

ISSUER RATING  
Long termOUTLOOK  
StableINSTRUMENT RATING  
Senior Secured 30 M €**Initiation date**Long term 03/03/2021  
Senior Secured 27/05/2021  
30 M €**Rating date**

17/04/2024

**Contacts****Lead analyst**Javier López Sánchez  
javier.lopez@ethifinance.com**Secondary analyst**Ana Vico Gutiérrez  
ana.vico@ethifinance.com**Committee chair**Antonio Madera Del Pozo  
antonio.madera@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación corporativa de Grupo Metrovacesa en "BB+", manteniendo la tendencia Estable. Además, se afirma la calificación de la emisión de bonos en "BBB".
- La calificación de la compañía está apoyada por varios factores entre los que destacan: i) sector con fortaleza en la demanda y positivos niveles de rentabilidad, ii) sólido posicionamiento competitivo del grupo, siendo una de las promotoras de referencia en el mercado nacional (con la mayor cartera de suelo en España) y una cifra de preventas elevada que refleja visibilidad de ingresos para 2024 y 2025, iii) accionistas de referencia entre los que se encuentran Banco Santander y BBVA que respaldan la estrategia de crecimiento del grupo a través de la financiación otorgada, iv) excelentes niveles de capitalización (PN/DFT>300%) sostenidos por un elevado valor de mercado para sus activos (principalmente suelo), v) positiva valoración en las políticas y prácticas ESG desarrolladas por la compañía, y vi) amplia cobertura del bono emitido en el MARF con las garantías presentadas a través de los suelos (1,5x, operación sobrecolateralizada).
- Por otro lado, el rating se encuentra limitado por el incremento notable de los niveles de apalancamiento reflejados en los últimos años, ajustando algunos de sus ratios económico-financieros, como DFN/EBITDA, FFO/DFN y cobertura de intereses, con valores >4x, <15% y <3,5x a cierre de 2023. Estas cifras continuarán siendo más ajustadas durante 2024, estimándose por la compañía una notable recuperación en 2025 con un incremento esperado del volumen de entregas en promoción, mayor generación de EBITDA y de caja operativa. Dicha evolución se considera está condicionada al mantenimiento de las favorables condiciones sectoriales vigentes en el mercado nacional para la nueva vivienda.
- En línea con la metodología de EthiFinance Ratings, el sector *'real estate development'* presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector heatmap entre 3 y 3,5) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor. Por otro lado, el grupo está desarrollando unas favorables políticas ESG (score entre 1 y 1,5), impactando positivamente en el rating de Metrovacesa.
- Se ha dispuesto y analizado unas proyecciones financieras completas (cuenta de resultados, *cash flow* principales partidas de activo y pasivo) para el periodo 2024-2026, aunque estas no se reflejan en el informe a petición de la compañía.

## Descripción de la Compañía

Metrovacesa, S.A. se conforma como un grupo especializado en el desarrollo promotor y gestión de suelo para el sector residencial principalmente, así como terciario (oficinas, hoteles, etc.) en España. El Grupo, tras superar la fase más inicial en el desarrollo de su cartera promotora, está consolidando el negocio en los últimos años, alcanzando unos ingresos totales y EBITDA de €586,5m y €74,2m respectivamente en 2023, mostrando un ratio DFN/EBITDA elevado de 4,5x aunque con unos niveles de apalancamiento muy controlados en relación al valor de mercado de sus activos (LTV del 13,8%). La compañía que cuenta con 197 empleados, cotiza en el mercado continuo desde 2018, disponiendo de una capitalización conjunta superior a €1,2Bn en abril de 2024, y con una evolución de la acción que mostró una variación positiva (+26,8% YoY) durante 2023.

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- Sector cíclico y atomizado que, desde 2021, está siendo afectado por el entorno inflacionario y elevados tipos de interés, factores que, no obstante, empiezan a estabilizarse (alcanzando ya cifras máximas) y podrían controlarse en mayor medida durante los próximos años.**

El sector inmobiliario en España, donde Metrovacesa desarrolla su actividad, está caracterizado por un elevado grado de competitividad, con un gran número de *players* dadas las limitadas barreras de entrada, rentabilidades operativas positivas que, no obstante, presentan cierta volatilidad ante situaciones de mayor estrés, y el desarrollo de políticas ESG, sobre todo por los principales grupos del sector. Los ejercicios 2021 y 2022 se han caracterizado por un elevado ritmo de compraventas de nueva vivienda tras el impacto del Covid-19 (+25,3% y +22,7% respectivamente vs 2019). No obstante, aspectos como el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, con un encarecimiento de las materias primas y la elevada inflación, unidas al fuerte aumento de tipos de interés, han impactado en el sector, que se ha hecho patente en una notable reducción del volumen de hipotecas otorgadas en 2023 (-17,8% en noviembre de 2023 vs mismo periodo en 2022) y reduciendo, asimismo, aunque en menor medida, el volumen de compraventa de vivienda nueva (-4,8% YoY en 2023). En cualquier caso, el segmento de vivienda nueva presenta una limitada oferta en relación a la demanda estructural latente en el mercado (para el periodo 2023-2027 se estima un promedio anual de 100k visados de obra nueva *versus* una creación de hogares superior a los 200k), lo que limita el efecto de estos factores sobre el sector y mantiene elevado el precio de venta. Asimismo, los costes de construcción se están estabilizando en mayor medida

desde 2023 (alcanzando el pico), estimándose una paulatina bajada de los tipos de interés desde la segunda mitad de 2024 en adelante que, de producirse, podría favorecer nuevamente al sector (aunque se prevé sea de forma muy gradual).

- **En línea con la metodología de EthiFinance Ratings, el sector 'real estate development' presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector heatmap entre 3 y 3,5). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por los factores ESG.**

El riesgo potencial de los factores ESG en las empresas del sector a medio plazo implica que se requiere una transición hacia nuevas prácticas. La industria presenta un alto riesgo sobre factores medioambientales, derivados de: i) las emisiones de carbono generadas por la producción de materiales (ladrillos, cemento, etc.), ii) el uso intensivo de materias primas, iii) la elevada generación de residuos, con dificultad para el reciclaje y iv) el impacto que puede darse sobre la agricultura y la biodiversidad como consecuencia del uso del suelo. Respecto a los *stakeholders*, el sector presenta un impacto fundamentalmente positivo, al proveer de numerosos puestos de trabajo y ofrecer un servicio fundamental a la sociedad, como es el acceso a la vivienda. Sin embargo, la elevada dependencia de suelo del sector, y el hecho de que su disponibilidad esté controlada por las autoridades locales, podrían limitar el uso del mismo en función del interés político vigente en cada momento u otros factores.

#### Posicionamiento Competitivo

- **Grupo promotor de referencia en España con un elevado banco de suelo, relevante cartera inmobiliaria enfocada en su fase de construcción y elevada cifra de preventas.**

Su posicionamiento competitivo se caracteriza por una elevada cartera inmobiliaria que alcanzó 6.385 viviendas en comercialización a 31 de diciembre de 2023 con un GAV conjunto de €2.411m (valoración a 31/12/23) que sitúa al grupo entre los principales *players* de referencia en España. Su posicionamiento se refuerza por un elevado volumen de suelo disponible (el mayor del mercado nacional), principalmente *fully permitted* (77% s/GAV total), que le dota de capacidad para nuevos desarrollos en los próximos ejercicios y que supone una importante ventaja competitiva. Destaca la fase más estabilizada en su actividad, con un claro enfoque en viviendas en construcción (70,7% s/total viviendas en comercialización) y elevado ritmo de entrega de viviendas (superior a las 1.600 en los tres últimos años).

- **Enfoque de actividad en el desarrollo promotor de nueva vivienda y adecuada capilaridad de su cartera inmobiliaria, concentrada en el mercado nacional y con presencia destacada en regiones con mayores tasas de demanda.**

Metrovacesa mantiene una adecuada distribución de su cartera inmobiliaria, con presencia en las principales regiones de España y mayor enfoque en zonas de alta demanda, Tier 1 y 2 de Madrid, Barcelona, Málaga, Sevilla y Valencia (73% s/GAV total) que, junto a la capacidad para generar fondos con la gestión de su banco de suelo y actividades complementarias (proyectos llave en mano, *build to rent*, etc.), fortalecen sus fundamentos competitivos.

#### Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Entidades financieras de referencia como principales accionistas y equipo gestor profesionalizado que se encuentra ejecutando un plan de crecimiento y consolidación para el grupo.**

Estructura accionarial diversificada y encabezada por entidades de referencia, como Banco Santander (49,36%), FCC (21,19%) y BBVA (20,85%). El management del grupo destaca por su elevada experiencia y *track record* en la industria (en torno a 20 años de experiencia media), que está desarrollando un *business plan* para próximos años que proyecta una continuación del crecimiento en Metrovacesa bajo una política financiera que refleja un mayor uso de deuda financiera (préstamos promotores principalmente).

- **Positiva política ESG.**

Atendiendo a los datos ESG analizados y una vez aplicada la metodología, desde EthiFinance Ratings se valora su política como positiva. Así, disponen de un score ESG (76/100) que tiene un favorable impacto en el rating (más medio *notch*), apoyado por una positiva evaluación en la vertiente 'social' (94/100) y, algo más reducido, pero también favorable, en los aspectos de 'gobernanza' (75/100) y 'medioambientales' (60/100). En 2021 obtuvieron una nueva financiación sindicada sostenible con diversos KPIs a cumplir como realizar proyectos con calificación energética A/B, formación a los empleados del grupo o fomentar el trabajo de empresas locales en sus proyectos. Todos estos se cumplen en base a la *Second Party Opinion (SPO)* realizada al grupo en marzo de 2024.

## Perfil Financiero

### Ventas y Rentabilidad

- **Tendencia positiva de la actividad e ingresos, aunque los resultados finales continúan impactados por deterioros de su cartera.**

Metrovacesa presentó una cifra de ingresos y EBITDA que ascendieron a €586,5m y €74,2m respectivamente en 2023, cifras que confirman la evolución favorable de la actividad (+13% y 61,9% respectivamente) impulsadas por la sólida demanda de vivienda y continuo incremento de los precios medios de venta (€300k en 2023 vs €259k en 2022). No obstante, la compañía continuó presentando notables deterioros de sus existencias (principalmente terrenos y solares) que alcanzaron los -€61,9m en 2023, que junto al incremento de la carga financiera (+104,7%) consecuencia principalmente de los mayores niveles de deuda del grupo, penalizaron nuevamente el EBT hasta cifras negativas (promedio de -€17,4m para los dos últimos años).

Durante 2024, estimamos una continuación de la tendencia favorable del negocio ya comentada, aspecto que debería repercutir positivamente en los resultados del grupo, fundamento que está apoyado en las elevadas cifras de preventas que presenta la compañía el año actual y 2025 (82% y 57% respectivamente), mostrando a priori, una favorable visibilidad de ingresos. Sin embargo, aspectos como la evolución del sector (mantenimiento de la sólida demanda y precios elevados) junto al impacto de potenciales deterioros en su cartera de activos, deberán vigilarse.

### Endeudamiento y Cobertura

- **Incremento de los niveles de apalancamiento con motivo de la mayor actividad promotora.**

El grupo ha mostrado un aumento de sus niveles de deuda neta durante los últimos años (CAGR21-23 del 43,2%) derivado del crecimiento que está reflejando su actividad promotora. Con esto, a cierre de 2023, Metrovacesa ha presentado ratios ajustados para la DFN/EBITDA y cobertura de intereses (4,5x y 3,2x respectivamente), estimándose continuarán en cifras más ajustadas durante 2024 para pasar a presentar una mayor estabilización y mejora en 2025 (<4x y >4x respectivamente), siendo este el año donde se estima un aumento importante en el número de entregas previstas, ingresos y beneficios. Estos niveles de deuda se encuentran parcialmente matizados por las características de su negocio y sector, donde los préstamos promotores se amortizan con la entrega de viviendas, si bien consideramos importante un mayor avance en la generación de recursos para próximos años que permitan equilibrar en mayor medida estas cifras.

### Análisis de Flujo de Caja

- **Modelo de negocio generador de caja operativa.**

En 2023, la variación reflejada para los *funds from operations* (FFO) ha sido positiva, habiendo alcanzado €49,6m (+68,5%) apoyándose en la favorable marcha del negocio promotor. A pesar de estas cifras, el ratio FFO/DFN continúa en valores reducidos y ajustados (14,9%), siendo importante un mayor recorrido y mejora en próximos años a medida que se incrementa el negocio y entregas según lo proyectado. Además, este último año, Metrovacesa generó un *free cash flow* positivo (€3,5m) pero insuficiente para hacer frente al reparto de dividendos realizado (€100m), teniendo que incrementar los niveles de deuda. En los próximos años estimamos que la compañía podría incrementar los niveles de caja operativa generados, aunque condicionados al mantenimiento de la favorable evolución del sector y demanda de vivienda.

### Capitalización

- **Óptima solvencia fortalecida por el valor de mercado de su cartera de activos.**

Metrovacesa presenta un portfolio de activos, principalmente suelo residencial y terciario, con una valoración de mercado (a cierre de 2023) que le permite reflejar un ratio LTV en valores muy positivos (13,8%) y en mejores cifras que los principales *players* del sector. Esto se traduce también en unos niveles de capitalización muy sólidos en su balance, con un ratio PN/DFT que ascendió a 382,5% en 2023, disponiendo de unos excelentes niveles de solvencia. No obstante, desde EthiFinance Ratings destacamos el continuo descenso de este ratio en los últimos años (-144,6pp vs 2021) impactados por la reducción de sus niveles de patrimonio neto dada la política activa de retribución al accionista (dividendos) llevada a cabo. Aunque estimamos continuará en valores elevados en los próximos años, sería deseable revertir esta tendencia de los últimos ejercicios.

### Liquidez

- **Elevados fondos disponibles que fortalecen los niveles de liquidez.**

La empresa presenta una liquidez favorable (positiva para los próximos años) al comparar las fuentes de fondos disponibles (efectivo, FFO y las líneas de financiación comprometidas) con el uso previsto de fondos (vencimientos de deuda a corto plazo, *capex* previsto y dividendo potencial).

## 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 Metrovacesa 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.

El grupo concentra la totalidad del negocio en España.

## Perfil de emisión

- Emisión de bonos que cuenta con una adecuada cobertura.

En mayo 2021 se realizó una emisión de bonos (€30m) a 5 años que destaca por las garantías hipotecarias a primer requerimiento entregadas como colaterales de distintos suelos urbanos localizados en Murcia y Segovia que dotan de una tasa de recobro del 100% a dicha emisión. Así, en base a las últimas tasaciones a valor de mercado (cierre de 2023), los terrenos presentan una valoración de €45,6m (1,5x sobre el bono), destacando el compromiso de la compañía de reposición en caso de deterioros significativos que pudieran comprometer la calidad crediticia de la emisión.

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras. Miles de €. (*)					
	2021	2022	2023	22vs21	23vs22
Facturación	510.269	519.208	586.461	1,8%	13,0%
EBITDA	50.816	45.825	74.213	-9,8%	61,9%
Margen EBITDA	10,0%	8,8%	12,7%	-1,1pp	3,8pp
EBIT	37.443	-8.459	14.053	-122,6%	266,1%
Margen EBIT	7,3%	-1,6%	2,4%	-9,0pp	4,0pp
EBT	23.729	-18.275	-16.505	-177,0%	9,7%
Total Activo	2.776.978	2.513.890	2.532.680	-9,5%	0,7%
Patrimonio Neto	2.079.638	1.805.550	1.685.317	-13,2%	-6,7%
Deuda Financiera Total	394.486	350.881	440.569	-11,1%	25,6%
Deuda Financiera Neta	162.086	226.820	332.325	39,9%	46,5%
PN/DFT	527,2%	514,6%	382,5%	-12,6pp	-132,0pp
DFN/EBITDA	3,2x	4,9x	4,5x	1,8x	-0,5x
Funds From Operations	36.495	29.421	49.569	-19,4%	68,5%
FFO/DFN	22,5%	13,0%	14,9%	-9,5pp	1,9pp
EBITDA/Intereses	3,3x	4,1x	3,2x	0,8x	-0,9x

(\*) Deuda ajustada por la caja restringida (anticipos de clientes por las promociones que están desarrollando de nueva vivienda).

## Credit Rating

Credit Rating	
<b>Perfil Negocio</b>	<b>BBB-</b>
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB-</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Neutro</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB+</i>
<i>Governance</i>	<i>BBB+</i>
<b>Perfil Financiero</b>	<b>BB-</b>
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>B-</i>
<i>Solvencia</i>	<i>AAA</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Positivo</i>
<b>Anchor Rating</b>	<b>BB+</b>
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
<b>Rating Corporativo</b>	<b>BB+</b>
<b>Rating Bono</b>	<b>BBB</b>

## Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

No se visualiza una subida de calificación en el corto y medio plazo, requiriéndose un mayor avance y recorrido en próximos años. Cumplir y mejorar sus proyecciones financieras a nivel de ingresos, generación de EBITDA y caja operativa, así como endeudamiento, con ratios de DFN/EBITDA y FFO/DFN más penalizados en 2024, pero con visibilidad clara de normalización en 2025, ejercicio con mayor número de entregas (por debajo de 4x y superior al 20% respectivamente). Cobertura de intereses mayor a 6x. Cumplimiento del plan de negocio en las salidas de suelo no estratégico y generación de los niveles de caja estimados, así como urbanización de suelos (finalistas) para seguir impulsando el negocio con mejores márgenes. Mantenimiento de elevadas cifras de capitalización, asegurando un ratio PN/DFT superior al 300% y un LTV por debajo o igual del 20%. Continuación de la tendencia de mejora presentada a nivel de ESG por parte del grupo.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Reducción de la cobertura del valor de mercado de los colaterales de la emisión sobre el montante total en circulación (por debajo a 1,5x). Desviaciones en las cifras económico-financieras estimadas para 2024 y penalización visible en los siguientes años. Ralentización significativa en el inicio de nuevas construcciones, y caída de las cifras de preventas (por debajo de las 3.000 viviendas). Ratio DFN/EBITDA y FFO/DFN con valores más ajustados a los estimados para 2024 (>8,5x y menor a 6,5% respectivamente) junto a un deterioro evidente para la mejora significativa esperada en 2025 (>4x y <20% respectivamente). Fuerte caída del neto patrimonial, con ratio PN/DFT por debajo del 300% y LTV superior al 20%. Visibilidad de no recuperarse la cobertura de intereses en 2025 a niveles más positivos, en torno a 4,5x o mayores. Empeoramiento en la valoración ESG.

## 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)
  - Corporate Rating Methodology - Instruments : [https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_127\\_V2.Corporate\\_Rating\\_Methodology\\_Instruments.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_127_V2.Corporate_Rating_Methodology_Instruments.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