

ISSUER RATING  
Long termOUTLOOK  
StableInitiation date 06/07/2020  
Rating date 13/02/2024

## Contacts

### Lead analyst

Karen Marquez  
karen.marquez@ethifinance.com

### Committee chair

Antonio Madera Del Pozo  
antonio.madera@ethifinance.com

## Rating Action

EthiFinance Ratings confirma la calificación del Instituto de Crédito Oficial de “A-” con tendencia “estable” por la aplicación de la calificación soberana del Reino de España (A- / Estable) debido a su carácter de Entidad Pública Empresarial.

## Resumen Ejecutivo

El Instituto de Crédito Oficial (en adelante, ICO) es una entidad pública empresarial (EPE) de las previstas en la Ley 40/2015, de Régimen Jurídico del Sector Público, adscrita al Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, a través de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la empresa. Tiene naturaleza jurídica de Entidad de Crédito, y cuenta con una licencia bancaria, además de tener la consideración de Agencia Financiera del Estado. El grupo ICO está constituido, además de por el Instituto de Crédito Oficial, por Axis, sociedad de capital riesgo, y por la Fundación ICO.

## Rating Rationale

La calificación del ICO está en línea con la calificación del Reino de España (“A-” con tendencia “estable”) como consecuencia de su función de entidad pública empresarial (EPE). El ICO cuenta con personalidad jurídica, patrimonio y tesorería propios, así como autonomía de gestión para el cumplimiento de sus fines (stand-alone rating de “A+”), si bien **las deudas y obligaciones que contrae gozan frente a terceros de la garantía explícita, irrevocable, incondicional y directa del Estado español**. Los límites de endeudamiento se establecen anualmente en los Presupuestos Generales del Estado (PGE). En definitiva, **la calificación del ICO se encuentra limitada a la calificación soberana por su carácter de entidad pública empresarial, aun cuando su perfil de riesgo se corresponde con un rating de “A+”**.

La calificación considera la importancia estratégica del ICO como Agencia Financiera del Estado, gestionando las líneas de avales ICO-Covid19 e ICO-Ucrania. Se valora su estrategia de financiación basada en emisiones de deuda garantizada por el Estado español, así como la elevada eficiencia, el progresivo descenso de la mora, la sólida posición de solvencia y los confortables niveles de liquidez del ICO.

## Fundamentos

- Entidad pública empresarial con una triple función: banco nacional de promoción, instrumento financiero de política económica y agencia financiera del Estado.
- Banco público de naturaleza contra cíclica cuyo objetivo es promover la generación de crédito durante las fases de recesión económica para mitigar la escasez de crédito, con especial énfasis en pymes, autónomos y emprendedores.
- La calificación del ICO se encuentra limitada a la calificación soberana por su carácter de entidad pública empresarial, aun cuando su perfil de riesgo se corresponde con un rating de “A+”.
- Cartera de crédito compuesta principalmente por las Líneas ICO de Mediación, en las que las entidades financieras asumen el riesgo de crédito, y los productos de financiación directa, donde el ICO asume el riesgo de crédito del destinatario final, de los cuales la mitad cuenta con garantía del Estado.
- Sólida capitalización con un ratio CET1 del 33,69% en 2022 (2021: 36,97%), holgadamente por encima de la ratio mínima de capital total para dicho ejercicio, establecida por el Banco de España para el Grupo ICO en el 17,05%.
- Perfil de liquidez con un ratio de cobertura de liquidez (LCR) y un ratio de financiación estable neta (NSFR) del 327,4% y del 116,1%, respectivamente, en 2022 (947,6% y 125,2%, respectivamente, en 2021), por encima del requisito regulatorio del 100%.
- Mejora gradual de la rentabilidad, todavía en niveles moderados, con una ROA del 0,43% (2021: 0,39%) y una ROE del 2,70% (2021: 2,59%).
- Elevada eficiencia con un ratio coste-ingreso del 21,84% en 2022 (2021: 22,82%), que se ha visto notablemente mejorada en los últimos años por fuertes incrementos continuados del margen de intermediación.
- Ausencia de sucursales y una plantilla reducida en relación con su balance al actuar como un banco de segundo piso transfiriendo a los bancos intermediarios la mayoría de procesos, incluyendo la identificación y análisis de riesgo de las empresas.
- Progresivo descenso en la mora de la financiación directa durante los últimos años con un ratio de mora del 3,67% en 2022 (2021: 3,81%), aunque notablemente por encima del promedio en España del 1,8% según la

EBA. La ratio de cobertura se situó en el 171% en 2022 (2021: 157%).

## Principales Magnitudes

Indicadores financieros del Instituto de Crédito Oficial (en miles de €)	2020	2021	2022
<b>RENTABILIDAD</b>			
Margen de Intermediación	21.789	104.551	125.746
Margen Ordinario	103.745	207.485	233.525
Margen de Explotación	59.076	160.143	182.523
Resultado antes de Impuestos	109.668	192.888	202.397
Resultado Neto del Ejercicio	79.092	139.861	146.832
ROA	0,24%	0,39%	0,43%
ROE	1,47%	2,59%	2,70%
<b>EFICIENCIA</b>			
Cost to income	43,06%	22,82%	21,84%
<b>CALIDAD DEL ACTIVO</b>			
Non performing loans/gross loans	4,16%	3,81%	3,67%
Total loan loss reserves/total problem loans	145,05%	157,15%	171,00%
<b>SOLVENCIA</b>			
APRs fully loaded / Activos totales	39,24%	33,63%	48,77%
CET1	37,21%	35,36%	33,69%
Capital total	37,21%	35,36%	33,69%
<b>LIQUIDEZ</b>			
Loan to deposits	143,82%	91,79%	127,75%
Liquidity Coverage Ratio	n.d.	947,63%	327,39%
Net Stable Funding Ratio	112,06%	125,23%	116,09%

Fuente: EthiFinance Ratings & ICO

## Tendencia

La calificación de "A-" con tendencia "Estable" se fundamenta en su función como banco público, que limita su calificación (stand-alone de "A+") a la calificación soberana del Reino de España (A- / Estable). En consecuencia, las tendencias macroeconómicas de la economía española impactan en la calificación del ICO.

## Análisis de Sensibilidad

Factores que pudiesen (individual o colectivamente) impactar en el rating:

- Factores positivos**

La calificación de crédito del ICO se encuentra limitada por la calificación del soberano dada la garantía irrevocable otorgada a la totalidad de los pasivos financieros emitidos por la Entidad. Por ello, en el caso de que la calificación del Reino de España (A- / Estable) mejorase, la calificación del ICO se vería mejorada en la misma medida.

- Factores negativos**

La calificación podría disminuir en el caso de que la calificación del soberano empeorase. Asimismo, un deterioro significativo de los fundamentales (capitalización, liquidez y/o calidad de la cartera crediticia) podría empujar la calificación del ICO hacia la baja.

## Entorno económico

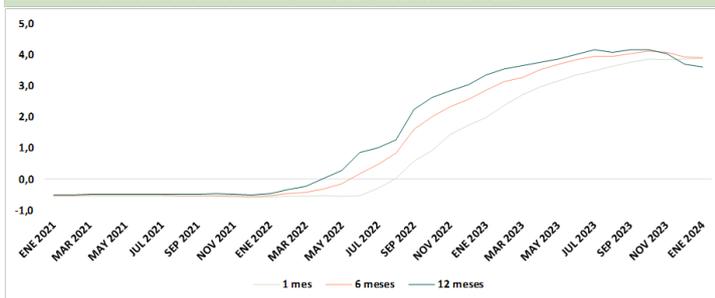
El ICO desarrolla su actividad en torno a tres funciones principales: banco nacional de promoción, instrumento financiero de política económica y agencia financiera del Estado. La actividad como banco nacional de promoción posee un carácter contra cíclico a lo largo de las etapas de la economía española dado que se encarga de promover la generación de crédito durante las fases de recesión económica con el fin de paliar la restricción crediticia. El activo total ha cerrado 2022 en €29,8 millones (€37,8 millones en el 2021).

### Escenario económico y tendencias

Durante el 2022, el Banco Central Europeo (BCE) inició la normalización de su política monetaria en respuesta al continuo aumento de la inflación. A lo largo de 2022 y 2023, el BCE implementó alzas de tipos de interés, alcanzando el 4,5% en septiembre de 2023. Este cambio en la política monetaria, combinado con las expectativas de inflación a medio plazo, tiene implicaciones para la actividad financiera del ICO, afectando tanto al coste de sus pasivos como al traslado de los mismos a intermediarios y clientes finales. El año 2022 marcó un año de inflexión con el fin de más de una década de tipos bajos y políticas acomodaticias.

En 2023 se ha producido un debilitamiento de las presiones inflacionistas tras la fuerte subida de tipos del BCE. La inflación de la zona euro cerró 2023 en el 2,9%, reduciéndose notablemente frente a la inflación registrada en el último trimestre de 2022, que superaba el 10%. Se espera que los tipos de interés se mantengan en niveles restrictivos para moderar la demanda y seguir disminuyendo la inflación hasta el 2% objetivo del BCE. Estos cambios en la política monetaria mundial y las condiciones económicas globales seguirán influyendo en la actividad financiera del ICO.

Ilustración 1: Evolución del Euríbor desde enero 2021 hasta noviembre 2023

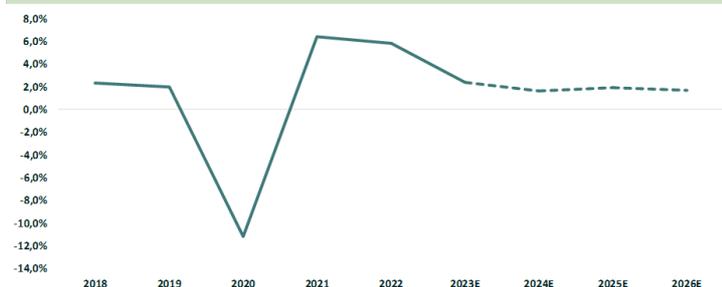


Fuente: EthiFinance Ratings & Banco de España

A pesar del entorno adverso marcado por la guerra en Ucrania, la creciente inflación y el aumento de los tipos de interés, la economía española mantuvo un fuerte crecimiento en 2022, registrando un crecimiento del PIB del 5,5%, que se ralentizó en 2023, que mostró un crecimiento del 2,4%. Este crecimiento se atribuye a la resiliencia respaldada por medidas adoptadas para hacer frente a la crisis energética, el repunte del turismo y el dinamismo del consumo privado. Sin embargo, la escalada de la inflación, intensificada por la guerra en Ucrania, ha sido un factor destacado en 2022.

La economía española se encuentra en una situación financiera compleja. La deuda pública española se situó alrededor del 110% del PIB en octubre de 2023. Además, la rentabilidad sobre las obligaciones españolas a 10 años se ha disparado desde el 0,1% en enero de 2021 hasta el 3,2% en enero de 2024, un nivel que no se alcanzaba desde 2014. La prima de riesgo frente a Alemania se ubica entre 90 y 100 puntos básicos, habiéndose incrementado desde los 60 puntos básicos al inicio de 2021. En consecuencia, cabe esperar un menor crecimiento del PIB, lastrado por la erosión del poder adquisitivo derivado de las tensiones inflacionistas y las alzas de tipos.

Ilustración 2: Evolución y previsión del crecimiento del PIB de España



Fuente: EthiFinance Ratings &amp; Banco de España

### Líneas de avales del Estado

Las Líneas de Avales ICO-Covid19, implementadas por el Gobierno español en 2020 y gestionadas por el ICO, jugaron un papel crucial en la provisión de liquidez y financiación para empresas y autónomos, contrarrestando el impacto negativo de la pandemia en la economía y el empleo. Se tomaron medidas de flexibilización, como extensiones de plazos, para mejorar la solvencia empresarial.

Este programa de colaboración público-privada ha beneficiado a alrededor de 675.000 autónomos y empresas, principalmente PYMES, en 1.192.484 operaciones avaladas, movilizando más de €140.000 millones desde su inicio, destacándose como el programa más eficaz de la Unión Europea. Aunque las concesiones de avales finalizaron en junio de 2022, el ICO sigue gestionando los importes avalados durante la vigencia de los préstamos.

El ICO también se ha encargado de la gestión de la Línea de Avales Ucrania, integrada en el Plan de respuesta a la guerra de Rusia en Ucrania, aprobado por el Gobierno español en 2022 con una dotación de hasta €10.000 millones. Esta línea tenía como objetivo cubrir la financiación proporcionada por entidades financieras a empresas y autónomos afectados por las tensiones de liquidez debido al aumento de los precios de la energía y otras materias primas como consecuencia de la guerra en Ucrania. Durante 2022, se solicitaron avales por un total de €649 millones, movilizando así una financiación de €839 millones en cerca de 4.000 operaciones que han beneficiado a más de 3.600 empresas y autónomos en diversos sectores productivos, excluyendo el sector financiero y de seguros. Estos avales fueron otorgados hasta el 31 de diciembre de 2023.

### Fondos europeos

Durante 2022, la gestión de los fondos europeos provenientes del instrumento Next Generation EU (NGEU) se mantuvo como un impulso fundamental para el crecimiento económico. España recibió el segundo desembolso de €12.000 millones y solicitó formalmente un tercer desembolso de €6.000 millones en noviembre, autorizado por la Comisión Europea en febrero de 2023. Esto posiciona a España como el primer Estado miembro en recibir la autorización del tercer desembolso, destacando su adelanto en la ejecución de estos fondos. Además, en diciembre de 2022, el Gobierno aprobó una adenda al Plan de Recuperación, que permitirá movilizar más de €94.300 millones adicionales para impulsar la reindustrialización estratégica del país, asignando subvenciones, préstamos y fondos específicos del Plan REPowerEU.

Desde que el ICO obtuvo la acreditación como "Implementing Partner" para la gestión delegada de fondos de la Comisión Europea en 2020, ha estado comprometido en proporcionar a las compañías españolas opciones de acceso a iniciativas comunitarias. Se destaca su participación en el Programa CEF-T, que fomenta la colaboración con inversores del sector privado e instituciones financieras en proyectos que contribuyen a la sostenibilidad ambiental y la eficiencia del transporte en Europa. El ICO evalúa y presenta proyectos a la Comisión Europea, complementando con su financiación las subvenciones otorgadas por la Comisión Europea mediante un esquema de blending. Además, en colaboración con la Comisión Europea, el ICO ha firmado un acuerdo en el marco del programa de garantías InvestEU, destinando hasta 150 millones de euros para inversiones en infraestructuras que impulsen la transición verde en toda España.

## Perfil de la Entidad

El Instituto de Crédito Oficial es una entidad pública empresarial (EPE) de las previstas en la Ley 40/2015, de Régimen Jurídico del Sector Público, adscrita al Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, a través de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la empresa. Tiene naturaleza jurídica de Entidad de Crédito, y la consideración de Agencia Financiera del Estado, con personalidad jurídica, patrimonio y tesorería propios, así como autonomía de gestión para el cumplimiento de sus fines.

El ICO trabaja para aportar valor añadido a la financiación del tejido empresarial español con el objetivo de potenciar la economía real, impulsando el crecimiento económico y la generación de empleo. En línea con los ejes transversales establecidos en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia, las actuaciones del ICO están focalizadas en torno a tres prioridades estratégicas: crecimiento empresarial, sostenibilidad y digitalización.

El ICO se financia en los mercados nacionales e internacionales. Las deudas y obligaciones que contrae gozan frente a terceros de la garantía explícita, irrevocable, incondicional y directa del Estado español. **Por consiguiente, la calificación de crédito está limitada por la calificación del Reino de España (A- / Estable).**

El grupo ICO está constituido por el Instituto de Crédito Oficial, AXIS Participaciones Empresariales y la Fundación ICO. AXIS es la sociedad gestora de capital riesgo del grupo ICO. Pone a disposición de las empresas instrumentos de capital o cuasi capital para financiar su crecimiento, invirtiendo en todos los eslabones de la cadena de inversión de capital. Al cierre del primer semestre de 2023, gestionaba €9.150 millones a través de cuatro fondos. La Fundación ICO es una fundación del sector público estatal, de ámbito nacional, con carácter permanente y finalidad no lucrativa que posee un patrimonio autónomo cuyo objetivo es promover la cultura y el arte.

Asimismo, el ICO participa en el accionariado de otras sociedades como la Compañía Española de Reafianzamiento (CERSA) con el 24,39% del capital social, la Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES) con el 20,31% del capital social, el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) con el 0,66% del capital social, el European Datawarehouse (ED) con el 3,57% del capital social y la Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT).

El ICO posee una triple vertiente como banco nacional de promoción, instrumento financiero de política económica y agencia financiera del Estado.

Como banco nacional de promoción, el ICO ofrece financiación para empresas de todos los sectores, tamaños y cobertura geográfica a fin de financiar sus actividades en España y en mercados internacionales, especialmente para pymes, autónomos y emprendedores.

Como instrumento financiero de política económica, el ICO canaliza recursos financieros vinculados a medidas de política económica colaborando con Ministerios, Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales y sus organismos dependientes a nivel nacional. A nivel europeo, el ICO canaliza recursos de la Unión Europea hacia empresas españolas y proyectos con interés español.

Como agencia financiera del Estado, el ICO gestiona por cuenta del Estado, fondos destinados a diversos fines de política económica con un saldo vivo total de €306.787 millones al cierre de 2022: líneas de avales ICO COVID-19 (€107.187 millones) y líneas de avales Ucrania (€649 millones) destinados a impulsar la recuperación; Fondo para la Internacionalización de la Empresa y Contrato de Ajuste Recíproco de Intereses (€6.507 millones) destinados a fomentar la internacionalización; Fondo para la Promoción del Desarrollo y Fondo del Agua destinados a promover la cooperación al desarrollo (€413 millones); y Fondos Territoriales (€192.031 millones).

### Modelo de negocio como Banco Nacional de Promoción

El activo total del banco ascendió a €29,8 mil millones al cierre de 2022 (2021: €37,8 mil millones), situándose por debajo de sus comparables europeos. En Alemania, KfW alcanzó los €555 mil millones de activo total; en Francia, *Caisse des dépôts et consignations* los €1.048 mil millones; y en Italia, *Cassa Depositi e Prestiti* los €478 mil millones.

El Grupo ICO cuenta con una oferta integral de financiación para empresas cuyas modalidades principales comprenden las Líneas ICO de Mediación, los productos de financiación directa y los fondos de capital riesgo.

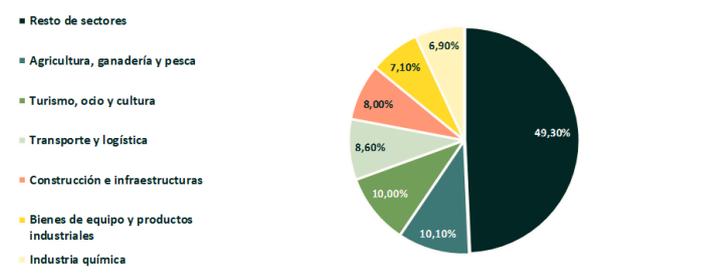
A través de las Líneas ICO de Mediación se canaliza financiación por medio de la cooperación con entidades de crédito privadas. El ICO actúa como un banco de segundo piso, proporcionando financiación a los bancos que, en base a la capilaridad de su red comercial, determinan la concesión de la financiación tras efectuar la identificación y el análisis de riesgos de las empresas. El valor añadido de estas Líneas ICO resulta de plazos más largos a la financiación de las necesidades de liquidez para la actividad e inversiones de las empresas, que llegan a alcanzar los 20 años, con periodos de carencia de hasta 3 años. El importe máximo por empresa asciende a €12,5 millones al año.

El saldo vivo de las Líneas ICO de Mediación ascendió a €6.234 millones al cierre de 2022. Durante el ejercicio se desembolsó un volumen de €1.268 millones en 12.388 operaciones en España. Por tamaño de empresa, el 70% de las

operaciones dispuestas fueron dirigidas a micro pymes (menos de 10 empleados), porcentaje que se eleva hasta el 93% si se incluyen las pequeñas empresas (entre 10 y 49 empleados). El canal internacional solo tuvo 6 operaciones.

Los fondos prestados han tenido una amplia distribución sectorial, contribuyendo en mayor medida a los sectores más afectados por las consecuencias de la sequía en España, como la agricultura, ganadería y pesca, así como a los más afectados por el contexto económico actual y la guerra en Ucrania, con actividades más intensivas en energía como el transporte, construcción e infraestructura, productos industriales e industria química.

Ilustración 3: Distribución por sectores de las líneas ICO de mediación dispuestas en 2022



Fuente: EthiFinance Ratings & ICO

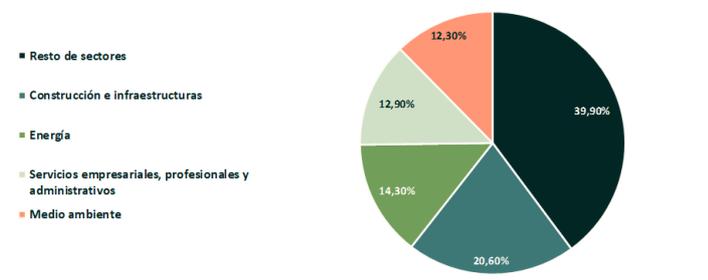
Mediante los productos de financiación directa, el ICO ofrece financiación bancaria y emisión de garantías, así como financiación complementaria mediante adquisiciones de deuda corporativa. El ICO asume el riesgo de crédito del destinatario final en la actividad directa con el fin de promocionar grandes proyectos de inversión en España, promover proyectos de interés español en el extranjero y facilitar el acceso a financiación a las empresas. El ICO aporta valor añadido en estas operaciones especialmente en la obtención de los tramos de financiación a más largo plazo.

El saldo vivo de la financiación directa ascendió a €11.417 millones al cierre de 2022. Durante el ejercicio se puso a disposición de las empresas un volumen total de €3.856 millones, del que el 49,7% correspondía a préstamos y avales directos (€1.916 millones). A su vez, de los préstamos y avales directos, el 59,8% correspondía a financiación nacional y el 40,2% a financiación internacional.

El 50,3% del volumen total de la actividad directa correspondía a financiación complementaria (€1.939 millones). El ICO ha impulsado en los últimos años otras fuentes complementarias de financiación, que permiten diversificar los recursos financieros con otras fuentes alternativas a la bancaria mediante bonos, pagarés y titulizaciones.

En cuanto a la distribución sectorial, cuentan con un mayor peso las actividades que requieren de grandes proyectos de inversión, como los sectores de construcción e infraestructuras, así como los que fomentan la transición energética, como los sectores de energía y medioambiente.

Ilustración 4: Distribución por sectores de la actividad directa en 2022



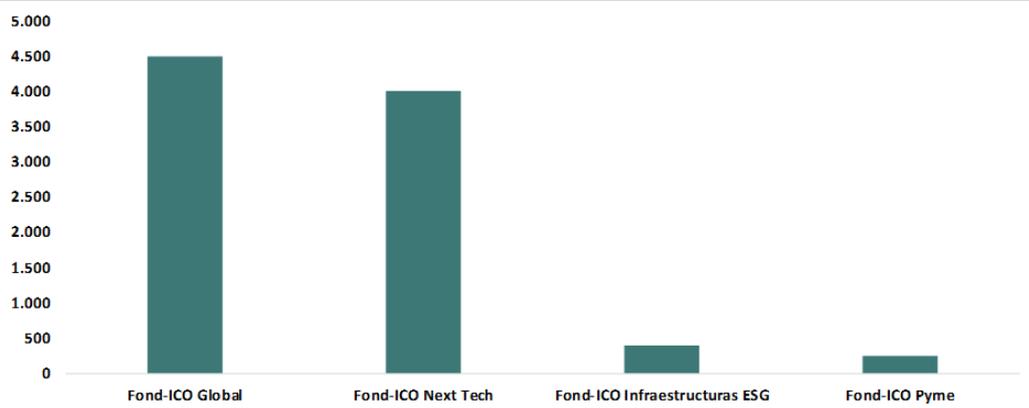
Fuente: EthiFinance Ratings & ICO

El impulso de la actividad internacional de las empresas españolas y la atracción de inversión extranjera es una de las prioridades del ICO. El peso de las operaciones formalizadas con destino de la inversión fuera del territorio nacional se situó en el 29% en 2022 (2021: 28%), considerando tanto la actividad directa como la actividad realizada a través de las Líneas ICO de Mediación.

A través de los fondos de capital riesgo gestionados por AXIS, se financia la creación y el crecimiento de empresas a lo largo de todo el ciclo de vida de la inversión mediante coinversiones minoritarias en proyectos y fondos. Al cierre del

primer semestre de 2023, AXIS gestionaba €9.150 millones a través de cuatro fondos registrados en la CNMV, cuyo partícipe único es el ICO: Fond-ICO Global (€4.500 millones), Fond-ICO Next Tech (€4.000 millones), Fond-ICO Infraestructuras ESG (€400 millones) y Fond-ICO Pyme (€250 millones).

**Ilustración 5: Volumen bajo gestión de AXIS al cierre del junio de 2023 (en millones de €)**



Fuente: EthiFinance Ratings & ICO

## Gestión y gobernanza

La estructura de gobierno del Instituto de Crédito Oficial está recogida en sus estatutos, aprobados por el Real Decreto 706/1999, con las modificaciones contempladas en la Ley 40/2015 de Régimen Jurídico del Sector Público, en el Real Decreto 1149/2015 y en el Real Decreto 390/2011. Se completa con los órganos de funcionamiento y de control internos, aprobados por el Presidente del ICO dentro del ámbito de competencias que le confieren los estatutos.

Los órganos de gobierno están compuestos por los órganos de dirección, los órganos de gestión y los órganos de funcionamiento interno de carácter operativo y consultivo.

Los órganos de dirección son los siguientes:

El Consejo General está formado por el Presidente de la entidad y diez vocales y está asistido por el secretario y, en su caso, por el vicesecretario. El secretario no tiene la consideración de Consejero, por lo que asiste a las reuniones con voz pero sin voto.

El nombramiento y cese de los vocales del Consejo General corresponde al Consejo de Ministros, mediante Acuerdo, a propuesta del Ministro de Asuntos Económicos y Transformación Digital que los designará entre personas de reconocido prestigio y competencia profesional en el ámbito de actividad del ICO. Cuatro vocales serán independientes, entendiéndose como tales aquellos que no sean personal al servicio del sector público. Seis vocales se designarán de entre el personal de reconocida competencia al servicio del sector público.

El Presidente es el máximo ejecutivo de la entidad. Nombrado por Acuerdo del Consejo de Ministros de 22 de junio de 2018 (Real Decreto 683/2018) José Carlos García de Quevedo Ruiz es Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid y Técnico Comercial y Economista del Estado. Previamente ha desempeñado responsabilidades muy diversas relacionadas con economía, finanzas, comercio e inversiones.

Los órganos de gestión son los siguientes:

El Comité de Dirección y Estrategia es el órgano que asiste al Presidente en el ejercicio y desarrollo de las funciones y competencias que le son propias, y facilita la coordinación entre las diferentes Direcciones generales del ICO.

El Comité de Operaciones es un órgano colegiado de gestión que ejerce competencias decisorias y asesoras en los términos y límites en que le sean delegadas por el Consejo General o por el Presidente.

En lo que se refiere al riesgo de crédito, la Dirección General de Riesgos y Control Financiero se encarga de la actividad de control y gestión del mismo, que se compone de tres etapas: admisión, seguimiento y recuperación. En primer lugar, se efectúa un análisis de las empresas y operaciones basado en la valoración como negocio en marcha, incluyendo la valoración de la garantía si la hubiese, para la toma de decisiones posterior por parte del Comité de Operaciones o el Consejo General, según el caso. En segundo lugar, se realiza la labor de vigilancia de la cartera crediticia para asegurar la máxima calidad, controlando de forma permanente mediante revisiones periódicas la situación económico-financiera de sus clientes. En tercer y último lugar, se lleva a cabo la recuperación de operaciones impagadas a través

de la gestión telefónica o por medio de cartas o correos electrónicos.

Ilustración 6: Organigrama entidades del Grupo ICO al cierre de 2022



Fuente: EthiFinance Ratings & ICO

El ICO también dispone de una metodología de medición del riesgo país a fin de evaluar a los países en función del riesgo, aun cuando la exposición geográfica de su cartera de inversión crediticia se encuentra limitada a territorio nacional prácticamente en su totalidad.

La calificación de crédito tiene en cuenta los procesos establecidos por el ICO para evitar el riesgo operativo, que comprenden las políticas de seguimiento mensual del cuadro de mando e indicadores de actividad, el desarrollo de políticas de seguimiento de clientes o el plan de contingencias existente, entre otros. Cabe señalar la realización de controles periódicos desde los servicios de las distintas auditorías.

## Perfil Financiero

En su actividad como banco nacional de promoción, el ICO tradicionalmente ha demostrado un comportamiento contra cíclico a lo largo de las fases de la economía española. El objetivo del ICO no es maximizar los beneficios, sino mitigar la escasez crediticia por medio de la generación de crédito durante las etapas de recesión económica. En consecuencia, cuanto menor sea la actividad económica de España, tanto mayor será la generación de nuevos créditos por parte del ICO.

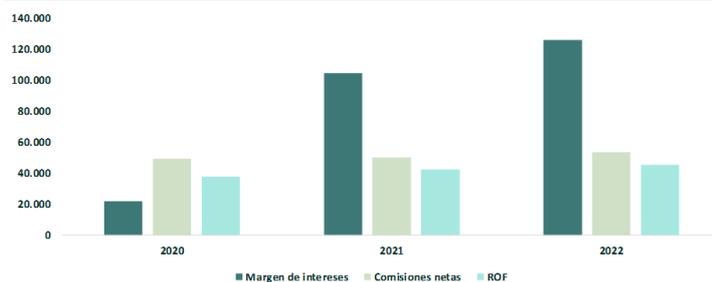
La mayoría de los ingresos del ICO provienen en primera instancia del margen de intereses, seguido de comisiones netas y del resultado de operaciones financieras (ROF).

El margen de intereses ha experimentado una evolución positiva durante los últimos años. El margen de intereses alcanzó los €125,75 millones en 2022, un aumento del 20,3% interanual frente a los €104,55 millones registrados en 2021.

Por otro lado, el margen por comisiones se incrementó un 6,7% interanual, situándose en €53,48 millones, frente a €50,11 millones en 2021.

El ROF montó €45,54 millones en 2022 (€42,39 millones en 2021) y recogió principalmente las ganancias resultantes de la contabilidad de coberturas, esto es, los resultados por variación del valor razonable tanto de los elementos de cobertura como de los elementos cubiertos. Los derivados contratados y sus elementos cubiertos fueron fundamentalmente: (i) permutas de tipo de interés, que dan cobertura a instrumentos financieros con remuneración distinta al Euribor, principalmente emisiones del Grupo; (ii) seguros de cambio, que dan cobertura a las variaciones de valor razonable y flujos de caja relativos a diversos instrumentos financieros.

Ilustración 7: Evolución de las principales fuentes de ingresos (en miles de €)



Fuente: EthiFinance Ratings & ICO

El resultado operativo ascendió un 12,1% interanual en 2022, situándose en €233,53 millones, frente a €207,49 millones en 2021 debido principalmente al aumento del margen de intereses, favorecido también por un mayor margen por comisiones y un mayor ROF.

El ICO carece de una red de sucursales y cuenta con una plantilla reducida (352 empleados en promedio en 2022) en relación con el tamaño de su balance porque actúa como un banco de segundo piso transfiriendo a los bancos intermediarios la mayoría de los procesos que incluyen la identificación y análisis de riesgo de las empresas. En 2022 los gastos de explotación montaron €51 millones, un ascenso del 7,7% interanual frente a €47,34 millones en 2021. La ratio de eficiencia se ubicó en el 21,9% en 2022 frente al 22,8% en 2021, obteniendo la máxima calificación según la metodología de EthiFinance. La ratio de eficiencia se ha visto notablemente mejorada en los últimos años por fuertes incrementos continuados del margen de intermediación.

En 2022 se liberaron pérdidas por deterioro por importe de €23,47 millones, tras una liberación de €48,44 millones en 2021. Durante el ejercicio, se han reducido las provisiones para riesgos dudosos y riesgos normales en vigilancia especial.

El resultado neto del ICO totalizó €146,83 millones en 2022, frente a €139,86 millones en 2021. Este incremento del 5% interanual se vio principalmente influido por la mejora del margen de intereses, favorecido también por un mayor margen por comisiones y un mayor ROF. El ICO no ha registrado pérdidas en ningún año de su historia, si bien los beneficios se han mostrado volátiles por la naturaleza contra cíclica que lo caracteriza.

Los indicadores de rentabilidad han mejorado en los últimos años, si bien permanecen en niveles muy moderados dado que el ICO no persigue la maximización de beneficios. La ROA se situó en el 0,43% (0,39% en 2021), obteniendo una calificación en el rango medio de la metodología. Por su parte, la ROE se ubicó en el 2,7% (2,6% en 2021), obteniendo una calificación en el rango bajo de la metodología. La reducida rentabilidad supone un factor limitante en la calificación de crédito.

El activo total se redujo un 21,1% interanual, situándose en €29,8 mil millones en 2022 frente a €37,79 mil millones en 2021. La disminución del activo se debió a la reducción del 71,9% (o de €6,74 mil millones) del efectivo, que se empleó para amortizar deuda emitida, así como al descenso del 5,8% (o de €1,46 mil millones) de los activos financieros a coste amortizado. Los componentes que representan un mayor porcentaje del activo son los préstamos y anticipos (57,3%), los valores representativos de deuda (22,8%) y el efectivo (8,8%).

Ilustración 8: Distribución de la inversión crediticia del ICO



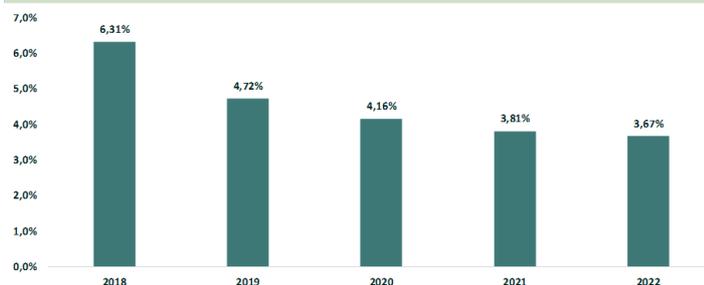
Fuente: EthiFinance Ratings & ICO

Los activos financieros a coste amortizado ascendieron a €23,87 mil millones en 2022, frente a €25,33 mil millones en 2021, de los cuales:

1. €6,78 mil millones (2021: €6,89 mil millones) correspondían a valores representativos de deuda, principalmente de Administraciones Públicas residentes (66,9%), que devengaban un tipo medio de interés anual del 0,92%
2. €6,91 mil millones (2021: €7,72 mil millones) correspondían a préstamos y anticipos a entidades de crédito, esencialmente préstamos de mediación nacional e internacional (90,4%), que devengaban un tipo medio de interés anual del 0,95%
3. €10,17 mil millones (2021: €10,71 mil millones) correspondían a préstamos y anticipos a la clientela (financiación directa) que devengaban un tipo medio de interés anual del 1,58%

A juzgar por la naturaleza de su actividad, el apetito de riesgo del ICO se caracteriza por la prudencia. El ICO ofrece financiación bancaria indirecta, canalizando sus fondos a través de entidades financieras, que efectúan la tramitación, estudio y aprobación de los préstamos. Los bancos intermediarios asumen el riesgo de crédito del destinatario final de la financiación, mientras que el ICO se expone al riesgo de contraparte de estos bancos. No obstante, en la actividad de financiación directa, el ICO sí asume el riesgo de crédito del destinatario final. En este sentido, la concentración de las disposiciones en grandes proyectos afecta al perfil de crédito del banco.

Ilustración 9: Evolución de la ratio de mora



Fuente: EthiFinance Ratings & ICO

En la calificación de crédito se valora favorablemente el progresivo descenso en la mora de la financiación directa durante los últimos años. La ratio de mora para la actividad directa disminuyó desde el 3,81% en 2021 hasta el 3,67% en 2022. Al cierre del primer semestre del 2023, la ratio de mora se ubicó en el 3,36%, si bien notablemente por encima del promedio en España del 1,8% según la EBA. Por su parte, la ratio de cobertura se situó en el 171% al cierre de 2022, frente al 157% un año antes. Al cierre del primer semestre del 2023, la ratio de cobertura se ubicó en el 158%. Desde EthiFinance Ratings consideramos que la morosidad podría incrementarse en los próximos años debido a la mayor vulnerabilidad financiera de las empresas, por la erosión del poder adquisitivo, el aumento de los costes de

financiación y el deterioro económico.

Desde su creación, el ICO ha accedido a los mercados con regularidad, incluso durante la crisis financiera global y la crisis del COVID-19. Durante 2022 se obtuvieron recursos a medio y largo plazo por importe de €4.329 millones, de los cuales un importe de €1.000 millones fueron emisiones sostenibles (23% del total). La política de financiación del ICO para 2023 tiene como objetivo obtener un total de financiación de €5-6 mil millones.

La financiación del ICO no procede de los Presupuestos Generales del Estado, ni de la captación de depósitos de particulares. El ICO se financia a medio y largo plazo a través de emisiones de deuda en los mercados de capitales y de préstamos bilaterales de entidades financieras multilaterales como el Banco Europeo de Inversiones. Sin embargo, en los últimos años, la estrategia de financiación ha cambiado hacia vencimientos de menor plazo para mejorar la coincidencia entre los vencimientos de la financiación y de la cartera crediticia y, al mismo tiempo, reducir su coste de financiación.

En 2022, la deuda emitida ascendió a €13,37 millones, frente a €20,09 millones en 2021 tras la emisión de €23,49 millones y la amortización de €30,65 millones durante el ejercicio. A pesar de la reducción del 33,4%, la deuda emitida siguió siendo la principal fuente de financiación del ICO, representando el 44,9% del activo. Las emisiones de deuda del ICO gozan frente a terceros de la garantía explícita, irrevocable, incondicional y directa del Estado español.

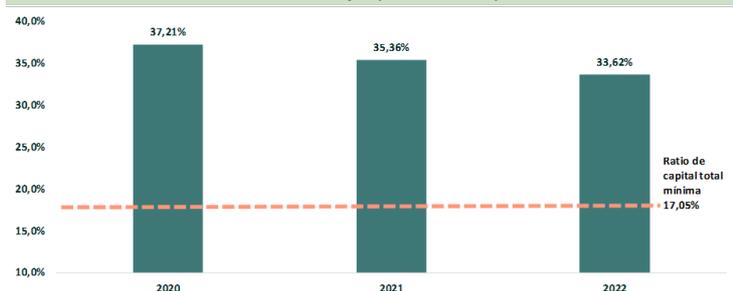
En 2022 el coste financiero total de los empréstitos se incrementó significativamente hasta los €562,6 millones (2021: €241,0 millones), lo que supuso un tipo de interés medio anual del 3,65% (2021: 2,40%). Este incremento del coste de financiación y las expectativas de posibles incrementos futuros condujo al ICO a reducir el tamaño de su deuda. En el activo, se produjo el correspondiente descenso en el efectivo mantenido en el Banco de España.

Por otra parte, los depósitos de entidades de crédito totalizaron €4,66 mil millones (15,6% del activo). Estos depósitos incluyen principalmente préstamos del Banco Europeo de Inversiones por importe de €3,97 mil millones. Los depósitos de Bancos Centrales correspondientes a las convocatorias de LTRO y TLTRO del Banco Central Europeo, a las que acudió en 2019 y 2020, montaron €2,96 mil millones (9,9% del activo). Los depósitos de la clientela, que se refieren a depósitos por parte de administraciones públicas, ascendieron a €366,29 millones.

El ICO cuenta con una sólida capitalización. Los fondos propios aumentaron un 3,3% hasta los €5,59 mil millones en 2022, representando el 18,8% del activo, debido a la retención de beneficios y, sobre todo, al aumento en el valor razonable de los instrumentos de patrimonio a VR con cambios en otro resultado global de €183,13 mil millones. La ratio de CET1 del ICO se ubicó en el 33,69% en 2022 (2021: 36,97%), holgadamente por encima de la ratio mínima de capital total para dicho ejercicio, establecida por el Banco de España para el Grupo ICO en el 17,05%.

El ICO muestra niveles de liquidez adecuados. La ratio de cobertura de liquidez (LCR) se ubicó en el 327,4% (2021: 947,6%) y la ratio de financiación estable neta (NSFR) se situó en el 116,1% (2021: 125,2%). Aunque los indicadores de liquidez descendieron en 2022, permanecen muy por encima del requisito regulatorio del 100%.

Ilustración 10: Evolución de la ratio CET1 del ICO y requerimiento de capital total



Fuente: EthiFinance Ratings & ICO

## Environmental, Social & Governance

Uno de los aspectos más destacados del ICO es su compromiso con la sostenibilidad y el respeto al medio ambiente en todas sus actividades.

En primer lugar, el ICO ha incorporado la sostenibilidad como un elemento transversal en todas sus políticas y estrategias. Desde su plan estratégico hasta la gestión de proyectos y financiación, el ICO tiene en cuenta los aspectos ambientales, sociales y de gobernanza para asegurar que su actividad contribuya al desarrollo sostenible.

En línea con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas, el ICO se ha comprometido a apoyar proyectos que promuevan la lucha contra el cambio climático, la energía renovable, la eficiencia energética y la protección del medio ambiente. Para avanzar en este compromiso, el ICO colabora con diferentes asociaciones y organizaciones que trabajan en materia de sostenibilidad. Entre ellas, destaca su alianza con la Red Española del Pacto Mundial, que promueve la responsabilidad social corporativa y el desarrollo sostenible en el ámbito empresarial.

Además, el ICO se esfuerza por llevar a cabo una gestión ética y responsable en todas sus operaciones. Para ello, ha establecido un código de conducta y una política de responsabilidad social corporativa que garantizan la transparencia, la integridad y la ética en su actividad.

En cuanto a su gestión ambiental interna, el ICO ha implementado medidas para reducir su impacto ambiental. Por ejemplo, ha desarrollado planes de gestión de residuos y de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero en sus instalaciones.

El ICO también tiene un compromiso con la sociedad. Por un lado, apoya la financiación de proyectos que contribuyen al desarrollo social y económico del país. Por otro, lleva a cabo iniciativas propias de responsabilidad social corporativa que buscan mejorar la calidad de vida de las personas.

Por último, el ICO financia una parte de su actividad mediante emisiones sostenibles. El ICO emitió su cuarto bono verde en mayo de 2022 por importe de 500 millones de euros para financiar proyectos sostenibles realizados por empresas españolas que contribuyan a dinamizar la transición ecológica. Adicionalmente, ICO emitió su noveno bono social en septiembre de 2022 por importe de 500 millones de euros que se destinarán a financiar, en colaboración público-privada, proyectos que promuevan la cohesión social y territorial y generen un impacto positivo en el empleo.

Con estas dos nuevas emisiones de 2022, el Instituto lleva emitidos 9 bonos sociales que suman 4.550 millones de euros y 4 bonos verdes que suman 2.000 millones de euros, afianzando así la posición del ICO como uno de los emisores de referencia en este mercado a nivel europeo.

En conclusión, el ICO es una entidad comprometida con la sostenibilidad y la responsabilidad social corporativa. A través de su gestión ética y responsable, su colaboración con asociaciones y organizaciones en materia de sostenibilidad, su gestión ambiental interna, su compromiso con la sociedad y la emisión de bonos sociales y verdes, el ICO demuestra su compromiso con el desarrollo sostenible y el respeto al medio ambiente.

## Scorecard

				RATING
				<b>A-</b>
<b>Instituto de Crédito Oficial, E.P.E.</b>				
	Data	Score	Weight	Subtotal
<b>MACRO&amp;SECTORIAL ENVIRONMENT</b>			<b>15%</b>	
<b>Sovereign risk</b>			<b>10%</b>	
<i>Sovereign rating</i>				
<b>Sector and regulation</b>			<b>5%</b>	
<i>Corruption perception index</i>				
<i>Legal System</i>				
<i>Concentration</i>				
<b>COMPANY PROFILE</b>			<b>45%</b>	
<b>Business model</b>			<b>12%</b>	
<i>Business model</i>				
<b>Positioning</b>			<b>15%</b>	
<i>Market share</i>				
<i>Asset size</i>				
<i>Peer Analysis</i>				
<b>Management and strategy</b>			<b>18%</b>	
<i>Governance</i>				
<i>Management quality</i>				
<i>Execution</i>				
<i>Market risk</i>				
<i>Growth</i>				
<i>Brand and reputation</i>				
<b>FINANCIAL PROFILE</b>			<b>40%</b>	
<b>Earnings&amp;Profitability</b>			<b>10%</b>	
<i>ROA</i>				
<i>ROE</i>				
<i>Cost to income</i>				
<i>Pre-Imp. Operating Profit / Avg. Total Assets</i>				
<i>Interest margin/Avg. Total Assets</i>				
<b>Solvency</b>			<b>15%</b>	
<i>Equity/total assets</i>				
<i>CET1</i>				
<i>Non performing loans/gross loans</i>				
<i>NPL/Equity + reserves</i>				
<i>Total loan loss reserves/total problem loans</i>				
<i>Off balance sheet items/total assets</i>				
<b>Funding&amp;Liquidity</b>			<b>15%</b>	
<i>Loan to deposits</i>				
<i>Liquidity Coverage Ratio</i>				
<i>Net Stable Funding Ratio</i>				

## Estados Financieros

<b>BALANCE DE SITUACIÓN</b>					
<b>(en miles de euros)</b>					
	2018	2019	2020	2021	2022
<b>ACTIVO</b>					
1. CAJA Y BANCOS CENTRALES	1.669.486	784.604	2.729.630	9.379.645	2.637.489
2. ACTIVOS FROS. MANTENIDOS PARA NEGOCIAR	109.154	69.407	61.724	10.701	30.637
2.6 Derivados de Negociación	109.154	69.407	61.724	10.701	30.637
3. ACTIVOS FROS. NO DESTINADOS A NEGOCIACIÓN A VR. CON CAMBIOS EN PYG	21.580				
4. ACTIVOS FROS. A VR CON CAMBIO EN OTRO RESULTADO GLOBAL	1.671.294	1.826.137	1.618.994	2.237.145	2.460.191
4.1 Valores representativos de deuda	1.029.204	998.586	713.358	1.150.639	1.135.160
4.2 Instrumentos de capital	642.090	827.551	905.636	1.086.506	1.325.031
5. ACTIVOS FROS. A COSTE AMORTIZADO	32.001.853	28.469.446	29.343.703	25.327.301	23.866.671
5.2 Crédito a la clientela	22.497.970	20.626.023	21.996.205	18.437.628	17.085.646
5.3 Valores representativos de deuda	9.503.883	7.843.423	7.347.498	6.889.673	6.781.025
10. DERIVADOS DE COBERTURA	485.855	393.353	285.325	455.009	438.822
12. PARTICIPACIONES	60.858	65.059	59.346	76.277	84.564
15. ACTIVO MATERIAL	88.109	86.973	85.390	84.045	83.089
16. ACTIVO INTANGIBLE	7.005	6.922	6.910	6.555	6.866
17. ACTIVOS FISCALES	100.986	103.610	180.413	184.907	178.675
19. OTROS ACTIVOS	34.865	36.143	25.449	28.851	15.906
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>36.251.045</b>	<b>31.841.654</b>	<b>34.406.884</b>	<b>37.790.436</b>	<b>29.802.910</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>					
1. CARTERA DE NEGOCIACION	104.885	69.313	60.824	10.580	29.714
1.4 Derivados de Negociación	104.885	69.313	60.824	10.580	29.714
3. PASIVOS FINANCIEROS A COSTE AMORTIZADO	30.295.171	25.813.190	27.759.956	30.526.631	21.634.039
3.1 Depósitos de bancos centrales	499.902	3.155.040	3.444.351	2.961.320	
3.2 Depósitos de entidades de crédito	9.447.789	8.477.599	7.597.761	5.894.436	4.656.697
3.3 Depósitos de la clientela	988.040	899.313	1.414.024	842.093	394.466
3.4 Valores representativos de deuda emitidos	19.147.495	15.734.424	15.294.101	20.887.210	13.374.254
3.6 Otros pasivos financieros	711.847	401.952	299.030	258.541	247.302
5. DERIVADOS DE COBERTURA	253.805	240.245	600.770	331.071	565.619
8. PROVISIONES	280.195	303.540	686.745	1.390.374	1.764.820
9. PASIVOS FISCALES	23.854	33.948	50.301	81.907	155.134
11. OTROS PASIVOS	6.371	7.837	7.342	40.439	64.566
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>30.954.281</b>	<b>26.468.073</b>	<b>29.165.938</b>	<b>32.381.002</b>	<b>24.213.052</b>
1. FONDOS PROPIOS	5.343.946	5.394.074	5.366.261	5.436.168	5.460.391
1.1 Capital	4.313.744	4.314.033	4.314.204	4.314.480	4.314.687
1.3 Reservas	1.030.202	1.080.041	972.965	981.827	998.872
1.6 Resultado del ejercicio			79.092	139.861	146.832
2. AJUSTES POR VALORACION	-57.182	-20.493	-125.315	-26.734	128.627
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>5.286.764</b>	<b>5.373.581</b>	<b>5.240.946</b>	<b>5.409.434</b>	<b>5.589.018</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>36.251.045</b>	<b>31.841.654</b>	<b>34.406.884</b>	<b>37.790.436</b>	<b>29.802.910</b>

<b>CUENTA DE RESULTADOS</b>					
<b>(en miles de euros)</b>					
	2018	2019	2020	2021	2022
Intereses y rendimientos asimilados	396.934	347.102	290.849	252.191	326.016
Intereses y cargas asimiladas	-493.452	-375.158	-269.060	-147.640	-200.270
<b>MARGEN INTERMEDIACION</b>	<b>-96.518</b>	<b>-28.056</b>	<b>21.789</b>	<b>104.551</b>	<b>125.746</b>
Rendimiento de instrumentos de capital			344	15	480
Comisiones percibidas	57.323	55.507	55.547	57.902	62.508
Comisiones pagadas	-8.846	-7.603	-6.495	-7.793	-9.025
Resultado de entidades valoradas por el método de participación	1.915	2.266	1.995	3.961	3.269
Diferencias de cambio (Neto)	49.884	4.928	-7.852	5.619	4.038
Resultado de operaciones financieras (Neto)	58.591	69.412	37.577	42.394	45.543
Otros ingresos	1.137	1.820	840	833	966
<b>MARGEN ORDINARIO</b>	<b>63.486</b>	<b>98.274</b>	<b>103.745</b>	<b>207.465</b>	<b>233.525</b>
Gastos de personal	-21.040	-21.546	-22.580	-23.612	-24.242
Gastos generales de administración	-18.072	-17.366	-17.666	-18.948	-21.098
Amortización	-5.113	-3.916	-4.423	-4.782	-5.662
<b>MARGEN DE EXPLOTACION</b>	<b>19.261</b>	<b>55.446</b>	<b>59.076</b>	<b>160.143</b>	<b>182.523</b>
Dotación a provisiones	-1.655	-5.904	72.850	-15.609	-3.517
Deterioro de valor (o reversión) al valor de AF no valorados a VR con cambios en PyG	99.872	102.077	-22.162	48.435	23.468
Deterioro de valor (o reversión) al valor de ANF	-148	-316	-96	-81	-77
<b>RESULTADO ANTES IMPUESTOS</b>	<b>117.330</b>	<b>151.303</b>	<b>109.668</b>	<b>192.888</b>	<b>202.397</b>
Impuesto beneficios	-41.659	-44.835	-31.331	-54.809	-57.033
<b>RESULTADO EJERCICIO OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>75.671</b>	<b>106.468</b>	<b>78.337</b>	<b>138.079</b>	<b>145.364</b>
<b>RESULTADO OPERACIONES INTERRUMPIDAS</b>		2.910	755	1.782	1.468
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>75.671</b>	<b>109.378</b>	<b>79.092</b>	<b>139.861</b>	<b>146.832</b>

## Sources of information

The credit rating issued in this report is unsolicited. The credit rating is based exclusively on public information, being the main sources the following:

1. Annual Audit Report.
2. Quarterly Financial Report.
3. Corporate Website.
4. Corporate Governance Report.
5. Prudential Relevance Report.
6. Information published in the Official Bulletins.

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.

Level of the rated entity participation in the rating process

Unsolicited Credit Rating	
With Rated Entity or Related Third Party Participation	NO
With Access to Internal Documents	NO
With Access to Management	NO

## 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 :
  - Banks Rating Methodology : [https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_159\\_V1.Bank\\_Methodology.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_159_V1.Bank_Methodology.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 considered 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 bear 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