

ISSUER RATING  
Long termOUTLOOK  
EvolvingInitiation date 26/01/2022  
Rating Date 30/04/2025

## Contacts

### Lead analyst

Luis Mesa García  
luis.mesa@ethifinance.com

### Committee chair

Antonio Madera Del Pozo  
antonio.madera@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Avatel Telecom, S.A. en "BB-", manteniendo la tendencia en Evolving.
- La tendencia otorgada responde a la incertidumbre en el sector, tras la fusión de operadores y posibles nuevas operaciones que puedan afectar al mercado y, fundamentalmente, a la limitada visibilidad relativa a la operación de cambio de control en la que se encuentra inmerso el grupo. En este sentido, en la medida en que dicha transacción se haga efectiva, la calidad crediticia de Avatel se vería favorecida.
- El rating asignado se ve favorecido por una operativa en un sector con sólidos fundamentos, destacando las elevadas barreras de entrada derivadas de las fuertes inversiones en capital y la exigente regulación, así como unas elevadas y estables, en términos generales, rentabilidades operativas. A nivel financiero, destaca el fortalecimiento de su estructura financiera, como resultado de la obtención de subvenciones de capital no reintegrables recibidas por los Planes ÚNICO Banda Ancha y 5G, situándose el ratio de capitalización ajustado (Patrimonio neto ajustado/Deuda financiera total ajustada) en niveles adecuados (54,2% en 2024 y en torno al 73% esperado en 2025).
- Por otra parte, el rating se ve constreñido por una débil estructura de fondos propios si excluimos el ajuste derivado de las subvenciones mencionadas, situándose el patrimonio neto consolidado en valores negativos en 2023 y 2024, cuestión respecto a la cual hace referencia el auditor (párrafo de 'Incertidumbre material relacionada con la Empresa en funcionamiento') en el informe de auditoría de las cuentas anuales consolidadas 2023 y 2024. Asimismo, el grupo muestra una limitada capacidad para generar recursos operativos y resultados finales positivos (pérdidas en 2023 y 2024), resultando, entre otros aspectos, en un reducido ratio FFO/DFN ajustada (7,5% en 2024).
- En línea con nuestra metodología, el sector de las telecomunicaciones presenta un riesgo medio-bajo, en términos de ESG (sector heatmap entre 2 y 2,9), dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

## Descripción de la Compañía

Grupo Avatel desarrolla su actividad en el sector de las telecomunicaciones, posicionado como el quinto operador en España, especializado en llevar cobertura de banda ancha a zonas situadas en pequeñas y medianas poblaciones, mediante el despliegue de fibra óptica propia (FTTH o Fibra hasta el hogar). El grupo concentra su generación de negocio en España, ofreciendo, adicionalmente, servicios de televisión de pago y de telefonía móvil como operador virtual de Telefónica. En el ejercicio 2024, Avatel registró una cifra de negocio de €280,3m (+7,9% YoY) y un EBITDA ajustado de €97,1m (EBITDA recurrente reportado: €150,5m), con un ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado que se situó en 4,5x (DFN reportada/EBITDA recurrente reportado: 4,1x).

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- Sector con elevada concentración y fuerte competencia.**

Sector caracterizado por los siguientes factores: i) elevadas barreras de entrada, teniendo en cuenta el elevado grado de regulación y altos requerimientos de inversión en infraestructura para desarrollar la actividad; ii) elevadas rentabilidades operativas por parte de los players de referencia y limitada volatilidad de los márgenes, considerando su condición de servicio esencial, no obstante, condicionada por factores, como la fuerte competencia y tasas de inflación, entre otros. Adicionalmente, la industria muestra un alto grado de concentración, representando el Top 3 de grupos con mayor cuota de mercado en España (Telefónica, MASORANGE y Vodafone) más de un 80% en lo relativo a banda ancha, existiendo otros operadores, como Digi o Avatel, entre otros, que están mostrando un crecimiento significativo en los últimos años e incrementando los niveles de competencia con políticas de precios más agresivas. En los últimos años, la industria está experimentando una tendencia creciente hacia una mayor concentración, debido a las fusiones realizadas y que podrían llegar entre los distintos operadores. En este ámbito, es destacable la adquisición de MásMóvil por parte de Orange, lo que le coloca como primer operador del sector, con una cuota del 38%, aproximadamente, bajo su nueva denominación MASORANGE.

Por otro lado, el sector se encuentra inmerso en un proceso de modernización y mejora del servicio, siendo uno de los retos principales el desarrollo y despliegue de las redes 5G por todo el territorio nacional. A este respecto, cabe destacar la inversión estatal presupuestada para este fin, con el objetivo de cubrir el 75% de las conexiones nacionales con 5G, en 2025.

Desde EthiFinance Ratings consideramos que, en términos generales, la evolución del sector será, a priori, positiva para los próximos años, no obstante, condicionada por factores, como la mayor digitalización, el favorable desarrollo del 5G, así como por las potenciales nuevas operaciones de M&A, como estrategia de transformación y mayor competencia en el mercado.

- **En línea con nuestra metodología, la industria 'Media and Telecommunication' presenta un riesgo medio-bajo en términos ESG (sector heatmap entre 2 y 3). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.**

El sector tiene un impacto bajo relacionado con el clima, la biodiversidad y el uso de recursos. Además, proporciona infraestructura importante para las comunidades, lo cual se considera positivo. Sin embargo, el sector podría tener un impacto negativo en los consumidores debido al amplio público al que alcanza, lo que hace especialmente importante la responsabilidad de las empresas hacia el público, la calidad de la información y los problemas éticos relacionados.

### Posicionamiento Competitivo

- **Quinto operador del sector, líder en fibra óptica en zonas rurales.**

Avatel muestra un pequeño tamaño en relación con los principales players de la industria, lo que limita su posición competitiva. No obstante, la compañía se sitúa como el quinto operador de telecomunicaciones en España, especializado en servicios de fibra óptica (FTTH), principalmente, en zonas rurales con una población inferior a los 25.000 habitantes o de entre 25.000 y 100.000 habitantes. Cabe mencionar, que en 2021, 2022 y 2023 Avatel fue elegido como uno de los principales adjudicatarios del Plan Único del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital para la extensión de la banda ancha ultra rápida (más de 100 Mbps) en España. En 2023 también recibió la adjudicación de casi el 30% de las ayudas para el Plan ÚNICO-5G Redes Backhaul para impulsar la conexión 5G en zonas rurales.

- **Actividad enfocada en el mercado doméstico, con una diversificación operativa aún limitada aunque en proceso de expansión, gracias a la estrategia de crecimiento inorgánico y la ampliación progresiva de la gama de servicios ofrecidos.**

El grupo se posiciona como proveedor de servicios de banda ancha fija, principalmente, aunque, a su vez, ofrece servicios de banda ancha vía Wimax. En los últimos ejercicios, el grupo ha ido ampliando su offering. La compañía ofrece servicios de telefonía móvil como operador móvil virtual completo (OMV Full), lo que le permite ofrecer tarifas más competitivas gracias al ahorro de costes y gestión directa con sus clientes. Además, desde 2022 completa su oferta, incluyendo el servicio de televisión, a través de la plataforma CLICTV, y, desde 2023, DAZN y Amazon Prime. Si bien el grupo opera únicamente en España, el hecho de estar enfocado en zonas rurales y de baja densidad de población mitiga, en cierta medida, el riesgo de competencia frente a otros operadores.

### Estructura Accionarial y Gobernanza

- **Estructura de propiedad estable en la trayectoria reciente del grupo, que se espera que se vea modificada en el corto plazo.**

A cierre de 2024, la sociedad matriz y accionista único de Avatel Telecom, S.A. es Avant Telecom, S.L. (Avant en adelante), la cual, además de realizar actividades de holding, ofrece servicios avanzados de telecomunicaciones en el sector mayorista. El capital social de Avant Telecom está compuesto, al 50%, por D. Jorge Gómez Jiménez, a través de la sociedad Drako, S.L., y, al 50%, por la sociedad Tizona Inversiones Sur, S.L., la cual, a su vez, está controlada, al 50%, por las sociedades Retama Telecom, S.L., cuyo socio único es D. José Ignacio Aguirre Álvarez, y Vaiia Kapital, S.L.U., cuyo socio único es D. José Luis Rodríguez Arguiz. La gestión del grupo recae, principalmente, en los accionistas. El Presidente del grupo es D. Víctor Rodríguez Filgueira, el accionista D. Jorge Gómez Jiménez ejerce de Vicepresidente y D. José Ignacio Aguirre Álvarez de Consejero Delegado. Dada la naturaleza del accionariado, la capacidad de aportar capital para el crecimiento del grupo o en caso de necesidad de financiación adicional, es limitada. No obstante, cabe mencionar la operación de cambio de control en que, actualmente, está inmerso el grupo y que espera que concluya antes del fin del primer semestre de 2025. Tras el acuerdo alcanzado con un grupo inversor en octubre de 2024, esta operación implicaría la retención, por parte de D. Víctor Rodríguez del 51,5% del capital y dicho grupo pasaría a ostentar el restante 48,5%. En este aspecto, cabe destacar el compromiso adquirido por el potencial socio inversor de reforzar la estructura patrimonial de la compañía, a través de una inyección de capital aproximada de €60,4m, aproximadamente.

- **Política financiera condicionada, en gran medida, por la estrategia de crecimiento inorgánico implementada.**

En su trayectoria reciente, Avatel ha llevado a cabo una política expansiva, mediante la adquisición de operadores locales (más de 180 adquisiciones hasta diciembre de 2024). Además de la estrategia de crecimiento, vía adquisiciones, que explica el alto apalancamiento registrado por Avatel, el grupo mantiene una estrategia de crecimiento orgánico, basada en la incorporación de nuevas tarifas y servicios que permita incrementar la facturación y resultados del grupo, así como la fidelización de clientes.

Cabe destacar el desafío inherente a estas operaciones, dado el elevado volumen de operadores y la complejidad de integrar todas las operaciones, sistemas, personas y gestión de las mismas en un corto periodo de tiempo; así como a la dispersión geográfica. No obstante, la amplia experiencia adquirida en los procesos de negociación e integración por parte de los gestores del grupo, así como la estrategia de integración y equipos de trabajo dentro de Avatel, posibilita la minimización gradual de este riesgo, no descartándose, por otra parte, el hecho de que alguno de los riesgos y contingencias asociados a las operaciones corporativas pueda materializarse.

La potencial entrada del nuevo inversor, se espera que derive en una reducción de los niveles de apalancamiento, entre otros factores, cuestión que se considera positiva, en términos de política financiera.

- **Neutra política ESG.**

Atendiendo a los datos ESG analizados, desde EthiFinance Ratings se valoran las políticas ESG de Avatel Telecom como neutras (ESG score del grupo entre 1,5 y 3,5). Como resultado, el rating del grupo no se ve afectado por este driver.

## Perfil Financiero

### Ventas y Rentabilidad

- **Rentabilidades condicionadas por las medidas de eficiencia establecidas y el fuerte proceso de crecimiento orgánico.**

La compañía mostró una favorable evolución en su actividad en el último ejercicio, con una facturación que ascendió a €280,3m, a cierre de 2024 (+7,9% vs 2023). Adicionalmente, el grupo registró un ingreso de €62,6m (€55,9m en 2023), en concepto de trabajos realizados por el grupo para su activo, así como por el acuerdo de comercialización de servicios de la gestión comercial. Por otra parte, los resultados operativos se vieron penalizados, en gran medida, por una serie de impactos no recurrentes, asociados, principalmente, al plan de retención del personal clave, provisiones relativas a determinados contratos, indemnizaciones por despido y gastos de personal afectado por el ERE aplicado en 2024, que afectó a unos 674 empleados. Ello resultó en un EBIT en valores negativos en 2024 (-€2,6m vs €20,3m en 2023).

Adicionalmente, se observó una corrección en el margen EBITDA ajustado en el último ejercicio (34,7% vs 36,3% en 2023), no obstante, situándose en niveles relativamente estables respecto al ejercicio anterior.

Desde la compañía se espera una positiva evolución de la facturación y márgenes en el corto plazo, favorecidos por una estructura de gastos más ligera, fundamentalmente, en lo relativo al personal.

### Endeudamiento y Cobertura

- **Apalancamiento en niveles relativamente elevados, condicionado por el fuerte proceso de expansión inorgánica.**

Como consecuencia de las numerosas adquisiciones de operadores locales realizadas en los últimos ejercicios, Avatel muestra unos elevados niveles de apalancamiento. Tras la notable reducción de la DFN reportada en 2023, que se vio beneficiada por el significativo fortalecimiento de la posición de caja, esta se situó en €619,2m, a diciembre de 2024 (+3,8% YoY). Si se excluye el valor presente de la PUT option incluida en el acuerdo con Elanta, cuyo ejercicio sólo depende de Avatel, e importes relativos a otros pasivos financieros (retenciones compra de operadores y proveedores de capex tv, principalmente), la deuda financiera neta ajustada se situaría en €436,3m (€401,0m en 2023). En cualquier caso, el ratio DFN ajustada/EBITDA ajustado muestra valores relativamente elevados, a cierre de 2024 (4,5x vs 4,3x en 2023). Si se considera la DFN reportada y el EBITDA recurrente reportado, este indicador se situaría en 4,1x en 2024 (4,6x en 2023).

Dentro de la composición de la deuda financiera de la compañía, cabe mencionar la existencia de un préstamo sindicado (vencimiento en 2026), con un saldo vivo de €105,7m, a cierre de 2024 (€8,8m con vencimiento en 2025 y €85,2m en 2026), respecto al cual la compañía ha firmado recientemente, en octubre de 2024, un acuerdo de A&E (Amendment & Extension) que permitirá dotar de mayor estabilidad en el corto plazo al calendario de vencimientos de deuda (nuevo vencimiento en 2028).

Respecto al ratio de cobertura de intereses vía EBITDA (EBITDA ajustado/Intereses), este registra valores reducidos (1,9x en 2024 vs 2,0x en 2023), pese a la ligera mejora mostrada en el último ejercicio.

Desde Avatel se espera una mejora en los principales ratios de cobertura y endeudamiento en el corto plazo, determinada por la progresiva integración de las adquisiciones llevadas a cabo recientemente, unido a una reducción de los niveles de apalancamiento.

### Análisis de Flujo de Caja

- **Generación de flujo de caja libre penalizada por los elevados requerimientos de inversión asociados a la política de adquisiciones del grupo.**

Si bien la compañía ha generado flujos de caja procedentes de sus operaciones positivos en los últimos ejercicios (FFO de €46,3m en 2023 y €32,7m en 2024), los altos niveles de inversión (€221,5m en 2023 y €77,1m en 2024), relativos a la compra de sociedades y el despliegue de redes de fibra, principalmente, han condicionado la generación de flujo de caja libre, que ha registrado valores negativos (-€63,1m en 2023 y -€43,2m en 2024). Tras haberse visto favorecida la generación de caja en 2023 (+€69,2m vs 2022) por el acceso a subvenciones correspondientes a la adjudicación de los Planes ÚNICO Banda Ancha y ÚNICO 5G redes Backhaul (€194m), los menores importes recibidos en concepto de subvenciones (€61,8m) penalizaron la capacidad de generación de caja de Avatel (-€65,0m vs 2023), a pesar del acceso a financiación (€118,7M), teniendo en cuenta los elevados compromisos financieros anuales (-€202,4m en 2024; -€222,8m en 2023), situándose la posición de caja en €4,3m, a diciembre de 2024 (€69,2m en 2023).

No obstante, pese a la elevadas inversiones previstas, asociadas al despliegue de redes (Plan ÚNICO), los fondos esperados procedentes de la venta de activos, entre otros, se espera que permitan un sustancial fortalecimiento de la posición de caja del grupo en el corto plazo.

### Capitalización

- **Baja capitalización debido a la naturaleza de su accionariado, que, no obstante, se ve reforzada por la obtención de subvenciones públicas no reintegrables.**

La autonomía financiera de la compañía se mantiene debilitada desde que en 2019 salió el accionista Andorra Telecom y se distribuyeron dividendos por €63m. Sus accionistas actuales cuentan con una capacidad limitada para aportar capital, lo que, unido a un endeudamiento del grupo y las pérdidas registradas en los últimos ejercicios (-€22,1m en 2023 y -€42,9m en 2024), derivaron en un patrimonio neto contable en valores negativos (-€3,4m en 2023 y -€54,3m en 2024).

Sin embargo, dado el carácter no reintegrable de las subvenciones de capital recibidas, a raíz de la adjudicación del Plan ÚNICO Banda Ancha en 2021, 2022 y 2023 y del Plan Único 5G de 2023 (importes totales en subvenciones: €291,5m en 2023 y €292,9m en 2024), la estructura patrimonial de la compañía se ve notablemente reforzada, con un ratio de capitalización (PN ajustado/DFT ajustada) situado en 54,2%, a cierre de 2024, valores que consideramos adecuados. Cabe señalar, que, en el caso de que existan desviaciones a la baja respecto al grado de cumplimiento de los hitos asociados a los planes adjudicados, el saldo relativo a las correspondientes subvenciones se podría ver afectado y, consecuentemente, el ratio de capitalización ajustado.

Se espera que, en la medida en que el proceso de entrada del nuevo accionista concluya con éxito, el ratio de capitalización experimente una importante mejora en el corto plazo.

### Liquidez

- **Buena liquidez.**

Avatel reporta unos orígenes de fondos (caja, activos líquidos, líneas de crédito por disponer y FFO esperado a corto-medio plazo), que le permite hacer frente a sus compromisos de pago (principalmente, deuda y capex) durante los próximos dos años, derivando en una calificación de la liquidez del grupo, como elevada. Este aspecto, a pesar de contar con un perfil de refinanciación que se entiende como débil, deriva en una calificación de la liquidez como Buena. Sin embargo, en la medida en que no se cumpla parte de los hitos esperados en el corto plazo por Avatel (cambio de control y venta de activos, principalmente), la liquidez de la compañía se podría ver comprometida, teniendo en cuenta el notable drenaje de la posición de caja experimentado en el último ejercicio.

### Modificadores

#### Controversias

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

#### Riesgo País

- **No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante al concentrar su operativa en España.**

## Principales Magnitudes Financieras

| Principales magnitudes financieras <sup>(1)</sup> . Miles de €.      |           |           |           |         |
|--|-----------|-----------|-----------|---------|
|  | 2022      | 2023      | 2024      | 24vs23  |
| Facturación  | 265.228   | 259.688   | 280.287   | 7,9%    |
| EBITDA ajustado <sup>(2)</sup>                                       | 91.797    | 94.212    | 97.139    | 3,1%    |
| Margen EBITDA ajustado <sup>(2)</sup>                                | 34,6%     | 36,3%     | 34,7%     | -1,6pp  |
| EBITDA recurrente reportado  | 109.560   | 129.695   | 150.460   | 16,0%   |
| Margen EBITDA recurrente reportado                                   | 41,3%     | 49,9%     | 53,7%     | 3,7pp   |
| EBIT   | 41.695    | 20.340    | -2.630    | -112,9% |
| Margen EBIT  | 15,7%     | 7,8%      | -0,9%     | -8,8pp  |
| EBT  | 2.883     | -26.902   | -61.929   | -130,2% |
| Total Activo   | 1.054.702 | 1.264.192 | 1.168.622 | -7,6%   |
| Patrimonio neto contable   | 22.305    | -3.430    | -54.258   | -       |
| Patrimonio Neto ajustado <sup>(3)</sup>                              | 120.009   | 288.081   | 238.604   | -17,2%  |
| Deuda Financiera Total reportada                                     | 720.378   | 666.045   | 623.490   | -6,4%   |
| Deuda Financiera Neta reportada                                      | 694.636   | 596.824   | 619.217   | 3,8%    |
| Deuda Financiera Total ajustada <sup>(4)</sup>                       | 547.529   | 470.228   | 440.592   | -6,3%   |
| Deuda Financiera Neta ajustada <sup>(4)</sup>                        | 521.787   | 401.007   | 436.319   | 8,8%    |
| Patrimonio neto ajustado <sup>(3)</sup> /DFT reportada               | 16,7%     | 43,3%     | 38,3%     | -5,0pp  |
| Patrimonio neto ajustado <sup>(3)</sup> /DFT ajustada <sup>(4)</sup> | 21,9%     | 61,3%     | 54,2%     | -7,1pp  |
| DFN ajustada <sup>(4)</sup> /EBITDA ajustado <sup>(2)</sup>          | 5,7x      | 4,3x      | 4,5x      | 0,2x    |
| DFN reportada/EBITDA recurrente reportado                            | 6,3x      | 4,6x      | 4,1x      | -0,5x   |
| FFO/DFN ajustada <sup>(4)</sup>                                      | 10,3%     | 11,5%     | 7,5%      | -4,0pp  |
| EBITDA ajustado <sup>(2)</sup> /Intereses                            | 1,9x      | 2,0x      | 1,9x      | -0,1x   |

<sup>(1)</sup> Magnitudes basadas en los EEFF auditados bajo normativa IFRS. <sup>(2)</sup> No incluye indemnizaciones por despido y otras provisiones, de acuerdo con nuestra metodología. <sup>(3)</sup> Incluye subvenciones de capital no reintegrables. <sup>(4)</sup> No incluye el valor de la PUT relativo al contrato con Elanta, ni otros pasivos financieros (retenciones compra de operadores y proveedores capex tv, principalmente).

## Credit Rating

| Credit Rating               |             |
|-----------------------------|-------------|
| <b>Perfil Negocio</b>       | <b>BBB-</b> |
| Análisis Sectorial          | A           |
| Ajuste ESG                  | No          |
| Posicionamiento Competitivo | B+          |
| Gobernanza                  | B+          |
| <b>Perfil Financiero</b>    | <b>B</b>    |
| Cash flow y endeudamiento   | B-          |
| Capitalización              | BB-         |
| ESG Compañía                | Neutro      |
| <b>Anchor Rating</b>        | <b>BB-</b>  |
| Modificadores               | No          |
| <b>Rating</b>               | <b>BB-</b>  |

## Análisis Sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑)**

Mejora de los márgenes, en línea con el sector (margen EBIT medio del sector: en torno al 17%) y reducción del apalancamiento (DFN ajustada/EBITDA ajustado promedio de referencia: < 2,5x). Adicionalmente, mejora de ratios financieros, como el FFO/DFN ajustada (valor de referencia promedio aproximado: > 20%) y el EBITDA ajustado/Intereses (valor de referencia promedio aproximado: > 4,5x). Asimismo, otros de los principales drivers sería una mejora de aspectos cualitativos, como una ganancia en tamaño respecto a los principales players del sector.

- **Factores negativos (↓)**

No consecución de manera exitosa del proceso de entrada del nuevo accionista y, por tanto, no materialización de determinados hitos aparejados, como el A&E del préstamo sindicado, lo que incidiría negativamente en la liquidez del grupo. Adicionalmente, el deterioro de ratios financieros, como el DFN ajustada/EBITDA ajustado (valor promedio de referencia del ratio: > 6,5x) y el ratio de capitalización ajustado (valor promedio de referencia: < 30%).

## 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](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 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](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