



ISSUER RATING  
LongTerm

OUTLOOK  
Evolving

Initiation date 12/01/2026  
Rating Date 12/01/2026

## Contacts

### Lead analyst

Javier López Sánchez  
javier.lopez@ethifinance.com

### Committee chair

Antonio Madera Del Pozo  
antonio.madera@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings inicia el rating de Ence Energía y Celulosa (Grupo Ence) y asigna por primera vez el rating de "BBB-" con tendencia Evolving.
- Ence Energía y Celulosa es un grupo industrial español integrado en la producción de celulosa de fibra corta de eucalipto, así como en la generación de energía renovable a partir de biomasa. El Grupo cotiza en el mercado continuo y enfoca su actividad principalmente en el mercado europeo.
- La calificación del grupo está apoyada por varios factores entre los que destaca: i) sectores donde opera (celulosa y energías renovables) caracterizados por unas positivas rentabilidades así como unas elevadas barreras de entrada y favorables perspectivas de crecimiento, ii) sólidas ventajas competitivas presentadas en el mercado que sitúan al grupo como líder en la producción de celulosa de fibra corta a nivel europeo y también referente en España para la vertiente de generación de energía renovable a partir de biomasa, iii) positiva diversificación tanto geográfica (con presencia destacada en Europa) como operativa (celulosa y energías renovables), iv) accionariado y *management* estables que impulsan la ejecución de la estrategia de crecimiento del grupo hacia productos de mayor valor añadido y con niveles de rentabilidad más elevados, v) favorables políticas ESG desarrolladas (en el mejor tramo de valoración), con mejora de un *notch* el *financial risk profile* y, vi) niveles controlados de apalancamiento para ambos negocios (en conjunto, valores medios de un ciclo para el ratio DFN/EBITDA por debajo de 3x) y holgada posición de liquidez.
- No obstante, la calificación se encuentra limitada por: i) una elevada volatilidad y exposición al precio de la celulosa, que impacta en variaciones notables de los niveles de rentabilidad y una mayor sensibilidad en los niveles de apalancamiento (en relación al EBITDA) en función de la fase del ciclo en la que se encuentre el mercado, ii) relativa concentración de clientes (top 5 representa el 23,4% del negocio para 2024), si bien reflejan un amplio *track-record* en el grupo (relaciones de más de 25 años), y iii) cobertura de intereses penalizada por el entorno de tipos de interés más elevados en la economía (ratio medio de 2,7x para el periodo 2023 – 1S2025).
- La tendencia del Grupo se sitúa en *Evolving* dado que se encuentra desarrollando un plan de expansión y mejora de la competitividad para sus dos segmentos de negocio principales, celulosa y energías renovables, lo que podría dotarle de un mayor impulso a su perfil de negocio y financiero, pero se requiere de un mayor avance y consolidación. Desde Ethifinance Ratings consideramos que este plan es realista y alcanzable por el grupo en base a la información dispuesta, siendo importante el ritmo de ejecución y amplitud de desarrollo del citado plan, ya que una mayor rapidez o retrasos significativos en el mismo, podrían afectarle en el rating, aspecto por el que se sitúa la tendencia en *Evolving*.
- Este rating ha partido de la utilización de doble escala. Por un lado, para el negocio de la celulosa, dadas las fuertes oscilaciones que presentan sus fundamentales por la evolución del precio de la celulosa, se ha aplicado '*high volatility*'. Por otra parte, para el negocio de las energías renovables que parte de una actividad con precios regulados y/o contratos a largo plazo con precios fijos, se aplica la escala de '*infrastructure*' (característica de actividades con flujos más estables).
- En línea con la metodología de EthiFinance Ratings y teniendo presente las diferentes actividades realizadas por el Grupo, queda categorizado en los sectores '*Materials (paper products)*' y '*Utilities (renewable electricity)*'. Dadas las características de ambos sectores, se aplica una rebaja de una categoría para el primero y una mejora de otra categoría para el segundo derivadas de las consideraciones de esta industria. Por otro lado, el Grupo está desarrollando unas favorables políticas ESG, con un score en el tramo [0 y 1], impactando positivamente en el rating de Grupo Ence.

## Descripción de la Compañía

Ence Energía y Celulosa, S.A. ("Ence" o "el Grupo") es una compañía española constituida en 1968 con sede en Madrid, líder europeo en la producción de celulosa de eucalipto y mayor generador independiente de energía renovable con biomasa en España.

El grupo desarrolla un modelo de negocio circular y de proximidad estructurado en dos áreas complementarias: Celulosa y Renovables. La primera comprende la fabricación de celulosa blanqueada de eucalipto (BHKP) a través de dos biofábricas situadas en Navia (Asturias) y Pontevedra (Galicia), con una capacidad conjunta de 1,2 millones de toneladas anuales. Ence está reforzando actualmente su posicionamiento en productos diferenciados bajo la marca *Ence Advanced* y también se encuentra trabajando en la entrada y desarrollo de nuevas gamas como la celulosa *fluffy* los envases sostenibles. Su negocio está enfocado principalmente al mercado europeo.

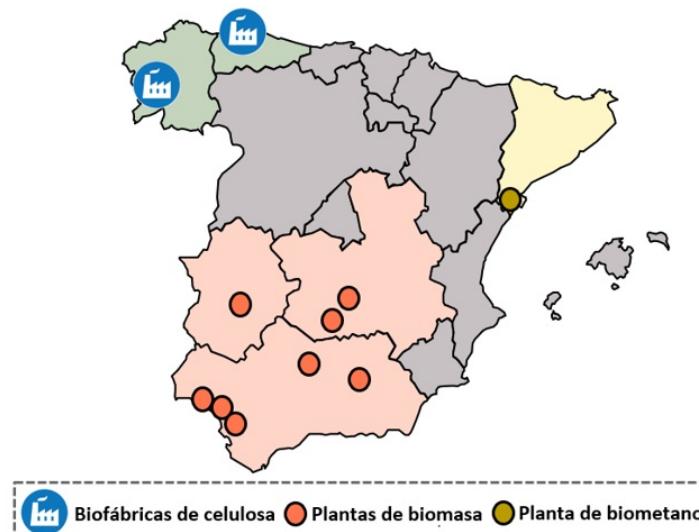
El negocio de Renovables, agrupado bajo el subgrupo y filial Ence Renovables (destacando a su vez las sociedades Magnon Green Energy, Magnon Servicios Energéticos y Ence Biogás), opera 266 MW de capacidad instalada en biomasa y está expandiéndose hacia nuevas actividades en biometano, fertilizantes orgánicos y calor industrial renovable, con un objetivo de alcanzar más de 3 TWh de energía renovable en 2030. Esta área de actividad concentra su negocio en España.

A28212264

CORPORATE

En paralelo, el Grupo gestiona cerca de 70.000 hectáreas de superficie forestal en la Península Ibérica, de las cuales aproximadamente un 23% se destina a conservación y biodiversidad. Este patrimonio forestal no solo asegura el suministro sostenible de madera y permite la venta a terceros, sino que actúa como sumidero de carbono, con más de 600.000 toneladas de CO<sub>2</sub> capturadas anualmente.

## Presencia operativa Grupo Ence



La estrategia de Ence combina la consolidación de su negocio de celulosa (tradicionalmente cíclico) con la expansión en energías renovables reguladas o respaldadas por contratos a largo plazo, lo que contribuye a una mayor estabilización en la generación de EBITDA y a reforzar su resiliencia financiera a lo largo del ciclo.

En 2024, Grupo Ence contaba con 1.245 empleados, obteniendo una facturación y EBITDA de €870,4m y €156,8m (+4,9% y +87% YoY) respectivamente, y situándose el DFN/EBITDA en 2,6x. El grupo cotiza en el mercado continuo español, habiendo disminuido el precio de su acción en torno a un 13% durante 2025 (última referencia octubre), disponiendo de una capitalización bursátil actual en torno a €670m.

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- Sector caracterizado por unos positivos niveles de rentabilidad, altas barreras de entrada así como unas perspectivas de crecimiento sostenido, sin embargo, elevada volatilidad para la industria de la celulosa *versus* la mayor estabilidad y previsibilidad regulatoria de las energías renovables.

El sector de la celulosa y de las energías renovables en Europa combina dos perfiles de riesgo diferenciados: por un lado, la ciclicidad y exposición global del mercado de pastas de celulosa, y por otro, la estabilidad regulatoria que caracteriza, en términos generales, a las tecnologías renovables en España. Este contraste explica tanto la volatilidad de márgenes como la complementariedad de ambas actividades en grupos diversificados.

En celulosa, la demanda global de *market pulp* cayó un 1,0% en 2024 (-0,6 Mt), según PPC-G100, con un crecimiento del 1,0% en la fibra corta (BHKP - Bleached Hardwood Kraft Pulp) compensado por el retroceso de la fibra larga (BSKP - Bleached Softwood Kraft Pulp). De enero a mayo de 2025, se ha observado una recuperación del +3,0% interanual en la demanda global (impulsada por China) y del +4,6% en la fibra corta (BHKP), favorecida por el diferencial de precios frente a la fibra larga. En Europa, los precios brutos de referencia de la celulosa BHKP promediaron 1.236 \$/t en 2024, con un mínimo de 1.000 \$/t en diciembre y un repunte hasta 1.218 \$/t en abril 2025. Sin embargo, en el segundo trimestre los precios de BHKP retrocedieron hasta 1.177 \$/t de media y volvieron a caer en julio hasta 1.060 \$/t, reflejando la incertidumbre comercial y arancelaria del entorno. En base a fuentes especializadas y expectativas del mercado, se estima una recuperación de los precios hacia final de año con un potencial de incremento para 2026-2027 (en torno a los 1.200 \$/t - 1.400 \$/t).

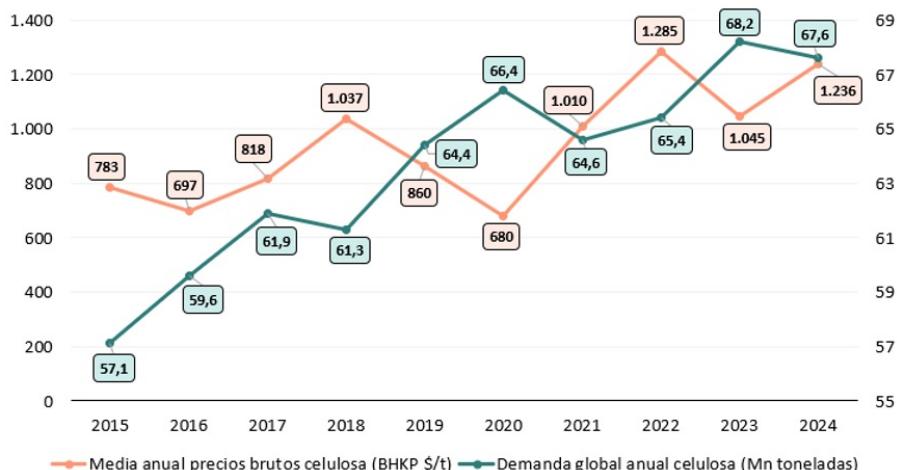
Este sector presenta positivos niveles de rentabilidad operativos aunque condicionados por una elevada volatilidad, con márgenes que pueden variar significativamente según la fase de precios en la que se encuentre el mercado. Las barreras de entrada se consideran elevadas, destacando entre otras, el capital necesario para construir nuevas biofábricas, la inversión necesaria para su mantenimiento y la competitividad de estas en un entorno competitivo, la

A28212264

CORPORATE

disponibilidad de madera certificada y los requisitos ambientales. Las perspectivas apuntan a un crecimiento estructural cercano al 2-3% anual a medio plazo, impulsado por el mayor consumo esperado para papel tisú así como de embalajes sostenibles *versus* envases de plástico, aunque con cierto riesgo de sobrecapacidad por Sudamérica (mercado que concentra la mayor oferta de fibra corta).

Demanda global anual (Mn de toneladas) y evolución media precios brutos celulosa BHKP (\$/t)



Respecto al sector de energías renovables en España ofrece un perfil muy distinto al de la celulosa. La generación con biomasa y otros activos regulados se enmarca en un régimen que asegura una rentabilidad razonable (Ri) definida por el regulador para períodos de tres años. El Real Decreto-ley 17/2019 fijó para el periodo 2020-2025 una Ri estándar del 7,09%, vigente hasta finales de 2025, mientras que las instalaciones anteriores a 2013 mantienen una Ri más elevada, en torno al 7,4% hasta 2031. Adicionalmente, la retribución a la operación (Ro), que cubre los costes estándar de explotación, se actualiza anualmente en el caso de la biomasa, ajustándose a la evolución de precios de combustibles y del mercado eléctrico, lo que contribuye a mantener la rentabilidad regulada. En paralelo, el despliegue de proyectos de biogás y calor industrial renovable abre nuevas oportunidades de crecimiento asociadas a la transición energética y a la descarbonización de procesos industriales. El sector presenta, en términos de rentabilidad, márgenes más moderados que los de la celulosa en fases alcistas, pero con mayor estabilidad frente a la volatilidad del mercado de la pasta. Entre las barreras de entrada destacan el acceso a biomasa certificada, la complejidad administrativa y la necesidad de contratos de suministro a largo plazo. En general, para este sector se estiman unas sólidas y positivas perspectivas de crecimiento, que se reflejan en las inversiones que se están realizando en la actualidad por diferentes *players* del mercado.

- En línea con la metodología de EthiFinance Ratings y las dos actividades principales presentadas por Grupo Ence, este se enmarca en el sector 'Materials (paper products)' y 'Utilities (renewable electricity)', mostrando conjuntamente una exposición media a ESG.

Por un lado, la industria de materiales tiene altos riesgos ESG según nuestra metodología (puntuación en el 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 por consideraciones de ESG relacionadas con la industria. 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 riesgos de generación de contaminación (aire, agua, residuos peligrosos, etc.). La industria, y más precisamente las industrias petroquímicas y de materiales, es un gran consumidor de materias primas, lo que crea un impacto significativo en la biodiversidad local a través del uso del suelo, la minería, la contaminación, etc. Además, el sector tiene un impacto negativo en los proveedores ya que la dependencia es importante. En concreto, la celulosa exige una gestión forestal sostenible para asegurar la trazabilidad de la madera y mitigar impactos sobre biodiversidad y recursos hídricos.

Por otro lado, el sector de las energías renovables está bien alineado con los factores ESG con una calificación en el sector *heatmap* entre 1 y 2 mejorando en una categoría la valoración del riesgo de la industria. Este sector contribuye a la reducción de la contaminación y a la protección de la biodiversidad como sustituto de las fuentes de energía tradicionales altamente contaminantes. Sin embargo, la construcción relacionada emite gases de efecto invernadero y utiliza recursos significativos. El impacto sobre los consumidores y las comunidades es positivo, ya que esta energía limpia favorece la salud y al desarrollo económico. El impacto en los proveedores es medio, ya que China, donde pueden existir problemas de ESG, participa en gran parte de la cadena de suministro.

## Posicionamiento Competitivo

- **Consolidado posicionamiento en el mercado de la celulosa y energías renovables, otorgándole unas sólidas ventajas competitivas.**

Ence ocupa una posición destacada en el mercado europeo de celulosa, donde es el principal productor de fibra corta de eucalipto (BHKP), con una capacidad de aproximadamente 1,2 millones de toneladas anuales. A nivel europeo y global, dispone de una cuota de mercado en torno al 6,3% y 1,5% para el conjunto de la celulosa (tanto fibra corta como larga). Estas cuotas son algo más modestas si tenemos presente la comparativa con otros grandes productores sudamericanos como Suzano o UPM, cuyas capacidades superan los 10 y 5 millones de toneladas respectivamente. La menor escala frente a esos *players* limita su competitividad en costes, no obstante, la compañía compensa este aspecto con su acceso privilegiado al mercado europeo que le permite ofrecer tiempos de entrega significativamente inferiores y costes logísticos reducidos.

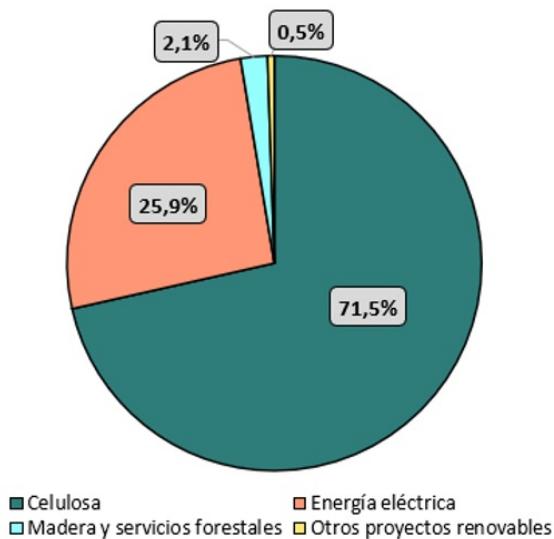
En concreto, Grupo Ence presenta unas sólidas ventajas competitivas tales como: i) la proximidad a sus clientes europeos, que se traduce en plazos de entrega de 5-7 días frente a los 40 días de tránsito desde Sudamérica, lo que constituye un factor diferencial en servicio y flexibilidad comercial, destacando también la producción de tiradas más cortas de productos adaptados a los requerimientos de los clientes (*versus* otros grandes productores que producen a mayor escala con menos adaptación); ii) una creciente especialización en productos de mayor margen, como la gama Ence Advanced (ya representa más del 30% de las ventas) y el desarrollo de la celulosa *fluff* (entra en operativa a finales de 2025), estimándose superar con estos productos especiales el 62% de las ventas en 2028. En este sentido, disponen de 7 productos descomoditizados, siendo difícil su réplica en el mercado; iii) la certificación de un porcentaje mayoritario (más del 75%) de la madera adquirida bajo estándares FSC y/o PEFC17, con plantaciones de eucalipto alrededor de sus biofábricas (origen local), así como sellos de sostenibilidad en sus procesos (Nordic Swan o Ecolabel), reforzando su posicionamiento ESG; iv) la integración de generación energética renovable en sus biofábricas, siendo eléctricamente autosuficientes y generando un excedente de energía que es vendido a la red eléctrica a un precio regulado, y v) la celulosa del grupo se destina principalmente a la fabricación de productos de primera necesidad (como el papel tisú y productos higiénicos), con perspectivas positivas de crecimiento en próximos años.

Por otro lado, en el ámbito de las energías renovables, Ence es el mayor generador independiente de electricidad con biomasa en España, con una capacidad de 266 MW y una cuota en torno al 40% para este mercado. Aunque su escala es reducida en términos absolutos frente a *utilities* integradas, el marco regulatorio asegura una rentabilidad razonable, lo que proporciona estabilidad de flujos. Además, los proyectos en biogás y biofertilizantes refuerzan su posicionamiento en segmentos emergentes de la transición energética y aportan diversificación más allá del negocio celulósico.

- **Negocio que presenta una favorable diversificación operativa y geográfica.**

En 2024, la celulosa concentró el 71,5% de los ingresos consolidados, mientras que la generación de energía eléctrica a partir de biomasa aportó un 25,9%. A menor escala, también destacamos los servicios forestales y venta de madera procedente de sus plantaciones en Huelva que representaron un 2,1% del total.

Diversificación operativa ingresos (2024)



Este perfil refleja la importancia estructural de la celulosa como principal motor de ingresos, con una contribución significativa de la energía renovable como fuente de diversificación y estabilización de flujos, área que se espera

A28212264

CORPORATE

continue ganando mayor peso en próximos años con la expansión del negocio prevista (con nuevas plantas de biometano y de energía térmica renovable), esperando por parte del Grupo alcanzar un equilibrio de EBITDA generado (50-50) entre sus dos segmentos de negocio en torno a 2030.

En el plano geográfico, la diversificación de ingresos de celulosa se concentra en Europa, con un foco claro en Alemania (23%), Iberia (16%) y Polonia (15%), que juntos suponen más de la mitad del negocio. Otros mercados relevantes son Italia y Reino Unido (6% cada uno) y Grecia (5%), mientras que el resto de Europa aporta un 22% adicional. Este reparto confirma la orientación europea de Ence, reduciendo riesgos logísticos y de divisa, aunque limita la presencia en mercados con alta demanda como Asia. Por otro lado, la vertiente de renovables se concentra en España.

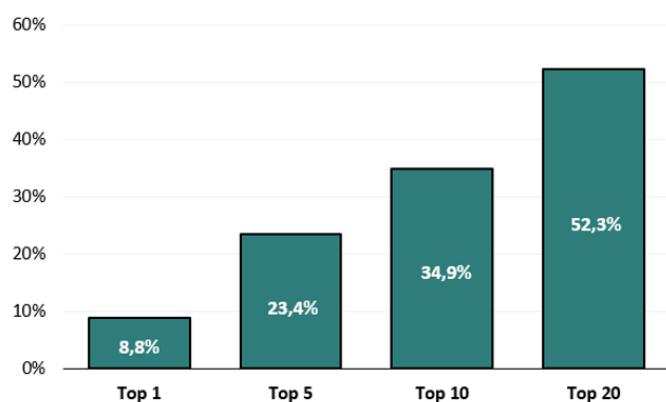
## Diversificación geográfica ingresos celulosa (2024) \*

País/Mercado	Peso
Alemania	23%
Iberia	16%
Polonia	15%
Italia	6%
Reino Unido	6%
Grecia	5%
Otros Europa Occidental	18%
Otros Europa del Este	4%
Otros	7%

\* Esta diversificación de ingresos por países o mercados hace referencia a la venta de celulosa, ya que la venta de energía se realiza por parte del grupo solo en España, y la venta de madera en España y Portugal.

Ence cuenta con una base de clientes amplia, integrada por más de un centenar de compradores, principalmente fabricantes de tisú, embalajes y especialidades, así como de impresión y escritura (suponen el 58%, 29% y 13% respectivamente para los ingresos de 2024). Esta atomización permite más flexibilidad comercial en un mercado altamente cíclico. No obstante, el top 5 y Top 20 de clientes agrupa el 23,4% y 52,3% del negocio para 2024, aspecto que refleja una mayor concentración y dependencia de estos, si bien, se destaca el *track-record* de la clientela, con una antigüedad que supera los 25 años para sus principales clientes. Al mismo tiempo, la estrategia de desarrollo de celulosas diferenciadas (*Advanced y fluff*) está orientada a captar nuevos clientes en segmentos de mayor valor añadido y menor exposición al ciclo estándar de la pulpa, estimándose una alta demanda en próximos años. Así, su línea *fluff* de fibra corta se destinará a la industria de productos higiénicos absorbentes en Europa, y permitirá sustituir celulosa *fluff* importada y fabricada con fibra larga (con un mayor coste).

## Diversificación clientes (2024)



## Estructura Accionarial y Gobernanza

- Accionariado y *management* estables, comprometidos con el desarrollo y crecimiento del grupo, todo ello bajo el mantenimiento de una política financiera con niveles controlados de apalancamiento.

Ence cuenta con una estructura accionarial estable y con presencia de accionistas de largo recorrido. Destaca por su

A28212264

CORPORATE

permanencia y mayor porcentaje, D. Juan Luis Arregui, que controla aproximadamente el 29,44% del capital, lleva muchos años vinculado a la compañía ya que formó parte del Consejo de Administración de Ence desde 2006 hasta 2019, pasando posteriormente a ser presidente honorífico, posición que ostenta en la actualidad. Entre sus principales accionistas también figura Atlas Holdings, que en junio de 2025 dobló su participación hasta el 10,01%, reforzando su posición como socio sectorial de referencia (inversor especializado en industrias forestales y papeleras), aspecto que refleja a priori una mayor confianza en el proyecto. Otros accionistas relevantes son Asúa Inversiones (Víctor de Urrutia), con un 9,99%, y José Ignacio Comenego, con un 6,38%. El resto del capital está principalmente en manos de institucionales y *free float*, lo que asegura una base diversificada de inversores. Además, destaca como parte del apoyo al grupo, la política de prudencia reflejada en el periodo 2019-2022, donde no se llevaron a cabo reparto de dividendos con motivo principalmente de la incertidumbre en la prórroga de la planta de Pontevedra (aspecto que ya ha sido mitigado tras las sentencias judiciales a su favor para ampliar la prórroga de la biofábrica hasta 2073).

## Estructura accionarial 30/06/2025

Accionista	%
D. Juan Luis Arregui / Retos Operativos XXI, S.L.	29,44%
Atlas GP Global Holding LLC / Prometheus IV LLC	10,01%
D. Víctor Urrutia / Asúa Inversiones, S.L.	10,00%
D. Jose Ignacio Comenego / La Fuente Salada S.L.	6,38%
Autocartera	1,56%
Millennium Group Management LLC	1,06%
Miembros del Consejo con participación <3%	0,63%
<i>Free Float</i>	40,92%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

El equipo directivo combina perfiles con experiencia consolidada en los sectores industriales, forestales y de energía. Cuentan de media con una experiencia superior a los 15-20 años en la industria y en posiciones de gestión, aspecto que otorga una mayor credibilidad operativa y capacidad para gestionar el plan estratégico del grupo.

En cuanto a la política financiera, se refleja una estrategia prudente, con límites de apalancamiento definidos para cada área por separado (celulosa y energías renovables), aspecto que dota de mayor solidez al negocio.

- Destacada política ESG desarrollada.

Grupo Ence presenta una amplia política ESG, con impacto positivo en su actividad y entorno. Así, más del 75% de su madera empleada en su ciclo productivo se encuentra certificada, siendo el 100% de la biomasa utilizada para la vertiente de energías renovables, de carácter sostenible (todas sus plantas certificadas *Sure System*). Además, también se destaca la disponibilidad por todos los centros de Ence de certificaciones como la ISO 45001, 14001 o residuo cero. Por otro lado, si bien hay una concentración en la figura del CEO y presidente del Consejo de Administración (D. Ignacio de Colmenares), se valora positivamente la amplitud del propio Consejo, con hasta cinco consejeros independientes (todas ellas mujeres). Adicionalmente, Ence cuenta con un sistema robusto de gestión que identifica y mitiga los riesgos ESG de forma eficaz, han invertido más de €23m en tratamiento de efluentes y trazabilidad forestal para proteger biodiversidad y recursos hídricos, su análisis climático sigue directrices CSRD, TCFD y NGFS, con escenarios del IPCC, además de implantar la IA generativa para su innovación y respuesta ante desafíos ESG.

## Perfil Financiero

### Ventas y Rentabilidad

- Positivos resultados y márgenes para 2024, aunque elevada volatilidad y presión en los precios de la celulosa en la actualidad, que debilita la evolución de la primera mitad de 2025.

Rentabilidad. Miles de €.					
	FY22	FY23	FY24	23vs22	24vs23
Facturación	1.003.374	829.603	870.438	-17,3%	4,9%
Mg Bruto	60,4%	50,4%	55,4%	-10,0pp	5,0pp
EBITDA Aj.	222.745	83.881	156.826	-62,3%	87,0%
Mg EBITDA Aj.	22,2%	10,1%	18,0%	-12,1pp	7,9pp
EBIT	278.235	-1.980	63.321	-100,7%	3298,0%
Mg EBIT	27,7%	-0,2%	7,3%	-28,0pp	7,5pp
Gastos Financieros	-27.344	-36.784	-43.269	-34,5%	-17,6%
EBT	253.590	-33.169	32.350	-113,1%	197,5%

Los resultados de Ence muestran una evolución muy marcada por la volatilidad del ciclo de la celulosa. Tras un 2023 de fuerte deterioro, con un EBITDA ajustado de €83,9m y pérdidas a nivel de EBIT y EBT, en 2024 la compañía logró recuperar los positivos niveles de rentabilidad, apoyada en la recuperación parcial de los precios de la celulosa de fibra corta, que promediaron 1.236 \$/t en Europa (vs los precios medios de 1.046 \$/t en 2023), y en la gestión más eficiente de costes. Así, los ingresos del grupo ascendieron a €870,4m, un 4,9% más que en 2023, con un margen bruto del 55,4% (+5pp). Además, se reflejó una variación positiva para el *cash cost* del negocio de celulosa, que disminuyó hasta 493 €/t (-6,2% YoY), gracias principalmente a la reducción del coste de las materias primas y el transporte. La interrelación de la subida de los ingresos impulsada por el precio de la celulosa junto a esta reducción de costes, impulsó el EBITDA hasta los €156,8m, casi el doble que el año anterior (+87%), con un margen operativo del 18%, valorado positivamente por parte de Ethifinance Ratings. Derivada de esta favorable evolución, el EBIT también pasó a cifras positivas de €63,3m. En cuanto a la carga financiera, a pesar del incremento de los gastos financieros (17,6% YoY) impactado por la subida de tipos de interés en el entorno, el grupo alcanzó unas cifras positivas para su EBT que se situaron en €32,4m.

Rentabilidad. Miles de €. (1)					
	1S2023	1S2024	1S2025	1S 24vs23	1S 25vs24
Facturación	458.813	442.741	379.164	-3,5%	-14,4%
Mg Bruto	53,5%	54,8%	60,2%	1,3pp	5,4pp
EBITDA Aj.	54.164	91.393	53.157	68,7%	-41,8%
Mg EBITDA Aj.	11,8%	20,6%	14,0%	8,8pp	-6,6pp
EBIT	10.610	45.030	10.087	324,4%	-77,6%
Mg EBIT	2,3%	10,2%	2,7%	7,9pp	-7,5pp
Gastos Financieros	-14.939	-21.523	-24.133	-44,1%	-12,1%
EBT	-2.802	29.863	-13.314	1165,8%	-144,6%

(1) El EBITDA del 1S2025 incorpora €40m de ingresos por la venta de certificados de ahorro energético (CAE) materializados durante este primer semestre (estos ingresos no se han realizado en períodos anteriores). No existe normativa contable actual dada la reciente regulación de estas operaciones (estando pendiente de aclaración por parte del ICAC).

Durante el 1S2025, se está reflejando una evolución negativa en el negocio y resultados del grupo *versus* mismo periodo del año anterior, muy condicionado por la actividad de celulosa, que presentó un descenso de sus ingresos en torno al 21,5% impactados tanto por el descenso del precio medio de venta (-17,5% vs 1S2024) como el menor volumen vendido en el mercado (-8% vs 1S2024). Dicha evolución está condicionada por la situación actual del sector, con incertidumbre por las medidas arancelarias anunciadas por EEUU. En contraposición, el segmento de energía experimentó un incremento del 8,4% durante el primer semestre, impulsado por un mayor precio de venta (+4,6%) y energía vendida MWh (+6,7%). En conjunto, los resultados del grupo se vieron penalizados en este periodo, destacando la caída del EBITDA del 41,8% respecto 1S2024, si bien mantuvieron cifras positivas de €53,2m, notablemente beneficiadas por la venta de certificados de ahorro energético (CAE) por importes de €40m en este periodo (ahorros de energía generados en el negocio de celulosa que han sido vendidos a comercializadora energética). Se estima una leve recuperación en el precio de la celulosa en la última mitad de 2025, aspecto que podría favorecer los resultados del grupo, no obstante, continuarán siendo precios reducidos, proyectándose una mayor recuperación para 2026-2027.

## Endeudamiento y Cobertura

- Niveles controlados de apalancamiento (promedio para un ciclo), aunque más ajustados para la cobertura de intereses.

Grupo Ence ha experimentado, a nivel general, un moderado incremento de la deuda financiera en los últimos años (€767,7m en 1S2025; +7,6% vs 2023) relacionado con las inversiones, mejoras y crecimiento que se están realizando en los últimos años y que continuarán en próximos ejercicios. Así, a cierre del 1S2025, los préstamos bilaterales concentran el 61% del total deuda financiera, seguido por la financiación de su circulante, donde agrupamos los pagarés emitidos en el MARF (programa de €200m recientemente renovado hasta octubre 2026) y el uso del *factoring* sin recurso, que concentran conjuntamente el 25% del total deuda financiera. Destacamos como hitos alcanzados para la división de energías renovables: i) la refinanciación realizada en julio de 2024, con un nuevo préstamo sindicado de €170m y una línea *revolving* (totalmente disponible a cierre del primer semestre) por €20m, con vencimientos en 2031-2032, y ii) la adquisición de un préstamo *project finance* por €19,5m en enero de 2025 que permite la adquisición y ampliación de su primera planta de biometano en Tarragona (vencimiento 2037). Todo esto, le otorga una mayor flexibilidad financiera para dotar de un mayor impulso a su actividad y crecimiento esperado en este segmento.

### Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €. <sup>(1)</sup>

	FY23	FY24	1S2025
Pagarés MARF	53.047	73.561	73.192
Préstamos bancarios	405.418	442.134	465.529
Project Finance - Planta Biometano	-	-	14.295
Obligaciones suscritas fondos deuda	79.000	-	-
Organismos públicos	42.885	34.407	32.586
Arrendamientos operativos (NIIF 16)	44.835	58.547	59.889
<b>DFT (reportada Grupo Ence)</b>	<b>625.185</b>	<b>608.649</b>	<b>645.491</b>
Factoring sin recurso	88.355	85.977	118.600
Adquisiciones corporativas (Earn-out)	-	3.642	3.642
<b>DFT (EthiFinance Ratings)</b>	<b>713.540</b>	<b>698.268</b>	<b>767.733</b>
(-) Caja	333.032	263.942	268.776
(-) Efectivo para cobertura de deuda financiera	10.000	10.000	11.451
(-) Activos financieros a corto plazo	2.506	13.556	2.800
<b>DFN (reportada Grupo Ence)</b>	<b>279.647</b>	<b>321.151</b>	<b>362.464</b>
(-) Activos financieros a corto plazo	31	10.281	123
<b>DFN (EthiFinance Ratings)</b>	<b>370.477</b>	<b>414.045</b>	<b>487.383</b>
EBITDA (reportado Grupo Ence)	88.808	164.483	58.046
EBITDA (EthiFinance Ratings)	83.881	156.826	53.157
<b>DFN/EBITDA (reportado Grupo Ence)</b>	<b>3,1x</b>	<b>2,0x</b>	<b>3,0x</b>
<b>DFN/EBITDA (EthiFinance Ratings)</b>	<b>4,4x</b>	<b>2,6x</b>	<b>4,1x</b>

<sup>(1)</sup> Para el ratio DFN/EBITDA del 1S2025 se ha partido de un EBITDA anualizado (2S2024 + 1S2025). Por otro lado, desde EthiFinance Ratings si consideramos la caja y el efectivo para cobertura de deuda financiera como recursos líquidos y forma parte (minorando) de la deuda financiera neta, sin embargo los activos financieros a corto plazo solo se consideran la inversión en depósitos (€10m en 2024, no existiendo importes para el resto de los períodos mostrados), así como el saldo en cuentas corrientes para movimientos de autocartera.

El ratio DFN/EBITDA se redujo en 2024 hasta 2,6x (frente a 4,4x en 2023), gracias a la recuperación de sus resultados operativos, sin embargo, volvió a deteriorarse en el 1S2025 hasta 4,1x (ratio anualizado), debido principalmente a la caída de precios de la celulosa y el menor EBITDA generado en el semestre. Valorando este ratio en conjunto para un ciclo completo (dada la elevada volatilidad que presenta el negocio de la celulosa), presentaría valores ligeramente por debajo de 3x, cifras de apalancamiento que se consideran controladas. Por su parte, la cobertura de intereses refleja cifras más ajustadas y penalizadas por el contexto de tipos de interés más elevados en la economía, aspecto que ha impactado en un ratio reducido tanto a cierre de 2024 como 1S2025 (3,6x y 2,2x respectivamente).

En conjunto, la estructura financiera de Grupo Ence combina una deuda diversificada por instrumentos, plazos y negocios. Así, se destaca que una parte importante de la financiación está concentrada en energías renovables, que aporta estabilidad al estar vinculada a flujos regulados, pero con una sensibilidad elevada del grupo consolidado a la volatilidad del negocio de la celulosa, aspecto que explica la oscilación de los ratios. Se destaca además la estructura separada que presentan ambos negocios de celulosa y energías renovables, completamente independientes entre sí (*ring-fence*) a nivel de financiación e incluso legal, con límites definidos de apalancamiento y sin *covenants* para el segmento de celulosa.

#### Análisis de Flujo de Caja

- Positivos niveles de caja operativa generados aunque insuficientes para atender los niveles de inversión y reparto de dividendos acometidos, reduciéndose los niveles de caja final en los dos últimos ejercicios.

La evolución de los flujos de caja de Ence refleja la elevada volatilidad asociada al ciclo de la celulosa y el esfuerzo inversor del grupo en los últimos ejercicios. Así el modelo de negocio de Ence se caracteriza por generar unos positivos y recurrentes fondos operativos (FFO), situándose en €144,6m para 2024 (promedio de €137,6m para el periodo 2022-2024) aunque con fuertes oscilaciones principalmente condicionadas por la evolución del negocio de celulosa. Para un ciclo completo, el ratio FFO/DFN presenta valores positivos para el consolidado, por encima del 30%. Destacamos también el constante *capex* de mantenimiento, sostenibilidad y expansión realizado por el grupo en los últimos años, situándose en €32,8m, €12,6m y €31,5m respectivamente para 2024. Dentro de estas inversiones, se engloban algunas como: i) iniciativas para reforzar la seguridad y reducir emisiones, olores, ruidos y el consumo de agua en las plantas productivas, ii) ejecución del proyecto *fluff*, desarrollo del proyecto de envases sostenibles, proyecto de descarbonización en Navia y la ingeniería de los proyectos de Pontevedra Avanza y As Pontes, y iii) desarrollo de los proyectos de biometano y energía térmica renovable.

#### Cash flow. Miles de €.

	FY22	FY23	FY24	23vs22	24vs23
EBT	253.589	-33.169	32.350	-113,1%	197,5%
+/- ajustes de resultado	28.830	97.979	142.839	239,9%	45,8%
+/- otros flujos de explotación	-46.294	-32.831	-30.544	29,1%	7,0%
<b>Funds From Operations Aj.</b>	<b>236.125</b>	<b>31.979</b>	<b>144.645</b>	<b>-86,5%</b>	<b>352,3%</b>
+/- variación WK	67.554	-78.105	-66.046	-215,6%	15,4%
<b>Cash Flow Operativo Aj.</b>	<b>303.679</b>	<b>-46.126</b>	<b>78.599</b>	<b>-115,2%</b>	<b>270,4%</b>
Capex	-54.867	-95.736	-76.858	-74,5%	19,7%
M&A	400	0	0	-100,0%	-
Otras	563	-291	-27.987	-151,7%	-9517,5%
<b>Cash Flow Inversión</b>	<b>-53.904</b>	<b>-96.027</b>	<b>-104.845</b>	<b>-78,1%</b>	<b>-9,2%</b>
Reembolsos de arrendamientos según IFRS 16	-3.676	-5.107	-7.019	-38,9%	-37,4%
<b>Cash Flow Libre Aj.</b>	<b>246.099</b>	<b>-147.260</b>	<b>-33.265</b>	<b>-159,8%</b>	<b>77,4%</b>
+/- variación patrimonio	132	0	695	-100,0%	-
- Dividendos	-67.568	-144.660	-39.097	-114,1%	73,0%
<b>Cash Flow Final Generado Internamente</b>	<b>178.663</b>	<b>-291.920</b>	<b>-71.667</b>	<b>-263,4%</b>	<b>75,4%</b>

En conjunto la compañía generó un negativo *cash flow* libre para los dos últimos años, situándose en -€33,3m para 2024, lo que junto a la salida de caja derivada del reparto de dividendos (€39,1m), impactó en un negativo *cash flow* generado internamente de -€71,7m. Esto fue compensado con la caja del grupo, que se redujo a final de año en €69,1m.

Para el cierre del 1S2025, Grupo Ence continuó generando una positiva caja operativa aunque insuficiente para atender las principales inversiones que está llevando a cabo en su negocio, aspecto que ha derivado en un incremento de la financiación. Se estima que será en 2026 y 2027 con la previsible recuperación de los precios de la celulosa, cuando Grupo Ence podrá dar un mayor impulso a los flujos generados para así continuar impulsando su actividad.

#### Capitalización

- Adecuados niveles de capitalización.

La estructura de balance de Grupo Ence se caracteriza por un mayor peso del inmovilizado material (57,1% sobre el total activo a cierre del 1S2025), que se corresponde principalmente con sus biofábricas de celulosa y plantas de generación renovable. Además, el grupo se caracteriza por presentar en los últimos años niveles elevados de *cash* (15,5% del total balance para el 1S2025), aspecto que refuerza sus niveles de liquidez.

Estructura de activo y financiación. Miles de €. <sup>(1)</sup>						
	FY22	FY23	FY24	1S2025	24vs23	1S25 vs 24
Total Activo	1.780.204	1.700.474	1.682.447	1.737.060	-1,1%	3,2%
Activo No Corriente	1.171.489	1.225.992	1.218.267	1.233.662	-0,6%	1,3%
Activo Corriente	608.715	474.482	464.180	503.398	-2,2%	8,4%
NOF	-182.282	-105.078	-60.493	-71.791	42,4%	-18,7%
Patrimonio Neto	818.035	649.589	622.620	621.569	-4,2%	-0,2%
Deuda Financiera Total Aj. (DFTa)	442.365	713.540	698.268	767.733	-2,1%	9,9%
Deuda Financiera Neta Aj. (DFNa)	19.452	370.477	414.045	487.383	11,8%	17,7%
PN/DFTa	184,9%	91,0%	89,2%	81,0%	-1,9pp	-8,2pp
DFNa/EBITDA Aj.	0,1x	4,4x	2,6x	4,1x	-1,8x	1,5x
EBITDA Aj./Intereses Aj	8,1x	2,3x	3,6x	2,2x	1,3x	-1,4x

<sup>(1)</sup> Para el ratio DFN/EBITDA del 1S2025 se ha partido de un EBITDA anualizado (2S2024 + 1S2025). Además, siguiendo la metodología de EthiFinance Ratings, se incluye como deuda financiera el importe consumido de *factoring* sin recurso en el periodo analizado (€88,4m en 2023, €86m en 2024 y €118,6m en 1S2025,) así como el *earn-out* reflejado desde finales de 2024 por la compra de la planta de Biometano (Biometagás La Galera, S.L.), por importe de €3,6m.

Por el lado de la financiación, se muestra un equilibrio entre la financiación propia y financiera, con un ratio PN/DFT en valores positivos del 81% para el cierre del 1S2025. No obstante, se refleja un descenso en los últimos años, consecuencia principalmente del incremento de la deuda financiera, aspecto que deberá controlarse en próximos ejercicios para el mantenimiento de estos favorables niveles de capitalización.

## Líquidez

- **Positivos niveles de liquidez.**

Grupo Ence mantiene una favorable valoración en su vertiente de liquidez (más allá de dos años). A cierre de 2024, el grupo disponía de una sólida posición de *cash* y activos financieros líquidos (€274,2m), elevados fondos disponibles en sus dos *revolving credit facility* (RCF) por un total de €150m (€130m para el negocio de la celulosa y €20m para energías renovables, con vencimientos en 2030 y 2031 respectivamente), así como positivos FCF estimados para próximos años. En contraposición, el grupo presenta compromisos financieros importantes en los próximos ejercicios, destacando el mayor peso de los vencimientos de sus préstamos bilaterales en el negocio de celulosa. En conjunto, se estiman unos pagos (incorporando toda la deuda financiera tal como además de la bancaria, pagarés en el MARF, organismos públicos y NIIF 16), en torno a los €162,2m en 2025, €120m en 2026 y €89,7m en 2027. Además, se asume una continuación en el ritmo inversor y la política de retribución al accionista, si bien, estas son modulables en función de la situación económico-financiera del grupo. Por último, Ence dispone de un buen perfil de refinanciación, aspecto que fortalece su vertiente de liquidez.

## Modificadores

### Controversias

- **El grupo no presenta ninguna controversia.**

Nuestra evaluación de controversias determina que no hay noticias o eventos que constituyan un problema real que apunten a una debilidad en las operaciones u organización de Grupo Ence y que requieran seguimiento.

### Riesgo País

- **No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante y que, por lo tanto, tenga un impacto negativo en la calificación.**

En la actualidad, la mayor parte de los ingresos del grupo se concentran en Europa (+90%), valorándose que no existe riesgo país ante tal distribución.

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €. (1)					
	FY22	FY23	FY24	23vs22	24vs23
Facturación	1.003.374	829.603	870.438	-17,3%	4,9%
EBITDA Aj.	222.745	83.881	156.826	-62,3%	87,0%
Margen EBITDA Aj.	22,2%	10,1%	18,0%	-12,1pp	7,9pp
EBIT	278.235	-1.980	63.321	-100,7%	3298,0%
Margen EBIT	27,7%	-0,2%	7,3%	-28,0pp	7,5pp
EBT	253.590	-33.169	32.350	-113,1%	197,5%
Total Activo	1.780.204	1.700.474	1.682.447	-4,5%	-1,1%
Patrimonio Neto	818.035	649.589	622.620	-20,6%	-4,2%
Deuda Financiera Total Aj.	442.365	713.540	698.268	61,3%	-2,1%
Deuda Financiera Neta	19.452	370.477	414.045	1804,6%	11,8%
PN/DFT Aj.	184,9%	91,0%	89,2%	-93,9pp	-1,9pp
DFN/EBITDA Aj.	0,1x	4,4x	2,6x	4,3x	-1,8x
Funds From Operations	236.125	31.979	144.645	-86,5%	352,3%
FFO/DFN Aj.	1213,9%	8,6%	34,9%	-1205,3pp	26,3pp
EBITDA/Intereses Aj.	8,1x	2,3x	3,6x	-5,9x	1,3x

(1) Siguiendo la metodología de EthiFinance Ratings, se incluye como deuda financiera el importe consumido de *factoring* sin recurso en el periodo analizado (€45,2m en 2022, €88,4m en 2023 y €86m en 2024) así como el *earn-out* reflejado desde finales de 2024 por la compra de la planta de Biometano (Biometagás La Galera, S.L.) por importe de €3,6m.

## Credit Rating

Credit Rating	
<b>Perfil Negocio</b>	<b>BBB-</b>
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BBB-</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Negativo (celulosa) / Positivo (energías renovables)</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BBB-</i>
<i>Gobierno corporativo</i>	<i>BBB-</i>
<b>Perfil Financiero</b>	<b>BB+</b>
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BB</i>
<i>Solvencia</i>	<i>BBB-</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Positivo</i>
<b>Anchor Rating</b>	<b>BBB-</b>
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
<b>Rating</b>	<b>BBB-</b>

## Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

La recuperación esperada de los precios de la celulosa para próximos años junto a la favorable ejecución del plan de crecimiento proyectado por el grupo para sus dos segmentos principales, celulosa y energías renovables, podría dotar de un mayor impulso y consolidación al '*business risk profile*' de Ence. Esto también podría traer consigo (tal como se estima) un mayor peso para el negocio de renovables (el plan de expansión en esta vertiente presenta holgura y es realista en base a la información dispuesta), que aporta flujos regulados y mitiga la ciclicidad de la vertiente de celulosa.

Desde un punto de vista cuantitativo, si estas características y evolución proyectada continúan impulsando el perfil financiero de Grupo Ence al alza, el rating podría mejorarse si de forma conjunta y sostenida en el tiempo (valores medios de un ciclo, tanto histórico como proyecciones), sus niveles de apalancamiento (DFN/EBITDA) se sitúan por debajo de 2x, cobertura de intereses por encima de 6x y capitalización (PN/DFT Ajustada) es superior al 100%.

A28212264

CORPORATE

- **Factores negativos en el largo plazo (↓)**

El grupo se enfrenta a una elevada volatilidad en el negocio de la celulosa, junto a incertidumbre en el entorno por las tensiones comerciales y medidas arancelarias, aspectos que se unen al riesgo de ejecución para su estrategia de crecimiento y expansión. En este sentido, se hace una especial mención a la ejecución de su plan de expansión en el segmento de energías renovables, que enfrenta varios riesgos en su desarrollo, como la concesión de licencias por la AAPP, oposición social y mayor competitividad por otros *players* en las zonas donde crecerá el grupo. En caso de producirse retrasos significativos con impacto notable en las cifras dispuestas y analizadas para este plan de renovables, el rating podría verse afectado. Además, aunque la prórroga de la biofábrica de Pontevedra ya está avalada a nivel legal y no se espera ningún cambio, cualquier imprevisto significativo que pueda surgir contrario a la continuidad de esta prórroga, sería objeto de revisión para la calificación.

Por otro lado, tras el reciente anuncio (finales de octubre 2025) del Plan de Eficiencia & Competitividad puesto en marcha por el grupo, desde la Agencia lo hemos considerado como un *one-off* en base a la información dispuesta. Nuestra valoración no incluye recurrencia a largo plazo en el impacto (a nivel de gasto) de este plan a nivel económico, ya que, si fuese así, podría impactar en el rating.

Derivados de todos estos aspectos, un deterioro conjunto y sostenido en el tiempo (valores medios de un ciclo, tanto histórico como proyecciones) de sus niveles de apalancamiento (DFN/EBITDA) por encima de 3x, cobertura de intereses por debajo de 4x y capitalización (PN/DFT Ajustada) inferior al 80%, podría impactar en una rebaja del rating.

## 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/?wpdmld=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](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 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 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

A28212264

CORPORATE

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