



ISSUER RATING
Long term

OUTLOOK
Stable

Initiation date 10/11/2023
Rating Date 22/11/2024

Contacts

Lead analyst
Claudia Berrios
claudia.berrios@ethifinance.com

Committee chair
Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings rebaja la calificación de MaxamCorp Holding S.L, pasando de “BBB-” a “BB+”, manteniendo la tendencia Estable.
- La bajada en la calificación se fundamenta en el deterioro del perfil financiero del grupo respecto a lo estimado el ejercicio anterior, marcado por la menor cobertura de intereses (EBITDA/intereses), junto con la reducción significativa del patrimonio neto tras las operaciones de recompra de acciones y posterior amortización de estas, erosionando por completo los beneficios obtenidos por la venta de la línea de negocio en defensa del año anterior. Desde EthiFinance Ratings, se considera que, desde el punto de vista crediticio, la repartición total de la ganancia obtenida por la venta del negocio de defensa es una estrategia agresiva que ha afectado considerablemente el perfil financiero del grupo, deteriorando el patrimonio neto y los niveles de capitalización del grupo.
- No obstante, el rating asignado se apoya en una compañía que presenta sólidas ventajas competitivas (estructura flexible y tecnología de vanguardia) y una buena diversificación a tres niveles (productos, geografías y clientes). Asimismo, se destaca un nivel de apalancamiento controlado (DFN/EBITDA ajustado de 2,0x y FFO/DFN ajustado cercano al 40% en promedio).
- Por otro lado, la calificación se ve limitada por i) un sector que, a pesar de los favorables fundamentos (oligopolio con elevadas rentabilidades y barreras de entrada), se ve limitado por el alto riesgo ESG; ii) una baja cobertura de intereses (EBITDA/intereses ajustado <6,0x en promedio) y iii) limitado nivel de capitalización medio (PN/DFT ajustado de <15% en promedio).
- Según nuestra metodología, el sector de materiales y químicos presenta un riesgo ESG alto (*sector heatmap score* entre 4 y 5). Esto resulta en una bajada de una categoría en la calificación del sector por consideraciones de ESG relacionadas con la industria. En cuanto al análisis de ESG de la empresa, las políticas del grupo se consideran adecuadas (puntuación ESG entre 1,0 y 1,4), teniendo esto un efecto positivo en la calificación.

Descripción de la Compañía

El Grupo Maxam es una multinacional española dedicada a la fabricación de explosivos civiles, siendo un proveedor de productos y servicios de voladuras con asistencia técnica para las industrias de la minería, obra civil y otras aplicaciones especiales. La empresa cuenta con más de 40 filiales en más de 30 países, y una media de 4.000 empleados. A cierre 2024, la cifra de negocios alcanzó los €1,0bn (-5,4% interanual) con un EBITDA ajustado de €274,2m (margen EBITDA ajustado del 26,5%) y un ratio DFN /EBITDA ajustado de 2,6x.

En el ejercicio finalizado el 31 de agosto de 2024, el ratio de endeudamiento calculado por la propia compañía asciende a 2,22x.

Fundamentos

Perfil de Negocio

Análisis del Sector

- Sector caracterizado por márgenes de rentabilidad elevados, con cierta volatilidad, barreras de entradas significativas y unas perspectivas de crecimiento favorables.**

El sector de materiales, específicamente en la categoría de productos químicos para la fabricación y distribución de explosivos civiles se caracteriza por sus relevantes barreras de entrada principalmente asociadas con el grado de cualificación técnica y el volumen de inversión requerido. El coste de las instalaciones productivas y de almacenamiento de productos explosivos y químicos especializados, así como la infraestructura, maquinaria y tecnología requerida, reducen la entrada de nuevos competidores. Adicionalmente, los requisitos regulatorios se constituyen como una limitación importante, estando las empresas sujetas a estrictas normativas nacionales e internacionales en cuanto a fabricación, almacenamiento, transporte y uso de estos materiales. En términos generales, los grandes grupos ya consolidados operan con economías de escala, reduciendo sus costos operativos y ofreciendo precios más competitivos, lo que también representa una limitante importante para nuevos entrantes dadas las dificultades para igualar estos niveles de eficiencia. Todo ello propicia un entorno donde los grandes grupos son los que dominan la industria, favoreciendo elevados márgenes de rentabilidad (EBIT entre 9% y 13%), con volatilidad relativamente media. Las perspectivas de crecimiento del sector de explosivos civiles son relativamente positivas a medio y largo plazo en base a la demanda creciente en minería, construcción y energías renovables, así como el aumento de la inversión en infraestructura a nivel mundial.

- El sector tiene una exposición a ESG alta.**

La industria de materiales y químicos tiene un riesgo alto en ESG según nuestra metodología (*sector heatmap score* entre 4 y 5) debido a su impacto en el medio ambiente. Esto resulta en una bajada 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). La industria 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. También, los procesos de extracción se ubican principalmente en países emergentes, lo que puede significar vínculos significativos tanto con riesgos de derechos humanos como de corrupción. El impacto en los consumidores es medio, ya que dependen en gran medida de los productos de estas industrias, pero los problemas que los afectan pueden ser muy publicitados y llevar a cambios en las preferencias de los consumidores.

Posicionamiento Competitivo

- **Ventajas competitivas sólidas.**

La sólida infraestructura de producción y red de distribución del Grupo Maxam (+40 filiales en +30 países) y una estructura más flexible (posterior a la venta de la unidad de negocio de defensa) le da a la compañía la capacidad de suministrar productos a nivel global de manera más eficiente y rentable. Las ventajas competitivas del grupo se centran en diseñar y optimizar soluciones de voladura adaptadas a las necesidades específicas de sus clientes y ofrecer soporte técnico especializado. Además, la tecnología diferenciadora (como Rioflex), ha permitido a la empresa asegurar nuevos contratos con sus principales clientes globales, a precios más competitivos y con mejor uso de los recursos, mejorando tanto la seguridad como la eficiencia en sus operaciones. El posicionamiento del grupo en el segmento de fabricación de explosivos, con independencia a la producción de materias primas y al precio de estas, lo sitúa con márgenes de rentabilidad más elevados en comparación con sus principales competidores.

- **Amplia diversificación por tipología de producto, geografías y clientes mitigando la concentración en un único segmento de negocio.**

Maxam se centra únicamente en el segmento de explosivos civiles, esta elevada dependencia se encuentra mitigado por la amplia gama de servicios y productos ofrecidos: 1) explosivos (encartuchados, a granel, etc.) y 2) Sistemas de iniciación (detonadores eléctricos, no eléctricos, cordón detonante y multiplicadores. Además, el grupo destaca por la variedad de aplicaciones (minería, obra civil, sísmicos y otras aplicaciones especiales) así como por la amplia diversificación a nivel de clientes (el top-1 concentra una facturación de 11,8% sobre el total de ingresos en el año 2024). En términos geográficos, se destaca la no concentración en ningún mercado específico, con ventas en más de 60 países. La Unión Europea y África son las principales fuentes de ingresos (32% y 27%, respectivamente), seguido de Latinoamérica (23%). La fuerte diversificación a escala global que mantiene Maxam, le confiere solidez y le permite mitigar los riesgos inherentes a su actividad, como la dependencia de la situación económica y los cambios regulatorios de algún país concreto.

Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Estructura accionarial marcada por la presencia de un fondo de inversión estadounidense.**

El accionariado de Maxam se encuentra controlado por Rhône Capital, un fondo de inversión estadounidense, con el 74,73% del total de las acciones. Rhône Capital cuenta con 45 empresas en portafolio, 27 años de experiencia y un capital levantado de hasta €10bn. El restante 25,27% se encuentra en manos de un grupo de accionistas particulares (técnicos, directivos y asociados). La presencia de un fondo de inversión en el accionariado es un factor limitante en la calificación, dado que esta tipología de accionista presenta reducidas perspectivas de permanencia en el largo plazo, lo cual penaliza la estabilidad en la estructura accionarial y así, el cumplimiento de los objetivos estratégicos implementados.

- **Política financiera marcada por un endeudamiento controlado.**

Se valora positivamente la larga trayectoria y experiencia del equipo directivo en el sector, así como la implantación de medidas de eficiencia enfocadas a mejorar la rentabilidad de la compañía, reduciendo su estructura de costes y desinvirtiendo en mercados y segmentos no rentables. La política financiera del grupo se caracteriza por un endeudamiento controlado (DFN/EBITDA ajustado por debajo de 3,0x en promedio) aunque con un limitado nivel de capitalización consolidado (PN/DFT ajustado por debajo de 15% en promedio) tras la reducción significativa de capital erosionando por completo el resultado extraordinario procedente de la venta de la línea de negocio en defensa del año anterior.

- **ESG positivo a nivel compañía.**

Grupo Maxam tiene una calificación positiva en términos de ESG (puntuación ESG entre 1,0 y 1,4), teniendo esto un efecto positivo en la calificación. Los riesgos relacionados con ESG ya se tienen en cuenta y se gestionan, lo que conduce a una baja probabilidad de que se produzca un impacto en los ingresos, los resultados, los flujos de caja, el valor de los activos o la reputación. Destacan las estrategias a nivel de social y medioambiental, con certificaciones externas parciales (ISO 9001, 45001 y 14001), buen uso de los recursos (energía y agua) y bajos niveles de accidentes

laborales, ausentismo y/o rotación laboral.

Perfil Financiero

Ventas y Rentabilidad

- **Mejora de los márgenes de rentabilidad.**

El grupo alcanzó unas ventas de €1,0bn, un 5,4% por debajo del año anterior, derivado de la evolución del precio del nitrato amónico y la consecuente aplicación de las cláusulas de traspaso de precios a clientes en los principales contratos mineros. Sin embargo, se valora positivamente que, en términos de cartera de proyectos, el grupo incrementó su negocio un 6% motivado mayoritariamente por los nuevos contratos adjudicados en Chile.

El EBITDA alcanzó una cifra récord de €274,2m (+4,2% interanual), con un margen EBITDA del 26,5% (+2,4pp interanual) favorecido por la implementación de medidas de eficiencia operativa ligadas al desarrollo tecnológico y de I+D propios de Maxam, así como el riguroso control de costes y la mejora notable en los niveles de rentabilidad de algunas geografías (Kazajistán, Sudáfrica y Norteamérica por ejemplo). El EBIT alcanzó los €183,9m (+68,5%) con un mg EBIT del 17,8%, +7,8pp vs el año anterior, beneficiado por la disminución de los gastos extraordinarios de personal (€45,9m en 2024 vs €80,9m en 2023), los de reestructuración y de carácter no recurrente (€3,2m en 2024 vs €7,4m en 2023). Se destaca positivamente que Maxam se sitúa con márgenes de rentabilidad más elevados con respecto a sus principales competidores (Orica Mining Services e Incitec Pivot Ltd).

De cara a próximos ejercicios, se estima un mayor volumen de ingresos hasta alcanzar una cifra cercana a los €1,5bn FY 2027, basado en contratos ya adjudicados recientemente. Los niveles de rentabilidad se mantendrían estables tras la consolidación de las eficiencias operativas ya evidenciadas en el 2024.

Endeudamiento y Cobertura

- **Endeudamiento controlado a pesar del deterioro en FY2024.**

El incremento de la deuda financiera neta ajustada en 2024 (+47,5% interanual) responde a la adquisición de nueva financiación con la intención de extender la vida media de la financiación del Grupo Maxam. Se destaca positivamente que la mayor generación en términos de EBITDA ha permitido al grupo mantener un apalancamiento controlado a pesar del deterioro observado (DFN/EBITDA ajustado de 2,6x en 2024, +0,8x vs 2023). Por su parte, la cobertura de intereses disminuyó a 4,9x (2,5x por debajo del reportado en 2023), como consecuencia de mayor volumen de deuda y una exposición al riesgo de tipo de interés. De cara a los próximos ejercicios, el grupo estima mantener los niveles de endeudamiento en niveles controlados (DFN/EBITDA ajustado por debajo de 3,0x en promedio).

Análisis de Flujo de Caja

- **Generación de caja marcado por la recompra de acciones y la adquisición de nueva deuda.**

El Grupo Maxam mantiene una buena capacidad de generación de FFO, situándose en €209,5m en 2024. Lo que, a pesar de movimientos negativos en el *working capital*, llevo al grupo a un CFO de €64,7m. La generación de FCF se mantiene en niveles positivos, situándose en €44,7m. Sin embargo, en el marco de la reducción del capital social del grupo y la amortización de acciones, la empresa completó una segunda recompra de acciones propias por €225m, lo que derivó en un CF generado internamente de -€191,1m. Este déficit fue ampliamente cubierto por la nueva financiación obtenida (variación de deuda de €469,5m), cerrando con una posición de efectivo y equivalentes de €410,1m (+€276,5m vs el ejercicio anterior). Desde EthiFinance Ratings, consideramos que la capacidad de generación de negocio y el mantenimiento de niveles de CAPEX controlados, en base al histórico, permitirían continuar reportando FCFs positivos en los próximos años.

Capitalización

- **Nivel de capitalización negativo a nivel consolidado.**

El patrimonio neto consolidado se situó en cifras negativas de -€44,1m vs €107,4m a cierre 2024. La empresa ha contabilizado diferencias de conversión por -€104,2m (2024) y -€100,9m (2023) lo que reducen el saldo del patrimonio neto consolidado (patrimonio neto de €60,1m en 2024 y €210,3m en 2023 antes de diferencias de conversión). Además, la Junta General de Socios de la Sociedad celebrada el 31 de julio de 2023, acordó reducir el capital social en una cuantía de €68,8m a través de la adquisición de participaciones sociales propias para su posterior amortización. Con fecha 1 de agosto de 2023, el grupo adquirió en autocartera 191.667 participaciones sociales por un importe de €1.150m. En fecha 4 de abril de 2024, se produjo la adquisición de 37.500 participaciones sociales por importe de €225m. Posteriormente, se produjo la citada reducción de capital mediante la amortización de 229.167 participaciones propias. Consecuentemente, la capitalización del grupo a nivel consolidado a cierre del 2024 es negativa, o muy limitada al excluir las diferencias de conversión (5,4% en 2024 y 34,2% en 2023). En las cuentas anuales a cierre 2024 se indica que, a pesar de la reducción mostrada en el patrimonio neto, el mismo no refleja el valor real de los activos al estar registrados a coste histórico, teniendo las inversiones relativas al negocio de 'Civil Explosives' una valoración

muy superior al registrado en libros.

Desde EthiFinance Ratings, consideramos que, de consolidar la estrategia de desapalancamiento progresivo, el grupo podría mostrar una mejora progresiva en el ratio de capitalización (PN/DFT estimado en 30% aproximadamente para el año 2027), si bien, la capitalización actual se valora como muy débil.

Liquidez

- Buen nivel de liquidez y perfil de refinanciación satisfactorio.

Se destaca positivamente que la generación de CFO recurrente (estimado en €180,3m en 2025) junto al elevado saldo de efectivo y equivalentes (€410,1m a cierre 2024), permitirían al Grupo Maxam contar con la liquidez suficiente para afrontar los compromisos financieros exigibles en el corto plazo (€184,9m a cierre 2024). Además, en base al perfil financiero del grupo, desde EthiFinance Ratings se considera que la compañía no tendría problemas para acceder a nuevas fuentes de financiación en caso de necesitarlo.

Modificadores

Controversias

- Maxam mantiene en Rusia cuatro filiales dedicadas exclusivamente al negocio de explosivos civiles, que actúan de forma autónoma, proveyéndose localmente y dando servicio a clientes locales. A 31 de agosto de 2024, la participación de Maxam en estas cuatro compañías ha sido clasificada como mantenida para la venta, por lo que sus activos netos y los resultados aportados al estado de situación financiera consolidada han sido reclasificados a “activos/pasivos mantenidos para la venta” y a “resultados de operaciones discontinuadas”, respectivamente. El grupo considera que tanto los activos netos como los resultados aportados a nivel consolidado no son significativos en el conjunto del Grupo Maxam.

Riesgo País

- Riesgo país controlado. Parte de la facturación de Maxam se genera en países con un riesgo-país considerable (LATAM, Asia y África). No obstante, no se determina ninguna concentración relevante a nivel geográfico en un único país.

Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €. ⁴						
	FY23	FY24	FY25e	FY26e	FY27e	24vs23
Facturación	1.094.817	1.035.656	1.184.000	1.321.000	1.475.000	-5,4%
EBITDA ¹	263.299	274.231	310.208	340.818	377.600	4,2%
Margen EBITDA ¹	24,0%	26,5%	26,2%	25,8%	25,6%	2,4pp
EBIT	109.157	183.900	269.595	295.918	327.709	68,5%
Margen EBIT	10,0%	17,8%	22,8%	22,4%	22,2%	7,8pp
EBT	92.874	137.903	201.428	236.324	279.076	48,5%
Total Activo	1.064.021	1.364.548	1.341.795	1.306.500	1.288.566	28,2%
Patrimonio Neto	107.373	-44.111	37.789	121.942	221.992	-141,1%
Deuda Financiera Total Ajustada ²	614.612	1.119.428	998.173	863.395	728.177	82,1%
Deuda Financiera Neta Ajustada ²	481.008	709.294	675.527	643.348	605.030	47,5%
PN/DFT ³	17,5%	-3,9%	3,8%	14,1%	30,5%	-21,4pp
DFN/EBITDA	1,8x	2,6x	2,2x	1,9x	1,6x	0,8x
FFO	254.124	209.508	203.832	231.487	264.995	-17,6%
FFO/DFN	52,8%	29,5%	30,2%	36,0%	43,8%	-23,3pp
EBITDA/Intereses	7,4x	4,9x	4,6x	5,7x	7,8x	-2,5x

¹EBITDA ajustado por: i) gastos por indemnizaciones por reestructuración y planes de retribución basados en acciones ii) otros gastos no recurrentes, iii) parte proporcional del EBITDA de las sociedades consolidadas por el método de la participación, y iv) otros ingresos de explotación referidos a trabajos realizados sobre el activo. ² Deuda financiera calculada en base a la metodología de EthiFinance Ratings, ajustada principalmente al incluir el efecto de otros pasivos financieros y el factoring sin recurso. La empresa reporta un ratio de endeudamiento de 2,22x a cierre 2024. ³La capitalización del grupo se sitúa en 5,4% en 2024 y 34,2% en 2023 al excluir las diferencias de conversión por -€104,2m (2024) y -€100,9m (2023). ⁴Proyecciones elaboradas por EthiFinance Ratings en base a las indicaciones de ventas y EBITDA enviados por la compañía.

Credit Rating

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

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

La empresa tendría que mostrar una mejora continuada de los niveles ajustados de endeudamiento y cobertura de intereses (DFN /EBITDA por debajo de 1,5x, FFO/DFN superior al 45% y EBITDA/intereses por encima de 7,5x en promedio) y especialmente un incremento de los niveles de capitalización a nivel consolidado (PN/DFT ajustado por encima del 30% en promedio).

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Deterioro de los niveles de endeudamiento y cobertura ajustados (DFN/EBITDA por encima de 2,5x, FFO/DFN por debajo del 30% y EBITDA/intereses por debajo de 5,0x en promedio). Empeoramiento de los niveles de capitalización (PN/DFT ajustado por debajo del 5% en promedio).

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