

First rating date: 08/07/2022

Review date: 07/07/2023

Contactos

Director Structured Finance & FIG

Claudio Bustamante, CFA
 claudio.bustamante@ethifinance.com

Senior Associate

Brianda Paulina Torres
 brianda.torres@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez
 guillermo.cruz@ethifinance.com

Contenido

1. Características del Colateral.....	8
1.1 Descripción del Colateral	8
1.2 Distribución de los Inmuebles ..	10
1.3 Distribución de los Clientes.....	11
2. Análisis Cuantitativo	12
2.1 Análisis de Probabilidad de Incumplimiento	12
2.2 Análisis de Flujo de Efectivo....	13
3. Análisis Cualitativo	14
3.1 Matriz de Riesgos.....	14
4. Novaciones a la Escritura.....	16
4.1 Periodo de Cesión.....	17
4.2 Precio de Cesión de los Derechos de Crédito	17
4.3 Supuestos de Liquidación	17
4.4 Aportaciones.....	17
4.5 Redondeo de Emisión	18
4.6 Tipo de Interés Ordinario de los Bonos	18
4.7 Bonos Adicionales	18
4.8 Cuentas del Fondo	19
4.9 Recursos Disponibles.....	20
5. Análisis del Cedente.....	20

Rating Action

EthiFinance Ratings (“EthiFinance” o la “Agencia”) afirma la calificación de “BBB-” a los Bonos emitidos por el Compartimento Primero del Fondo.

Resumen Ejecutivo

Pensium ESG I, FT (el “Fondo” o el “FT”), es un vehículo constituido bajo la legislación española, con un patrimonio separado, de carácter abierto por el activo y por el pasivo. El Fondo está compuesto por “Compartimentos” separados y donde cada uno de ellos está destinado a la agrupación de Derechos de Crédito que sean adquiridos por el Fondo en momentos sucesivos. El activo subyacente del Fondo está compuesto de Contratos de Crédito cedidos al Fondo por Pensium Direct S.L. (el “Cedente” o “Pensium”), estos Contratos de Crédito tienen un Derecho Real de Anticresis inscrito en el Registro de la Propiedad celebrado entre Pensium y los Clientes, sin embargo, la cesión de este Derecho de Anticresis al Fondo no se inscribe y por tanto no se perfecciona.

Los Créditos se otorgan a los Clientes con grado de dependencia II o III, cuya financiación será destinada al pago de residencias privadas o al cuidado y asistencia, siempre y cuando el Cliente posea una vivienda y permita a Pensium alquilarla, donde la mensualidad de alquiler recibida será empleada para la aportación de pagos al crédito. El vencimiento final del Fondo será en el 2064, y cada Compartamiento emitido tendrá un Periodo de Cesión máximo de 78 meses.

Clase	Importe Máximo del Fondo (todos los Compartimentos)	Saldo Vivo de los Bonos (jun. 2023)	Rating	Tipo de Interés	Subyacente
Compartimento Primero	Hasta 200.000.000€	2.100.000 €	BBB-	4,75% Fijo Anual	Contratos de Crédito

Fundamentos

- **A finales de junio de 2023 el Fondo cuenta con una cartera de Derechos de Crédito con un valor nominal de 2.139.026€.** En la última Fecha de Cesión se cedieron al Fondo Derechos de Crédito con un nominal de 1.946.339€, los cuales fueron cedidos con un descuento de 7,89% sobre su valor nominal.
- **El modelo de flujo muestra que el Compartimento Primero soporta un incumplimiento de 37,40%.** Dicho nivel de incumplimiento se encuentra dentro los límites adecuados establecidos en el Análisis de Probabilidad de Incumplimiento realizado por EthiFinance Ratings.
- **En noviembre de 2022 se realizó la primera novación a la Escritura, donde uno de los principales cambios fue la modificación del Precio de Cesión de los Derechos de Crédito.** La nueva definición añade a la definición original, un descuento adicional en el precio de adquisición el cual es equivalente al nivel requerido del Fondo de Reserva y de los gastos previstos en los apartados (i) y (ii) del Orden de Prelación de Pagos que quedase pendiente de pago por falta de Recursos Disponibles en la Fecha de Pago. El principal objetivo de este cambio es garantizar que, durante el Periodo de Cesión, el Fondo cuente con los recursos necesarios para hacer frente a sus principales obligaciones financieras. La eficacia de este descuento adicional en el Precio de Cesión, depende

de que se realicen emisiones de Bonos Adicionales.

- **En la novación realizada a la Escritura en junio de 2023 uno de los principales cambios a la modificación es la definición de Recursos Disponibles.** El cambio más relevante dentro de este apartado se hace al punto “i”, el cual pasa de considerar todos los cobros recibidos de los Derechos de Crédito como Recursos Disponibles a solamente considerar a los cobros recibidos en concepto de intereses, los cobros recibidos en concepto de principal ahora son transferidos a la Reserva de Compras. El objetivo de este cambio es garantizar un uso más eficiente de los recursos del Fondo y asegurar la estabilidad patrimonial del Fondo.
- **El Compartimento Primero tiene una ratio de Derechos de Crédito a Bonos de 1,02x o, lo que es equivalente, un porcentaje de sobrecolateralización de 1,86%.** Este porcentaje de sobrecolateralización, en conjunto con el Tipo de Interés medio de los Derechos de Crédito (6,43%), actualmente no es suficiente para cubrir los puntos i, ii, iii y iv del Orden de Prelación de Pagos. Para mitigar el riesgo de impago de los puntos i y ii, el Compartimento cuenta con un Fondo de Reserva. Además, el cambio realizado al Precio de Cesión también busca mitigar el riesgo de impago de los puntos i y ii, durante el Periodo de Cesión. Se espera que esta ratio vaya aumentando paulatinamente conforme se cedan más Derechos de Crédito al Compartimento.
- **Se ha incrementado el Tipo de Interés Ordinario devengado por los Bonos del Compartimento Primero a 4,75% nominal anual.** El tipo de interés devengado por los Bonos del Compartimento Primero se ha aumentado en 175pb, pasando de 3,0% a 4,75% nominal anual. Este cambio afecta a todos los Bonos del compartimento, tanto a los iniciales como a los adicionales.
- **Inscripción del Derecho Real de Anticresis en el Registro de la Propiedad celebrado entre el Cedente y el Cliente. Cada Contrato de Crédito cuenta con un Derecho Real de Anticresis.** Sin embargo, el beneficio registral de este derecho es el Cedente y no el Fondo, por lo que el único que puede celebrar contratos de arrendamiento es el Cedente. Para mitigar el riesgo de que el Cedente no pueda celebrar nuevos contratos de arrendamiento, debido a que se encuentre en concurso de acreedores, la Escritura establece que se sustituirá al Cedente como administrador, y que la Sociedad Gestora procederá a elevar a público la cesión del Derecho de Anticresis y a modificar el beneficiario en el Registro Público.

Asimismo, hay que destacar que el Derecho de Anticresis no tiene un vencimiento definido, y que además es posible que el acreedor venda el inmueble para cubrir el pago de principal. Sin embargo, el Cedente se ha obligado, a no gozar del Derecho de Anticresis por un plazo mayor a 30 años y ha rechazado la posibilidad de venta del inmueble, por lo que si al cabo de estos 30 años, el crédito no ha sido pagado en su totalidad, el Cedente o el Fondo no podrán reclamar el saldo nominal pendiente.
- **Alta dependencia operativa a Pensium dado que cuenta con un limitado historial de operaciones.** El *track-record* de Pensium es limitado lo cual tiene cierto riesgo dada la dependencia del Fondo a este para llevar a cabo todas las funciones como reforma de vivienda, formalización de los contratos de alquiler, contratación de pólizas e inscripción del Derecho de Anticresis. Sin embargo, se contempla la

posibilidad de que exista un administrador sustituto en caso de ser necesario.

- **Se establece, en Escritura de Constitución del Fondo, una cláusula de compromiso de suscripción adicional.** Con el fin de llevar a cabo las emisiones de los Bonos y la cesión de los Derechos de Crédito Adicionales al Fondo, deberán existir previamente compromisos de suscripción adicionales de inversores institucionales o cualificados de recomendada solvencia por un importe del total de los compromisos asumidos por Pensium frente a los créditos que se cederán al Fondo. A efectos aclaratorios, la Entidad Colocadora no incurrirá en responsabilidad por no conseguir suscriptores para los Bonos Adicionales.
- **Todas las propiedades que son alquiladas cuentan con un Seguro de alquiler, lo cual reduce la probabilidad de incumplimiento.** Para cada Contrato de Crédito existe una póliza de seguro que cubre el impago de alquiler durante un plazo de 12 meses, celebrado entre Divina Pastora y el Cedente. Este seguro garantizará el incumplimiento de hasta 12 mensualidades de alquiler y, en el caso de ser necesario, la Aseguradora se hará cargo de realizar el proceso de desahucio. Divina Pastora tiene una calificación crediticia de BBB+ realizada por EthiFinance Ratings el 27 de septiembre de 2022.
- **La Sociedad Gestora, en nombre y representación del Fondo, ha solicitado la incorporación a negociación en el MARF de los todos los Bonos emitidos.** Originalmente en la Escritura de Constitución del Fondo, se estableció como fecha límite para realizar esta incorporación el 31 de diciembre de 2022, pero en la novación a la Escritura en el mes de noviembre de 2022 se modificó la fecha límite al 30 de junio de 2023.

Análisis de Sensibilidad

Factores que pudieran (individual o conjuntamente) impactar en el rating

- **Factores positivos (↑).**

La cesión del Derecho de Anticresis al Fondo, lo cual se consideraría como una garantía real efectivamente cedida al FT, podría tener un impacto positivo en la calificación.

- **Factores negativos (↓).**

Deterioro en la calificación actual de Divina Pastora lo que podría impactar en la recuperación de recursos provenientes de la indemnización. Que se produzca un evento de Alerta de Administración, de acuerdo a lo estipulado en la Escritura, que no sea subsanado a tiempo por el Administrador. Por último, un deterioro generalizado en la probabilidad de incumplimiento real de la cartera originada por el Cedente, o una razón baja de ocupación de los inmuebles.

Descripción de la Transacción

El Fondo de Titulización por Compartimentos está abierto tanto por el activo como por el pasivo. El patrimonio del Fondo, se divide en compartimentos independientes, con cargo a los cuales se emitirán Bonos los cuales tendrán idénticas características y derechos, independientemente de su fecha de emisión. Cada compartimento estará destinado a la agrupación de Derechos de Crédito que sean adquiridos por el Fondo, en momentos sucesivos. El importe nominal máximo conjunto de emisión para todos los Compartimentos será de 200.000.000€. A finales de junio de 2023 el Compartimento Primero del Fondo había emitido un total de 21 Bonos, con un nominal de 2.100.000€, los cuales se han utilizado para comprar Derechos de Crédito con un valor nominal dispuesto de 2.139.026€ y un valor nominal concedido máximo de 4.439.460€.

Los bonos tienen como objeto financiar los Contratos de Crédito entre Pensium y el Cliente, para facilitar el acceso a personas dependientes de la tercera edad a residencias privadas o para cubrir los gastos de asistencia profesional en casa de familiares o allegados, más los gastos de adecuación de la vivienda del prestatario para su posterior alquiler. En garantía de los Contratos de Crédito, los Clientes y/o sus familiares, otorgan garantías reales de Anticresis debidamente inscritas en el correspondiente Registro de Propiedad, en virtud de las cuales, el Cedente adquiere el derecho a percibir los frutos inmuebles; este alquiler mensual será aplicado al pago de los intereses y al capital del crédito otorgado al Cliente.

Principales Magnitudes	
Emisor	Pensium ESG I, Fondo de Titulización
Finalidad	Financiación y Liquidez
Tipología del Fondo	Abierto por activo y por el pasivo
Tipo de Activos	Préstamos
Proveedor de Servicios de Administración	Pensium , S.L.
Valor Nominal de los Bonos (jul. 2023)	2.100.000 €
Valor Nominal de los Derechos de Crédito (jul. 2023)	2.139.026 €
Fecha de Constitución	junio 2022
Fecha de Vencimiento Final	junio 2064
Fecha de Vencimiento Legal	junio 2066
Periodo de Cesión	El Periodo de Cesión durará como máximo 78 meses
Periodo de Amortización	30 años a partir de la finalización del Periodo de Cesión
Método de Amortización	Pass-through
Frecuencia de Pago de Intereses	Semestralmente
Mercado de Cotización	MARF

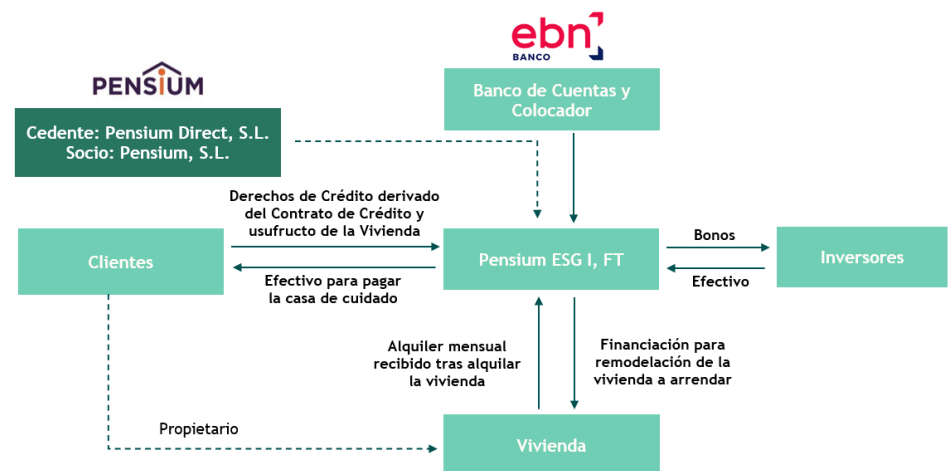
Fuente: Información proporcionada por EBN.

Participantes

Participantes	
Originador y Entidad Cedente	Pensium Direct, S.L.
Socio	Pensium, S.L.
Proveedor de Servicio de Administración	Pensium, S.L.
Estructurador	EBN Banco de Negocios, S.A.
Gestora de Titulización	EBN Titulización S.A.U., S.G.F.T.
Agente de Pagos	EBN Banco de Negocios, S.A.
Banco de Cuentas	EBN Banco de Negocios, S.A.
Abogados	Gómez-Acebo & Pombo Abogados, S.L.P.
Auditores	KPMG

Fuentes: Termsheet of the Transaction.

Diagrama de la Operación



Fuente: Información proporcionada por EBN.

Descripción de la Aseguradora

Todas las viviendas alquiladas de donde se obtiene el flujo utilizado para el pago de los Contratos de Crédito cuentan con un seguro de garantía de alquiler. La compañía aseguradora que provee dicho seguro es Divina Pastora. El 27 de septiembre de 2022, EthiFinance Ratings afirmó la calificación de BBB+ con tendencia estable para Divina Pastora Seguros, Mutua de Seguros (en adelante, "Divina Pastora Seguros").

La calificación de crédito se fundamenta en la sobresaliente capitalización del grupo, el nulo endeudamiento financiero y el perfil conservador en sus inversiones financieras. Asimismo, se valora positivamente su presencia en múltiples ramos de seguro con dinámicas diferencias.

Por el contrario, la calificación está limitada por la reducida dimensión de la Entidad, la concentración de sus ingresos en el mercado español y el contexto de tipos de interés que perjudica al sector asegurador especialmente al seguro de vida.

Descripción del Cedente

Pensium Direct, S.L. (el “Cedente”) es una sociedad dedicada a conceder créditos con aportaciones periódicas a personas mayores con dependencia de Grado II y III con inmuebles en su propiedad con el objetivo de facilitar cuidados asistenciales en el domicilio de un familiar o en residencias privadas para personas de la tercera edad. Si la edad del cliente es igual o superior a 70 años, el grado de dependencia podrá estar reconocido según i) el procedimiento establecido en la Ley 39/2006 de Promoción de la Autonomía Personal y Atención a las personas en situación de dependencia, ii) Test de Barthel o iii) acreditado por un informe médico; en caso de que el cliente sea menor a 70 años, el grado de dependencia deberá reconocerse por el procedimiento de la Ley 39/2006.

Descripción del Subyacente

El subyacente de la transacción, será el 100% de los Contratos de Crédito cedidos parte de Pensium Direct. Estos Contratos de Crédito estarán respaldados por un Derecho Real de Anticresis celebrado entre Pensium y el Cliente el cual está inscrito en el Registro de Propiedad, sin embargo, la cesión del Derecho de Anticresis al Fondo no ha sido inscrita, por lo que no es oponible frente a terceros.

Cabe destacar que los Contratos de Crédito, se otorgan al Cliente por un importe máximo mensual de hasta dos veces el alquiler mensual estimado para la vivienda (más una disposición que incluye comisiones, impuestos y gastos de adecuación de la vivienda) con un plazo de disposición máximo de 10 años (inicialmente 5 años con posibilidad de ampliarse 5 años más).

Adicionalmente, todos los contratos de crédito cuentan con un seguro de alquiler por Divina Pastora, el cual cubre el máximo de hasta 12 cuotas mensuales de alquiler.

A manera de ejemplo a continuación se muestran las distintas cifras de una operación hipotética:

- Desembolso Inicial: $7.000€ + 4.825€ + (720€ \times 2 \times 6) = 20.915€$
 - Costes de adecuación de la vivienda: 7.000€
 - Costes de Formalización: 4.825€ (impuestos AJD, gastos de notaría, comisión de estudio de Pensium)
 - Costes de inscripción del Registro: 450€
 - Alquiler esperado: 720€
 - Contribución a la casa de asistencia: máximo 2 veces el alquiler esperado (la duración máxima de las aportaciones son 10 años). Inicialmente se desembolsan 6 meses de aportaciones.
- Disposiciones Mensuales
 - Aportación a la casa de asistencia: 1.440€
 - (-) Alquiler: 720€
 - (+) Intereses sobre el saldo inicial (5,70% anual): 99,3€
 - (+) Costes de gestión (5% del importe mensual de alquiler): 36€
- Saldo de Crédito a finales del primer mes:
 - $20.915€ + 1.440€ - 720€ + 99.3€ + 36€ = 21.770€$

- El máximo del crédito en este escenario sería:
 - $(720\text{€} \times 2 \text{ veces} \times 120 \text{ meses}) = 172.800\text{€}$

Una vez fallecido el Cliente, la amortización de los Derechos de Crédito puede acontecer ya sea por una cancelación anticipada por parte de los herederos del inmueble o derivada del alquiler de la propiedad hasta la amortización total del crédito. En ambos casos, una vez el Derecho de Crédito ha sido amortizado en su totalidad, la Garantía Real de Anticresis es liberada.

Cambios Legislativos

En la disposición adicional décimo tercera de la Ley 31/2022, de 23 de diciembre, se establece que los créditos inmobiliarios a personas que tengan declarado administrativamente un grado de dependencia de acuerdo con la Ley 39/2006, de 14 de diciembre, de Promoción de la Autonomía Personal y Atención a las personas en situación de dependencia, que tengan como garantía un derecho real de anticresis, cuyo importe se destine, principalmente, a financiar los costes de los cuidados de una persona dependiente, y que la vivienda garante vaya destinada al mercado de alquiler (condiciones que cumplen los Contratos de Crédito con un Cliente con grado de dependencia reconocido por el procedimiento establecido en la Ley 39/2006) tendrán el mismo tratamiento que la hipoteca inversa con respecto al impuesto sobre actos jurídicos documentales, aranceles notariales y registrales. Dichos impuestos están regulados bajo los términos establecidos por la disposición adicional primera de la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, en la que se establece la norma tributaria para, entre otras cosas, las hipotecas inversas.

Debido a este cambio en la legislación, los Contratos de Crédito objeto de esta operación gozan de una reducción en los Costes de Formalización (exención de IAJD, reducción del 90% en aranceles registrales y tratamiento de documento sin cuantía en aranceles notariales) y, por tanto, en la Disposición Inicial de los mismos.

1. Características del Colateral

1.1 Descripción del Colateral

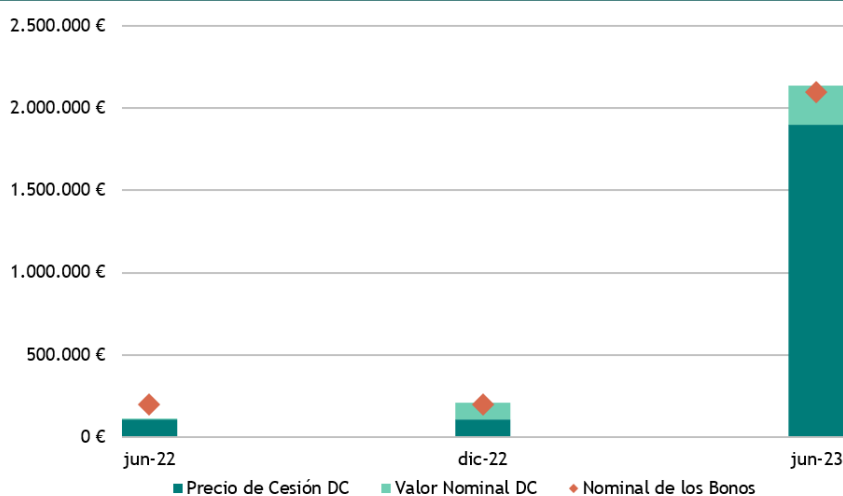
Los Contratos de Crédito han sido suscritos entre el Cedente y diversos Clientes, con motivo de la concesión de un Crédito para que el Cliente pueda acceder a una residencia privada de la tercera edad o hacer frente al pago de los servicios asistenciales a la dependencia en un inmueble distinto del otorgado en garantía, en donde la edad de los clientes ronda entre los 58 a los 99 años. Los Contratos de Crédito tienen un periodo de disposición máximo de 5 años, que podrá extenderse otros 5 años, siendo así el plazo máximo de 10 años, y una financiación comprometida por un Importe Máximo de hasta dos veces el alquiler mensual esperado durante la duración del crédito más los respectivos costes de formalización y adaptación de la vivienda.

La primera cesión de Contratos de Crédito fue en junio de 2022, en donde se cedió un nominal total de 111.716,41€, posteriormente, en la Fecha de Cesión de diciembre de 2022, se cedió un nominal total de 97.089,23€, cerrando el año 2022 con una cartera con un valor nominal de 208.805,64€ y un total de Bonos emitidos por 200.000€.

En la Fecha de Cesión del mes de junio de 2023 se cedieron al Fondo un total de 72 Contratos de Crédito nuevos, con un nominal total de 1.890.553.01€, y las disposiciones adicionales correspondientes a los Contratos de Crédito cedidos previamente al Fondo, con un nominal total de 55.786,35€. Para poder adquirir estos Derechos de Crédito, el Fondo emitió 19 Bonos en la Fecha de Emisión de junio de 2023, equivalentes a un nominal de 1.900.000€.

A principios de julio de 2023, el Fondo cuenta con una cartera compuesta por 80 Contratos de Crédito, los cuales tienen valor nominal de 2.139.026,06€. Los Contratos de Crédito tienen un Importe Máximo comprometido de 4.439.460,82€.

Precio de Cesión y Valor Nominal de los Derechos de Crédito



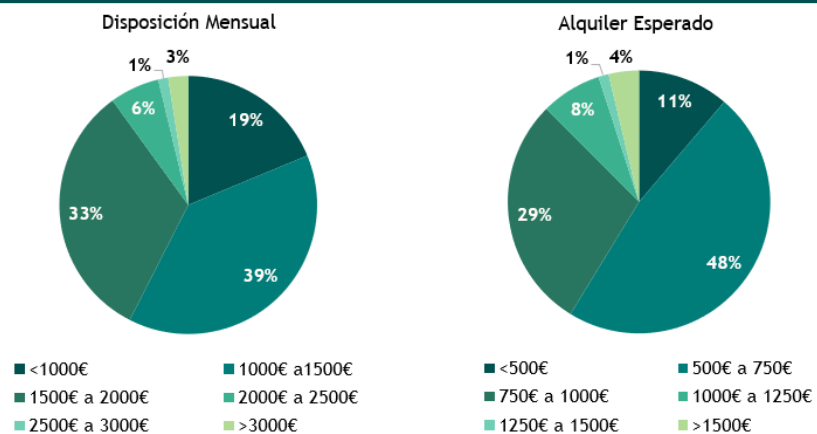
Fuente: Elaborado por EthiFinance Ratings con información proporcionada por Pensium.

Los Contratos de Crédito pueden encontrarse en dos periodos distintos: el de aportaciones, en el que el saldo nominal del crédito sigue aumentando dado a que el Cliente sigue haciendo uso del crédito y; el de amortización, en donde el saldo nominal del crédito se amortiza utilizando los beneficios obtenidos del alquiler del inmueble. Este último solo puede ocurrir si (i) el Cliente ha fallecido, (ii) el Cliente decide que quiere suspender las aportaciones o (iii) que contractualmente se llegue al límite de 20 aportaciones semestrales y no sea posible aumentarlas.

A principios de julio de 2023, 11 de los Contratos de Crédito cedidos al Fondo se encontraban en fase de amortización, 8 por la defunción del Cliente y 3 por decisión del Cliente. El saldo nominal de estos Contratos de Crédito es de 180.672€, lo cual representa un 8,45% de la cartera.

Las aportaciones mensuales concedidas en los Contratos de Crédito son, en general, menores a 2,0x el alquiler esperado, con una media de 1,86x el alquiler esperado. En términos monetarios, la media de las disposiciones mensuales de los Contratos de Crédito es de 1.390,1€, mientras que la media del alquiler esperado es de 763,6€. Los Contratos de Crédito con una disposición mensual mayor a 2,0x su alquiler esperado tienen, en general, un número de disposiciones semestrales acordadas menores a 10 semestres. Esto es un fenómeno que se puede observar claramente al calcular la media de esta ratio para Contratos de Crédito con menos de 10 aportaciones adicionales acordadas, la cual es de 2,14x, mientras que la de los Contratos de Crédito con 10 disposiciones acordadas es de 1,7x. Cuanto menor sea este indicador, menor va a ser el tiempo esperado para la amortización de los créditos.

Distribución de las Disposiciones Mensuales y los Alquileres Esperados



Fuente: Elaborado por EthiFinance Ratings con información proporcionada por Pensium.

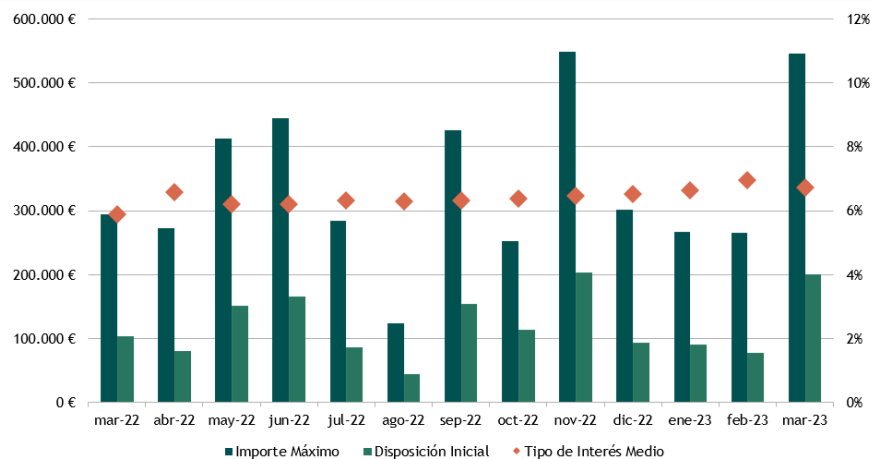
De una manera similar al indicador anterior, el cual tiene un valor medio mayor para los Contratos de Crédito con menos de 10 disposiciones acordadas, el porcentaje obtenido al dividir la Disposición Inicial entre el Importe Máximo también tiene, de media, un valor superior en los créditos con menos de 10 disposiciones acordadas, es decir que la disposición inicial para los clientes que contrataron un menor plazo suele representar un porcentaje mayor de su Importe Máximo.

La media de esta ratio para los Contratos de Crédito con menos de 10 disposiciones acordadas es de 45,4%, el cual es 9,3pp superior a la media de los Contratos de Crédito con 10 disposiciones acordadas (36,1%),

mientras que la cartera total de Contratos de Crédito tiene una media de 39,5%. Este fenómeno se debe principalmente a la relación que existe entre disposiciones acordadas y la ratio de Disposición Mensual/Alquiler Esperado, lo cual causa que la velocidad con la que un Contrato de Crédito alcanza su Importe Máximo sea mayor para contratos con menos de 10 disposiciones acordadas.

La cartera de Contratos de Crédito del Fondo está compuesta por créditos originados entre marzo de 2022 y marzo 2023. En el siguiente gráfico se puede ver el Importe Máximo, la Disposición Inicial y el Tipo de Interés medio ponderado por el Importe Máximo de todos los Contratos de Crédito cedidos al Fondo, según su mes de originación. Como se puede observar, el Tipo de Interés ha aumentado lentamente durante el periodo estudiado, pasando de un Tipo de Interés medio ponderado de 5,92% anual devengado por los Contratos de Crédito originados en marzo de 2022 a un 6,71% anual devengado por los originados en marzo de 2023, esto como consecuencia del entorno actual de tipos de interés y la necesidad del Cedente de trasladar estos costes a los clientes. A principios de julio de 2023 el Tipo de Interés medio ponderado por el Importe Máximo de la cartera de Contratos de Crédito es de 6,43% anual.

Origenación de los Contratos de Crédito

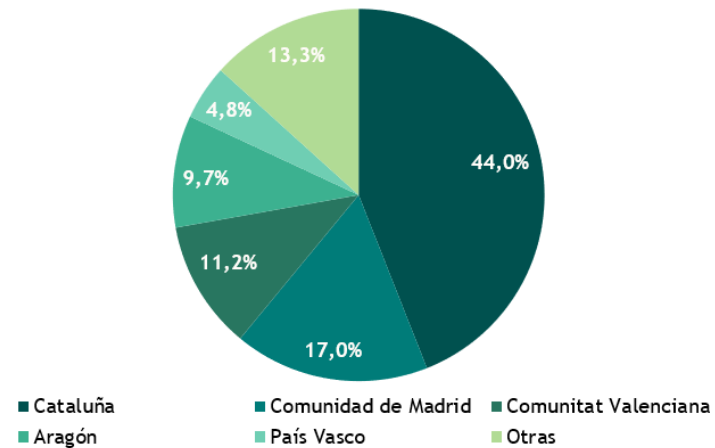


Fuente: Elaborado por EthiFinance Ratings con información proporcionada por Pensium.

1.2 Distribución de los Inmuebles

Con respecto a los inmuebles otorgados en garantía se encuentran distribuidos en 13 comunidades autónomas. El siguiente gráfico muestra la distribución del Importe Máximo de los Contratos de Crédito según la comunidad autónoma en donde se encuentra localizado el inmueble. Como se puede ver, el Fondo se encuentra principalmente expuesto a Contratos de Crédito en 5 comunidades autónomas, en las cuales se encuentra el 86,7% del Importe Máximo cedido, el cual corresponde al 85,0%, 68 de un total de 80 inmuebles.

Distribución por Comunidad Autónoma



Fuente: Elaborado por EthiFinance Ratings con información proporcionada por Pensium.

A principios de julio de 2023 el 87,5%, o 70 de los 80 inmuebles, se encontraban alquilados. De los inmuebles no alquilados, 5 se encontraban en obras, 4 en proceso de alquiler y 1 a la venta (debido a la decisión del Cliente de renunciar al Contrato de Crédito). El alquiler medio mensual real de los inmuebles que se encuentran alquilados es de 773€, lo cual es muy similar al alquiler mensual medio esperado de la cartera, que es de 764€.

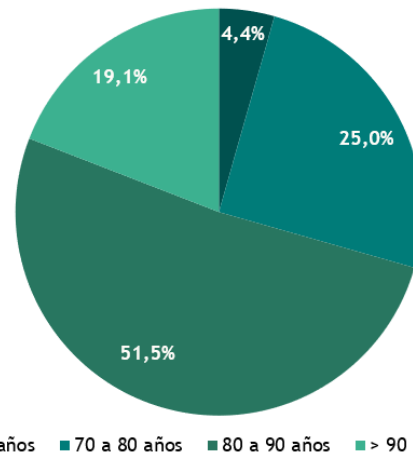
El promedio en días que un inmueble permanece vacío una vez firmado el Contrato de Crédito es de 104 días, esto incluye el tiempo que se tarda en reformar el inmueble y el tiempo que la agencia inmobiliaria tarda en alquilarlo. Cabe mencionar que las comunidades autónomas de Canarias, Cataluña y la Comunidad de Madrid tienen un promedio menor al de la cartera, con 23,0 días, 31,6 días y 90,5 días respectivamente. Esto es especialmente relevante en el caso de Cataluña dado que es la comunidad autónoma en donde se encuentra la mayoría de los inmuebles y por tanto de donde provienen la mayoría de los ingresos del Fondo.

1.3 Distribución de los Clientes

Con respecto los Clientes asociados a los Contratos de Crédito, a principio de julio de 2023, el Fondo contaba con 80 Contratos de Crédito asociados a 79 Clientes, de los cuales 8 han fallecido y 4 han decidido suspender futuras aportaciones, por lo que el Fondo seguirá haciendo aportaciones a los 67 Clientes cuyos Contratos de Crédito siguen en periodo de aportaciones.

Los Clientes asociados a Contratos de Crédito que continúan en su periodo de aportaciones tienen una edad media de 83,6 años, mientras que los Clientes cuyos Contratos de Crédito se encuentran en periodo de amortización tienen una edad media de 85,3 años.

Distribución de Clientes por Edad



Fuente: Elaborado por EthiFinance Ratings con información proporcionada por Pensium.

Con respecto al perfil de los Clientes con Contratos de Crédito en periodo de aportaciones, el 75,0% cuentan con un informe médico acreditando su dependencia de Grado II o III (según los criterios de equivalencia de dependencia establecidos en la Escritura para los distintos rangos de edad), 14,7% tiene una dependencia severa o equivalente (Grado II) y 10,3% tienen gran dependencia (Grado III).

2. Análisis Cuantitativo

2.1 Análisis de Probabilidad de Incumplimiento

Para obtener la Probabilidad de Incumplimiento media de la cartera se utiliza el Modelo Granular (“EthiFinance_ModeloGranular”). El modelo considera una cartera homogénea con la cual se calcula una distribución de pérdidas, de la cual se obtiene el porcentaje de pérdidas soportado por cada escenario de rating. Para generar esta información se parte de la probabilidad de impago de este tipo de cartera donde, de acuerdo con información histórica de seguros de alquiler, el hazard rate es de aproximadamente de 3,0% a un año. Los parámetros empleados en esta herramienta son los siguientes:

- Hazard Rate
- Plazo de la cartera
- Correlación entre deudores
- Curva idealizada de probabilidades de impagos de EthiFinance

Una vez que se cuenta con los parámetros anteriores, el modelo los utiliza para calcular los parámetros necesarios para analizar una cartera, los cuales son:

- La Probabilidad de Incumplimiento media de la cartera según su plazo
- Cálculo de la distribución de pérdidas

- Cálculo de los indicadores estadísticos asociados a la distribución de pérdidas
- Estimación de las pérdidas soportadas por cada nivel de rating

La Probabilidad de Incumplimiento media de la cartera es de 16,26% (vs. 19,5% en el análisis anterior), donde la disminución se deriva en un menor plazo, así como en la actualización de la Curva idealizada de probabilidades de impagos.

2.2 Análisis de Flujo de Efectivo

De este análisis se obtiene la mora máxima que puede soportar el Fondo sin incumplir con sus obligaciones financieras, en tiempo y forma.

Los parámetros utilizados en el modelo se obtienen del análisis realizado de la cartera actual del Fondo. A continuación, se describen dichos parámetros, así como los costes y comisiones estimados a pagar por el Fondo.

Características de los Contratos de Crédito

- Alquiler mensual real: 773€
- Aportación mensual: 1.421€
- Gastos de adecuación de la vivienda: 5.500€
- Costes Iniciales (impuestos, comisión de apertura y otros): 3.371€
- Tipo de interés de los Contratos de Crédito: 6,43%
- Seguro de alquiler: 4,00% del alquiler anual (pagado por el Fondo)
- Comisión Agencia Inmobiliaria: 5,00% del alquiler

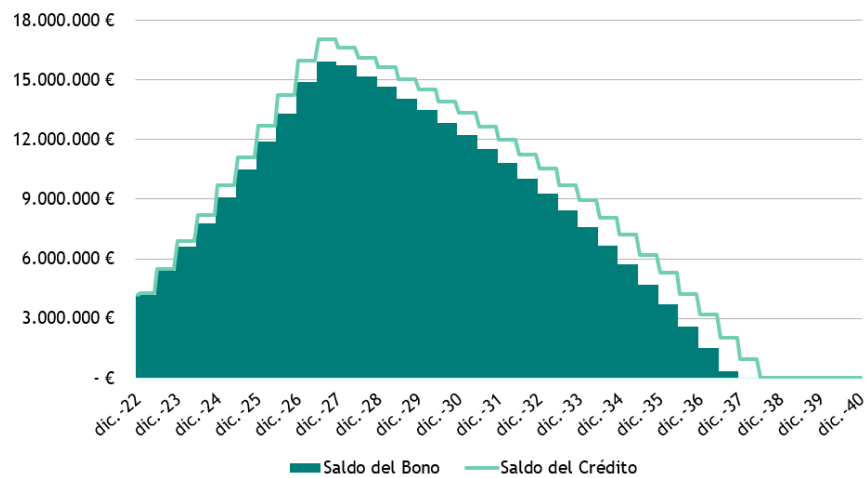
Costes y Comisiones

- Tipo de interés ordinario de los Bonos: 4,75%
- Comisión fija Sociedad Gestora: 35.000€ anuales
- Comisión variable Sociedad Gestora: 0,15% del saldo medio
- Comisión de administración: 1,50% anual
- Comisión de Suscripción y Colocación: 1,20% del saldo emitido
- Costes anuales (Agente de Pago, Auditoría y Agencia): 44.000€

El modelo considera que el Fondo ha finalizado su Periodo de Incorporación, cuenta con una cartera formada por 241 Contratos de Crédito homogéneos, con las características expuestas anteriormente, y ha emitido Bonos por un nominal total de 4,2 millones de euros. El modelo simula el Periodo de Aportaciones en donde, por las características inherentes a dicho periodo, solamente se puede ceder al Fondo los Derechos de Crédito derivados de los Contratos de Crédito cedidos al Fondo durante el Periodo de Incorporaciones. Al final del Periodo de Aportaciones, el Fondo contaría con una cartera de Derechos de Crédito con un saldo nominal pendiente de 17.016.718€ y Bonos con un nominal de 15,9 millones de euros.

El modelo de flujo de efectivo considera que los clientes reciben aportaciones hasta que el saldo nominal pendiente de los Derechos de Crédito alcanza el Importe Máximo pactado o transcurren 60 meses desde el inicio del Periodo de Aportaciones. La cartera de Derechos de Crédito empieza con un saldo nominal 4.192.650€ y alcanza un saldo nominal máximo de 17.016.718€.

Saldo del Crédito vs. Saldo del Bono



Fuente: Análisis realizado por EthiFinance Rating.

El modelo incorpora los pagos recibidos por los alquileres de los inmuebles, de los cuales se espera recibir un total de 34.293.020€. Bajo este escenario, suponiendo que solo se recupera un 40% de los alquileres no cobrados (a manera de estrés), el Fondo soporta una tasa de impago de 37,40% de los alquileres esperados.

Flujo de Efectivo

Alquileres Esperados	34.293.020 €
(-) Alquileres no Cobrados	12.826.531 €
(=) Alquileres Efectivamente Cobrados	21.466.489 €
(+) Recuperaciones vía Seguro	5.130.612 €
Ingresos por Operación de Alquileres	26.597.102 €
Saldo Final de Reserva	- €
Pago de Intereses	6.665.822 €
Gastos Semestrales	3.235.783 €
Gastos Anuales	795.497 €
Amortización	15.900.000 €
Efectivo Final	- 0 €

*Flujo de Efectivo realizado por EthiFinance Rating.

3. Análisis Cualitativo

3.1 Matriz de Riesgos

● Riesgo Macroeconómico

Un escenario económico en el que exista una bajada en el punto de equilibrio entre la oferta y la demanda, ya sea por una disminución en la demanda o un aumento en la oferta, podría traducirse en una bajada del precio de alquiler y/o en un aumento en el tiempo que transcurre entre que el inmueble entra al mercado hasta que es alquilado. Adicionalmente, en un escenario en el que el mercado de alquiler se vea afectado por una bajada contante en los precios de alquiler, se puede esperar un aumento

en la rotación de arrendatarios, lo cual también podría afectar negativamente los flujos derivados del alquiler de la vivienda.

En la Escritura se establece un criterio de elegibilidad para los Derechos de Crédito, que busca disminuir la probabilidad de que un escenario económico, como el descrito anteriormente, pueda afectar al Fondo. Dicho criterio de elegibilidad establece que los inmuebles deben estar ubicados en una población que ofrezca una expectativa de arrendamiento recurrente a largo plazo.

● **Riesgo Operativo**

El Cedente tiene un historial de originación limitado, lo cual representa un riesgo, principalmente por la dependencia del FT a procesos clave y a la necesidad de que el Cedente continúe operando por los años subsecuentes hasta el vencimiento del Fondo. Los Contratos de Crédito dependen en gran medida de los procesos operativos que realiza Pensium, como Cedente y Administrador de los mismos.

Pensium es la entidad responsable de gestionar los procesos de reforma de la vivienda, la formalización de los contratos de alquiler, la contratación de la póliza de seguro de garantía de alquiler y la inscripción del Derecho de Anticresis. La Escritura contempla que, en caso de que Pensium se encuentre en situación concursal o de incumplimiento como Cedente, se procederá a designar un administrador sustituto que pueda satisfacer todas las obligaciones a las que está sujeto el Administrador actual.

● **Riesgo de Arrendamiento**

En el caso de que los arrendatarios hicieran algún daño al inmueble, el seguro de alquiler contratado con Divina Pastora también cubre daños causados por el arrendatario, donde Pensium dispondrá de hasta 3.000€ para hacer frente a las reparaciones de esta naturaleza. Asimismo, se cuenta con una cobertura de asistencia jurídica, donde en caso de impago de alquiler, se tendrán cubiertos todos los gastos legales de la gestión del procedimiento hasta el desahucio de la parte arrendataria.

Por otro lado, el inmueble cuenta con un seguro de hogar, el cual cubre, como mínimo, el importe máximo del contrato de crédito. En el caso de que el cliente no tenga el inmueble asegurado, el Cedente se encargará de asegurarlo.

● **Riesgo Financiero**

El Contrato de Crédito celebrado entre el Cliente y Pensium establece que, en el caso de que exista un incumplimiento por parte de Pensium, se procederá, una vez transcurridos 3 meses desde que se produce el primer incumplimiento y sin que este haya sido resarcido, a la resolución del Contrato. En este caso el Cliente podrá i) exigir jurídicamente el cumplimiento del Contrato de Crédito o ii) la resolución del Contrato de Crédito, donde el Cedente se verá obligado a la devolución de la vivienda garante y a la renuncia del Derecho de Anticresis.

Para evitar que el Fondo no cuente con los recursos necesarios para hacer las aportaciones comprometidas con los Clientes en el Contrato de Crédito se ha establecido, en la Escritura de Constitución del Fondo, una cláusula la cual establece como requerimiento, para las emisiones de Bonos

pasivos y la cesión de Derechos de Crédito adicionales al Fondo durante el Periodo de Incorporación, que la Sociedad Gestora informe (junto con la Solicitud de Emisión) a la Entidad Colaboradora el importe máximo de las Aportaciones que los Clientes podrán recibir bajo los correspondientes Contratos de Crédito incorporados al Fondo en la Fecha de Cesión, de manera que esta se asegure de obtener compromisos de suscripción adicionales por parte de inversores cualificados de reconocida solvencia, que permitan la adquisición de dichas Aportaciones por el Fondo en el momento que esta deba tener lugar.

Por otro lado, el Derecho Real de Anticresis tiene una duración limitada de 30 años mientras que, aunque los Contratos de Crédito tienen una duración inicial de 5 años y un límite de crédito determinado, Pensium tiene la obligación de otorgar una ampliación del límite de crédito y del plazo equivalente a 10 veces de la última aportación semestral (60 meses / 5 años adicionales). De esta manera, en el caso de que un Cliente se mantenga con vida durante la totalidad del plazo de disposición del crédito (10 años), solamente se contaría con 20 años adicionales para alquilar el inmueble y, de esta manera, cobrar la totalidad del crédito, independientemente de si en este periodo existe una caída en el precio del alquiler o el inmueble permanece vacío durante largos periodos de tiempo.

● Riesgo Legal

El único beneficiario registral de la garantía Anticresis es el Cedente, dado que la cesión del derecho real de Anticresis a favor del Fondo no se inscribe en el Registro de Propiedad. Por este motivo, el único que puede celebrar un contrato de arrendamiento del inmueble es el Cedente, por lo que, ante una situación de concurso de Pensium, el Fondo podría tener problemas para arrendar nuevamente los inmuebles, en caso de ser necesario. Con el objetivo de aminorar el impacto que esto puede llegar a tener en el Fondo, la Escritura establece que en el caso de que se sustituya a Pensium como Administrador, se procederá a elevar a público la cesión del Derecho de Anticresis y a modificar el beneficiario en el Registro Público, donde la Sociedad Gestora será la responsable de realizar este cambio.

● Riesgo de Commingling

La transacción cuenta con bajo riesgo de Commingling dado a que existe un Contrato de Prenda, donde se especifica que la cuenta bancaria del Cedente en donde se reciben los alquileres mensuales y las indemnizaciones de la póliza de seguro, se encuentra pignorada a favor del Fondo.

4. Novaciones a la Escritura

La Sociedad Gestora, según las normas establecidas en la Escritura de Constitución del Fondo, ha modificado dicha escritura en dos ocasiones. La primera modificación se realizó en noviembre de 2022 y la segunda en junio de 2023. A continuación, se exponen los cambios más relevantes.

4.1 Periodo de Cesión

Se modifica el apartado 5.5.1. en donde se define el Periodo de Cesión, lo cual afecta principalmente a la duración del Periodo de Incorporación.

El Periodo de Cesión queda definido como:

El periodo de Cesión, que durará, respecto de cada Compartimento, desde la Fecha de Inicio del correspondiente Compartimento hasta la fecha en la que se cumplan sesenta (60) meses desde la fecha de finalización del Periodo de Incorporación del correspondiente Compartimento. En particular, el Periodo de Cesión del Compartimento Primero comenzará en la Fecha de Constitución y durará hasta la fecha en la que se cumplan sesenta (60) meses desde la fecha de finalización del Periodo de Incorporación del Compartimento Primero (Incluido)

A su vez, el Periodo de Cesión de cada compartimento estará dividido en dos periodos:

- (i) El Periodo de Incorporación, comprendido entre la fecha de incorporación del Periodo de Cesión y la fecha en la que se cumplan dieciocho (18) meses desde la misma o aquella fecha anterior que así determine el Cedente.*
- (ii) El Periodo de Aportaciones, comprendido entre la finalización del Periodo de Incorporación y la fecha en la que se cumplan, como máximo, sesenta (60) meses desde la misma.*

4.2 Precio de Cesión de los Derechos de Crédito

En la novación realizada a la Escritura de Constitución en noviembre de 2022, se modificó el apartado 5.5.2. en donde se define el Precio de Cesión de los Derechos de Crédito. La nueva definición del Precio de Cesión de los Derecho de Crédito es:

El precio de adquisición de los Derechos de Crédito Cedidos en una Fecha de Cesión será como máximo el 96% del Valor Nominal Pendiente de dichos Derechos de Crédito, menos el Nivel Requerido del Fondo de Reserva y menos los gastos previstos en los apartados (i) y (ii) del Orden de Prelación de Pagos que quedasen pendientes de pago por falta de Recursos Disponibles en una Fecha de Pago, sujeto al cumplimiento de lo establecido en la Estipulación 5.2 (el "Precio de Cesión").

4.3 Supuestos de Liquidación

Se añade el punto "vi" al apartado 4.1.2 de la Estipulación 4.1 (Supuestos de Liquidación). El nuevo punto incorporado establece lo siguiente:

- (vi) a requerimiento del Cedente, en el supuesto de que, durante el Periodo de Cesión, la Reserva de Compras exceda de una manera extraordinaria, a juicio de la Sociedad Gestora, del importe de las Aportaciones pendientes comunicadas por el Cedente en una última Fecha de Pago.*

4.4 Aportaciones

Se modifica la definición de "Aportaciones" que se encuentra en el apartado 5.1.3. de la Estipulación 5.1. (Descripción de los Derechos de

Crédito). El concepto de Aportaciones queda definido de la siguiente manera:

“5.1.3. De conformidad con lo previsto en los Contratos de Crédito, los Clientes podrán realizar disposiciones adicionales bajo el correspondiente Contrato de Crédito. A los efectos de la Escritura de Constitución, dichas disposiciones adicionales, cuyo importe será determinado por el Cedente conforme a su experiencia e información detallada de la cartera y los contratos subyacentes pudiendo reducirse a criterio del Cedente en cada Fecha de Pago conforme a dichos criterios actuariales actualizados, serán denominadas “Aportaciones”. Dicho importe estimado de las Aportaciones pendientes será comunicado por el Cedente a la Sociedad Gestora en cada Fecha de Pago. En este sentido, el Cedente estará obligado a ceder los Derechos de Crédito derivados de las Aportaciones al Compartimento que hubiese adquirido inicialmente los Derechos de Crédito, y el Fondo estará obligado a adquirirlos siempre que se cumplan los requisitos previstos en la Escritura de Constitución para la adquisición de Derechos de Crédito Adicionales.

4.5 Redondeo de Emisión

Se modifica la definición del concepto de Redondeo de Emisión que aparece en el apartado 5.4.3., el cual queda definido como:

Se define “Redondeo de Emisión” como la diferencia entre el Valor Nominal de Pendiente de los Bonos tras cada emisión de Bonos Adicionales (o tras la emisión de los Bonos Iniciales) menos el 96% del Valor Nominal Pendiente de los Derechos de Crédito Iniciales o menos el 96% del Valor Nominal pendiente de los Derechos de Crédito Adicionales, según corresponda. Estos importes se depositarán en la Cuenta de Compras correspondiente en concepto de “Reserva de Compras”.

4.6 Tipo de Interés Ordinario de los Bonos

En novación de la Escritura realizada en junio de 2023 modifica el apartado 7.4.1. en el cual se especifica el Tipo Interés Ordinario devengado por los Bonos del Compartimento Primero. La estipulación, en donde se establece dicho tipo de interés, ahora establece lo siguiente:

Los Bonos devengarán con carácter diario, desde su Fecha de desembolso hasta el total vencimiento del mismo, un interés calculado y liquidado en cada Fecha de Pago correspondiente. El Tipo de Interés Ordinario de los Bonos del Compartimento Primero será del 4,75% nominal anual.

4.7 Bonos Adicionales

Los apartados 7.9.2. y 7.9.9. de la Estipulación 7.9. (Emisión, suscripción y pago de los Bonos Adicionales)

El apartado 7.9.2., en donde se detalla el importe nominal de los Bonos que se van a emitir. El importe nominal de dichos Bonos queda definido como:

7.9.2. El importe nominal de los nuevos Bonos de cada Compartimento a emitir será, como Mínimo, equivalente o ligeramente superior al Precio de Cesión, al Nivel Requerido del Fondo de Reserva y los gastos previstos

en los apartados (i) y (ii) del Orden de Prelación de Pagos que quedase pendiente de pago por falta de Recursos Disponibles en una Fecha de Pago, de los Derechos de Crédito Adicionales de dicho Compartimento, según corresponda, menos la Reserva de Compras que permanezca depositados en la Cuenta de Compras del Compartimento correspondiente en dicha Fecha de Solicitud de Emisión.

Se han modificado los puntos “i” y “ii” del apartado 7.9.9. en el cual se establece el precio de desembolso de los Bonos Adicionales de cada Compartimento. Los cambios hechos a dichos puntos son los siguientes:

- (i) financiar la adquisición de Derechos de Crédito Adicionales de dicho Compartimento que se vaya adquiriendo en las siguientes Fechas de Cesión, de conformidad con lo establecido en la Estipulación 5.5., dotar la Cuenta de Reservas hasta su importe requerido y abonar los gastos previstos en los apartados (i) y (ii) del Orden de Prelación de Pagos que quedase pendientes de pago por falta de Recursos Disponibles en una Fecha de Pago hasta la fecha; y
- (ii) el posible exceso del importe desembolsado de los Bonos Adicionales de un Compartimento sobre el Precio de Cesión de los Derechos de Crédito de Dicho Compartimento adquiridos en la Fecha de Cesión sobre el Nivel Requerido del Fondo de Reserva y sobre los gastos previstos en los apartados (i) y (ii) del Orden de Prelación de Pago que quedasen pendientes de pago por falta de Recursos Disponibles en una Fecha de Pago se depositará en la Cuenta de Compras del Compartimento correspondiente y recibirá la consideración de Reserva de Compras de dicho Compartimento.”

4.8 Cuentas del Fondo

4.8.1 Cuenta de Tesorería

Se modifica el punto “iii” del apartado 9.1.1 la cual establece el objeto principal de la Cuenta de Tesorería. La redacción se este punto es ahora de la siguiente manera:

- (iii) Los importes procedentes de los cobros de los Derechos de Crédito del Compartimento correspondiente (incluido el importe del Seguro de Alquiler), transfiriendo a la Cuenta de Compras los cobros de los Derechos de Crédito del Compartimento correspondiente en concepto de principal;

4.8.2 Cuenta de Compras

Se modifican los apartados 9.2.1. y 9.2.2. de la Estipulación 9.2. (Cuenta de Compras).

En el apartado 9.2.1. se modifica el punto “i”, el punto “ii” pasa a ser el punto “iii” y se añade un punto nuevo punto “ii”. En este apartado se establecen los recursos que son ingresados en la Cuenta de Compras. A continuación, se muestra la nueva redacción de estos puntos.

- (i) en su caso, los importes procedentes de lo emisión de Bonos del Compartimento Correspondiente, necesarios hasta alcanzar el

Precio de Cesión, transferidos desde la Cuenta de Tesorería de dicho Compartimento;

- (ii) los importes procedentes de los cobros en concepto de principal de los Derechos de Crédito del Compartimento correspondiente procedentes de la Cuenta de Tesorería, los cuales formarán parte de la Reserva de Compras; y

En el apartado 9.2.2. se añade el punto nuevo. En este apartado se establecen los cargos que se realizan a la Cuenta de Compras. El punto incorporado a este apartado es el siguiente:

- (ii) con carácter excepcional, para hacer frente a los gastos previstos en los apartados (i) y (ii) del Orden de Prelación de Pagos que queden pendientes de pago por falta de Recursos Disponibles en una Fecha de Pago.

4.9 Recursos Disponibles

La novación realizada en junio de 2023 modifica el punto “i”, “iv” y se añade el “vi” al apartado 14.2.2, en el que se establecen los Recursos Disponibles para cada Fecha de Pago. Los cambios realizados a dicho apartado son los siguientes:

- (i) los cobros recibidos de los Derechos de Crédito de dicho Compartimento, a excepción de los cobros en concepto de principal de los Derechos de Crédito del Compartimento correspondiente, y que se encuentra depositado en la Cuenta de Tesorería del correspondiente Compartimento, o cualesquiera otras cantidades cobradas por el Fondo que traigan causa en los Derechos de Crédito Cedidos de dichos Compartimento.
- (iv) los importes disponibles en la Cuenta de Compras de cada Compartimento, una vez finalizado el Periodo de Cesión, o con anterioridad a dicha finalización para hacer frente a los gastos previstos en los apartados (i) y (ii) del Orden de Prelación de Pagos.
- (vi) en el caso de que existan Aportaciones pendientes, pero se haya iniciado el Periodo de Amortización, el importe en el que la Reserva para Compras exceda del importe de las Aportaciones pendientes comunicadas por el Cedente en la última Fecha de Pago.

5. Análisis del Cedente

El margen EBITDA muestra una mejora de 4.62pp que, en este caso, se debe a un uso más eficiente de recursos; esta mejora fue debido a que los otros gastos de explotación se incrementaron en menor medida que la facturación la cual se incrementó en el periodo en 24,42%.

El cambio más relevante en la composición de Balance de la empresa es el cambio en la composición de la deuda financiera, la cual ha pasado de estar compuesta en un 89,54% por deuda financiera a largo plazo en el 2021 a 75,80% en el 2022. En otras palabras, la deuda financiera a corto plazo aumenta 13,73pp de 2021 a 2022.

Es importante mencionar que el aumento de 42,29% en el Patrimonio Neto se debe a los beneficios obtenidos por la compañía y no por una aportación de capital.

Principales magnitudes financieras

	2021	2022	21vs22
Facturación	525.001	653.199	24,42%
EBITDA	234.736	322.253	37,28%
Margen EBITDA	44,71%	49,33%	4,62pp
EBT	9.370	31.053	231,41%
Total Activo	6.504.692	8.384.936	28,91%
Patrimonio neto	72.577	103.269	42,29%
Deuda financiera total	6.073.411	8.097.533	33,33%
Deuda financiera neta	5.146.284	7.359.828	43,01%
DFN/EBITDA	21,92x	22,84x	0,91x
EBITDA/Intereses	1,04x	1,11x	0,07x
Patrimonio neto /total activo	0,011	0,012	0,12pp
Gastos financieros	225.366	290.372	28,8%

*Análisis realizado por la Agencia con información proporcionada por Pensium Direct.

Información Regulatoria

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been made solicited by the originator of the assets, taking part in the process. The credit rating is based in:

- Public information from public access sources.
- Information provided by the originator of assets assigned or that shall be assigned to the securitization fund.

From the time of the assignment of the credit rating, all information provided by the originator of the assets, by the servicer of the assets (other than the originator) or by a third participant in the transaction, shall be reviewed and analyzed with the aim to assess the following issues:

6. The performance of the credit quality of the assets comprising the collateral of the Fund.
7. The level of credit enhancement.
8. The evolution of the quantitative triggers of the Fund.
9. The evolution of the qualitative triggers (counterparty risks).

The information has been thoroughly reviewed to ensure that it is valid, coherent and consistent and it is considered as satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information provided 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, and in accordance with the Structured Finance Rating Methodology that can be consulted on <https://www.ethifinance.com/en/ratings/methodologies> and according to the Structured Finance Rating scale 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 provided ancillary services to related third parties of the rated entity, but not to the rated entity. However, according to our Conflict of Interest Policy, it does not involve a conflict of interest, since the aggregate sale does not exceed 5% of net turnover.
- 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 Credit 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 <https://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 considered 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 damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated.

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.

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. 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.

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved.

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid - España.