

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableInitiation date 01/10/2021
Rating Date 28/06/2024

Contacts

Lead analyst

Carlos Díaz
carlos.diaz@ethifinance.com

Committee chair

Guillermo Cruz Martínez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings sube la calificación de Elecnor, S.A. de “BBB-” a “BBB” manteniendo la tendencia Estable.
- La mejora de la calificación refleja una evolución notablemente positiva en el perfil financiero de Elecnor, particularmente en términos de apalancamiento y capitalización, tras la desinversión de Enerfín. La fuerte entrada de liquidez en 2024 tras completarse la decisión estratégica fortalece significativamente el Perfil de Riesgo Financiero del grupo, anticipándose una reducción sustancial en los niveles de endeudamiento para 2024, acompañada de la sólida capacidad para generar flujos de caja operativos de la compañía.
- No obstante, la falta de un plan estratégico con proyecciones financieras actualizadas para el corto y medio plazo por parte de la compañía que de mayor visibilidad acerca del uso específico de los ingresos de la venta suponen una importante limitación. Se concluye que es necesario un monitoreo continuo del desempeño durante todo el 2024 para confirmar el impacto positivo en el Perfil de Riesgo Financiero de Elecnor y su tendencia.
- La calificación se fundamenta, así mismo, en los sólidos sectores en los que opera Elecnor, especialmente los sectores de servicios públicos, ingeniería y construcción, además, el negocio de concesiones destaca por su rentabilidad, estabilidad y altas barreras de entrada. A esto, se le suma que la diversificación estratégica de Elecnor a través de líneas de negocio y geografías también son valoradas favorablemente.
- Sin embargo, el más limitado posicionamiento competitivo de Elecnor en un entorno global y una cobertura de intereses moderada (EBITDA/Intereses agregado < 5x), que considera las cifras agregadas de Celeo y Elecnor, constriñen la calificación final.
- A pesar de la validez contable de integrar Celeo Concesiones e Inversiones mediante el método de la participación, se concluye que el análisis crediticio de Elecnor debe realizarse de forma global debido a la importancia de las cifras de Celeo. Por lo tanto, nuestra evaluación incluye las cifras de Elecnor e integra proporcionalmente las de Celeo en función de su participación. Por petición de la compañía, este informe no incluye el apartado de proyecciones.
- Para evaluar el perfil financiero de la compañía se ha aplicado un mix, según aportación a nivel EBITDA de las dos actividades principales, a nivel de métricas. La tabla de ‘standard cyclicity’ para el negocio de ingeniería y construcción y la tabla ‘infrastructure’ para la actividad concesional dado que esta se beneficia de tarifas reguladas y/o disposiciones contractuales que limitan la volatilidad.
- En línea con nuestra metodología, la compañía opera tanto en el sector de la ingeniería y construcción como en el sector “utilities” de transmisión de energía de alta tensión y energías renovables. Del análisis de los riesgos en términos de ESG se concluye que mientras el primero presenta un riesgo medio (puntuación en el heatmap del sector entre 3 y 4), el segundo presenta un riesgo medio-bajo (puntuación entre 2 y 3). Esta evaluación tiene un impacto neutral en el análisis general del sector. En cuanto al análisis ESG de la empresa, las políticas del grupo se consideran favorables (ESG de la empresa entre 1 y 1,5), lo que tiene un efecto positivo en el Perfil de Riesgo Financiero.

Descripción de la Compañía

Fundada en 1958 y con sede en Madrid, Elecnor S.A. (en adelante Elecnor o el grupo) es una empresa líder en la ejecución de proyectos de ingeniería, construcción y servicios. Su amplia gama de actividades abarca sectores clave como la electricidad, la generación de energía, gas, telecomunicaciones, ferrocarriles, agua, medio ambiente y espacio. Elecnor adopta un enfoque integral en la gestión de proyectos, participando en todas las etapas de la cadena de valor. Se destaca la estrategia concesional de la compañía, promoviendo, financiando, construyendo, invirtiendo y gestionando activos energéticos, especialmente los relacionados con energías renovables.

A cierre de 2023, la compañía registró una cifra de ventas de €3.793m, (+11,8% interanual), con un EBITDA de €175,8m (€134,7m en 2022), situando su margen EBITDA en el 4,6% (4,0% en 2022). El ratio DFN/EBITDA se situó en 2 veces (5,0 veces en 2022). En 2023, Enerfín (filial del grupo enfocada en el desarrollo y operación de parques eólicos) fue clasificada como disponible para la venta, con la transacción completada durante el primer semestre de 2024. Como empresa matriz del Grupo, Elecnor, S.A. cotiza en el mercado continuo español y actualmente cuenta con una capitalización bursátil actual de alrededor de €1,7bn.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- **Sector con sólidos fundamentos, niveles medios de rentabilidad, volatilidad limitada, moderadas barreras de entrada y perspectivas positivas de crecimiento.**

Bajo la metodología de EthiFinance, el grupo Elecnor opera tanto en el sector de la ingeniería y construcción como en el sector “utilities” de transmisión de energía de alta tensión y energías renovables. Del análisis de las características de ambos sectores en su conjunto se concluye que, aunque la rentabilidad en el ámbito de ingeniería y construcción tiende a ser inferior en comparación con otros sectores (margen EBIT ~5%), esta situación se ve compensada por la buena rentabilidad que ofrece el sector “utilities” (margen EBIT >20%) por el bajo nivel de costes operativos, lo que permite sostener los altos apalancamientos de los proyectos y la intensa inversión necesaria. El impacto de la volatilidad en el sector se encuentra mitigada gracias a la estrategia concesional y al uso generalizado de tarifas reguladas. Adicionalmente, se reconoce una situación favorable con respecto a las barreras de entrada (altas necesidades de capital, impacto de la regulación o personal especializado). Por último, destacamos que las previsiones de las organizaciones internacionales concluyen que la demanda y el consumo de energía mundial seguirá creciendo en el medio y largo plazo, de esta forma se consideran perspectivas positivas de crecimiento en la industria.

- **Riesgo medio-bajo del sector en su conjunto en términos ESG.**

Del análisis de los riesgos en términos de ESG se concluye que mientras el sector de la ingeniería y construcción presenta un riesgo medio (puntuación en el heatmap del sector entre 3 y 4), el sector “utilities” presenta un riesgo medio-bajo (puntuación entre 2 y 3). Esto resulta en una evaluación sectorial que no se ve afectada por consideraciones relacionadas con la industria. En cuanto a los factores ambientales, estas industrias tienen un impacto medio en el clima con emisiones directas limitadas, aunque las emisiones de alcance 3 pueden ser significativas. La materialidad financiera es baja debido a la regulación insuficiente, aunque esto probablemente cambiará en el corto y medio plazo. El impacto en la biodiversidad es medio, a pesar de un uso significativo del suelo. El sector tiene un alto impacto en los recursos como consumidor intensivo de materias primas y genera una cantidad considerable de residuos con baja reciclabilidad. El impacto en la cadena de suministro es limitado debido a la fuerte competencia y baja dependencia financiera. Los consumidores y los países se benefician de las mejoras en infraestructuras y el empleo generado por la industria de la construcción.

Posicionamiento Competitivo

- **Buen posicionamiento competitivo con amplia trayectoria, siendo una empresa de referencia en su sector a nivel nacional siendo más limitado su posicionamiento a nivel internacional.**

Elecnor tiene un buen posicionamiento competitivo, destacando por su amplio track record. El grupo lleva operando en el sector de las infraestructuras desde 1958, lo que le confiere amplia experiencia en infraestructuras eléctricas e ingeniería. A nivel nacional, se posiciona como una compañía consolidada, operando con una sólida cartera de clientes compuesta por las grandes operadoras del sector eléctrico y del sector de las telecomunicaciones. La compañía demuestra un buen conocimiento de la industria y capacidad para ejecutar proyectos de gran complejidad y escala, con cierto reconocimiento internacional de la calidad de sus proyectos, la disponibilidad y la imagen de la marca Elecnor. Adicionalmente, la integración vertical en toda la cadena de valor que la empresa despliega le otorga ventajas que fortalecen su competitividad. Esto le confiere cierta capacidad determinar los precios de sus productos y servicios.

- **Diversificación positiva a nivel producto y estrategia de internacionalización muy fructífera, en espera del reposicionamiento tras la venta de Enerfín.**

Se valora positivamente la diversificación de Elecnor en múltiples sectores a través de su segmento de servicios y proyectos esenciales, complementada por las inversiones en infraestructuras y energías renovables mediante su participada Celeo y la recientemente desinvertida Enerfín. En 2023, el área de electricidad destacó con el 40% de los ingresos (+15% interanual), seguida por la generación de energía, con un 21% de los ingresos (-5%). El exitoso proceso de internacionalización de la compañía también es notable, alcanzando el 61% de las ventas totales en 2023 (59% en 2022). Además, el grupo cuenta con una cartera de proyectos en backlog valorada en €2.576m (+7% interanual), con un componente internacional del 71%. Es esencial comprender en qué medida la venta de Enerfín permitirá redirigir recursos hacia áreas estratégicas de crecimiento y consolidar la presencia en sectores y países clave. Por el momento, es necesario evaluar con cautela el impacto de esta operación en el perfil de riesgo empresarial.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Estructura de accionistas con concentración de origen familiar desvinculada de la gestión.**

El control de Elecnor, S.A. recae en un grupo de accionistas formado por 10 grupos familiares que actúan como la unidad de decisión y control de la sociedad, instrumentada a través de la sociedad Cantiles XXI, S.L, manteniendo un 52,76% de las participaciones de la compañía. Aunque esta configuración puede limitar el acceso a financiación adicional en momentos de necesidad, también proporciona estabilidad y continuidad en la estrategia. La presencia de Elecnor en bolsa es valorada favorablemente, ya que ofrece cierta base para recaudar fondos adicionales. De esta forma, mantiene una estrategia de diversificación de sus fuentes de financiación a corto y medio plazo mediante financiación bancaria y emisión de deuda en el mercado de capitales. Se valora de manera favorable que, pese al origen familiar del grupo, el CEO actual de la empresa es ajeno a esta relación, y que el consejero delegado no mantenga una participación significativa.

- **Equipo directivo cualificado y estrategia financiera prudente, con una sólida gestión de riesgos que fortalecen la estabilidad del grupo.**

Consideramos que la política financiera del grupo es prudente y conservadora, enfocada en mantener un bajo apalancamiento, lo que contribuye a la estabilidad y solidez de su balance. La empresa cuenta con un sistema de gestión de riesgos estructurado y dinámico, diseñado para monitorizar eficazmente los riesgos en diversos sectores y países. Este sistema permite una supervisión constante y una vigilancia específica de los proyectos, asegurando una evaluación y mitigación integral de riesgos. Aunque esta estrategia asegura la estabilidad financiera y operativa, también puede limitar la flexibilidad operativa debido a su complejidad y costo. En general, valoramos favorablemente la estrategia adoptada por la compañía ya que proporciona una solidez y estabilidad en un entorno global complejo y cambiante.

- **Política ESG favorable a nivel de empresa, con impacto positivo en su calificación final.**

La empresa lleva a cabo una política activa en relación con los riesgos ESG (puntuación entre 1 y 1,5) con políticas responsables que incluyen tanto criterios sociales como medioambientales con certificaciones externas para los aspectos sociales y medioambientales, lo que conduce a un bajo riesgo de impacto de temas relacionados con el ESG en los ingresos, resultados, valor de los activos o reputación de la compañía. Las políticas de gobernanza son muy buenas, caracterizadas por un consejo de administración cualificado con separación de roles, divulgación pública de políticas (código de conducta empresarial y política de corrupción) y priorización de asuntos ESG. Esto también se refuerza con métricas sociales adecuadas. Este análisis impacta positivamente en su Perfil de Riesgo Financiero mejorándolo en medio notch atendiendo a nuestra metodología.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Evolución positiva de la facturación y del EBITDA de Elecnor durante el 2023, destacando incremento de ventas en sectores y países clave.**

Al cierre del ejercicio fiscal 2023, la facturación del Grupo Elecnor alcanzó los €3.792,9m, (+11,8% interanual), impulsada por la expansión en sectores de servicios esenciales como electricidad, telecomunicaciones e infraestructuras, especialmente en Estados Unidos, España, Italia, Australia, Brasil y Chile. El margen bruto disminuyó 2,9 pp con respecto al 2022 debido a ajustes de costes relacionados con la inflación. El EBITDA, excluyendo la venta de participaciones en otras sociedades, se situó en €175,7m, con un incremento del 30% interanual derivada del buen comportamiento de las ventas y la gestión de costes internos de la compañía, orientada a mejorar la rentabilidad. El margen del EBITDA mejoró a 4,6% frente al 4,0% de 2022 pero aún lejos del 8,7% conseguido en 2021. El EBIT de 2023 ascendió a €121,1m (+25,6% interanual), con un margen del 3,2% sobre la cifra de ventas.

Los gastos financieros aumentaron un 44% debido a las condiciones de los tipos de interés y diferencias de tipo de cambio, resultando en un beneficio antes de impuestos de €97,7m (+5,2% interanual). Además, las operaciones interrumpidas, principalmente Enerffn, aportaron €47,3m, contabilizados hasta su clasificación como discontinuada el 31 de agosto de 2023, según NIIF 5. En cuanto a Celeo, los ingresos cayeron un 4,8%, alcanzando €291,9m en 2023 debido a la actualización de precios en Brasil. Consecuentemente, el EBITDA de Celeo también disminuyó un 18% interanual, situándose en €198,2m, con un margen del 67,9%. No obstante, la adjudicación de nuevos proyectos en Brasil, Chile y Perú anticipa una tendencia positiva en la facturación y resultados de la empresa en el corto y medio plazo.

Endeudamiento y Cobertura

- **Mejora significativa en el apalancamiento de Elecnor durante el 2023 que compensa la modesta cobertura de intereses y el elevado apalancamiento de Celeo, propio del sector concesional.**

En el ejercicio 2023, Elecnor registró un cambio significativo en su estructura financiera, con el activo total

alcanzando los €4.076m (+13,9% interanual) debido, en gran medida, a la categorización de Enerfín como activo mantenido para la venta, lo que aumentó los activos corrientes a €3.049m frente a €1.776m en el 2022. La deuda financiera total se redujo a €668,4m (-36% interanual) principalmente por la reclasificación de la deuda de Enerfín, disminuyendo en un 47,6% la deuda financiera neta a €351,4m. Esto mejoró significativamente el ratio de apalancamiento Deuda Financiera Neta/EBITDA a 2,0 veces frente a 5,0 veces de 2022. A pesar del fuerte aumento en los gastos financieros, la cobertura EBITDA/intereses se mantuvo en 6,3 veces (7,0 veces en 2022), mostrando la capacidad de Elecnor para gestionar eficientemente sus cargas financieras. A pesar de no contar con un plan de negocio anticipado por la empresa, desde EthiFinance se espera una mejora en los ratios de apalancamiento y cobertura de intereses gracias a la amortización de deuda con los fondos de la venta de Enerfín. En cuanto a Celeo, la deuda financiera neta alcanzó los €1.379,7m con una relación deuda/EBITDA de 7,0x debido a la caída del EBITDA. La cobertura de intereses de Celeo respecto al EBITDA fue de 2,3x, consistente con el sector en el que la compañía opera.

Análisis del Flujo de Caja

- Fuerte aumento del FFO durante el 2023 con niveles de liquidez reforzados tras la desinversión de Enerfín.

En el 2023, Elecnor demostró una capacidad sólida para generar fondos a través de su operativa al registrar fondos de operaciones antes de variaciones del capital circulante (FFO) por €162m (+40,1% interanual). El flujo de caja operativo se redujo un 9,2%, situándose en €206m, incluyendo €117,5m de actividades discontinuadas por la desinversión de Enerfín. Excluyendo estos impactos, el flujo de caja operativo sería de €88,5m frente a €111m en 2022 debido a cambios en el capital circulante. El flujo de caja neto hacia inversiones aumentó a €268m (+108,5% interanual), mayormente por inversiones de Enerfín, resultando en un flujo de caja libre negativo de €62m. En 2023, Elecnor distribuyó dividendos por €37m, resultando en un flujo de caja generado internamente negativo de €98,8m financiado mediante €110,4m de nueva deuda neta. Elecnor cerró el año con una posición de efectivo de €317m considerando la caja de Enerfín.

Capitalización

- Mejora de los niveles de capitalización financiera del grupo, impulsada por los buenos resultados y la desinversión de Enerfín.

El patrimonio neto al cierre de 2023 creció a €925,6m (+11,0%) gracias a la retención de una parte significativa de los beneficios generados durante el año, demostrando una gestión financiera prudente. Este aumento, junto con la notable reducción de deuda resultante de la reclasificación de Enerfín, permitió a la empresa registrar una mejora sustancial en su nivel de capitalización, situando el ratio Patrimonio Neto/Deuda Financiera Total en un 138,5%, frente al 79,9% del 2022. Además, dado el buen resultado esperado para 2024 debido a la venta de Enerfín, se anticipa una mejora de este ratio a corto y medio plazo, impulsada tanto por la obtención de beneficios como por la amortización de deuda financiera.

Liquidez

- Situación muy positiva de liquidez del grupo a cierre de 2023 reforzada en 2024 con la venta de Enerfín.

El análisis de liquidez indica que el grupo Elecnor tiene una capacidad excepcional para cumplir sus compromisos financieros. Su habilidad para generar flujos de caja estables y la alta disponibilidad de tesorería tras la venta de Enerfín refuerzan su posición. Estos factores combinados aseguran un nivel de liquidez muy positivo, permitiendo a Elecnor satisfacer sus obligaciones a corto y medio plazo y respaldar sus planes de negocio.

Modificadores

Controversias

- Actualmente el grupo no presenta controversias de importancia.

Riesgo País

- No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes financieras grupo Elecnor. Miles de €.						
	2022	2023	2024E ⁽¹⁾	2025E ⁽¹⁾	2026E ⁽¹⁾	23vs22
Facturación	3.393.260	3.792.906	3.944.622	3.984.068	4.003.989	11,8%
EBITDA (2)	134.716	175.772	197.231	219.124	240.239	30,5%
Margen EBITDA	4,0%	4,6%	5,0%	5,5%	6,0%	0,7pp
EBIT	96.061	121.145	652.185	330.602	308.483	26,1%
Margen EBIT	2,8%	3,2%	16,5%	8,3%	7,7%	0,4pp
EBT	137.969	145.110	634.322	325.671	307.969	5,2%
Activo Total	3.577.948	4.075.793	4.301.654	4.316.910	4.397.478	13,9%
Patrimonio Neto	834.155	925.559	1.411.165	1.508.763	1.675.602	11,0%
Deuda Financiera Total	1.043.627	668.436	349.380	259.100	168.820	-36,0%
Deuda Financiera Neta	671.102	351.417	-888.866	-492.346	-235.549	-47,6%
PN/DFN	79,9%	138,5%	403,9%	582,3%	992,5%	58,5pp
DFN/EBITDA	5,0x	2,0x	-4,5x	-2,2x	-1,0x	-3,0x
Funds From Operations (FFO)	228.964	279.557	96.350	259.127	250.128	22,1%
FFO/DFN	34,1%	79,6%	-10,8%	-52,6%	-106,2%	45,4pp
EBITDA/Intereses	7,0x	6,3x	7,5x	14,5x	24,5x	-0,7x

(1) Estimaciones realizadas por EthiFinance, en base al guidance de la empresa, los datos históricos y las nuevas tendencias del mercado.
(2) Excluye el resultado neto de la enajenación de activos no corrientes y sociedades dependientes.

Principales ratios financieros agregados Elecnor-Celeo ⁽¹⁾ . Miles de €.						
	2022	2023	2024E ⁽²⁾	2025E ⁽²⁾	2026E ⁽²⁾	23vs22
Facturación	3.549.613	3.941.765	4.093.665	4.135.487	4.156.164	11,0%
EBITDA (3)	220.174	252.723	294.499	318.659	338.538	14,8%
Margen EBITDA	6,2%	6,4%	7,2%	7,7%	8,1%	0,2pp
PN/DFN	76,6%	103,9%	176,5%	199,8%	236,2%	2734,1%
DFN/EBITDA	6,2x	4,2x	-0,6x	0,7x	1,5x	-2,1x
FFO/DFN	24,3%	35,7%	-115,0%	152,1%	69,7%	1139,3%
EBITDA/Intereses	3,5x	3,5x	4,0x	5,1x	6,0x	0,1x

(1) Cuentas agregadas por EthiFinance conforme al porcentaje de participación de Elecnor en Celeo (51%).
(2) Estimaciones realizadas por EthiFinance, en base al guidance de la empresa, los datos históricos y las nuevas tendencias del mercado.
(3) Excluye el resultado neto de la enajenación de activos no corrientes y sociedades dependientes.

Credit Rating

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BBB
<i>Análisis Sectorial</i>	BBB
<i>Ajuste ESG</i>	NO
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	BBB
<i>Gobierno corporativo</i>	BBB-
Perfil Financiero	BBB
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	BBB-
<i>Solvencia</i>	A-
ESG Compañía	Positivo
Anchor Rating	BBB
<i>Modificadores</i>	NO
Rating	BBB

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Entorno económico favorable que resulte en una evolución muy positiva del sector y mayor volumen de negocio del grupo. Mejora de los niveles de endeudamiento (DFN ajustada/EBITDA recurrente por debajo de 1 veces), incremento de la cobertura de intereses (EBITDA/Intereses por encima de 7 veces).

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Agravamiento del entorno económico y empeoramiento del volumen de negocio. Deterioro de ratios, DFN ajustada/EBITDA recurrente por encima de 5 veces, FFO/DFN por debajo del 10% en promedio y EBITDA/Intereses por debajo de 7 veces.

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