

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableInitiation date 21/10/2021
Rating Date 03/10/2024

Contacts

Lead analyst
Mario Toro Gago
mario.toro@ethifinance.comCommittee chair
Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings sube la calificación de Cunext Group pasando de “BB” a “BB+”, manteniendo la tendencia Estable.
- La mejora del rating se fundamenta en una valoración sectorial, que si bien queda penalizada por criterios ESG, está matizada por la importancia del cobre como material estratégico en la transición hacia el desarrollo sostenible, siendo así elemento clave para el incremento en el uso de energías renovables, gracias a su conductibilidad junto con el alto grado de reciclabilidad que presenta. Asimismo, desde el punto de vista financiero, el grupo ha continuado centrando sus esfuerzos en mejorar la rentabilidad operativa (margen EBITDA: 3,3% en 2023 vs 1,0% en 2021) y reducir el apalancamiento financiero (DFN/EBITDA: 1,4x vs 4,6x en 2021), aspectos que han reforzado, de igual forma, el nivel de capitalización, situándose en valores adecuados (valor promedio: ~70%).
- En este sentido, el rating se ve apoyado en un sector caracterizado por elevadas barreras de entrada y altas perspectivas de crecimiento, considerando el amplio abanico de mercados y la demanda al alza esperada en próximos ejercicios. Igualmente, el grupo presenta una cobertura de intereses en valores satisfactorios (~6x). A pesar de que se espera un mayor apalancamiento financiero en próximos ejercicios motivado por el plan de inversión 2023-2026 (enfocado al reciclaje del cobre mediante chatarra), se estima que tanto el DFN/EBITDA como el ratio de cobertura de intereses no se vean significativamente deteriorados, lo que fundamenta la tendencia Estable.
- Por otra parte, aun presentando un sólido posicionamiento en el sur de Europa, el rating queda constreñido por un tamaño alejado de los principales *players* (como Aurubis) y unas rentabilidades operativas inferiores a la media del sector (margen EBITDA Cunext Group promedio 19-23: ~1,50%, vs margen EBITDA sector: ~3,40%), consecuencia de una menor integración vertical. No obstante, señalamos que, gracias a las medidas implantadas por el *management* junto con una favorable coyuntura sectorial, los niveles de rentabilidad operativa del grupo, a cierre de 2023, se sitúan en valores similares a los mostrados por el sector. Esta mejora se espera que se consolide una vez se finalice el plan de inversión actual, que tendrá un mayor impacto a partir de 2026.
- En línea con nuestra metodología, el sector de materiales presenta un riesgo alto en términos de ESG (*sector heatmap* entre 4 y 5), dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que se ve rebajado en una categoría. No obstante, siguiendo con lo apuntado anteriormente, el impacto en términos ESG sobre el análisis sectorial ha sido limitado, materializándose solo en una rebaja de un *notch*.
- A nivel de compañía, la calificación ESG de Corporación Cunext, según metodología EthiFinance, se sitúa entre los valores 1,0-1,5, favoreciendo la valoración de su perfil financiero.
- Se han tenido en cuenta proyecciones financieras actualizadas proporcionadas por Cunext y ajustadas por EthiFinance Ratings para el periodo 2024-2026. No son mostradas en el informe a petición expresa de la compañía dado su carácter confidencial.

Descripción de la Compañía

Cunext Group es un grupo empresarial especializado en la transformación de cobre y, en menor medida, de aluminio, para la obtención de diferentes productos, principalmente para las industrias energética, automovilística, esmaltadora, ferroviaria y de distribución. A través de sus plantas productivas situadas, principalmente, en Córdoba, Vitoria y Zaragoza en España, Brescia en Italia y Shelby (Carolina del Norte), en Estados Unidos, con capacidad de fundición de 200.000 tm/año de cobre y 60.000 tm/año de aluminio, suministra sus productos a más de 30 países. A cierre del ejercicio 2023, la compañía reportó una facturación de €1.754,0m (-7,0% YoY), un EBITDA de €57,6m (margen EBITDA del 3,3%), y un ratio de DFN/EBITDA de 1,4x.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector caracterizado por elevadas barreras de entrada, volatilidad de precios y perspectivas de crecimiento.

El sector metalúrgico, concretamente en los segmentos de cobre y aluminio, se caracteriza por ser una industria madura con significativas barreras de entrada en términos de inversión, *know-how*, y relaciones sólidas con clientes. El carácter *commodity* de ambos metales condiciona los márgenes operativos de la industria, situados en umbrales reducidos. De igual forma, se destaca la volatilidad en términos de precio. Respecto a la demanda a futuro del cobre, se verá impulsada por su importante rol dentro de la transición energética, impulsada por el incremento del uso de energías renovables, al igual que por los avances tecnológicos y de economías emergentes. Este auge de la demanda

se espera que no sea suficientemente cubierto con la oferta primaria, derivando así en incrementos de precios y la necesidad de impulsar procesos productivos que integren cobre reciclado.

- **Alto riesgo en términos de ESG, dado su impacto en el medio ambiente, no obstante con matices positivos en lo relativo al cobre.**

En términos ESG, la industria de materiales presenta altos riesgos, según nuestra metodología (puntuación *sector heatmap* entre 4 y 5) debido a su impacto en el medio ambiente. Esto resulta en una rebaja de una categoría en la calificación del sector. En cuanto a los factores ambientales, la industria tiene un alto impacto en el clima y la contaminación con altos niveles de emisiones de GEI y otros factores (aire, agua, residuos peligrosos, etc.). Asimismo, el sector es un gran consumidor de materias primas, lo que crea un impacto significativo en la biodiversidad a través del uso del suelo, la minería, la contaminación, etc. Adicionalmente, el sector tiene un impacto negativo en los proveedores, ya que la dependencia es importante. Los procesos de extracción se ubican principalmente en países emergentes, lo que puede significar vínculos tanto con riesgos de derechos humanos como de corrupción. El impacto en los consumidores es medio, ya que dependen en gran medida de los productos de estas industrias, aunque las preferencias de estos pueden verse modificadas por controversias relacionadas con las operativas llevadas a cabo dentro del sector.

No obstante, en lo referente al cobre, su elevado grado de reciclabilidad le otorga un importante papel para el desarrollo sostenible global junto con su papel clave en la transición hacia energías renovables. Por ejemplo, en la generación de energía eólica marítima, el cobre representa el 52% del material usado, en la eólica terrestre el 29% y en la solar el 42%, según la IEA, *International Energy Agency*. De este modo, el impacto en términos ESG sobre el análisis del sector ha sido limitado, materializándose solo en una rebaja de un *notch* en la calificación del sector.

Posicionamiento Competitivo

- **Posicionamiento competitivo consolidado, aunque constreñido por una limitada integración vertical, la cual se espera mejorar tras la finalización de su plan de inversión actual (integración 'aguas arriba').**

Cunext Group se posiciona como una compañía de referencia en la transformación de cobre en el sur de Europa y Noroeste de África, mientras que, su posición es más limitada como transformador de aluminio. Su sólida posición competitiva se fundamenta en su tamaño (capacidad productiva de 200.000 tm/año de cobre; facturación alcanzada en 2023: €1.754,8m), *driver* clave en el sector, y una amplia experiencia y *know-how* que le han permitido establecerse como un proveedor de relevancia. No obstante, se encuentra en valores inferiores a los líderes mundiales del sector, como Aurubis (capacidad instalada de cobre en colada: 900.000 toneladas; facturación anual en 2023: €17.063,7m).

De igual forma, el posicionamiento competitivo se ve limitado por unas rentabilidades operativas menores a los umbrales identificados del sector, consecuencia de una menor integración vertical. No obstante, el grupo actualmente está trabajando en mejorarla mediante el plan de inversión establecido para 2023-2026, centrado en impulsar su integración 'aguas arriba', incrementando el autoconsumo gracias a la fabricación de cátodos de cobre a través de chatarra reciclada.

- **Concentración en la fabricación de productos dentro de la cadena de valor del cobre y por sector de destino, aunque se matiza por la amplia variedad de aplicaciones y por el mayor valor añadido de los productos. Asimismo, la diversificación geográfica se valora de forma positiva.**

El grupo presenta una concentración operativa representando el proceso productivo del cobre un 72% del valor añadido (VA) en 2023, y por mercado, aglutinando los productos destinados al sector energético el 62%. No obstante, esta concentración se matiza por la variedad de aplicaciones que tiene el cobre y el hecho de que dicho mercado demande, en su mayoría, productos con mayor valor, al igual que el mercado ferroviario. De igual forma, la diversificación geográfica del grupo se valora como adecuada, siendo su negocio internacional el 52% del VA.

Respecto a sus clientes, la recurrencia en las relaciones comerciales sólidas con los principales matiza la concentración que presenta, representando su top-5 y top-10 un 46% y 58%, respectivamente, sobre la facturación consolidada, a cierre de 2023.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Accionariado diversificado que destaca por su carácter industrial y experiencia.**

La estructura accionarial de Cunext Group se encuentra controlada principalmente por Dámaso Quintana Pradera (43,5% del capital social), e Ignacio Gracia Pérez (29,6%), mientras que el resto del capital social está participado por inversores del sector industrial. La diversificada estructura de propiedad, de carácter industrial y visión a largo plazo, mantiene una estabilidad que favorece la implementación de los objetivos estratégicos.

- **Amplia experiencia del *management* y consejo de administración, los cuales actúan bajo una política financiera valorada como prudente.**

Management profesionalizado caracterizado por un elevado *know-how* y *expertise* en la industria metalúrgica. Sobresale la gestión llevada a cabo potenciando y diversificando desde el punto de vista operativo y geográfico al grupo. Destacan los esfuerzos enfocados a la consecución de una mayor integración vertical, y aumentar la capacidad de tratamiento de cobre reciclado en sus fábricas, aspecto que derivará también una menor huella de carbono (en torno a 5,5 veces inferior).

A pesar de las inversiones realizadas, la mejora a nivel de EBITDA en los últimos ejercicios ha favorecido la reducción de los niveles de apalancamiento, alcanzado el ratio DFN/EBITDA 1,4x, a cierre de 2023 (4,6x en 2021). Esto, junto con su mecanismo de *pass-through* de una parte de los intereses soportados a cliente (mecanismo histórico para el grupo), logrando mantener la cobertura de intereses en valores razonables, caracterizan una política financiera valorada como prudente. Dicho mecanismo consiste en trasladar a cliente el factor de financiación asociado a la posibilidad de diferir el cobro de las facturas emitidas por Cunext Group.

- **Positiva política en términos de ESG.**

El grupo sitúa el score relativo a ESG, según metodología EthiFinance Ratings entre 1,0-1,5, favoreciendo la valoración de su perfil financiero. Los indicadores de los aspectos sociales y medioambientales tienen una valoración favorable, apoyados en certificaciones medioambientales, y de seguridad y salud, en todo el grupo, además de una mejora en KPIS como el ratio de absentismo o la frecuencia de accidentes. No obstante, el principal factor limitante es la gestión del grupo es la no separación de poderes, al desempeñar el accionista mayoritario como CEO del grupo.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **A pesar de los márgenes operativos récords alcanzados en 2023, permanecen en valores reducidos. Se espera inferiores márgenes en 2024 y 2025, consecuencia de la menor oferta primaria prevista.**

Reducción en la facturación a cierre de 2023, situándose en €1.754,0m, un -7%, debido a las inferiores toneladas comercializadas (-5%), consecuencia de la escasez de oferta primaria en el sector y la estrategia del grupo centrada en potenciar aquellos clientes asociados a un mayor valor añadido. Por otro lado, tanto el margen EBITDA como el margen EBIT han acrecentado el crecimiento ya mostrado en 2022, alcanzando un 3,3% y 2,8%, respectivamente, umbrales récords, aunque continúan en valores reducidos. Esta mejora viene impulsada por la consolidación en el cambio de *mix* de negocio, junto con el incremento de precios.

Bajo un escenario sectorial caracterizado por el incremento continuado del precio, se estima un crecimiento sostenido de la facturación (CAGR23-26: +6%), aunque los márgenes serán inferiores a los alcanzados en 2023, consecuencia de una menor oferta primaria que penalizará la eficiencia.

Endeudamiento y Cobertura

- **Apalancamiento financiero en valores reducidos junto con un ratio de cobertura de intereses en umbrales satisfactorios.**

A pesar del incremento de la deuda financiera neta en 2023 (+34% YoY), consecuencia del negativo *free cash flow* registrado en el ejercicio, el mayor aumento del EBITDA logró reducir el ratio DFN/EBITDA, situándose en valores reducidos (1,4x vs 2,4x en 2022). Cabe destacar que la deuda financiera neta queda matizada por el alto componente líquido de algunas de las partidas de inversión del grupo (existencias), por ser consideradas palancas relevantes de cara a reforzar la capacidad de atender los compromisos financieros, bajo hipotéticas situaciones desfavorables. En relación a la cobertura de intereses, si bien se ha incrementado el gasto financiero, la mayor eficiencia operativa logró contener el ratio EBITDA/Intereses, en valores satisfactorios (5,6x en 2023 vs 6,5x en 2022).

El plan de inversión previsto penalizará la estructura de financiación del grupo en los próximos años, aunque se estima un ratio DFN/EBITDA en valores controlados (< 3,0x, considerando los ejercicios 2024-2026). Igualmente, el ratio de cobertura de intereses continuará en umbrales similares a los recogidos en 2023.

Análisis de Flujo de Caja

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

Aumento significativo en la generación de fondos operativos, impulsado por el incremento del EBITDA, alcanzando €41,8m (FFO recurrente: €38m), +€22,0m. La generación de caja operativa se ve condicionada por la volatilidad de sus necesidades de *working capital*, las cuales penalizaron el CFO en 2023, situándolo en €38,1m. Este no fue suficiente para atender la inversión anual (principalmente adquisiciones de maquinaria, proyecto de Afino - cobre reciclado- y

mantenimiento), la salida de caja por dividendos y el repago de deuda anual. De esta forma, se tuvo que acudir a fuentes de financiación externas para cubrir este desajuste en la caja, impulsando, además en €0,7m la caja final. El efectivo alcanzó €25,3m, a cierre de 2023.

Capitalización

- Adecuado nivel de capitalización.

La compañía mostró un crecimiento significativo del patrimonio neto, situándose en €94,2m, a finales de diciembre de 2023 (+42% YoY), impulsado por la capitalización parcial de los beneficios obtenidos. Dicho aumento fue superior al registrado en la deuda financiera total (+14%), lo que favoreció el nivel de capitalización, situándose el ratio PN/DFT en valores adecuados (71%, +14pp YoY). Se espera que en próximos ejercicios dicho ratio permanezca en valores similares.

Liquidez

- Buen perfil de liquidez.

Cunext Group presenta un sólido perfil de refinanciación, respaldado por su reducido nivel de apalancamiento financiero, el cual faculta al grupo, entre otros aspectos, a la renovación de sus instrumentos de financiación de circulante. Este hecho flexibiliza los vencimientos de deuda a corto plazo del grupo. Asimismo, los recursos disponibles estimados para 2024 y 2025 se estiman como suficientes para atender tanto sus compromisos financieros como *capex* comprometido y dividendos esperados, valorándose la liquidez del grupo como buena.

Modificadores

Controversias

- No se han identificado controversias a fecha de emisión del presente documento que pudiera afectar la calificación otorgada.

Riesgo País

- La mayor parte de la facturación del grupo se genera en España, y países dentro de Europa. Se considera que el grupo no presenta un riesgo-país relevante, por lo que no afecta el rating asignado.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras. Miles de €.				
	2021	2022	2023	23vs22
Facturación	1.733.195	1.886.286	1.754.048	-7,0%
EBITDA	17.700	24.764	57.564	132,5%
Margen EBITDA	1,0%	1,3%	3,3%	2,0pp
EBIT	11.910	16.541	49.542	199,5%
Margen EBIT	0,7%	0,9%	2,8%	1,9pp
EBT	8.945	13.026	36.671	181,5%
Total Activo	329.462	308.094	357.756	16,1%
Patrimonio Neto	54.519	66.118	94.185	42,4%
Deuda Financiera Total ⁽¹⁾	155.761	116.014	132.584	14,3%
Deuda Financiera Neta ⁽²⁾	82.017	59.773	79.796	33,5%
PN/DFT	35,0%	57,0%	71,0%	14,0pp
DFN/EBITDA	4,6x	2,4x	1,4x	-1,0x
Funds From Operations ⁽³⁾	7.420	16.657	37.971	128,0%
FFO/DFN	9,0%	27,9%	47,6%	19,7pp
EBITDA/Intereses ⁽⁴⁾	3,4x	6,5x	5,6x	-0,9x

⁽¹⁾ Incluye (i) dispuestos de *factoring* bilaterales sin recurso; (ii) *factoring* sindicado con diversas entidades financieras, cuyo límite es de €150m. Considerando la cobertura total de COFACE al 100% hasta un importe máximo de €48m, se reporta como deuda financiera solo el importe excedente de dicho límite asegurado; (iii) no incluye derivados. ⁽²⁾ Incluye el 50% del inventario de materia prima al considerarse líquido (se negocian diariamente en la bolsa internacional de *trading* para metales). ⁽³⁾ FFO recurrente: FFO - variaciones de valor razonable de instrumentos derivados. ⁽⁴⁾ Para el cálculo del ratio se netean los Gastos Financieros con los Ingresos Financieros generados por la operativa de *pass-through*. Así, los intereses netos son -€5,3m en 2021, -€3,8m en 2022 y -€10,3m en 2023.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BB+</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Negativo</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB</i>
<i>Governance</i>	<i>BB+</i>
Perfil Financiero	BBB-
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BBB-</i>
<i>Capitalización</i>	<i>BB</i>
<i>Ajuste ESG Compañía</i>	<i>Positivo</i>
Anchor Rating	BB+
<i>Modificadores</i>	<i>NO</i>
Rating	BB+

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Continuo crecimiento de la cifra de negocio, acompañada de una mejora de los márgenes de rentabilidad. Consolidación de las inversiones y desarrollo del negocio en otros mercados que mejoren el posicionamiento competitivo del grupo. Optimización de los niveles de capitalización, con un ratio PN/DFT, en promedio superior a 85%, ratio de DFN/EBITDA por debajo de 1,5x y ratios de cobertura, EBITDA/Intereses y FFO/DFN por encima de 8,0x y 40,0%.

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Relevante pérdida de volúmenes de producción y venta. Reducción de los márgenes de rentabilidad de forma sostenida. Deterioro del ratio PN/DFT alcanzando valores, en promedio, inferiores a un 55,0%, junto con incremento de los niveles de apalancamiento por encima de 3,5x y reducción en los ratios de cobertura, siendo EBITDA/Intereses por debajo de 4,5x y el ratio FFO/DFN inferior a un 25,0%.

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
- 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