



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable

Initiation date 21/01/2020
Rating Date 28/09/2026

Contacts

Lead analyst

Luis Alberto del Viñedo Sáenz
luis.delvinedo@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action & Rationale

EthiFinance Ratings sube la calificación de CESCE (Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación) de "A" a "A+", manteniendo la tendencia Estable.

La acción de rating responde a la mejora de la calificación soberana del Reino de España hasta "A+ / Estable", que determina el techo soberano aplicable a la entidad.

EthiFinance Ratings considera que el perfil crediticio intrínseco (*stand-alone*) de CESCE permanece consistente con una categoría "AA-", sustentado en un modelo de negocio altamente diversificado, una sólida posición competitiva en el mercado español del seguro de crédito, una elevada capacidad de generación recurrente de beneficios y un perfil financiero muy sólido, caracterizado por una política de inversión prudente, un reducido nivel de endeudamiento, una elevada calidad de los activos y unos niveles de capitalización y solvencia ampliamente superiores a las exigencias regulatorias.

No obstante, la estrecha vinculación institucional y operativa de CESCE con el Estado español, derivada tanto de la participación mayoritaria del Estado en su capital como de su papel como gestor exclusivo del sistema oficial de seguro de crédito a la exportación por cuenta del Estado, implica que la calificación permanezca limitada por el techo soberano aplicable al Reino de España. En consecuencia, la mejora de la calificación soberana se traslada a la calificación de CESCE, aplicándose un ajuste de un escalón a la baja (-1 notch) respecto a su perfil crediticio intrínseco ("AA-") como consecuencia del techo soberano, resultando en una calificación final de "A+".

Company Description

CESCE es un grupo asegurador especializado en la gestión del riesgo comercial, que opera en los ramos de seguro de crédito y seguro de caución en España, Portugal y varios países de Latinoamérica. Asimismo, actúa como gestor del sistema oficial de seguro de crédito a la exportación por cuenta del Estado español y desarrolla actividades de información empresarial a través de Informa D&B, líder del mercado español en este segmento.

Fundamentals

Modelo de negocio altamente diversificado y resiliente. CESCE combina la actividad aseguradora por cuenta propia con la gestión del sistema oficial de seguro de crédito a la exportación por cuenta del Estado y un negocio líder de información empresarial. Esta estructura proporciona una diversificación de ingresos y beneficios superior a la observada en la mayoría de aseguradoras especializadas en seguro de crédito, reduciendo la volatilidad de los resultados y reforzando la resiliencia del grupo a lo largo del ciclo económico.

Sólida franquicia y posición competitiva. CESCE mantiene una posición consolidada entre los principales operadores del mercado español del seguro de crédito, respaldada por una marca ampliamente reconocida, una elevada especialización técnica y una extensa trayectoria en la gestión del riesgo comercial. Su liderazgo en información empresarial y el crecimiento sostenido de sus operaciones internacionales refuerzan adicionalmente su posicionamiento competitivo.

Elevada capacidad de generación recurrente de beneficios. La entidad mantiene una elevada rentabilidad, sustentada en una política de suscripción prudente, una siniestralidad contenida y una estructura de ingresos ampliamente diversificada. La contribución recurrente de la actividad por cuenta del Estado, Informa D&B y el Consorcio Internacional de Aseguradores de Crédito (CIAC) reduce la dependencia del negocio asegurador tradicional y favorece la estabilidad de los resultados a lo largo del ciclo económico.

Perfil financiero muy sólido. CESCE mantiene un balance de elevada calidad, respaldado por una política de inversión conservadora, una elevada liquidez, un reducido nivel de endeudamiento y una posición de solvencia ampliamente superior a las exigencias regulatorias. La sólida generación interna de capital y la holgada cobertura del Capital de Solvencia Obligatorio (SCR) proporcionan una elevada capacidad para absorber pérdidas y respaldar el crecimiento futuro del negocio.

Concentración geográfica en el mercado español. A pesar del crecimiento sostenido de las operaciones internacionales, especialmente en Latinoamérica, España continúa concentrando la mayor parte del negocio, de la exposición asegurada y de la generación de resultados, manteniendo una estrecha vinculación entre la evolución del grupo y el comportamiento de la economía española.

Calificación limitada por el techo soberano. La estrecha relación institucional y operativa con el Estado español constituye un elemento estructural del perfil crediticio de CESCE. Aunque EthiFinance Ratings considera que el perfil crediticio intrínseco (*stand-alone*) del grupo es consistente con una categoría "AA-", la aplicación del techo soberano de España (A+ / Estable) supone un ajuste de un escalón a la baja (-1 notch), situando la calificación final de CESCE en A+.

Business Profile

EthiFinance Ratings considera que CESCE presenta un perfil de negocio muy sólido, sustentado en una posición competitiva consolidada en el mercado español del seguro de crédito, un modelo de negocio diversificado y su condición de gestor del sistema oficial de seguro de crédito a la exportación por cuenta del Estado español. A diferencia de la mayoría de aseguradoras especializadas en seguro de crédito, el grupo combina la actividad aseguradora por cuenta propia con la gestión de programas públicos de apoyo a la internacionalización y un negocio líder de información empresarial, lo que proporciona una mayor diversificación de ingresos y una menor volatilidad de los resultados a lo largo del ciclo económico.

Este posicionamiento se ve reforzado por una estructura accionarial estable y de marcado carácter institucional. A cierre de 2025, el Estado español mantenía una participación mayoritaria del 50,25%, acompañado por Banco Santander (23,88%), BBVA (16,30%), Banco Sabadell (3,60%), otras entidades financieras (2,07%) y compañías aseguradoras (3,90%). En opinión de EthiFinance Ratings, esta composición accionarial constituye un elemento de fortaleza para la franquicia del grupo, al respaldar su estabilidad institucional y favorecer el mantenimiento de relaciones de largo plazo con el sistema financiero y el tejido empresarial español.

La actividad aseguradora por cuenta propia continúa siendo el principal motor del grupo. CESCE desarrolla su negocio a través de los ramos de crédito y caución, ofreciendo soluciones integrales para la gestión del riesgo comercial, la protección frente al impago y la prestación de garantías contractuales y legales. En 2025, el seguro de crédito representó el 66% de las primas devengadas, mientras que el seguro de caución aportó el 34% restante. EthiFinance Ratings considera que esta combinación proporciona un adecuado equilibrio entre el negocio tradicional de la entidad y una línea de actividad con un perfil de riesgo parcialmente diferenciado, contribuyendo a moderar la volatilidad de los resultados y reforzando la resiliencia del grupo frente a la evolución del ciclo económico.

Uno de los principales factores diferenciales de CESCE es su condición de gestor exclusivo del sistema oficial de seguro de crédito a la exportación por cuenta del Estado. En este ámbito, la entidad administra las coberturas destinadas a apoyar la internacionalización de las empresas españolas, así como el sistema de garantías para contratos de suministro eléctrico a medio y largo plazo de consumidores electrointensivos. Dado que el riesgo económico de estas operaciones permanece íntegramente asumido por el Estado, esta actividad genera ingresos recurrentes por comisiones con un consumo de capital muy reducido y una exposición prácticamente nula al riesgo asegurador. EthiFinance Ratings considera que esta fuente de ingresos constituye una fortaleza estructural del perfil de negocio, al aportar estabilidad a la generación de resultados y diferenciar a CESCE de la mayoría de entidades comparables.

El grupo complementa su actividad mediante Informa D&B, líder del mercado español de información comercial, financiera y empresarial, con una cuota superior al 60%. Además de su contribución recurrente a los resultados, esta actividad amplía la diversificación del grupo y refuerza sus capacidades de análisis y suscripción mediante el acceso a una de las principales bases de datos empresariales del mercado. Junto con la participación en el Consorcio Internacional de Aseguradores de Crédito (CIAC), estas actividades aportaron el 26% del beneficio consolidado en 2025, reflejando una diversificación de beneficios superior a la observada en la mayoría de aseguradoras especializadas en seguro de crédito.

CESCE mantiene presencia en España, Portugal, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. No obstante, el mercado español continúa concentrando el 59% de las primas devengadas, frente al 37% generado en Latinoamérica y el 4% en Portugal. EthiFinance Ratings considera que Latinoamérica constituye el principal vector de crecimiento internacional del grupo y ha contribuido progresivamente a mejorar su diversificación geográfica. Sin embargo, el negocio continúa mostrando una mayor concentración en el mercado doméstico que la observada en los principales grupos aseguradores europeos especializados.

La entidad mantiene asimismo una sólida posición competitiva en el mercado español del seguro de crédito. Aunque Crédito y Caución (Atradius) conserva el liderazgo con una cuota superior al 40%, CESCE mantiene una participación cercana al 20%, situándose entre los tres principales operadores nacionales junto con Solunión. Esta posición se sustenta en una franquicia ampliamente reconocida, una elevada especialización técnica en la gestión del riesgo comercial y una extensa trayectoria en el mercado. Su capacidad comercial se apoya en un modelo de distribución omnicanal que combina corredores y agentes especializados con equipos comerciales propios y canales digitales, permitiéndole atender tanto a grandes corporaciones como al segmento de pequeñas y medianas empresas.

A cierre de 2025, el grupo gestionaba aproximadamente €1,7 billones de límites de riesgo por cuenta propia y una cartera de riesgos por cuenta del Estado de €22.508 millones, registrando €280,4 millones de primas devengadas y un beneficio consolidado de €92,7 millones. Estas magnitudes reflejan una escala operativa significativa dentro del mercado ibérico del seguro de crédito y respaldan la fortaleza de su franquicia y de su capacidad competitiva.

No obstante, EthiFinance Ratings considera que el perfil de negocio continúa condicionado por la elevada concentración de la actividad en España. A pesar del crecimiento sostenido de las operaciones internacionales y de la creciente contribución de las actividades no aseguradoras, el mercado doméstico sigue concentrando la mayor parte de las primas, la exposición asegurada y la generación de resultados, manteniendo una estrecha vinculación entre la evolución del grupo y el comportamiento de la economía española. Asimismo, la relación estructural con el Estado

español, si bien constituye un importante factor de estabilidad institucional y una fuente recurrente de ingresos por comisiones, también vincula el perfil crediticio de CESCE al del soberano español. En consecuencia, aunque EthiFinance Ratings considera que el perfil crediticio intrínseco (*stand-alone*) del grupo es consistente con una categoría "AA-", la calificación de emisor permanece limitada por el techo soberano de España (A+ / Estable).

Financial Profile

Resultados y rentabilidad

EthiFinance Ratings considera que CESCE mantiene un perfil de rentabilidad muy sólido, sustentado en un modelo de negocio diversificado, una política de suscripción prudente y una creciente contribución de actividades generadoras de ingresos recurrentes. En 2025, el grupo volvió a registrar resultados récord, impulsados por el crecimiento del negocio asegurador, la fortaleza de las operaciones internacionales y la estabilidad de los ingresos procedentes de la gestión por cuenta del Estado y de las actividades de información empresarial. En opinión de EthiFinance Ratings, la evolución de los resultados confirma la elevada capacidad de la entidad para generar beneficios de forma recurrente a lo largo del ciclo económico.

Las primas devengadas consolidadas ascendieron a €280,4 millones, lo que representa un incremento del 4,5% respecto a 2024. Este crecimiento resulta especialmente destacable teniendo en cuenta el entorno de elevada competencia y la persistente presión sobre las tarifas en el seguro de crédito, especialmente en el mercado ibérico. EthiFinance Ratings valora positivamente que el aumento del volumen de negocio se haya alcanzado sin deteriorar la calidad técnica de la cartera ni asumir un mayor nivel de riesgo.

El negocio por cuenta propia en Iberia continuó siendo el principal contribuidor a los resultados del grupo. A pesar de que las primas del seguro directo permanecieron prácticamente estables respecto al ejercicio anterior, la entidad mejoró de forma significativa su rentabilidad gracias al mantenimiento de una baja siniestralidad, una adecuada disciplina en la suscripción y la contribución de los ingresos financieros y de las comisiones derivadas de la gestión por cuenta del Estado. El beneficio antes de impuestos alcanzó €92,6 millones, frente a €75,8 millones en 2024, mientras que el beneficio neto se situó en €71,6 millones. EthiFinance Ratings considera que esta evolución pone de manifiesto la capacidad de CESCE para preservar elevados niveles de rentabilidad incluso en un entorno de crecimiento moderado del negocio tradicional.

Las operaciones internacionales continuaron consolidándose como uno de los principales motores de crecimiento del grupo. Las filiales latinoamericanas superaron por primera vez los €100 millones en primas devengadas, alcanzando €104 millones, frente a €95 millones en 2024. El crecimiento estuvo impulsado principalmente por el negocio de caución, cuya producción aumentó un 12%, mientras que el seguro de crédito continuó desarrollándose en un contexto macroeconómico y político más exigente. Aunque la siniestralidad agregada del ramo de crédito aumentó hasta el 70%, el favorable comportamiento del negocio de caución y una adecuada gestión de costes permitieron mantener una elevada rentabilidad, con un beneficio antes de impuestos de €23,7 millones, un 14% superior al registrado el año anterior. EthiFinance Ratings considera que esta evolución confirma el papel de Latinoamérica como principal plataforma de crecimiento y un factor cada vez más relevante de diversificación geográfica y de resultados.

La calidad técnica del negocio asegurador continuó situándose en niveles muy favorables. La ratio de siniestralidad del seguro directo en Iberia permaneció estable en el 38%, significativamente por debajo de los niveles históricamente observados en el sector, mientras que la siniestralidad agregada en Latinoamérica se situó en el 39%, absorbiendo sin dificultades gracias al buen comportamiento del ramo de caución. Como consecuencia, la ratio combinada del grupo mejoró hasta el 52,5%, frente al 56,0% del ejercicio anterior, reflejando una elevada capacidad de generación de beneficios técnicos y una eficiente gestión de los costes de explotación.

La rentabilidad del grupo continúa beneficiándose, además, de una estructura de ingresos cada vez más diversificada. A la contribución del negocio asegurador se suman los ingresos recurrentes derivados de la gestión del sistema oficial de seguro de crédito a la exportación por cuenta del Estado, cuya naturaleza comisionista reduce significativamente la volatilidad de los resultados, así como la aportación de Informa D&B y del Consorcio Internacional de Aseguradores de Crédito (CIAC). EthiFinance Ratings considera que esta diversificación constituye uno de los principales factores que explican la estabilidad de los beneficios del grupo y su menor sensibilidad frente a las fluctuaciones propias del ciclo asegurador.

La actividad por cuenta del Estado registró igualmente un ejercicio excepcional. La ampliación del límite anual de contratación autorizado por el Estado, desde €9.000 millones hasta €15.000 millones, permitió alcanzar un volumen histórico de €6.300 millones en nuevas operaciones aseguradas, duplicando los niveles registrados en los tres ejercicios anteriores. Como consecuencia, la cartera gestionada ascendió hasta €22.500 millones, con una creciente presencia de proyectos sostenibles, que ya representan el 41% del riesgo en cartera. Si bien esta actividad no implica una exposición directa al riesgo asegurador para CESCE, sí fortalece la recurrencia de sus ingresos por comisiones y consolida su relevancia estratégica como instrumento de apoyo a la internacionalización de la economía española.

Como resultado de la favorable evolución de todas las líneas de negocio, el beneficio antes de impuestos consolidado alcanzó €124,9 millones, un 30,2% superior al obtenido en 2024, mientras que el beneficio neto aumentó hasta €92,7

millones, frente a €69,3 millones un año antes. Esta evolución se trasladó igualmente a los principales indicadores de rentabilidad, con una mejora del ROA, que pasó del 5,0% al 5,9%, y del ROE, que aumentó del 10,7% al 12,9%.

En conjunto, EthiFinance Ratings considera que la rentabilidad constituye uno de los principales pilares del perfil financiero de CESCE. La combinación de una elevada disciplina técnica, una estructura de costes eficiente, una sólida contribución del resultado financiero y una creciente diversificación de las fuentes de beneficio permite al grupo generar resultados recurrentes y mantener niveles de rentabilidad superiores a los observados en la mayoría de entidades comparables. No obstante, la agencia continuará monitorizando la capacidad de la entidad para preservar sus márgenes técnicos en un contexto de creciente competencia y de previsible normalización de la siniestralidad tras varios ejercicios excepcionalmente favorables.

Composición del activo y calidad de la cartera

EthiFinance Ratings considera que la composición del activo de CESCE refleja un perfil financiero prudente, caracterizado por una elevada calidad crediticia de las inversiones y una sólida posición de liquidez. A cierre de 2025, el activo consolidado ascendía a €1.686 millones, frente a €1.432 millones un año antes, impulsado principalmente por el crecimiento de la cartera de inversiones financieras y del efectivo disponible como consecuencia de la favorable evolución de los resultados y de la generación de recursos durante el ejercicio.

Los activos financieros disponibles para la venta constituían la principal partida del balance, representando el 44% del activo total, seguidos por los préstamos y partidas a cobrar (27%) y el efectivo y otros activos líquidos equivalentes (10%). Durante el ejercicio, la cartera de activos financieros disponibles para la venta aumentó hasta €746,4 millones, desde €607,6 millones en 2024, mientras que el efectivo se incrementó un 30%, hasta €164,3 millones, reforzando la capacidad del grupo para atender sus necesidades operativas y financieras.

La política de inversión continúa caracterizándose por un enfoque conservador, orientado a la preservación del capital y al mantenimiento de elevados niveles de liquidez. La cartera se concentra mayoritariamente en instrumentos de renta fija, con una clara preferencia por deuda soberana frente a emisores corporativos, manteniendo como criterio general la inversión en activos con calificación de grado de inversión y una adecuada diversificación por emisor y clase de activo. EthiFinance Ratings considera que esta estrategia limita de forma efectiva la exposición al riesgo de mercado y al riesgo de crédito, al tiempo que proporciona un elevado grado de estabilidad al balance.

Los préstamos y partidas a cobrar aumentaron hasta €455,3 millones, frente a €404,3 millones el ejercicio anterior, impulsados principalmente por depósitos en entidades de crédito, instrumentos de deuda y créditos asociados a la actividad aseguradora. En opinión de EthiFinance Ratings, la composición de esta cartera no presenta concentraciones significativas ni riesgos de crédito que puedan comprometer la calidad global de los activos del grupo.

Estructura del pasivo y endeudamiento

La estructura del pasivo continúa siendo consistente con la naturaleza aseguradora del negocio. Las provisiones técnicas constituyeron la principal partida del pasivo, alcanzando €290,9 millones a cierre de 2025, un 6,7% más que el ejercicio anterior, y representando el 32% del pasivo total. EthiFinance Ratings considera que su evolución resulta coherente con el crecimiento de la actividad y no identifica elementos que cuestionen la suficiencia de las provisiones constituidas.

Los débitos y partidas a pagar ascendieron a €262,3 millones, equivalentes al 28% del pasivo total. Esta partida comprende principalmente obligaciones derivadas de las operaciones de seguro y reaseguro, saldos asociados a la administración por cuenta del Estado y los pagarés emitidos por el Fondo de Anticipo de Facturas. A efectos de su análisis financiero, EthiFinance Ratings incluye estos pagarés en el cálculo de la deuda financiera del grupo, dado que las correspondientes obligaciones de pago permanecen registradas en el balance consolidado. El importe asociado a este instrumento continuó reduciéndose durante el ejercicio, situándose en €47,5 millones, frente a €76,8 millones en 2024.

En conjunto, CESCE mantiene una estructura financiera caracterizada por un reducido nivel de endeudamiento y una amplia capacidad de generación de liquidez. La ratio de apalancamiento financiero descendió hasta el 6,2% en 2025, desde el 11,8% registrado el ejercicio anterior, mientras que la cobertura de gastos financieros permaneció en niveles ampliamente holgados. En opinión de EthiFinance Ratings, estos indicadores evidencian una posición financiera sólida y proporcionan al grupo un amplio margen para afrontar potenciales escenarios adversos sin comprometer su estabilidad financiera.

Capitalización y solvencia

EthiFinance Ratings considera que la capitalización de CESCE constituye uno de los principales pilares de su perfil crediticio. La entidad mantiene una elevada capacidad de absorción de pérdidas, sustentada en una sólida generación interna de capital y en unos niveles de solvencia que se sitúan de forma recurrente muy por encima de las exigencias regulatorias.

A cierre de 2025, el patrimonio neto consolidado ascendía a €762,8 millones, frente a €650,9 millones el ejercicio anterior, lo que supone un incremento del 17,2%. Esta evolución respondió principalmente a la retención parcial de los

beneficios generados durante el ejercicio, pese a la distribución de dividendos, así como a la revalorización de la cartera de activos financieros disponibles para la venta. En opinión de EthiFinance Ratings, este crecimiento evidencia la capacidad del grupo para fortalecer de forma sostenida su base de capital mediante la generación orgánica de resultados.

La posición de solvencia continúa situándose en niveles excepcionalmente holgados. La ratio de cobertura del Capital de Solvencia Obligatorio (SCR) aumentó hasta el 267,9% al cierre de 2025, frente al 261,9% registrado un año antes, manteniéndose ampliamente por encima del mínimo exigido por el marco regulatorio de Solvencia II. Asimismo, la cobertura del SCR ha permanecido de forma consistente por encima del 225% durante los últimos ejercicios, reflejando una política prudente de gestión del capital y una elevada estabilidad de la posición de solvencia.

EthiFinance Ratings considera que estos niveles de capitalización proporcionan a CESCE una amplia capacidad para absorber escenarios de tensión, respaldar el crecimiento previsto del negocio y mantener una política financiera equilibrada sin comprometer su fortaleza patrimonial. En consecuencia, la agencia valora la capitalización y la solvencia del grupo como muy sólidas, constituyendo uno de los principales factores que sustentan la calidad crediticia de la entidad.

Key Figures

CESCE <i>En miles de €</i>	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Primas devengadas	175.596	230.009	261.545	256.838	268.339	280.367
Primas netas de reaseguro	106.442	131.984	164.492	160.074	155.538	161.679
Resultado técnico	34.212	95.213	89.815	71.849	66.465	96.269
Resultado no técnico	11.303	28.851	11.683	24.267	29.456	28.604
Resultado antes de impuestos	45.515	124.064	101.498	96.116	95.921	124.873
Resultado neto	35.283	98.390	74.927	67.940	69.254	92.708
Rentabilidad económica (ROA)	3,0%	7,3%	6,5%	5,3%	5,0%	5,9%
Rentabilidad financiera (ROE)	6,4%	14,9%	13,8%	11,5%	10,7%	12,9%
Ratio combinada	61,0%	35,5%	51,8%	61,8%	56,0%	52,5%
Activo total	942.059	1.078.191	1.227.336	1.356.656	1.432.385	1.685.710
Efectivo y otros activos equivalentes	128.512	138.646	174.315	156.090	126.590	164.292
Inversiones financieras	477.544	545.078	521.863	619.358	684.622	846.957
Inversiones financieras/Activo total	50,7%	50,6%	42,5%	45,7%	47,8%	50,2%
Provisiones técnicas	186.416	215.766	252.283	266.461	272.505	290.882
Deuda financiera	0	0	0	75.632	76.759	47.483
Patrimonio neto	453.869	534.030	545.218	603.703	650.894	762.835
Ratio de endeudamiento	0%	0%	0%	12,5%	11,8%	6,2%
Ratio de capitalización Solvencia II	241,6%	225,3%	232,5%	243,8%	261,9%	267,9%

Outlook

La tendencia Estable refleja la expectativa de EthiFinance Ratings de que CESCE continuará manteniendo un perfil crediticio intrínseco consistente con la categoría "AA-", respaldado por la fortaleza de su franquicia, una elevada capacidad de generación recurrente de beneficios, una política de suscripción prudente y una sólida posición de capital y solvencia.

La tendencia incorpora asimismo la expectativa de que no se produzcan cambios materiales en la calidad crediticia del Reino de España que modifiquen el techo soberano actualmente aplicable a la entidad.

Sensitivity Analysis

• Factores que podrían conducir a una mejora de la calificación

La capacidad de mejora de la calificación de CESCE continúa limitada por el techo soberano del Reino de España (A+ / Estable). EthiFinance Ratings considera que el perfil crediticio intrínseco (*stand-alone*) del grupo permanece consistente con una categoría "AA-". En consecuencia, cualquier mejora adicional de la calificación requeriría, en primer lugar, una mejora de la calificación soberana de España o una reducción significativa de la vinculación entre el perfil crediticio de CESCE y el del soberano.

• Factores que podrían conducir a una bajada de la calificación

Dada la estrecha vinculación institucional y operativa entre CESCE y el Estado español, una rebaja de la calificación soberana del Reino de España podría traducirse en una rebaja de la calificación de emisor de CESCE.

Por su parte, el perfil crediticio intrínseco (*stand-alone*) de CESCE, actualmente consistente con una categoría AA-, proporciona un margen significativo para absorber un deterioro de sus principales indicadores financieros antes de ejercer presión sobre la calificación de emisor. No obstante, un deterioro material del perfil financiero, particularmente en términos de apalancamiento o gestión de activos y pasivos (ALM), podría reducir dicho margen.

Sources of information

The credit rating issued in this report is unsolicited. The credit rating is based exclusively on public information, being the main sources the following:

1. Annual Audit Report.
2. Corporate Governance Report.
3. Corporate Website.
4. Information published in the Official Bulletins.

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.

Level of the rated entity participation in the rating process

Unsolicited Credit Rating	
With Rated Entity or Related Third Party Participation	NO
With Access to Internal Documents	NO
With Access to Management	NO

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 :
 - Insurance Rating Methodology : https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_163_V2_Insurance_Rating_Methodology.pdf
- 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, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and

credit rating prospects issued by the AGENCY are 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. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid