



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Negative

Initiation date 12/05/2015
Rating Date 06/05/2026

Contacts

Lead analyst

Luis Mesa García
luis.mesa@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación a largo plazo de Grupopikolin en "BBB-", cambiando la tendencia de Estable a Negativa.
- El cambio en la tendencia del rating otorgado viene determinado por una limitada visibilidad en el corto plazo, derivado de un desempeño en 2025 por debajo de lo previsto, con desviaciones relevantes en determinados ratios financieros; así como de la incertidumbre en la recuperación de la rentabilidad en su principal mercado (Francia), tras un ejercicio penalizado por un retroceso en el sector y dificultades sufridas en la implementación de medidas de optimización a nivel operativo.
- Desde EthiFinance Ratings destacamos que aunque la compañía ha mostrado una mejora interanual en sus principales indicadores financieros, estos se situaron por debajo de las estimaciones previstas para 2025, especialmente en lo relativo al ratio de cobertura de intereses (EBITDA ajustado/Intereses) y de capitalización (Patrimonio neto/Deuda financiera total ajustada). Estas desviaciones se explican, principalmente, por un nivel de endeudamiento bruto superior al esperado, derivado de una política orientada a reforzar la posición de liquidez ante potenciales oportunidades de crecimiento inorgánico, entre otros aspectos. En este sentido, cabe mencionar la reciente adquisición, en marzo de 2026, de una importante red de tiendas en España, lo que refuerza dicha estrategia de crecimiento. Si bien Grupopikolin mantiene fundamentos que respaldan la afirmación del rating, consideramos que la persistencia de desviaciones negativas respecto a las previsiones en el corto y medio plazo podría condicionar su perfil crediticio y comprometer el mantenimiento del Grado de Inversión.
- La calificación de la compañía se sustenta en un perfil de negocio favorecido por un posicionamiento competitivo de referencia en Europa, siendo líderes en Iberia y Francia, sus principales mercados, así como por un marcado carácter internacional (60% de las ventas fuera de España en 2025). Dentro del perfil financiero, destaca un ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado, situado en valores controlados (en torno a 2,5x como valor promedio dentro del periodo de análisis) y una sólida estructura de fondos propios (Patrimonio neto/DFT ajustada: 82,3% en 2025). Asimismo, la compañía mantiene una política financiera basada en una sólida posición de liquidez, apoyada en un elevado nivel de caja y capacidad para acceder a fuentes de financiación ajena. En este aspecto, cabe señalar la emisión de bonos llevada a cabo en mayo de 2025 (importe total: €140m), lo que favorece la flexibilidad financiera de la compañía, no contando con vencimientos relevantes en el corto-medio plazo.
- El elevado compromiso en términos de políticas ESG favorece la calificación asociada al perfil financiero de la compañía (+1 notch) y, consecuentemente, el rating corporativo.
- Sin embargo, el rating se encuentra constreñido por un perfil de negocio penalizado por un tamaño inferior a los principales players a nivel global y un accionariado concentrado en la figura de la familia Solans. No obstante, en este sentido, desde EthiFinance Ratings se valora positivamente la reciente entrada de un socio inversor que ha diluido la participación familiar (75% del capital en manos de la familia Solans y 25% del nuevo socio) y mejora el gobierno corporativo. Respecto al perfil financiero, se encuentra penalizado por un limitado ratio de cobertura de intereses (EBITDA ajustado/Intereses) que, a cierre de 2025, se situó en 3,2x (3,3x si consideramos intereses netos).
- En línea con nuestra metodología, el sector Consumer durables and Apparel presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector heatmap entre 3,0 y 3,5) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

Descripción de la Compañía

Grupopikolin, S.L. se presenta como sociedad cabecera de un grupo multinacional de origen español dedicado a la producción y venta de artículos para el sector del descanso, como colchones, bases, almohadas y otros accesorios. A cierre de 2025, el grupo registró una cifra de negocio consolidada de €544,4m (+3,8% YoY) y un margen EBITDA ajustado del 12,1% (+0,3pp YoY), con un ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado que se situó en 3,7x (5,1x en 2024), indicador que se situaría en 1,4x, a efectos de covenants asociados a los principales contratos de financiación (no incluye ajuste IFRS-16 ni factoring sin recurso, entre otros).

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector maduro y con perspectivas de crecimiento limitadas, no obstante, favorecido por la existencia de elevadas barreras de entrada.

La industria del descanso se caracteriza por un elevado nivel de madurez, fundamentalmente en Europa, principal ámbito de actuación de la compañía, limitando el margen de crecimiento de la demanda.

En este sentido, la renovación del producto se considera discrecional y puede alargarse en el tiempo. Por otra parte, el nivel de integración y reconocimiento de marca favorecen la generación de unas elevadas barreras de entrada y unas adecuadas rentabilidades operativas.

Si bien la volatilidad de la rentabilidad se considera moderada, esta se encuentra condicionada por la evolución de los precios de las materias primas (químicos, acero, etc.) y de la energía, factores que pueden presionar los márgenes de los principales operadores en determinados momentos del ciclo.

- **En línea con nuestra nueva metodología, el sector Consumer durables and apparel presenta un riesgo medio en términos de ESG (sector heatmap entre 3,0 y 3,5) dado su impacto en el medio ambiente.**

Dicha calificación refleja una evaluación sectorial que permanece neutra ante consideraciones específicas de la industria. En cuanto a los factores medioambientales, el sector tiene un impacto bajo en cuestiones climáticas (no es una industria manufacturera pesada, lo que limita las emisiones GHG) y de recursos (uso moderado de recursos). En materia de contaminación, el impacto se considera elevado, debido a la enorme cantidad de residuos generados, y medio en lo relativo a la biodiversidad, vinculado a la producción y el transporte de mercancías. Supone un impacto medio sobre proveedores y consumidores, y un impacto bajo sobre las comunidades.

Posicionamiento Competitivo

- **Sólido posicionamiento en Iberia y Francia, no obstante, contando con un tamaño reducido en relación a los principales grupos a nivel mundial.**

Player de referencia a nivel europeo, con una posición de liderazgo en mercados, como Francia e Iberia (España + Portugal). Adicionalmente, destaca su fuerte posicionamiento respecto a los principales distribuidores del sector del descanso en España, gracias a su amplio offering y un elevado reconocimiento de marca por parte del consumidor, lo que favorece la estabilidad en las relaciones comerciales. Por otra parte, el posicionamiento de la compañía se ve penalizado por un tamaño limitado en comparación con los referentes a nivel mundial.

- **Notable presencia internacionalización, aunque con una alta exposición a mercados maduros.**

El grupo cuenta con un marcado carácter internacional, suponiendo las ventas fuera del mercado nacional, un 60% en 2025. Sin embargo, la exposición a mercados maduros se considera elevada, representando Iberia y Francia el 88% de las ventas y el 91% del EBITDA totales en 2025. Ello, a su vez, condiciona unos márgenes operativos, que aún se sitúan en niveles inferiores a los valores de referencia del sector pese al elevado nivel de integración del grupo y la mejora registrada en los últimos ejercicios.

En lo relativo a los canales de distribución, la compañía cuenta con un adecuado nivel de diversificación, destacando el gradual avance en el canal online, constituyéndose como una de las principales palancas de crecimiento en mercados, como Asia. Por otro lado, el grupo muestra concentración en lo relativo a clientes, principalmente en Francia, en el que sus dos principales clientes copan más de la mitad de las ventas en este mercado (51%, aproximadamente, en 2025).

Gobernanza

- **Estructura de propiedad estable y de marcado perfil familiar, que si bien favorece la continuidad en la estrategia y la toma de decisiones, limita el grado de independencia de los órganos de gobierno.**

Desde su fundación, el capital del grupo ha estado controlado al 100% por la familia Soláns, lo que aporta estabilidad y continuidad a los objetivos estratégicos implementados. A pesar de las posibles limitaciones asociadas a dicho perfil familiar en cuanto a un potencial apoyo financiero, la sólida estructura de fondos propios de la compañía mitiga este riesgo. En este aspecto, cabe destacar reciente entrada en 2025 de un nuevo inversor (Khemia) en el accionariado de Grupopikolin, a través de una inyección de €70m en el capital del grupo. Ello ha supuesto una mayor diversificación tanto en la propiedad de la compañía, como en sus órganos de decisión, a lo que se añade un importante soporte en términos financieros; cuestiones que se valoran de manera positiva.

Adicionalmente, cabe señalar la asunción de la presidencia del grupo por parte de D. Álvaro Soláns, en 2023, en sustitución de su padre D. Alfonso Soláns. Este cambio ha venido acompañado de la adopción de medidas, en términos de política financiera y gobernanza, entre las que destacó la notable reducción, en dicho ejercicio, de los saldos relativos a la financiación de sociedades, propiedad del accionista, fuera del perímetro de Grupo Pikolin (€61,8m en 2023 vs €177,5m en 2022). Por otra parte, tras esta reducción en 2023, se observa un incremento de estos saldos en los últimos ejercicios (€73,6m en 2024, €87,2m en 2025). Desde EthiFinance Ratings consideramos que en la medida en que se mantenga esta línea, la estructura de financiación de la compañía continuaría viéndose penalizada. Del mismo modo, cabe señalar que potenciales deterioros de dichos saldos contra reservas, conllevaría nuevos empeoramientos de la estructura de fondos propios del grupo.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- Evolución favorable de la actividad en el último ejercicio, no obstante, con unos márgenes operativos que, pese a la ligera mejora, han estado penalizados por el desempeño en el mercado francés

Ventas y rentabilidad. Principales magnitudes ⁽¹⁾. Miles de €

	2023	2024	2025	25vs24
Cifra de negocio	520.025	524.417	544.374	3,8%
Mg bruto	64,9%	68,4%	68,6%	0,3pp
EBITDA reportado ⁽²⁾	33.030	40.549	44.602	10,0%
Margen EBITDA reportado	6,4%	7,7%	8,2%	0,5pp
EBITDA ajustado ⁽³⁾	55.866	64.218	68.330	6,4%
Margen EBITDA ajustado	10,7%	12,2%	12,6%	0,3pp
EBIT	18.965	23.071	28.882	25,2%
Mg EBIT	3,6%	4,4%	5,3%	0,9pp
Gastos financieros	-19.279	-22.238	-21.665	2,6%
EBT	5.393	4.658	14.408	209,3%

⁽¹⁾ Magnitudes en base a EEFF bajo IFRS. ⁽²⁾ No incluye impacto IFRS-16 a efectos de covenants financieros. ⁽³⁾ Cálculo de acuerdo con nuestra metodología: EBIT +/- Otros Resultados +/- Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado +/- Excesos de provisiones +/- Amortización del inmovilizado. No incluye indemnizaciones por despido.

Positiva evolución de la actividad del grupo en el último ejercicio, con una facturación que alcanzó los €544,4m (+3,8% vs 2024), impulsada, fundamentalmente, por el desempeño en uno de sus principales mercados, como Iberia (+4,6% YoY). Esta evolución se trasladó, en mayor medida, a los resultados operativos, gracias a la continuidad del plan de eficiencia implementado en 2023, vigente hasta enero de 2026. De este modo, el margen EBITDA ajustado ascendió a 12,6% en 2025 (+0,3pp YoY). No obstante, los márgenes operativos se situaron por debajo de lo esperado, a raíz de la evolución desigual en el mercado francés, como consecuencia del retroceso sufrido en el sector y las dificultades experimentadas en la implementación de medidas de optimización logística (rutas de transporte). Por tanto, se considera que las rentabilidades operativas del grupo continuarán condicionadas por esta coyuntura, a lo que se añade el impacto de los conflictos bélicos surgidos en Oriente Próximo. En este sentido, desde la compañía se trabaja en la mitigación de dichos efectos en la medida de lo posible. Adicionalmente y pese al crecimiento experimentado en los resultados finales, estos se han visto condicionados por la carga financiera asociada a un endeudamiento superior al previsto, situándose el resultado antes de impuestos en 2025, muy por debajo de lo esperado.

Endeudamiento y Cobertura

- Desapalancamiento progresivo, desembocando en un ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado en umbrales controlados

Detalle DFN ajustada/EBITDA ajustado. Miles de €

	2023	2024	2025
Obligaciones y otros valores negociables	86.665	90.822	163.307
Deudas con EECC	146.132	138.060	45.133
Pasivos por arrendamiento	137.908	144.247	140.219
Resto	4.063	2.830	1.697
Ajustes adicionales	32.148	37.197	55.054
Factoring y confirming sin recurso	26.544	31.343	48.947
Provisiones por pensiones	5.604	5.854	6.107
DFN ajustada	406.917	413.156	405.411
Caja	43.325	40.885	95.678
Activos líquidos	57.981	44.550	54.922
DFN ajustada	305.610	327.721	254.811
EBITDA ajustado	55.866	64.218	68.330
DFN ajustada/EBITDA ajustado	5,5x	5,1x	3,7x

Mejora gradual del ratio de apalancamiento ajustado en los últimos ejercicios, que se ha consolidado en 2025, situándose en 3,7x (5,1x en 2024). Esta notable mejora y que la compañía ya descontaba en sus estimaciones, ha venido apoyada en una continuidad en mejora de las rentabilidades operativas y, principalmente, en un importante crecimiento de las posiciones líquidas; crecimiento que se explica por el soporte financiero procedente del nuevo inversor y la política implementada desde la gestión del grupo, enfocada en un fortalecimiento de la liquidez del grupo vía recursos ajenos y mantenimiento de la inversión en activos financieros.

Dentro del perfil de deuda del grupo, destaca la reducción de forma sustancial de la deuda bancaria, que ha sido sustituida por financiación alternativa, tras las emisiones de bonos llevadas a cabo en 2025, a cinco, siete y nueve años (tipo fijo); favoreciendo así el calendario de vencimientos.

Dada la coyuntura actual y su impacto esperado en los márgenes operativos de los operadores del sector, se espera que la mejora esperada en el ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado (entre 3,0x y 3,5x en 2026e) venga determinada por una reducción del endeudamiento, combinada por un mantenimiento de la sólida posición de liquidez del grupo.

Análisis de Flujo

- Generación de flujo operativo de manera recurrente que, junto con el mantenimiento de su política de rotación de activos, favorece la generación de flujo de caja libre

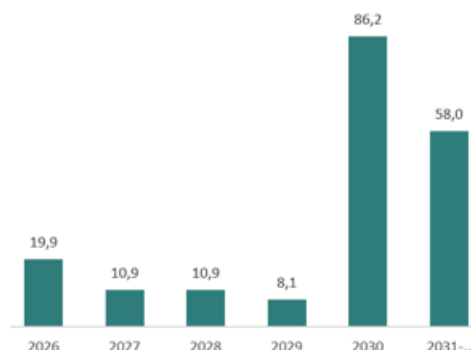
Generación de caja. Principales magnitudes ⁽¹⁾ . Miles de €			
	2023	2024	2025
Funds from Operations (FFO)	30.916	36.292	43.500
Variaciones working capital (+/-)	18.601	-3.115	14.044
Cash flow operativo	49.518	33.177	57.544
Pagos por inversiones (-)	-87.794	-61.353	-117.865
Cobros por desinversiones (+)	48.571	52.840	88.382
Flujo de caja libre	10.294	24.665	28.061
Cobros/Pagos instrumentos de patrimonio	0	0	70.000
Cash flow generado internamente	10.294	24.665	98.061
Amortización de deuda	-40.257	-60.553	-211.609
Emisión nueva deuda	47.512	33.447	168.342
Variación del saldo de caja	17.549	-2.441	54.793
Efectivo al comienzo del ejercicio	25.776	43.325	40.884
Caja al final del ejercicio	43.325	40.884	95.678

⁽¹⁾ Magnitudes en base a EEFF bajo IFRS.

El grupo ha mantenido su capacidad de generación de flujos de caja procedentes de sus operaciones durante los últimos ejercicios, a lo que se le añade el impacto positivo derivado de su política de rotación de activos financieros, la cual se ha intensificado en 2025 (inversión: €91,3m vs €35,8m en 2024; desinversión: €83,5m vs €51,4m en 2024). Ello ha favorecido la generación de caja interna, que, adicionalmente, se ha visto incrementada significativamente gracias a la inyección de fondos procedentes del nuevo inversor, situándose en €98,1m, a cierre de 2025 (€25,7m en 2024).

Adicionalmente, los fondos recibidos de fuentes de financiación externa, al objeto de refinanciar parte de la deuda corporativa y fortalecer las posiciones líquidas del grupo, desembocó en un importante aumento de la posición de caja de la compañía, situada en €95,7m, a cierre del último ejercicio. En este sentido, bajo nuestro punto de vista, la compañía se sitúa en una posición de liquidez favorable (caja + activos líquidos) para afrontar posibles coyunturas negativas, en términos de mercado, así como potenciales adquisiciones o reducción de deuda. Dicha liquidez se ve beneficiada, adicionalmente, por un holgado calendario de vencimientos, tras dicha refinanciación.

Calendario de vencimientos, a cierre de 2025 (1). Millones de €



(1) No incluye vencimientos de deuda por arrendamientos.

Capitalización

- Sólida estructura de fondos propios, reforzada en el último ejercicio.

Activo y estructura de financiación. Principales magnitudes ⁽¹⁾. Miles de €

	2023	2024	2025	25vs24
Activo total	868.677	856.123	903.113	5,5%
Activo no corriente	642.840	651.419	647.370	-0,6%
Activo corriente	225.837	204.704	255.743	24,9%
NOF	53.434	53.574	32.276	-39,8%
Patrimonio neto	266.674	258.099	333.628	29,3%
Deuda Financiera Total ajustada ⁽²⁾	406.917	413.156	405.411	-1,9%
Deuda Financiera Neta ajustada ⁽²⁾	305.610	327.721	254.811	-22,2%
DFN reportada ⁽³⁾	140.903	151.320	63.928	-57,8%
PN/DFT ajustada	65,5%	62,5%	82,3%	19,8pp
DFN ajustada/EBITDA ajustado ⁽⁴⁾	5,5x	5,1x	3,7x	-1,4x
DFN reportada/EBITDA reportado ⁽⁵⁾	4,3x	3,7x	1,4x	-2,3x
EBITDA ajustado/Intereses netos ⁽⁶⁾	3,1x	3,2x	3,3x	0,2x

⁽¹⁾ Magnitudes en base a EEFF bajo IFRS. ⁽²⁾ Incluye provisiones por pensiones relativas al personal y factoring y confirming sin recurso, de acuerdo con nuestra metodología. ⁽³⁾ No incluye el nivel de disposición de líneas de descuento, leasing de Cofel e impacto IFRS-16, a efectos de covenants financieros. ⁽⁴⁾ Cálculo de acuerdo con nuestra metodología: EBIT +/- Otros Resultados +/- Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado +/- Excesos de provisiones +/- Amortización del inmovilizado. No incluye indemnizaciones por despido. ⁽⁵⁾ No incluye impacto IFRS-16 a efectos de covenants financieros. ⁽⁶⁾ Intereses pagados - Intereses cobrados procedentes de la política recurrente de rotación de activos financieros de Grupopikolin (no procedentes de créditos a empresas del grupo).

Tras la notable reducción del ratio de capitalización en 2023 (65,5% vs 107,1% en 2022), a raíz del deterioro, contra reservas, de los saldos con empresas asociadas, el nivel de capitalización se ha visto fortalecido en 2025, motivado por la entrada del nuevo socio inversor, representando el patrimonio neto un 82,3% sobre la deuda financiera total ajustada (62,5% en 2024).

Cabe mencionar que, pese a la mejora observada en el ratio de capitalización en el último ejercicio, este se vio afectado por un incremento de la deuda financiera superior al esperado inicialmente y que se explica, fundamentalmente, por las emisiones de bonos llevadas a cabo y cuyo importe total (€140m, aproximadamente) superó ampliamente el inicialmente previsto por la compañía (€50m-€70m).

Por tanto, consideramos que la política de refuerzo de la liquidez señalada vía recursos ajenos contiene matices que afectan a ratios relacionados con la deuda bruta, como el ratio de capitalización, mencionado, y el ratio de cobertura de intereses (EBITDA ajustado/Intereses netos: 3,3x en 2025; 3,2x en 2024).

Liquidez

- Buena liquidez.

Pikolin reporta unos orígenes de fondos (caja, activos líquidos, líneas de crédito por disponer y CFO esperado a corto-medio-plazo), que le permite hacer frente a sus compromisos de pago (principalmente, deuda y capex) durante los próximos dos años, derivando en una calificación de la liquidez del grupo, como Elevada. Este aspecto, unido a un perfil de refinanciación que se entiende como sólido, deriva en una calificación de la liquidez como Buena.

Modificadores

Riesgo País

- No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante al concentrar la mayor parte de su operativa en España y Europa.

Controversias

- No se han detectado riesgos relevantes respecto a controversias ESG.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras ⁽¹⁾. Miles de €.

	2023	2024	2025	25vs24
Facturación	520.025	524.417	544.374	3,8%
EBITDA reportado ⁽²⁾	33.030	40.549	44.602	10,0%
Margen EBITDA reportado	6,4%	7,7%	8,2%	0,5pp
EBITDA ajustado ⁽³⁾	55.866	64.218	68.330	6,4%
Margen EBITDA ajustado	10,7%	12,2%	12,6%	0,3pp
EBIT	18.965	23.071	28.882	25,2%
Margen EBIT	3,6%	4,4%	5,3%	0,9pp
EBT	5.393	4.658	14.408	209,3%
Total Activo	868.677	856.123	903.113	5,5%
Patrimonio Neto	266.674	258.099	333.628	29,3%
Deuda Financiera Total ajustada ⁽⁴⁾	406.917	413.156	405.411	-1,9%
Deuda Financiera Neta ajustada ⁽⁴⁾	305.610	327.721	254.811	-22,2%
DFN reportada ⁽⁵⁾	140.903	151.320	63.928	-57,8%
PN/DFT ajustada	65,5%	62,5%	82,3%	19,8pp
DFN ajustada/EBITDA ajustado	5,5x	5,1x	3,7x	-1,4x
DFN reportada/EBITDA reportado	4,3x	3,7x	1,4x	-2,3x
FFO/DFN ajustada	10,1%	11,1%	17,1%	6,0pp
EBITDA ajustado/Intereses netos ⁽⁶⁾	3,1x	3,2x	3,3x	0,2x

⁽¹⁾ Magnitudes en base a EEFF bajo IFRS. ⁽²⁾ No incluye impacto IFRS-16 a efectos de covenants financieros. ⁽³⁾ Cálculo de acuerdo con nuestra metodología: EBIT +/- Otros Resultados +/- Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado +/- Excesos de provisiones +/- Amortización del inmovilizado. No incluye indemnizaciones por despido. ⁽⁴⁾ Incluye provisiones por pensiones relativas al personal y factoring y confirming sin recurso, de acuerdo con nuestra metodología. ⁽⁵⁾ No incluye impacto IFRS-16, a efectos de covenants financieros. ⁽⁶⁾ Intereses pagados - Intereses cobrados procedentes de la política recurrente de rotación de activos financieros de Grupopikolin (no procedentes de créditos a empresas del grupo).

Credit Rating

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

Análisis Sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑)**

Mejora de los márgenes, en línea con el sector (margen EBIT medio del sector: en torno al 10%) y reducción adicional del apalancamiento (DFN ajustada/EBITDA ajustado promedio de referencia: < 1x). Adicionalmente, mejora de ratios financieros, como el FFO/DFN ajustada (valor de referencia promedio aproximado: > 70%) y el EBITDA ajustado/Intereses (valor de referencia promedio aproximado: > 7x). Asimismo, otros de los principales *drivers* sería una mejora de aspectos cualitativos, como una reducción de su exposición a mercados maduros, junto con una ganancia en tamaño respecto a los principales operadores a nivel global. En cualquier caso, dada la reciente evolución de la compañía, así como el desempeño esperad, bajo nuestra visión, la visibilidad en cuanto a una potencial mejora en el rating del grupo es limitada.

- **Factores negativos (↓)**

Incumplimiento de las proyecciones elaboradas por la compañía y que constituyen el caso base de nuestro análisis, fundamentalmente, en lo que respecta a la evolución del ratio de capitalización en relación con lo estimado (por debajo del 90% como valor promedio), unido a una disminución progresiva en el ratio de cobertura de intereses netos (por debajo de 4x como valor promedio). A ello se le une la continuidad en aquellos aspectos que penalizan su perfil de negocio, como la elevada exposición a mercados maduros o reducido tamaño en relación con los principales operadores globales. Empeoramiento de las métricas ESG.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - 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