

First rating date: 27/12/2022

Contactos

Director Structured Finance & FIG
Claudio Bustamante, CFA
claudio.bustamante@ethifinance.com

Chief Rating Officer
Guillermo Cruz Martínez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action

EthiFinance Ratings ("EthiFinance y/o la Agencia") ha asignado la calificación de A+ a las Notas emitidas por LINKFACTOR TRADE RECEIVABLES EUR 1, F.T. El rating inicial determinado para este instrumento financiero es para una emisión nueva.

Fundamentos del Rating

La Calificación de A+ otorgada a esta transacción se basa en dos factores principales: el primero es la Póliza de Seguro, con una IMA de 35,3 millones de euros, utilizada como mejora crediticia para la operación mientras que el Asegurador de esta Póliza es Euler Hermes France, que tiene una Calificación Crediticia de "AA-" con perspectiva "Estable" por EthiFinance Ratings; en segundo lugar, es la calidad de originación de préstamos y la capacidad operativa mostrada por Gedesco en los últimos años.

Resumen Ejecutivo

Linkfactor Trade Receivables EUR 1, FT (el "FT" o el "Fondo"), es un vehículo constituido en diciembre de 2022, al amparo de la legislación española, que constituye un patrimonio separado, abierto tanto por el activo (de naturaleza renovable y ampliable) como por el pasivo (mediante la emisión sucesiva de valores). El objetivo del Fondo es obtener financiación y liquidez mediante la emisión de Pagarés. El Fondo tiene un Importe del Programa de Pagarés de 300 millones de euros, pero la calificación asignada soporta un importe máximo de 250 millones de euros. La garantía está constituida por Derechos de Crédito originados y cedidos al Fondo por Linkfactor Pymes, S.L. (en adelante "Linkfactor Pymes"), mientras que el servicer será Gedesco Services Spain, S.A.U. (en adelante "Gedesco"). Los Derechos de Crédito cedidos al Fondo son originados por los Clientes relacionados con sus actividades comerciales/servicios celebrados con los Deudores. La Fecha de Vencimiento del Fondo es el 15 de diciembre de 2029 y la Fecha de Vencimiento Legal es el 15 de diciembre de 2031.

Fondo	Clase	Emisión	Cupón	Fecha de Vencimiento	Colateral
Linkfactor Trade Receivables EUR 1, FT	Pagarés	Hasta 300,000,000 €	Fijo (Implícito)	Cada Pagaré tendrá un vencimiento de entre 3 y 731 días	Derechos de Crédito

*Fuente: Escritura de la transacción.

*La principal mejora crediticia viene dada por la Póliza de Seguro celebrada con EULER HERMES, cuyo Importe Máximo Asegurado (IMA) es de 35,3 millones de euros. Cabe señalar que el nivel de rating asignado soporta un Importe Máximo de Emisión de Pagarés de 250 millones de euros.

Fundamentos

- La mejora crediticia del Fondo es la Póliza de Seguro que tiene un IMA de 35,3 millones de euros y donde el Asegurador es EULER HERMES Francia. Euler Hermes ha sido calificado por EthiFinance Ratings en julio de 2022, donde EthiFinance mantiene la calificación en "AA-" con perspectiva "Estable".
- El Asegurador cubrirá el 90,0% del saldo nominal de los Derechos de Crédito impagados. El porcentaje no cubierto se compensará mediante un descuento sobre el precio de adquisición de los Derechos de Crédito que será como mínimo del 10,0% de su saldo nominal. Asimismo, Euler Hermes clasifica a cada Cliente y Deudores en un ranking del 1 al 10, asegurando únicamente Derechos de Crédito con Clientes que tengan un ranking del 1 al 7 y Deudores con rankings del 1 al 5; este criterio dará solidez al Fondo ya que los Clientes de alto riesgo no serán incluidos en la cartera del Fondo.
- El flujo de caja estresado soporta el nivel de impago exigido por la calificación asignada. El nivel máximo de impago dado por el análisis de flujo de caja que soporta la operación es de 20,7%, teniendo en cuenta la IMA de

35,3 millones de euros y la sobrecolateralización obtenida por el descuento en el precio de compra; este nivel de impago máximo satisface el nivel requerido para obtener la calificación actual, donde este nivel se obtiene por el análisis granular.

- **Fortaleza en el desempeño de la cartera y niveles adecuados de morosidad.** Se ha analizado el comportamiento de la cartera en los últimos tres años, resultando en una tasa de morosidad (más de 90 días de retraso) media ponderada del 1,2%.
- **El Anticipo de Gastos, definido en la Escritura, garantiza que el Fondo tendrá acceso a un préstamo subordinado sin intereses para hacer frente a los gastos ordinarios y extraordinarios presentes y futuros.** Este mecanismo ha sido diseñado para garantizar que la Reserva de Gastos esté bien dotada y para hacer frente a cualquier déficit de liquidez que pueda afectar a la capacidad del Fondo para pagar los gastos ordinarios y extraordinarios.
- **El Fondo tiene Límites de Concentración de Deudores.** Este criterio restringe el saldo vivo total de un Deudor al 15% de la IMA y establece una concentración máxima de los cinco principales deudores. Como los Derechos de Crédito de un Deudor pueden estar relacionados con uno o más Clientes, esta restricción es también una forma de limitar la exposición de los Clientes al Deudor, limitando aún más el riesgo global de la operación.
- **El Fondo no tiene un límite de concentración sectorial, lo que le expone al riesgo sectorial.** Si los Derechos de Crédito subyacentes están altamente concentrados en Deudores de la misma industria y un shock económico golpea a dicha industria, la capacidad de los deudores para pagar sus obligaciones financieras podría verse perjudicada. Debido a la vida relativamente corta de los Derechos de Crédito es menos probable que este riesgo se materialice, sin embargo, el riesgo existe y debe ser considerado. La póliza de seguro reduce el impacto que este riesgo puede tener sobre el Fondo.
- **La cartera originada por Gedesco (el Administrador) durante los últimos tres años ha mostrado diversificación por Clientes y Deudores.** Los diez principales Deudores de esta cartera representan el 31,3% de la originación total en estos años, mientras que los diez principales Clientes de la cartera representan el 32,3% de la originación total en el mismo periodo de tiempo.
- **Abogados independientes emitieron una opinión legal.** La opinión legal afirma que la Cesión de los Derechos de Crédito al Fondo es una venta verdadera.
- **Gedesco ha demostrado tener unos procesos de originación y recuperaciones sobresalientes.** Históricamente, Gedesco ha demostrado tener controles de riesgo adecuados en su proceso de originación que garantizan un pequeño porcentaje de préstamos con retrasos superiores a 30 días. Desde 2019 no más del 2,23% de los préstamos emitidos han tenido un retraso superior a 30 días. Este historial ofrece una perspectiva positiva sobre el rendimiento esperado de los activos subyacentes de la cartera.
- **El Cedente y el Fondo han suscrito un Acuerdo de Pignoración de Cuenta Bancaria.** Este convenio mitiga el riesgo de mezcla que existe durante el tiempo en que los recursos, provenientes de los pagos de los Derechos de Crédito, permanecen en la cuenta bancaria del Cedente. En el acuerdo, el Cedente pignora los recursos de su cuenta bancaria a favor del Fondo.

Análisis de Sensibilidad

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

- **Factores Positivos (↑).**

Una evolución positiva de la calificación de EULER HERMES podría dar lugar a un alza de la calificación del Fondo, si la IMA se mantiene en el mismo importe y el

análisis de la antigüedad y la morosidad se sitúan en niveles similares.

■ **Factores Negativos (↓).**

Un deterioro de la probabilidad de default de la cartera puede hacer que la curva de impago obtenida por el análisis granular y la calificación actual asignada tengan que soportar un mayor porcentaje de impago y exigir una mayor IMA. Asimismo, una rebaja en la calificación de EULER HERMES puede afectar a esta calificación.

Descripción de la Transacción

Principales magnitudes	
Emisor	Linkfactor Trade Receivables EUR 1, FT
Finalidad	Pago de la compra de los Derechos de Crédito
Tipología del Fondo	Abierto por activo y pasivo
Administrador	Gedesco Services Spain S.A.U.
Tipo de Activo	Derechos de Crédito
Fecha de Emisión	Diciembre 2022
Importe de Emisión de Pagarés	Hasta 300,000,000 euros
Periodo de Amortización de Pagarés	Desde la finalización de Periodo de Cesión hasta la Fecha de Vencimiento Final
Cuentas del Fondo	Cuenta de Tesorería y Cuenta de Compras
Frecuencia de pago de principal e intereses	En la Fecha de Vencimiento
Mercado de Cotización	Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

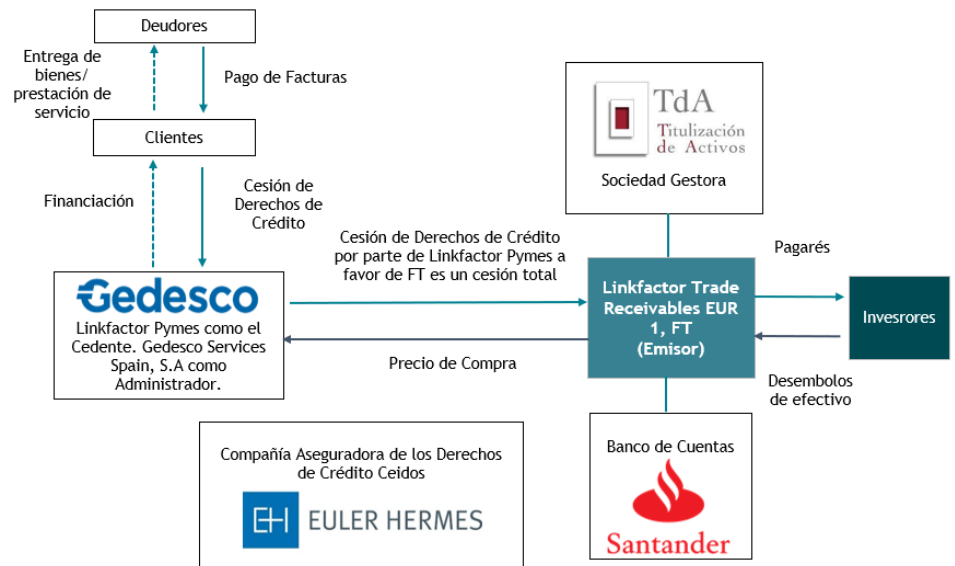
*Fuente: Escritura de la transacción.

Participantes

Participantes	
Originador y Entidad Cedente	Linkfactor Pymes, S.L.
Arranger	Bravo Capital Markets, S.L.
Administrador	Gedesco Services Spain, S.A.U.
Agente de Cobros	Banco Santander, S.A.
Banco de Cuentas	Banco Santander, S.A.
Aseguradora	Euler Hermes, S.A.
Sociedad Gestora & Listing Agent	Titulización de Activos (TdA)
Asesor Legal	Cuatrecasas
Audidores	Deloitte

*Fuente: Termsheet de la transacción.

Diagrama de la Operación



Descripción del Subyacente

Los Derechos de Crédito cedidos al Fondo, se derivarán de la prestación de servicios de financiación y descuento de facturas (factoring) por parte del Cedente a empresas domiciliadas en España o en el extranjero "los Clientes" respecto de cuentas a cobrar o facturas que dichos Clientes mantengan frente a empresas "los Deudores" derivadas del suministro de bienes o prestación de servicios.

Además, los Derechos de Crédito, de forma accesoria, se benefician de un recurso contra personas distintas de los Deudores, el "Recurso Accesorio", consistente en que cada Cliente responde ante el Fondo, respecto del Derecho de Crédito correspondiente, de la solvencia del Deudor correspondiente y, en consecuencia, tiene acción contra éste en reclamación del crédito en caso de incumplimiento de dicho Deudor.

Hay Derechos de Crédito Iniciales que se asignarán al Fondo en el momento de su constitución, y hay Derechos de Crédito Adicionales que pueden asignarse durante el "Periodo de Emisión".

Descripción de la Aseguradora

La calificación fue revisada por EthiFinance Ratings en julio de 2022, donde EthiFinance mantiene la calificación de Euler Hermes, S.A. en "AA-", con perspectiva "Estable". Euler Hermes, S.A. (en adelante "Euler Hermes") es la principal filial de seguros del Grupo Euler Hermes, que pertenece a uno de los grupos aseguradores más importantes, el Grupo Allianz. Euler Hermes es líder mundial en el mercado de seguros de crédito y complementa su actividad principal con las actividades de fianzas, seguros de fraude y cobro de deudas.

Nuestra calificación crediticia se basa en la posición de Euler Hermes como líder del mercado en el sector de los seguros de crédito, su mayor eficiencia, su bajo apalancamiento, su adecuada posición de liquidez y su creciente rentabilidad, que, aunque ha evolucionado positivamente hacia niveles anteriores a la pandemia, sigue estando por debajo de sus homólogos. La calificación crediticia de Euler Hermes se beneficia del apoyo implícito y explícito de su matriz, el Grupo Allianz, que posee el 100% de la empresa. Por el contrario, las principales atenuantes de nuestra calificación son la elevada concentración de sus ingresos en el seguro de crédito (un negocio especialmente cíclico) y el incierto entorno económico actual, que, aunque podría afectar a los resultados de la aseguradora, se espera que el rendimiento de Euler Hermes se mantenga en niveles adecuados.

Póliza del Seguro de Crédito

Una de las principales mejoras crediticias de la operación es la existencia de esta póliza, por lo que se ha realizado un análisis de la misma. El plazo de la póliza es de 24 meses, finalizando en noviembre de 2024.

En virtud del contrato de Póliza, Euler Hermes se obliga a indemnizar al Fondo, dentro de los límites establecidos en la Póliza y hasta el importe de la suma máxima asegurada, por las pérdidas últimas derivadas de los impagos de los Deudores sobre los créditos cedidos al Fondo en virtud de los contratos de factoring.

El porcentaje de cobertura otorgado por la póliza es del 90,0%, no obstante, el precio de adquisición de los Derechos de Crédito será al nominal menos un descuento del 10,0%. De acuerdo con las condiciones de la Póliza suscrita entre Euler Hermes y Linkfactor Pymes, todos los Clientes deberán tener una calificación de 1 a 7 y todos los Deudores deberán tener una calificación de 1 a 5, para poder ser incluidos en la cobertura de la Póliza. Es importante remarcar que el tomador de la póliza es Linkfactor Pymes, pero el beneficiario de la indemnización es el Fondo, de esta manera los pagos de indemnización serán transferidos directamente a las cuentas del Fondo.

Características	EULER HERMES
Duración de Póliza	Dos años, hasta 30 de Noviembre de 2024
Ventas Aseguradas	300.000.000 €
Días de Pago para indemnización	180 días
Periodo de Pago	90 días de periodo de gracia + 180 días de periodo de pago, equivale a un total de 270 días
Porcentaje de Cobertura	90,0%
Prima Mínima	441.000 €
IMA	35.280.000 €
Titular de la Póliza	Linkfactor Pymes, S.L.

Fuente: Elaborado por EthiFinance Ratings con información proporcionada por la Póliza del Seguro.

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:

- The performance of the credit quality of the assets comprising the collateral of the Fund.
- The level of credit enhancement.
- The evolution of the quantitative triggers of the Fund.
- 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 Trade Receivables 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.