

ISSUER RATING
ShortTermINSTRUMENT RATING
NeuCPInitiation date 29/11/2022
Rating Date 30/09/2025

Contacts

Lead analyst

Anne Guy
anne.guy@ethifinance.com

Committee chair

Marc Pierron
marc.pierron@ethifinance.com

Action de notation et justification

- EthiFinance Ratings confirme la notation de crédit court-terme EF1+ attribuée à CDC Habitat social SA et à son instrument de NEU CP, dont le plafond a été augmenté à €500m (contre €300m précédemment).
- La très bonne notation s'explique par le cadre réglementaire structuré et très favorable dont bénéficient les bailleurs sociaux en France. CDC Habitat social dispose également d'une taille significative avec plus de 200 000 logements, et d'un parc jugé de qualité, avec un bon positionnement de ses actifs en termes de géographie (principalement en agglomérations et en zones tendues) et en termes de performance énergétique (moins de 1% du parc avec un DPE F ou G). Le risque locatif du groupe est très faible, avec un taux de vacance relouable inférieur à 1%, dans un marché très tendu compte tenu du manque de logements sociaux. Enfin, nous tenons toujours compte du soutien exceptionnel attendu de l'Etat français, en cas de difficulté du secteur, jugé comme très fort, ce qui impacte favorablement notre notation. Néanmoins, une dégradation de la qualité de crédit de la France à A- impacterait notre appréciation de la capacité du soutien de l'Etat, et par extension la notation court-terme de CDC Habitat social.
- La notation reste en revanche contrainte par les ratios financiers du groupe et notamment son niveau d'endettement. A fin 2024, le levier net ajusté ressortait à 18.0x et devrait se dégrader sur notre période de projections (2025-2027) compte tenu du plan d'investissement soutenu porté par CDC Habitat social. En effet, le groupe, qui portait déjà un plan d'investissement important pour les 10 prochaines années, a revu à la hausse ses développements de logements neufs. Ces investissements, bien qu'en partie financés par les cessions et une augmentation de capital des actionnaires, devraient entraîner une hausse progressive du levier net ajusté jusqu'à c. 20.0x en 2027. En parallèle, la rentabilité d'exploitation reste limitée compte tenu des contraintes de location alors que les coûts de structure demeurent significatifs.

Description de l'émetteur

CDC Habitat social est détenue à c. 66% par CDC Habitat et à c. 34% par Action Logement Immobilier. CDC Habitat social gère un parc immobilier de près de 202 000 logements dont c. 85% de logements conventionnés à fin 2024. CDC Habitat social, présent sur l'ensemble du territoire français, est un acteur de référence du secteur des bailleurs sociaux.

A fin 2024, CDC Habitat social a enregistré près de €1 016m de recettes locatives pour un chiffre d'affaires (hors recettes sur charges récupérables) de €1 173m, qui comprend également le chiffre d'affaires sur l'activité de promotion et les prestations de services. L'EBITDA, tel que calculé par EthiFinance Ratings, s'élevait à près de €457m pour un levier net ajusté de 18.0x et un ratio de dette nette sur immobilisations corporelles de 66%.

Fondamentaux

Profil d'activité

Cadre institutionnel et réglementaire du logement social

- Une activité réglementée qui bénéficie du soutien de l'Etat

Notre notation tient compte du soutien important pouvant être apporté par l'Etat. Le secteur bénéficie d'un environnement favorable soutenu par une réglementation et un environnement institutionnel de longue date. L'activité des bailleurs sociaux est fortement réglementée et s'appuie sur des financements publics à des conditions avantageuses. Elle repose également sur des mesures d'aides au logement venant renforcer la solvabilité des locataires. A cet effet, environ un tiers des recettes locatives proviennent des APL (aides personnelles au logement) qui sont directement perçues par les bailleurs sociaux. Le cadre institutionnel français, inchangé, nous semble solide puisque celui-ci repose sur un financement principalement via le Fonds d'Epargne de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), permettant une identification et une supervision du risque. Les collectivités locales jouent également un rôle majeur en venant apporter leurs garanties aux prêts accordés par la CDC. En cas de difficultés financières, la CGLLS (Caisse de Garantie du Logement Locatif Social) peut intervenir pour apporter son expérience, des ressources mais aussi faciliter le processus de restructuration. Son intervention reste néanmoins à ce jour très rare dans le secteur. En outre, le secteur est sous la supervision d'un organisme indépendant, l'ANCOLS. Le secteur est un outil au cœur de la redistribution des richesses et contribue aussi à la stabilité du système social français.

En revanche, la situation économique française s'est dégradée ces dernières années, avec notamment une forte augmentation du déficit public qui a atteint 5.8% du PIB en 2024 (contre un objectif de 3%). Les dépenses de l'Etat sont actuellement sous pression afin de contenir ce déficit, et pourraient peser sur les mesures de soutien au

logement social. La notation de la France a notamment été dégradée mi-septembre à A+ par l'agence Fitch.

Par ailleurs, les acteurs du logement social pourraient être impactés à court-terme par un ralentissement de l'octroi de permis des villes compte tenu des élections municipales prévues en mars 2026.

- **Un secteur qui sort d'une période de hausse des coûts avec des fondamentaux solides et une demande forte**

Le secteur du logement social en France a été impacté, comme l'ensemble du secteur immobilier, par l'inflation à la fois des coûts de construction et des coûts de financement ces dernières années. Sur la période 2020-2023, les coûts de construction des logements sociaux ont progressé de 7.2%/an en moyenne (Indice des coûts de construction - INSEE) alors que les loyers n'ont progressé que de 2.0%/an en moyenne sur la même période, notamment en raison du plafonnement de l'IRL. Par ailleurs, le taux du livret A, dont la formule de calcul est basée sur l'inflation, a fortement augmenté à partir de février 2022. En effet, ce dernier est passé de 0.5% (son taux plancher) à 1% en février 2022, puis 2% en août 2022 avant d'atteindre 3% en février 2023, niveau auquel il a été maintenu jusqu'en février 2025.

Malgré le contexte, la situation des bailleurs sociaux est restée globalement bonne. D'après l'ANCOLS, 93% des bailleurs sociaux avaient une situation financière solide à fin 2023, disposant de fonds de roulement à terminaison ou d'une marge de manœuvre d'endettement. Par ailleurs, compte tenu de la baisse du taux du livret A, passé de 3% à 2.4% en février 2025 puis 1.7% en août 2025, alors que l'IRL a permis une hausse pérenne des loyers (3.6% en 2023 et 3.5% en 2024), l'impact de la hausse des taux d'intérêts sera neutralisé à moyen terme pour les bailleurs sociaux.

Il n'en demeure pas moins que les objectifs du secteur restent ambitieux. La pénurie de logements sociaux continue de s'accroître avec un taux de vacance au plus bas (2.3% de vacance commerciale en 2023 en moyenne en France), un taux de rotation très faible (8.1% en 2023 vs 9.5% en 2019), alors que 3 millions de foyers sont en attente d'un logement social pour un parc de 5.4 millions de logements. En février 2025, le gouvernement français, avec les acteurs du monde du HLM, ont ainsi acté d'un nouvel objectif de construction de logements sociaux de 100 000 logements pour 2025. Sur la période 2020-2024, le nombre de logements sociaux mis en service par an a été de seulement 72 000 environ. Cet objectif ambitieux est supporté par la baisse de la Réduction de Loyer de Solidarité (RLS) de €1.3mds à €1.1mds, validée par la Loi de finances 2025 et effective depuis mai, le rétablissement du prêt à taux zéro (PTZ), et de la baisse du taux du livret A. Des mesures pour faciliter la mobilisation du foncier et les contraintes réglementaires doivent également accompagner ces dispositions financières.

En complément, le gouvernement prévoit un objectif de rénovations énergétiques de 120 000 à 130 000 logements sociaux en 2025, en ligne avec le volume de rénovations réalisées ces dernières années pendant la période d'inflation. Ces investissements s'inscrivent, à moyen terme, dans le cadre de la loi Climat et résilience, qui vise à éradiquer les passoires thermiques du parc locatif. A noter que la performance énergétique des logements sociaux est très bonne, avec seulement 7.4% de passoires thermiques en janvier 2024 dans le parc de logements sociaux (logements classés E et G), contre 15.6% pour l'ensemble des logements français. A plus long terme, la Stratégie Nationale Bas Carbone (SNBC), feuille de route de la France pour atteindre la neutralité carbone à horizon 2050, implique pour les bailleurs sociaux que presque l'intégralité de leurs logements soient classés A ou B d'un point de vue énergétique et environnemental. L'atteinte de cet objectif très ambitieux semble aujourd'hui difficile, notamment si les bailleurs sociaux poursuivent leurs efforts de développement du parc.

Au global, nous nous attendons ainsi à un retour progressif des investissements de développement qui avaient été ralentis ces dernières, alors que les investissements de rénovation devraient rester importants.

Attractivité du portefeuille

- **Répartition géographique du portefeuille**

La notation de CDC Habitat social reflète l'attractivité de son portefeuille avec une forte présence dans les zones tendues comme l'Ile-de-France et les grandes agglomérations. A fin 2024, environ 56% du parc de CDC Habitat social était situé à Paris et en Ile-de-France et environ 16% dans les grandes agglomérations françaises.

- **Performance énergétique du portefeuille**

CDC Habitat social bénéficie d'une très faible proportion de logements énergivores (classés E, F ou G). En effet, moins de 7% de son portefeuille de logements (hors foyers) est classé E, F ou G et en particulier, les logements F et G représentent moins de 1% de son parc. Depuis le 1er janvier 2025, les logements classés G ne sont plus louables, et ce sera le cas des logements classés F à partir du 1er janvier 2028.

Cette très bonne performance est à la fois liée aux investissements importants réalisés sur le parc existant mais également à la politique de rotation des actifs qui permet de maintenir un portefeuille de qualité. La décarbonation de ses activités, et de son parc, est un enjeu clé pour CDC Habitat social qui s'inscrit dans la politique climat de la CDC (alignement avec la trajectoire 1,5°C de la SNBC - Stratégie Nationale Bas Carbone). Le groupe s'est fixé un objectif d'émission moyenne par logement ambitieux à horizon 2030 et prévoit, pour y arriver, d'éradiquer l'ensemble des logements E, F et G, et de construire des nouveaux logements en respectant les nouvelles normes environnementales.

Risques locatifs

- **Une vacance commerciale très limitée**

La vacance commerciale à plus de 1 mois est très faible et s'est améliorée en 2024, passant de 0.79% à fin 2023 à 0.54% à fin 2024. Ce niveau de vacance s'explique, à la fois, par les tensions sur le marché du logement social, avec un nombre de foyers en attente d'un logement social très supérieur à l'offre, ainsi qu'à la répartition géographique du portefeuille de CDC Habitat social, avec notamment une part élevée des logements en région parisienne.

La vacance globale (incluant la vacance technique) est également en amélioration, à un niveau que nous jugeons comme très bon (3.52% à fin 2024 vs 3.85% à fin 2023).

- **Un taux d'impayés satisfaisant**

Le taux d'impayés, tel que calculé par EthiFinance Ratings, s'est légèrement détérioré en 2024 à 0.86% (vs 0.70% en 2022). Cette dégradation est principalement liée à une hausse des créances irrécouvrables dans un contexte tendu pour certains locataires en raison de l'inflation et des régularisations de charges (énergie notamment).

Gouvernance et politique financière

La gouvernance de CDC Habitat social nous paraît bien adaptée. Elle est organisée autour d'un directoire composé de 4 membres et d'un conseil de surveillance, composé de 15 membres. Les membres du conseil de surveillance représentent à la fois les principaux organismes du logement social, les grandes métropoles et les locataires.

En termes de politique financière, le groupe mène une politique d'investissement soutenue à la fois en termes de construction et de réhabilitation. Dans son dernier plan moyen terme à 10 ans (PMT), sur la période 2025-2034, le groupe a revu à la hausse l'ensemble de ses investissements, en particulier les développements. Le précédent plan du groupe prévoyait moins de 40 000 logements neufs sur 10 ans, cet objectif a été augmenté de 10 000 logements, soit une hausse de 25%. Cela va se traduire par un investissement de l'ordre de €8.7mds. Les travaux de maintenance et réhabilitations, qui avaient été fortement revus à la hausse dans le précédent PMT à €1.9mds, ont été légèrement augmentés à €2.0mds compte tenu des travaux sur les acquisitions de logements. Au global, ils concerneront principalement la rénovation énergétique du parc qui est un axe stratégique du groupe. En effet, CDC Habitat social prévoit de se conformer à la loi Climat et résilience mais également d'aligner sa stratégie carbone avec la trajectoire 1.5°C de la SNBC. Ce dernier objectif est particulièrement ambitieux et nécessite des investissements importants de rénovation des logements actuels ainsi que des constructions de logements neufs avec des performances énergétiques accrues.

Pour financer ces investissements et notamment les développements, les actionnaires ont annoncé une augmentation de capital de €375m sur la période 2026-2028. En complément, les plus-values de cessions resteront une composante importante du financement du développement avec la cession prévue d'environ 17 000 logements. Ils devraient représenter c. 18% des investissements de développement et des travaux de maintenance et réhabilitation.

Nous estimons que la rentabilité demeurera faible et le levier élevé, ce qui contraint la notation. Le levier net devrait être supérieur à 19.0x sur notre période de projection (2025-2027) contre un niveau déjà élevé à fin 2024 à 18.0x, lié au plan d'investissement soutenu alors que la progression des loyers est limitée. En revanche, la baisse du taux du livret A devrait permettre une hausse de la génération de trésorerie d'autant plus que les loyers ont augmenté de façon pérenne avec l'IRL. Le ratio de capacité d'autofinancement (avant remboursement des emprunts et encaissement des produits de cessions) rapporté au chiffre d'affaires devrait s'améliorer légèrement et rester au-dessus de 20% en moyenne sur la période de projections. Ce niveau reste inférieur à celui connu jusqu'en 2022 (supérieur à 30% en moyenne sur la période 2019-2022), où les charges financières étaient plus faibles compte tenu d'un taux du livret A très bas.

CDC Habitat social, comme l'ensemble des bailleurs sociaux, a subi la hausse des taux d'intérêt (en particulier l'augmentation du taux du livret A) ces dernières années. Le groupe a cependant recours à des instruments de couverture sur une partie de sa dette, ce qui a permis de limiter l'impact de la hausse des taux (taux moyen 2023 après couverture de 3.0%). Par ailleurs, la Banque des Territoires a également permis le reprofilage des prêts en allongeant leurs durées pour maintenir des annuités constantes. CDC Habitat social a utilisé ce mécanisme, ce qui lui a permis de continuer à investir tout en préservant sa trésorerie. La baisse du taux du livret A sera favorable au groupe, bien que nous attendons à ce que les charges d'intérêts restent élevées compte tenu de l'accélération du programme d'investissements et des besoins de financement afférents.

Profil financier

Résultats et profitabilité

En 2024, le chiffre d'affaires de CDC Habitat social était en hausse de 5.8% à €1 173m en raison d'une hausse des recettes locatives liée à la revalorisation des loyers sur l'IRL, à la baisse de la vacance, ainsi qu'à la livraison de

nouveaux logements. La marge d'EBITDA ajusté s'est légèrement dégradée à 38.9% en 2024 (vs 39.7% en 2023), principalement en raison de la baisse des autres produits, notamment de la production stockée.

Sur notre période de projections, nous nous attendons à une hausse modérée des revenus venant principalement de l'accroissement du parc alors que la hausse liée à l'IRL devrait être plus limitée. En 2025, le revenu devrait également profiter de la baisse de la RLS. Concernant la rentabilité, nous nous attendons à ce qu'elle se maintienne au niveau actuel pour les années (2025-2027), les frais de gestion restant élevés.

Génération de trésorerie et levier

Les cash-flows opérationnels sont en baisse en 2024, de nouveau impactés par la hausse des frais financiers qui ont fortement progressé depuis 2022 en raison de la hausse du taux du livret A, passant de €105m en 2022 à €219m en 2023 et €263m en 2024. Les investissements de rénovation et de développement sont en hausse à c. €785m (vs c. €620m en 2023). Ils sont principalement financés par recours à la dette (c. 54%), par les cessions qui ont été importantes (c. 27%), et le reste par les subventions (c. 5%) et les fonds propres du groupe (c. 15%). Les free cash-flows après investissements, tels que calculés par EthiFinance Ratings, sont restés négatifs en 2024.

Comme indiqué précédemment, le groupe a revu à la hausse son programme d'investissement en fin d'année 2024, avec à la fois l'augmentation de la construction de nouveaux logements et la hausse des travaux et rénovations. Au niveau financier, cela va se traduire par une forte dégradation des free cash-flows après investissements, l'activité opérationnelle et les cessions ne permettant pas de couvrir les investissements. Ces investissements seront financés principalement par de la dette, par les fonds propres de CDC HS et également par une augmentation de capital de €375m de la part des actionnaires.

Notre ratio de dette nette sur EBITDA est resté globalement stable en 2024 à 18.0x (vs 17.9x à fin 2023). Sur notre période de projections (2025-2027), nous nous attendons à ce que notre ratio de dette nette sur EBITDA ajusté se détériore graduellement en raison du programme d'investissements important sur la période, ce qui pèsera sur la dette nette. Le levier net devrait être supérieur à 19.0x sur notre période de projection et atteindre 20.0x à fin 2027.

En ce qui concerne la LTV, telle que calculée par CDC Habitat social, elle s'établissait à 41% en 2024 (vs 39% en 2023). A taux de capitalisation constant, elle devrait légèrement se dégrader dans les années à venir malgré la part des fonds propres apportés par le groupe et ses actionnaires dans les investissements.

Capitalisation

La majorité de la dette de CDC Habitat social est contractée auprès de la CDC via l'allocation de l'épargne réglementée provenant du fonds d'épargne, c. 74% de la dette à fin 2024. Le reste de la dette est composé principalement d'emprunts auprès d'Action Logement, de la CGLLS, et auprès des établissements bancaires.

Après couvertures, à fin 2024, 50% de la dette était indexée sur le taux du livret A, 49% à taux fixe et le solde à taux variable. La composante de la dette de CDC Habitat social qui est couverte, l'est au moyen d'instruments financiers classiques. Nous ajustons à ce titre la dette de la valorisation de ces produits de couverture, bien que ceci relève d'une politique prudente.

Nous notons la présence de 2 covenants financiers avec (i) un ratio de dette nette / EBITDA (majoré des produits financiers et plus-values des cessions) de maximum 16.0x et (ii) un ratio de couverture du service de la dette par l'EBITDA (majoré des produits financiers et du résultat des cessions) de minimum 1.1x, qui sont tous les deux respectés à fin 2024 et sur le PMT.

Liquidité

Conformément à notre méthodologie, nous considérons la liquidité de CDC Habitat social comme « adéquate » compte tenu du bon profil de refinancement du groupe, avec notamment l'accès aux financements réglementés de la Banque des Territoires, et ce malgré des investissements importants en comparaison à la génération de free cash-flow.

Perspectives d'évolution des ratios de crédit (CMEE)

Notre perspective d'évolution des ratios de crédit (CMEE) est Stable. Nous considérons que les ratios de crédit ne devraient pas changer significativement dans les 12 prochains mois.

Principaux chiffres financiers

Principaux chiffres financiers (€m)	FY22	FY23	FY24	24vs23
Recettes locatives nettes et promotion	1 045	1 109	1 173	5,8%
EBITDA Ajusté	418	440	457	3,9%
Marge d'EBITDA	40%	40%	39%	-0,7pp
EBIT Ajusté	48	60	71	17,9%
Marge d'EBIT	5%	5%	6%	0,6pp
Charges financières	(130)	(219)	(263)	19,9%
Dette nette ajustée (DNA)	7 557	7 892	8 203	3,9%
DNA / EBITDA ajusté	18,1x	17,9x	18,0x	0,0x
Capacité d'autofinancement (CAF)	317	289	241	-16,5%
CAF / DNA	4,2%	3,7%	2,9%	-0,7pp
DNA / Fonds propres ajustés	164%	170%	175%	5,7pp
Logements (foyers inclus)	198 147	200 572	201 779	0,6%

Sensibilité de la notation

- Liste des notations
 - Notation court-terme : EF1+
 - Instrument de NEU CP : EF1+

Facteurs pouvant influencer (individuellement ou collectivement) la notation :

- Facteurs positifs (↑)

CDC Habitat social bénéficie déjà de la plus haute notation court-terme.

- Facteurs négatifs (↓)

Une dégradation de la notation de CDC Habitat social à EF1 résulterait à la fois d'une dégradation de l'environnement de marché avec une régulation moins favorable, un système institutionnel moins structuré, ou une baisse de la qualité de crédit du souverain, le tout combiné à une dégradation du profil financier du groupe. En particulier, une baisse de la qualité de crédit du souverain à A- alors qu'à court terme, le profil financier du groupe est contraint par une génération de trésorerie limitée dans un contexte d'investissements soutenus, pourrait entraîner une dégradation de la notation de CDC Habitat social.

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 - Social Housing : https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_193_V1.Corporate_Rating_Methodology_Social_Housing.pdf
 - 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/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid