,2% hasta €320,1m, y en la contribución de los principales contratos internacionales de O&M en Arabia Saudí y de las nuevas adjudicaciones en Estados Unidos. Este avance se produjo pese a la caída de la actividad internacional (-18% YoY hasta €113,1m), afectada por la finalización de proyectos en Brasil y por la menor ejecución en el resto de los mercados, a la espera del arranque efectivo de la concesión de la BR-040/495 (Elovias), adjudicada al consorcio liderado por Copasa a cierre del ejercicio y con impacto material esperado en volumen a partir de 2026. La estructura por líneas de negocio confirma la relevancia estratégica del segmento concesional, que aporta niveles de rentabilidad muy superiores a la actividad constructora tradicional, con un peso creciente de servicios recurrentes de O&M.

El EBITDA ajustado alcanzó €47,2m, un +6,7% superior al ejercicio anterior, con un margen EBITDA del 10,9% que se mantiene prácticamente estable respecto al 11,1% de 2024 (-0,2pp). Esta evolución refleja el efecto positivo del apalancamiento operativo derivado del crecimiento de volumen, si bien la contribución relativa del negocio concesional, principal palanca histórica de márgenes, se ha visto contenida en 2025 ante la salida de CVT y el rescate de las concesiones gallegas AUCEL y AUSAL formalizado en el ejercicio anterior. Cabe destacar el diferencial estructural entre la actividad nacional, con márgenes contenidos en el entorno del 3,6%, y la internacional, con márgenes agregados próximos al 29,2%, lo que evidencia la aportación desproporcionada del negocio exterior a la rentabilidad consolidada del grupo pese a representar el 26% de la facturación.

El EBIT se situó en €34,6m (-45,6% YoY), reflejando la ausencia en 2025 de los ingresos extraordinarios que impulsaron el resultado operativo del ejercicio anterior, principalmente derivados de la venta del 80% de Circuito Vial Tres (CVT) por €70,7m y del rescate anticipado de las concesiones gallegas por parte de la Xunta de Galicia. Descontando el efecto de estas operaciones no recurrentes, el resultado operativo mantiene una trayectoria coherente con la evolución del EBITDA y el nivel de amortización, situando el margen EBIT en el 8,0%. Por tanto, la caída

interanual del EBIT no refleja un deterioro del negocio recurrente sino la ausencia de ingresos extraordinarios registrados en 2024.

Los gastos financieros se redujeron significativamente hasta €13,3m (-39,8% YoY), reflejando el efecto pleno del desapalancamiento acometido durante 2024 tras la venta de CVT y la amortización anticipada de deuda, así como unas condiciones de financiación más favorables tras la refinanciación de líneas de crédito bancarias. Esta mejora en la carga financiera compensa parcialmente el menor resultado operativo, situando el EBT en €32,7m (-28,8% YoY), un nivel considerado coherente tras la normalización del perímetro.

De cara al periodo proyectado, desde EthiFinance Ratings esperamos un crecimiento moderado de los ingresos, apoyado en la ejecución de la sólida cartera adjudicada durante 2025 (€4,5bn). La contribución creciente del negocio concesional, con la progresiva entrada en explotación de Elovias y la aportación estable de AUCOM y Aguas do Guamá, debería impulsar los márgenes desde el 10,9% de 2025 hacia el rango del 12-14% a lo largo del horizonte de proyección, revirtiendo la normalización observada tras la salida de CVT. No obstante, esta mejora se encuentra condicionada por la evolución del mix entre construcción (de menor margen) y concesiones, por la disciplina en la ejecución de los grandes proyectos internacionales y por el adecuado avance del ambicioso plan inversor asociado, principalmente, a Elovias.

Endeudamiento y Cobertura

- **Apalancamiento controlado, aunque con previsión de presión al alza por mayor inversión proyectada, y que mitiga en parte la débil cobertura de intereses.**

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de EUR.			
	FY23	FY24	FY25
Programa de pagarés	19.192	30.522	29.377
Préstamos con entidades de crédito	325.545	217.699	181.593
Pólizas de Crédito	14.302	3.354	5.585
Deudas por intereses	690	443	349
Deudas por arrendamiento financiero	10.669	10.187	11.355
Otros pasivos financieros	13.086	13.913	15.708
DFT Reportada	383.485	276.118	243.967
Ajuste por arrendamientos operativos	3.933	4.349	7.905
DFT Ajustada	387.418	280.468	251.872
Caja ajustada ⁽¹⁾	85.766	147.374	126.267
IFCP Líquidas	8.701	10.388	15.548
Caja restringida (Colombia)	0	0	-12.842
DFN Ajustada	292.951	122.706	122.899
EBITDA	49.101	44.203	47.171
DFN/EBITDA	6,0x	2,8x	2,6x

⁽¹⁾Caja ajustada descontando el 50% de los anticipos de clientes.

La deuda financiera total ajustada se situó en €251,9m a cierre de 2025, consolidando la trayectoria de desapalancamiento iniciada en 2024 tras la materialización de la venta del 80% de CVT y la amortización anticipada de deuda con recurso. La estructura combina financiación sin recurso vinculada a activos concesionales con financiación con recurso a nivel corporativo. La deuda sin recurso (€147,4m) se concentra en dos préstamos project-finance vinculados a activos concesionales maduros: i) AUCOM (concesión gallega de Costa da Morte) por €119,9m con vencimiento en 2036, denominado en euros; y ii) Aguas do Guamá (concesión de saneamiento en Belém, Brasil) por €27,5m con vencimiento en 2049, denominado en reales brasileños. Por otro lado, la deuda con recurso (€96,5m) integra diversos instrumentos corporativos siendo los más relevantes el programa de pagarés en MARF y diferentes instrumentos bancarios.

Por su parte, la deuda financiera neta ajustada alcanza los €122,9m a cierre de 2025, consolida la mejora del perfil financiero del grupo tras el pico de €293m registrado en 2023. En consecuencia, el ratio DFN/EBITDA ajustado se sitúa en 2,6x, nivel que se considera controlado y compatible con una valoración financiera favorable. No obstante, cabe destacar que la ambiciosa cartera concesional adjudicada durante 2025, con el proyecto Elovias como principal palanca, requerirá un esfuerzo inversor significativo en los próximos ejercicios que previsiblemente presionará al alza los niveles de apalancamiento.

La cobertura de intereses experimentó una mejora relevante durante el ejercicio, con el ratio situándose en 3,5x,

apoyada por la reducción de la carga financiera tras las amortizaciones anticipadas ejecutadas en 2024 y por la refinanciación de líneas bancarias en condiciones más favorables. Pese a esta mejora, el ratio continúa siendo un factor de análisis relativamente modesto. Cabe destacar que el gasto financiero incluye una parte relevante de comisiones de avales y otras garantías vinculadas a la actividad constructora y concesional, además del coste de la deuda estrictamente financiera.

En el futuro próximo, se estima que el grupo mantenga unos niveles de apalancamiento controlados, en el entorno de las 2,0x a lo largo del horizonte de proyección. Si bien la integración proporcional de la deuda project finance asociada a Elovias presionará al alza el endeudamiento bruto a medida que avancen las disposiciones (principalmente a partir de 2028), este efecto se ve parcialmente compensado por la caja generada por el propio proyecto lo que limita el incremento esperado de la deuda financiera neta (de naturaleza brownfield) y por la contribución creciente del EBITDA concesional. Por su parte, la cobertura de intereses consolidaría los niveles alcanzados en 2025, manteniéndose por encima de las 4,5x, si bien su evolución dependerá del mayor coste relativo de la deuda denominada en reales brasileños a medida que gane peso en la estructura de financiación.

Análisis de Flujo de Caja

• Capacidad de generación de caja operativa

En 2025, Copasa registró unos fondos de las operaciones (FFO) de €7,6m, cifra que revierte el saldo negativo de €19,8m del ejercicio anterior. Cabe señalar que, dada la creciente relevancia del negocio concesional en el perímetro del grupo (Elovias, AUCOM y Aguas do Guamá), el FFO resulta una métrica poco representativa de la generación de caja bajo IFRIC 12, al no recoger el cobro del principal de los activos financieros de concesión, que discurre por la variación del capital circulante. Por este motivo, y en línea con el tratamiento aplicado a otras concesionarias, el análisis se apoya en el flujo de caja operativo (OCF), que incorpora dicha variación. Tras una aportación positiva del circulante de €28,9m, el flujo de caja operativo se situó en €36,5m, evidenciando una adecuada conversión de EBITDA en caja del negocio recurrente, si bien inferior a los €44,2m de 2024 y a los €53,3m de 2023.

En el ámbito inversor, el grupo reportó una salida de caja por €9,2m, coherente con una actividad inversora normalizada tras el ejercicio anterior, marcado por la entrada extraordinaria de €135,9m derivada de la venta del 80% de Circuito Vial Tres (CVT). Tras computar el ajuste por arrendamientos operativos, el flujo de caja libre se situó en €25,1m, cifra que se valora favorablemente al mantenerse en terreno positivo pese al esfuerzo inversor.

Durante el ejercicio, Copasa destinó €9,0m al pago de dividendos, principalmente a socios externos de las sociedades concesionales, sin distribución a la sociedad dominante. Como resultado, el flujo de caja generado internamente se situó en €16,1m. Tras una reducción neta de deuda de €33,9m y un efecto cambiario negativo de €2,9m (reflejo de la exposición al real brasileño), la variación de caja del ejercicio fue negativa en €20,7m, situando la posición de tesorería final en €150,6m.

Cash Flow. Miles de EUR.			
	FY23	FY24	FY25
Funds From Operations	8.196	-19.761	7.582
+/- variación WK	45.074	63.931	28.907
Cash Flow Operativo	53.270	44.170	36.489
Cash Flow Inversión	-14.888	135.887	-9.166
Ajuste de D&A por arrendamientos operativos	-1.048	-1.025	-2.242
Cash Flow Libre	37.333	179.032	25.080
+/- variación patrimonio	5.965	0	0
- Dividendos	-1.321	-1.586	-8.972
Cash Flow Final Generado Internamente	41.978	177.447	16.109
+/- variación deuda	8.795	-108.193	-33.947
+/- tipos de cambio	-560	-6.998	-2.906
Variación de caja	50.213	62.255	-20.744
Caja inicial	58.895	109.108	171.363
Caja final	109.108	171.363	150.620

De cara al periodo proyectado, la generación de caja libre se verá condicionada por el ciclo inversor asociado a Elovias, si bien la naturaleza brownfield del proyecto (con generación de caja desde el primer día) y la contribución creciente del negocio concesional en fase de explotación deberían sostener una senda de generación de caja recurrente positiva.

Capitalización

- **Sólidos niveles de capitalización, reforzados por la retención de resultados y una menor dependencia de deuda.**

Durante 2025, el activo total del grupo se situó en €772,6m, prácticamente estable respecto a 2024, reflejando la normalización del balance tras las operaciones corporativas del ejercicio anterior. Desde el punto de vista patrimonial, el patrimonio neto se reforzó hasta €222,6m (+5,7% YoY), sustentado principalmente en la acumulación de resultados positivos. Cabe señalar que una parte relevante del patrimonio neto corresponde a socios externos (€76,5m), reflejo de la estructura de participación del grupo en sus sociedades concesionales.

Esta evolución, combinada con la reducción de la deuda financiera total ajustada, se tradujo en una mejora significativa del ratio de capitalización (88,4% a cierre de 2025), y que se prevé continúe reforzándose hasta superar el 90% a lo largo del horizonte de proyección. Este nivel de autonomía financiera se considera sólido y refleja una estructura de balance equilibrada.

Liquidez

- **Situación de liquidez positiva, con un perfil de deuda estable y a largo plazo.**

El grupo presenta una posición de liquidez sólida a cierre de 2025, sustentada en una caja ajustada de €129m (€150,6m caja + €15,6m inversiones financieras a corto plazo líquidas - €12,8m caja restringida Colombia - €24,4m ajuste anticipo de clientes), que cubre ampliamente los vencimientos de deuda del ejercicio siguiente. Del análisis del calendario de vencimientos se desprende un perfil de deuda equilibrado y sin concentraciones relevantes en el corto plazo.

Adicionalmente, se valora positivamente el adecuado perfil de refinanciación del grupo, respaldado por un acceso diversificado a fuentes de financiación (programa de pagarés en el MARF, financiación bancaria bilateral, pólizas de crédito y arrendamiento financiero) y por la naturaleza mayoritariamente sin recurso de la deuda asociada a los proyectos concesionales, cuyos vencimientos se encuentran alineados con los flujos de caja de los activos subyacentes.

Modificadores

Controversias

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

Riesgo País

- **Relevante riesgo país en Brasil mitigado por el marco concesional y que no implica ajustes al rating otorgado.**

Copasa desarrolla una parte creciente de su actividad en mercados internacionales a través de contratos a largo plazo con contrapartes públicas o semipúblicas, lo que expone al grupo, de forma inherente, al riesgo soberano de cada jurisdicción. Esta exposición está estrechamente ligada a las condiciones económicas, políticas y regulatorias de cada país, y resulta especialmente relevante en Brasil, donde el grupo concentra actualmente en torno al 69% de su cartera de obra tras la adjudicación de la concesión de Elovias (BR-040/495). No obstante, este riesgo se ve mitigado de forma sustancial por la naturaleza concesional de la principal exposición, que se apoya en un marco contractual a largo plazo (concesión a 30 años bajo la ANTT) con tarifas reguladas que otorgan visibilidad y previsibilidad a los flujos de caja con independencia de la volatilidad macroeconómica, así como por la experiencia acreditada del grupo en el país. En consecuencia, si bien la creciente concentración geográfica en Brasil constituye un factor de vigilancia de cara a próximas revisiones (especialmente a medida que el proyecto vaya ejecutándose y ganando peso en la facturación y el EBITDA), consideramos que en el momento actual no procede la activación de un modificador por riesgo país sobre el rating ancla.

Proyecciones Financieras

EthiFinance Ratings ha elaborado sus proyecciones financieras sobre la base de la información facilitada por la compañía, las respuestas obtenidas durante el proceso de revisión y nuestros propios ajustes analíticos.

Las estimaciones contemplan una cifra de negocios media superior a €500m durante el periodo 2026-2028, apoyada en la ejecución de la cartera de contratación alcanzada.

En este contexto, proyectamos un margen EBITDA que se situará en el entorno del 12%-14%, beneficiados por el mayor peso relativo del negocio concesional dentro del mix de actividad.

El escenario incorpora un ciclo inversor significativo, con un capex medio superior a €40m anuales durante el periodo de proyección, concentrado principalmente en el desarrollo de Elovias. No obstante, la naturaleza brownfield de la

concesión, la generación de caja existente y la financiación estructurada a nivel proyecto mitigan parcialmente el impacto financiero de dicho esfuerzo inversor.

Asimismo, las proyecciones consideran una generación recurrente de flujo de caja operativo situada en el entorno de €35m-45m anuales, junto con una distribución de dividendos moderada, cercana a €9m-10m por ejercicio, asociada principalmente a socios externos de las sociedades concesionales.

En términos de financiación, incorporamos gastos financieros recurrentes comprendidos entre €13m y €15m anuales, reflejando el crecimiento gradual de la deuda vinculada a Elovias y el mayor peso relativo de la financiación denominada en reales brasileños. Asimismo, el escenario contempla nuevas disposiciones de deuda asociadas al desarrollo de las concesiones, manteniéndose una posición de caja superior a €130m durante el horizonte analizado y un perfil de vencimientos adecuadamente escalonado.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. miles de EUR						
	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E	25vs24
Facturación	397.327	433.252	491.055	511.347	525.317	9,0%
EBITDA	44.203	47.171	60.472	71.263	76.420	6,7%
Margen EBITDA	11,1%	10,9%	12,3%	13,9%	14,5%	-0,2pp
EBIT	63.596	34.573	47.832	52.713	51.611	-45,6%
Margen EBIT	16,0%	8,0%	9,7%	10,3%	9,8%	-8,0pp
EBT	45.971	32.738	40.195	45.044	42.450	-28,8%
Total Activo	787.736	772.561	803.305	833.055	869.391	-1,9%
Patrimonio Neto	210.726	222.642	247.571	275.163	300.464	5,7%
Deuda Financiera Total Aj.	280.468	251.872	252.854	253.492	262.872	-10,2%
Deuda Financiera Neta Aj. ⁽⁴⁾	122.706	122.899	123.746	124.629	149.338	0,2%
PN/DFT Aj.	75,1%	88,4%	97,9%	108,5%	114,3%	13,3pp
DFN Aj. ⁽⁴⁾ /EBITDA	2,8x	2,6x	2,0x	1,7x	2,0x	-0,2x
FFO Ajustado ⁽³⁾	43.145	34.247	37.573	46.103	35.339	-20,6%
FFO Aj. ⁽³⁾ /DFN Aj. ⁽⁴⁾	35,2%	27,9%	30,4%	37,0%	23,7%	-7,3pp
EBITDA/ Intereses	2,0x	3,5x	4,8x	5,6x	5,4x	1,5x

⁽¹⁾ Las principales magnitudes financieras se han ajustado en los ejercicios 2023 y 2024 para excluir el efecto de la venta de CVT, al clasificarse esta operación como mantenida para la venta en el balance pero no en la cuenta de resultados. Con el fin de ofrecer una imagen financiera más ajustada a la realidad, se ha excluido la aportación de CVT en la cuenta de resultados.

⁽²⁾ Principales magnitudes ajustadas por arrendamientos operativos.

⁽³⁾ El FFO se ajusta excepcionalmente para reflejar las variaciones de capital circulante bajo IFRIC 12. El grupo genera flujos de caja procedentes de activos concesionales en construcción y cobra las cuentas a cobrar de los activos en explotación. Estos flujos, que reflejan la realidad económica del modelo concesional, se registran dentro de la variación del capital circulante, por lo que se recogen vía OCF y no vía FFO.

⁽⁴⁾ Caja ajustada por el 50% de los anticipos de clientes. Ajuste cuyo objetivo es neutralizar el componente vinculado a compromisos de obra pendientes.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB+
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB+</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Neutro</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB</i>
<i>Gobierno corporativo</i>	<i>BB+</i>
Perfil Financiero	BBB
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BBB</i>
<i>Capitalización</i>	<i>BBB</i>
ESG Compañía	Neutro
Anchor Rating	BBB-
<i>Modificadores</i>	<i>-</i>
Rating	BBB-

Análisis Sensibilidad

• Factores positivos en el largo plazo (↑)

No se espera una subida de rating en el medio plazo. No obstante, una menor dependencia de un número acotado de proyectos, la obtención de nuevas contrataciones fuera de las geografías históricas del grupo o un perfil financiero que se vea significativamente mejorado de forma sostenida en el tiempo pudieran apoyar una mejora en el largo plazo (DFN/EBITDA ajustado por debajo de 1,2x, EBITDA/Intereses >5x).

• Factores negativos en el largo plazo (↓)

Un escenario de presión a la baja de la calificación pudiera estar vinculado a retrasos en la ejecución, desviaciones de costes en los principales proyectos internacionales, una menor aportación del negocio concesional o una generación de caja inferior a la prevista. En dicho escenario un DFN/EBITDA ajustado >3x o una cobertura c.2,5x o por debajo pudieran comprometer el rating actual. Cualitativamente, los principales riesgos vendrían de una ejecución menos favorable del plan inversor de Elovias, una mayor concentración efectiva en Brasil, una depreciación relevante del real brasileño, un encarecimiento de la deuda vinculada al proyecto y una menor capacidad de rotación de activos o refinanciación en condiciones adecuadas.

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