

ISSUER RATING  
Long termOUTLOOK  
StableInitiation date 21/01/2020  
Rating Date 27/09/2024

## Contacts

### Lead analyst

Karen Marquez  
karen.marquez@ethifinance.com

### Secondary 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, pasando de "A-" a "A", manteniendo la tendencia Estable.

La subida de la calificación se fundamenta en la subida de la calificación del Reino de España de "A-" a "A" con tendencia Estable.

La calificación se apoya en una alta rentabilidad y eficiencia, un endeudamiento financiero muy limitado, una posición robusta de solvencia, un perfil de inversor conservador con una cartera de inversión concentrada principalmente en deuda gubernamental, así como, la diversificación con negocios complementarios a la actividad aseguradora.

No obstante, la calificación está limitada por el techo país derivado de la concentración geográfica en España, teniendo además como principal accionista al Estado español, aun cuando su calificación stand-alone es de "AA-". Así mismo, el aún incierto contexto macroeconómico, a pesar de una estabilización en la inflación y ajustes en la política monetaria del Banco Central Europeo con recortes en las tasas de interés, podrían provocar un aumento de los impagos, que afecte al ramo de seguros de crédito.

## Resumen Ejecutivo

Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación, S.A. (en adelante, CESCE) es un grupo multinacional que fomenta el desarrollo empresarial en Europa y Latinoamérica. Se especializa en la gestión del riesgo comercial, tecnología e información. Además, actúa como Agencia de Crédito a la Exportación (ECA), administrando seguros de crédito a la exportación en representación del Estado.

## Fundamentos

- **Segunda posición en seguros de crédito y liderazgo en el suministro de información en España:** segunda mayor cuota de mercado en el ramo de crédito (25%), por detrás de Crédito y Caución (Atradius); liderazgo de Informa D&B en España con una cuota de mercado superior al 60% en el suministro de información.
- **Diversificación por líneas de negocio:** como aseguradora comercial, CESCE ofrece seguros de crédito y caución, y como ECA, seguros para la internacionalización y coberturas de electrointensivos; Informa D&B suministra información; y CTI Soluciones se centra en soluciones tecnológicas.
- **Concentración geográfica en España:** CESCE desarrolla su actividad principalmente en España, aunque también en Portugal y parte de Latinoamérica, incluyendo Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- **Alta rentabilidad:** la ROA se situó en el 5,5% en 2023 (2022: 6,5%) y la ROE se ubicó en el 11,6% en 2023 (2022: 13,3%), que, si bien se vieron impulsados por los ingresos financieros de la cuenta no técnica, el aumento de la siniestralidad y los gastos de explotación resultaron en métricas inferiores a las del año anterior. No obstante, ambos indicadores se mantienen en el rango alto según la metodología de EthiFinance Ratings para aseguradoras.
- **Elevada eficiencia:** la ratio combinada fue del 61,8% en 2023 (2022: 51,8%) debido a mayores siniestros y gastos de explotación, si bien se observa un incremento, la ratio se sitúa en la parte alta de la escala de la metodología de aseguradoras de EthiFinance Ratings, manteniéndose como una de las principales fortalezas de la Aseguradora.
- **Ligera elevación de la ratio de siniestralidad:** la siniestralidad subió desde el 28,2% en 2022 hasta el 33,1% en 2023, debido a un entorno económico desfavorable en el que los tipos de interés y la inflación siguieron subiendo durante 2023. El incierto contexto macroeconómico resultó en un mayor número de impagos, lo que afectó la siniestralidad de la Aseguradora.
- **Posición robusta de solvencia:** La ratio de solvencia regulatoria se ubicó en el 243,8% en 2023 (2022: 232,5%), por encima de la mediana del 227% para grupos aseguradores en Europa según la EIOPA. La solvencia obtiene la máxima calificación en la escala de la metodología de EthiFinance Ratings.
- **Perfil de inversor conservador:** Inversiones concentradas principalmente en instrumentos de renta fija, priorizando la deuda gubernamental sobre la de emisores privados. Exigencia de una calificación crediticia mínima de grado de inversión en la mayoría de la cartera. Adecuada diversificación por emisores y por tipo de inversión.
- **Emisión de deuda por parte del fondo de anticipo de facturas:** El fondo de anticipo de facturas, un canal de financiación no bancario basado en la venta de facturas comerciales bajo la modalidad de factoring sin recurso, emitió pagarés por €75,6 millones en 2023. La ratio de apalancamiento financiero fue del 12,5% y la ratio de cobertura de intereses fue de 52x, por lo que el endeudamiento es muy reducido y la cobertura de intereses es muy elevada según la metodología de EthiFinance Ratings.

## Principales Magnitudes

Indicadores financieros de CESCE (Miles de euros)	Anual			
	2020	2021	2022	2023
Primas devengadas	175.596	230.009	261.545	256.838
Primas del reaseguro cedido	64.253	92.330	93.385	95.258
Primas imputadas netas de reaseguro	106.442	131.984	164.492	160.074
Tasa de reaseguro	36,59%	40,14%	35,71%	37,09%
Resultado técnico	34.212	95.213	89.815	71.849
Resultado no técnico	11.303	28.851	11.683	24.267
Resultado neto	35.283	98.390	74.927	67.940
Rentabilidad económica (ROA)	3,02%	7,26%	6,50%	5,54%
Rentabilidad financiera (ROE)	6,19%	14,41%	13,31%	11,62%
Ratio combinada	61,03%	35,53%	51,84%	61,84%
Activo total	942.059	1.078.191	1.227.336	1.356.656
Efectivo	128.512	138.646	174.315	156.090
Efectivo/Activo total	13,64%	12,86%	14,20%	11,51%
Inversiones financieras	477.544	545.078	521.863	619.358
Inversiones financieras/Activo total	50,69%	50,55%	42,52%	45,65%
Pasivo	488.190	544.161	682.118	752.953
Deuda financiera	0	0	0	75.632
Patrimonio neto	453.869	534.030	545.218	603.703
Ratio de capital Solvencia II	241,61%	225,28%	232,53%	243,79%

Fuente: EthiFinance &amp; CESCE

## Tendencia

La tendencia Estable de la calificación se basa en su fuerte posicionamiento en el mercado del seguro de crédito, una posición de solvencia robusta y un nivel de endeudamiento financiero muy limitado, así como una alta rentabilidad y eficiencia.

## Análisis de Sensibilidad

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

### - Factores positivos

Como consecuencia de la participación mayoritaria del Estado español en el accionariado y de la exposición significativa al mercado español, la calificación está limitada por el techo país del Reino de España (A / Estable), cuya calificación no subirá en el futuro previsible.

### - Factores negativos

La calificación podría bajar por un deterioro considerable de la posición de solvencia, con una ratio regulatoria inferior al 190% y una disminución notable de la rentabilidad y eficiencia, con una ROA por debajo del 0,55% y una ratio combinada por encima del 85%, a causa de un incremento sustancial de la siniestralidad en un contexto económico desafiante. La calificación también podría bajar por una bajada de la calificación del Reino de España.

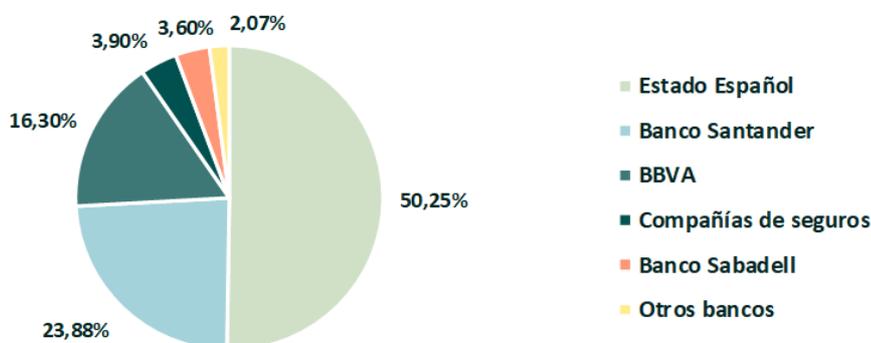
## Perfil de Negocio

### Modelo de negocio

CESCE encabeza un grupo multinacional que ofrece soluciones integrales para la gestión del crédito comercial y la emisión de seguro de caución y garantías en parte de Europa y Latinoamérica con el fin de promover el desarrollo empresarial. CESCE también desempeña la labor de Agencia Española de Crédito a la Exportación (ECA, por sus siglas en inglés), encargándose de la administración del seguro de crédito a la exportación y la cobertura de los riesgos a medio y largo plazo de los consumidores electrointensivos en representación del Estado.

Cuando CESCE actúa como ECA, el riesgo de las coberturas lo asume el Estado, ya que CESCE administra estas pólizas en nombre del Estado español. En cambio, cuando ofrece productos por cuenta propia, es CESCE quien asume el riesgo.

### Ilustración 1: Accionariado al cierre de 2023



Fuente: EthiFinance & CESCE

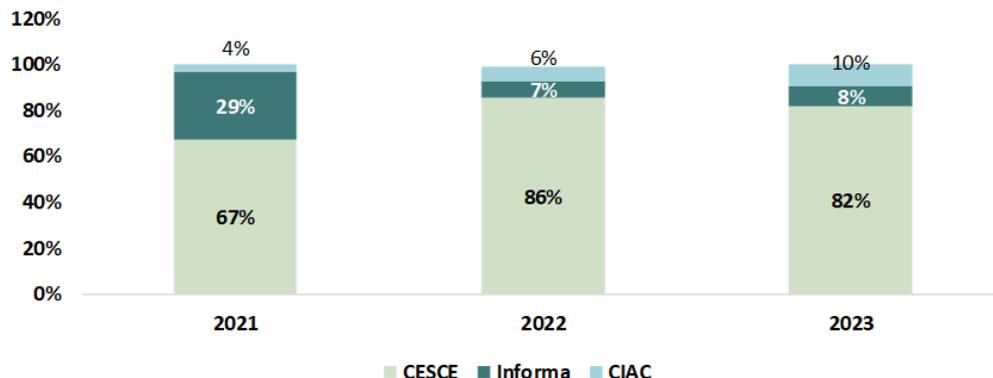
Como aseguradora comercial, CESCE ofrece seguros de crédito y caución. CESCE proporciona soluciones integrales para la prevención y cobertura del riesgo de impago de las empresas, que además incluyen servicios adicionales para facilitarles la obtención de financiación. CESCE también ofrece seguros de caución a empresas y personas, garantizando al tomador del seguro ante las administraciones o el sector privado por las responsabilidades económicas que le puedan ser exigidas como consecuencia del incumplimiento de sus obligaciones garantizadas y derivadas bien de un contrato (obra, suministro o prestación de servicios) o de una disposición legal.

Como ECA, CESCE ofrece seguros para la internacionalización por cuenta del Estado cumpliendo con el mandato de gestionar un programa de coberturas con el fin de apoyar a la exportación. Los Presupuestos Generales del Estado fijan anualmente el límite de las coberturas. Además, CESCE ofrece coberturas de electrointensivos en representación del Estado. CESCE actúa como Agente Gestor de las coberturas de riesgos derivados de la contratación de adquisición de energía eléctrica a medio y largo plazo por parte de los consumidores electrointensivos, proporcionando estabilidad tanto al contratante como al proveedor de energía, al fijar un precio previsible en el tiempo a la energía.

Informa D&B es la compañía líder en España en el suministro de información comercial, financiera, sectorial y de marketing con un total de 4,46 millones de usuarios. El 89% de las empresas del Ibex 35 y más del 95% de las entidades financieras usan su información para tomar sus decisiones de riesgo.

CTI Soluciones se centra en la externalización de procesos de negocio BPO (Business Process Outsourcing) y en las soluciones tecnológicas, con una alta especialización en el tratamiento de la información y los sistemas de pagos, así como en la gestión del crédito comercial. CTI ofrece servicios a casi todas las entidades financieras que actúan en España y está interconectada con más de 200 organismos públicos, procesando el 15% de todos los pagos nacionales.

## Ilustración 2: Contribución de las sociedades al resultado consolidado

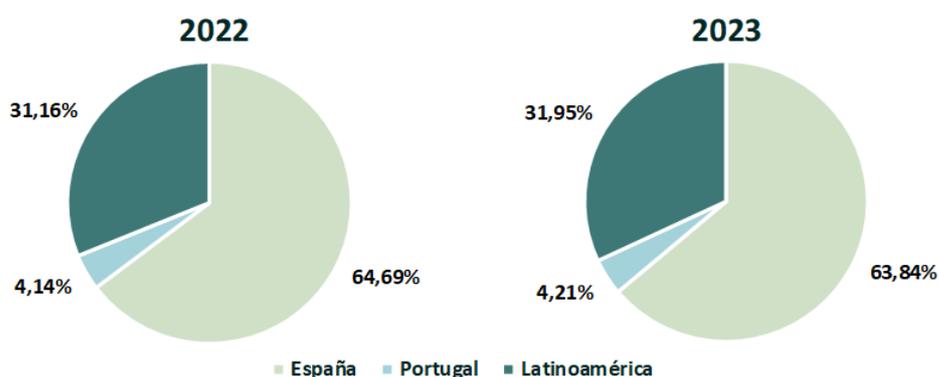


Fuente: EthiFinance & CESCE

La diversificación con negocios complementarios a la actividad aseguradora mejora la capacidad de CESCE para mitigar riesgos y aprovechar oportunidades en segmentos de mercado diferentes. Desde la perspectiva de EthiFinance Ratings, se considera que esta diversificación es un factor positivo para la estabilidad financiera, ya que disminuye la dependencia de una única línea de negocio. La contribución de CIAC al resultado del Grupo se ha incrementado paulatinamente en los últimos años. No obstante, la contribución de Informa D&GB se redujo en 2022 por la caída en su beneficio y se ha mantenido en niveles similares en 2023.

CESCE desarrolla su actividad principalmente en España, aunque también en Portugal y parte de Latinoamérica, incluyendo Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. En España, Crédito y Caucción (Atradius) se sitúa como líder en el ramo de crédito con una cuota de mercado de alrededor del 50%. Por su parte, CESCE ocupa la segunda posición con una cuota cercana al 25%. Y en la tercera posición se encuentra Solunion Seguros con una cuota de alrededor del 20%. Por lo que se refiere al suministro de información, Informa D&GB mantiene el liderazgo en España con una cuota de mercado superior al 60%. Desde la perspectiva de EthiFinance Ratings, la sólida posición de CESCE en el mercado de crédito refleja su capacidad para competir eficazmente en España.

## Ilustración 3: Primas devengadas en el seguro directo por geografía



Fuente: EthiFinance & CESCE

A pesar de la presencia internacional, la calificación está condicionada por la importante exposición al mercado español, donde CESCE desarrolla la mayor parte de su actividad, teniendo además como principal accionista al Estado español. Por consiguiente, la calificación está limitada por el techo país, aun cuando su calificación stand-alone es de "AA-". EthiFinance Ratings considera que esta concentración en el mercado español es un factor de riesgo, ya que cualquier deterioro en la economía española podría tener un impacto directo y significativo en el desempeño financiero de CESCE, limitando así su capacidad para mejorar su calificación.

CESCE ofrece una experiencia omnicanal. CESCE trabaja con agentes y corredores de seguros que actúan como intermediarios entre la compañía y los clientes. CESCE también ofrece sus seguros directamente a través de su red comercial y canales tecnológicos, permitiendo que las empresas se comuniquen directamente con la compañía para obtener cobertura.

## Perfil Financiero

### Resultados y rentabilidad

Las primas devengadas ascendieron a €256,8 millones en 2023 (2022: €261,5 millones), registrando una reducción del 1,8%. Por geografías, las primas devengadas disminuyeron un 3,9% en España, se redujeron un 1,0% en Portugal y se mantuvieron prácticamente estables en Latinoamérica. Por ramos, las primas devengadas bajaron un 6,7% en el ramo de crédito hasta los €189,4 millones y subieron un 10,9% en el ramo de caución hasta los €67,8 millones.

En 2023, CESCE ha bajado los precios de sus seguros para retener su cartera de clientes en un entorno de competencia influida por la disminución en la siniestralidad en los últimos años, lo que ha permitido a las aseguradoras ofrecer precios más bajos. Latinoamérica continuó siendo el centro de la estrategia de internacionalización de CESCE.

Las primas del reaseguro cedido se situaron en €95,3 millones en 2023 (2022: €93,4 millones), aumentando un 2,0%. La tasa de reaseguro fue del 37,1% (2022: 35,7%), similar a los últimos años. CESCE establece requisitos de calificación crediticia para sus reaseguradoras con el fin de garantizar que estas tengan la capacidad financiera para respaldar los riesgos asumidos en los contratos de reaseguro. Además, diversifica los riesgos entre diferentes compañías de reaseguro para evitar la concentración excesiva de riesgos con una sola entidad.

La siniestralidad neta ascendió a €85,0 millones en 2023 (2022: €73,9 millones), registrando un incremento del 15,1%. Por ramos, se situó en €70,5 millones (2022: €59,8 millones) en el ramo de crédito y totalizó €14,5 millones (2022: €14,1 millones) en el ramo de caución. El notable aumento del 17,9% interanual en la siniestralidad neta del ramo de crédito se debió a un entorno económico complejo marcado por alzas de tipos de interés e inflación elevada, lo que condujo a un aumento del número de impagos.

En el negocio por cuenta del Estado, los siniestros pagados ascendieron a €103,9 millones, y las recuperaciones sumaron €61,3 millones, por lo que la siniestralidad neta fue de €42,6 millones (2022: €65 millones). Las indemnizaciones, aunque menores que en 2022, siguen por encima de la media histórica. En 2023, la siniestralidad obedeció en buena medida a tres expedientes singulares y aislados. Además, el aumento de avisos de falta de pago en 2022 se tradujo en más indemnizaciones en 2023, particularmente en cuanto a las Líneas COVID. El Estado asume el riesgo y los pagos de las indemnizaciones, no CESCE. Sin embargo, CESCE actúa como gestor de las coberturas de riesgo por cuenta del Estado.

La ratio de siniestralidad experimentó una ligera elevación, desde el 28,2% en 2022 hasta el 33,1% en 2023, aunque fue inferior a la ratio prevista, dado que se esperaba un mayor deterioro como consecuencia de un contexto económico complejo. El aumento en la siniestralidad se debió a un entorno económico desfavorable por el aumento de los tipos de interés y la inflación. El encarecimiento del crédito, junto con mayores gastos operativos por la inflación, llevó a problemas de liquidez a más empresas y, en consecuencia, a un mayor número de impagos, lo que afectó a los seguros de crédito.

Los gastos de explotación se situaron en €73,8 millones en 2023 (2022: €61,7 millones), aumentando un 19,6% principalmente por mayores gastos de información. La ratio de gastos pasó del 23,6% en 2022 al 28,7% en 2023.

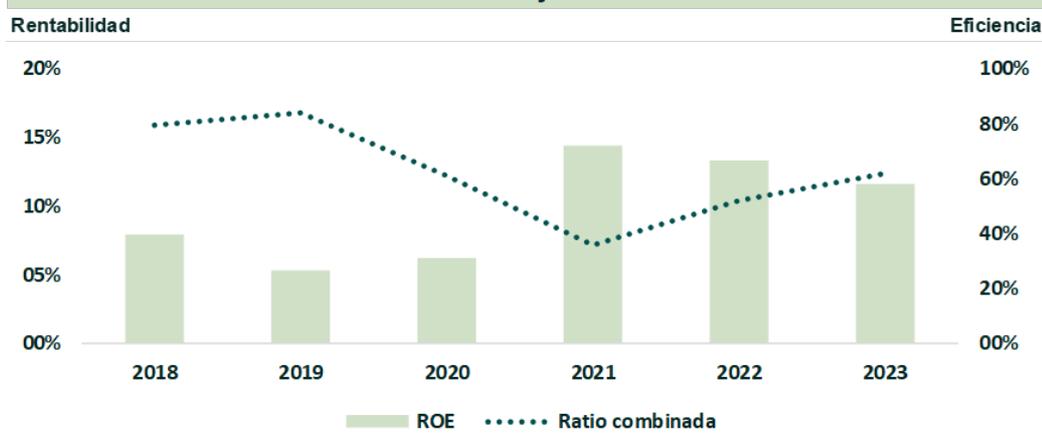
La ratio combinada fue del 61,8% en 2023 (2022: 51,8%) debido a mayores siniestros y gastos de explotación. Si bien se observó un incremento, la ratio se situó muy por debajo del umbral objetivo de CESCE del 94%, y en la parte alta de la escala de la metodología de EthiFinance Ratings, manteniéndose como una de las principales fortalezas de la Aseguradora.

Los ingresos del inmovilizado material y de las inversiones se situaron en €40,9 millones en 2023 (2022: €36,9 millones) y los gastos ascendieron a €28,8 millones (2022: €29,1 millones), por lo que el resultado financiero de la cuenta técnica fue de €12,1 millones en el año, superior a los €7,8 millones registrados en 2022 por una mayor rentabilidad tras las alzas de tipos.

El resultado de la cuenta técnica totalizó €71,9 millones en 2023 (2022: €89,8 millones), registrando una reducción del 20,0% por la disminución de las primas devengadas, el aumento de la siniestralidad y de los gastos de explotación, a pesar del incremento del resultado financiero. El resultado de la cuenta no técnica se situó en €24,3 millones en 2023 (2022: €11,7 millones), logrando un mejor resultado financiero, que fue de €15,3 millones (2022: €11,4 millones) gracias a las alzas de tipos. En consecuencia, el resultado neto ascendió a €67,9 millones en 2023 (2022: €74,9 millones).

En cuanto a la rentabilidad, la ROA se situó en el 5,5% en 2023 (2022: 6,5%) y la ROE se ubicó en el 11,6% en 2023 (2022: 13,3%), que, si bien se vieron impulsados por los ingresos financieros de la cuenta no técnica, el aumento de la siniestralidad y los gastos de explotación resultaron en métricas inferiores a las del año anterior. No obstante, ambos indicadores se mantienen en el rango alto según la metodología de EthiFinance Ratings para aseguradoras.

## Ilustración 4: Evolución de la rentabilidad y de la eficiencia



Fuente: EthiFinance & CESCE

### Activo y cartera de inversión

El activo totalizó €1.356,7 millones en 2023 (2022: €1.227,3 millones). Los principales componentes fueron los activos financieros disponibles para la venta con un 42% (38%), los préstamos y partidas a cobrar con un 28% (26%) y el efectivo con un 12% (14%).

El efectivo se situó en €156,1 millones en 2023 (2022: €174,3 millones), disminuyendo un 10% interanual debido a la venta de letras del tesoro por €26,6 millones.

Los activos financieros disponibles para la venta ascendieron a €567,1 millones en 2023 (2022: €470,6 millones). El 70% correspondía a valores de deuda (obligaciones y bonos) y el 30% a instrumentos de patrimonio (participaciones en fondos de inversión). Los cambios en el valor razonable de las inversiones disponibles para la venta se registran en el patrimonio neto hasta su venta.

Los activos financieros mantenidos para negociar sumaron €59,1 millones en 2023 (2022: €58,6 millones). El 88% correspondía a instrumentos de patrimonio (participaciones en fondos de inversión) y el 12% a valores de deuda (obligaciones y bonos). Cualquier cambio en el valor razonable de las inversiones mantenidas para negociar se reconoce en la cuenta de resultados.

Los préstamos y partidas a cobrar totalizaron €373,1 millones en 2023 (2022: €324,0 millones). Se componían principalmente de depósitos en entidades de crédito, valores de deuda y créditos de diversa naturaleza por los pagos pendientes que CESCE espera recibir como parte de su actividad.

CESCE adopta un perfil de inversor conservador. Sus decisiones de inversión se centran en instrumentos que garanticen la devolución del principal, priorizando la renta fija gubernamental sobre la de emisores privados. CESCE exige, por lo general, una calificación crediticia mínima de grado de inversión. Además, invierte a largo plazo y mantiene una adecuada diversificación por emisores y por tipo de inversión. Desde la perspectiva de EthiFinance Ratings, la diversificación y la prudencia en la selección de activos aseguran una gestión sólida del riesgo financiero a largo plazo.

### Pasivos

En cuanto al pasivo, las provisiones técnicas totalizaron €266,5 millones en 2023 (2022: €252,3 millones), representando el 35% del pasivo total (2022: 37%). CESCE mantiene deudas por operaciones de seguro con asegurados y mediadores, deudas por operaciones de reaseguro y deudas relacionadas con los saldos por la administración por cuenta del Estado. En 2023, el fondo de anticipo de facturas emitió pagarés por €75,6 millones para obtener financiación adicional. El fondo de anticipo de facturas es un canal de financiación no bancario basado en la venta de facturas comerciales bajo la modalidad de factoring sin recurso. La ratio de apalancamiento financiero fue del 12,5% en 2023 y la ratio de cobertura de intereses fue de 52x en 2023. El endeudamiento se encuentra en niveles muy bajos, mientras que la cobertura de intereses es muy elevada según la metodología de EthiFinance Ratings, lo que refleja una sólida capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras.

### Solvencia

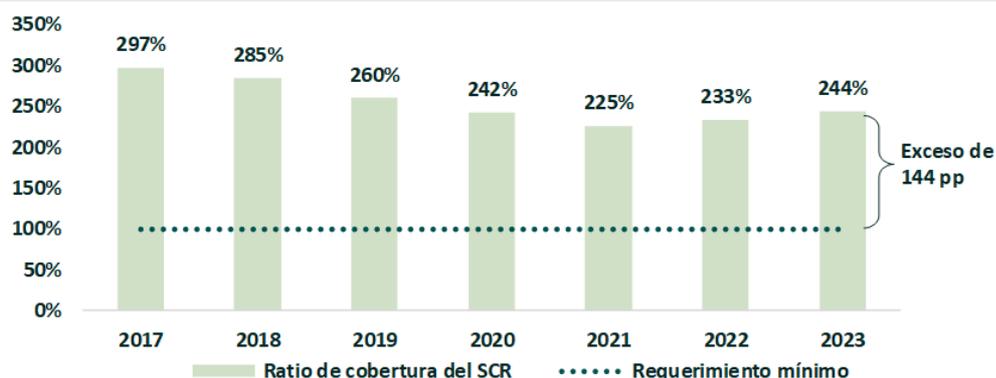
El patrimonio neto se situó en €603,7 millones en 2023 (2022: €545,2 millones), aumentando un 10,7% debido al aumento de los fondos propios por la retención de beneficios dentro de la compañía, parcialmente anulada por el reparto de dividendos, y el incremento del ajuste por cambios de valor de los activos financieros para la venta. El

Consejo de Administración ha propuesto a la Junta General de Accionistas el reparto de un dividendo, con cargo a los resultados del año 2023, por un importe de €37,6 millones.

La ratio de cobertura del capital de solvencia obligatorio (SCR, por sus siglas en inglés) se ubicó en el 243,8% en 2023 (2022: 232,5%). La ratio de solvencia mediana para grupos aseguradores en Europa fue del 227% al cierre del año según la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés).

EthiFinance Ratings considera que la elevada ratio de solvencia de CESCE refleja una posición financiera robusta y una gestión prudente del capital, garantizando una alta capacidad para hacer frente a sus compromisos regulatorios y operativos. La solvencia obtiene la máxima calificación en la escala de la metodología de EthiFinance Ratings.

## Ilustración 5: Evolución de la ratio de cobertura del SCR



Fuente: EthiFinance & CESCE

La ratio de solvencia se considera especialmente sólida por no haberse acogido a la posibilidad de elaborar un modelo interno. Por el contrario, CESCE se ha acogido a la Fórmula Estándar, que representa la pérdida máxima a la que debería hacer frente en el peor escenario entre 200 posibles. Además, todos los fondos propios son de Nivel 1 no restringido, que es capital de alta calidad y fácilmente disponible para absorber pérdidas.

## Environmental, Social & Governance

CESCE, como aseguradora y ECA, juega un papel clave en el apoyo a la internacionalización de las empresas españolas.

En términos ambientales, CESCE está bien posicionada para promover prácticas sostenibles a través de la selección de los proyectos que financia o asegura. Si bien su rol financiero es indirecto, CESCE puede influir en la adopción de estándares medioambientales rigurosos por parte de sus clientes, priorizando el respaldo a empresas y proyectos con bajas emisiones de carbono y favoreciendo la transición hacia una economía más verde.

En el ámbito social, CESCE tiene un impacto significativo al apoyar a empresas en su internacionalización, generando empleo y fomentando la competitividad de las pymes, que son el pilar económico de España. Además, CESCE puede mejorar sus esfuerzos en cuanto a la inclusión financiera, brindando apoyo a empresas en sectores o regiones menos favorecidas, contribuyendo al desarrollo económico local. A través de programas de seguro para operaciones de exportación, CESCE puede también garantizar condiciones laborales adecuadas y respeto a los derechos humanos en las cadenas de valor que asegura.

En términos de gobernanza, CESCE, al estar parcialmente controlada por el Estado, debe mantener altos estándares de transparencia y ética en la toma de decisiones, especialmente en la gestión de riesgos por cuenta del Estado. La empresa debe seguir reforzando sus mecanismos de cumplimiento y control interno, asegurando que las operaciones que financia no solo sean rentables, sino que también cumplan con los criterios ESG. La integración de estos factores en sus procesos de evaluación de riesgos sería un paso fundamental para alinear su estrategia con las crecientes demandas de sostenibilidad global.

## Scorecard

<b>CESCE</b>	<b>A</b>
	<b>Weight</b>
<b>OPERATING ENVIRONMENT</b>	<b>15,0%</b>
<b>Sovereign risk</b>	<b>5,0%</b>
<i>Sovereign rating</i>	
<b>Regulation</b>	<b>5,0%</b>
<i>Prudential regulation</i>	
<b>Sector dynamics</b>	<b>5,0%</b>
<i>Sector strength</i>	
<b>COMPANY PROFILE</b>	<b>45,0%</b>
<b>Business model</b>	<b>15,0%</b>
<i>Distribution channels</i>	8,0%
<i>Diversification</i>	7,0%
<b>Positioning</b>	<b>10,0%</b>
<i>Market share</i>	5,0%
<i>Peer Analysis</i>	5,0%
<b>Management &amp; Risk profile</b>	<b>20,0%</b>
<i>Risk profile</i>	7,0%
<i>Governance</i>	7,0%
<i>Brand</i>	6,0%
<b>FINANCIAL PROFILE</b>	<b>40,0%</b>
<b>Earnings &amp; Profitability</b>	<b>15,0%</b>
<i>ROA</i>	5,0%
<i>ROE</i>	5,0%
<i>Combined ratio</i>	5,0%
<b>Capitalization &amp; Leverage</b>	<b>15,0%</b>
<i>Fixed charge coverage ratio</i>	2,5%
<i>Net written premiums to equity</i>	5,0%
<i>Regulatory capital ratio</i>	5,0%
<i>Financial leverage ratio</i>	2,5%
<b>Liquidity</b>	<b>10,0%</b>
<i>Asset Liability Management</i>	10,0%

Estados Financieros

BALANCE DE SITUACION							
(en miles de €)							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>ACTIVO</b>							
<b>EFFECTIVO Y OTROS ACTIVOS LÍQUIDOS EQUIVALENTES</b>	77.694	123.454	140.751	128.512	138.646	174.315	156.090
<b>ACTIVOS FINANCIEROS MANTENIDOS PARA NEGOCIAR</b>	21.645	21.072	6.686	4.451	4.950	58.593	59.102
Instrumentos de patrimonio						51.296	52.288
Valores representativos de deuda						7.297	6.814
<b>ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA</b>	392.903	380.990	411.307	477.544	545.078	470.567	567.070
Instrumentos de patrimonio	85.289	75.250	94.593	158.068	225.704	149.326	170.380
Valores representativos de deuda	307.614	305.740	316.714	319.476	319.374	321.241	396.690
<b>PRÉSTAMOS Y PARTIDAS A COBRAR</b>	166.787	192.649	206.389	177.356	213.325	323.981	373.144
Valores representativos de deuda						19.890	24.371
Préstamos	150	16		320	920	933	24
Depósitos en entidades de crédito	46.047	62.059	97.192	77.708	71.433	139.124	165.542
Depósitos constituidos por reaseguro aceptado		289	335	363			
Créditos por operaciones de seguro directo	31.669	28.811	22.730	24.911	30.007	44.053	56.296
Créditos por operaciones de reaseguro	10.823	11.174	11.530	1.167	4.767	11.550	14.532
Créditos por operaciones de coaseguro						42	8
Otros créditos	77.809	90.280	74.602	72.867	106.198	108.389	112.381
Créditos con las Administraciones Públicas	2.475	2.890	3.329	4.220	9.962	2.275	1.623
Resto de créditos	75.334	87.390	71.273	68.647	96.236	106.114	110.758
<b>PARTICIPACION DEL REASEGURO EN LAS PROMISIONES TÉCNICAS</b>	51.687	48.867	45.553	49.469	60.878	75.005	81.394
Provisión para primas no consumidas	28.299	30.020	26.832	28.948	32.448	35.853	41.241
Provisión para prestaciones	23.388	18.847	18.721	20.521	28.430	39.152	40.153
<b>INMOVILIZADO MATERIAL E INVERSIONES INMOBILIARIAS</b>	23.836	23.040	22.385	22.491	23.590	25.658	30.025
Inmovilizado material	9.768	8.779	8.361	8.754	10.005	12.187	16.655
Inversiones inmobiliarias	14.068	14.261	14.024	13.737	13.585	13.471	13.370
<b>INMOVILIZADO INTANGIBLE</b>	30.172	27.470	26.782	27.309	30.249	28.354	27.343
Fondo de comercio	8.677	7.454	6.509	5.300	8.019	6.175	5.205
Otro activo intangible	21.495	20.016	20.273	22.009	22.230	22.179	22.138
<b>PARTICIPACIONES EN SOCIEDADES PUESTAS EN EQUIVALENCIA</b>	7.838	18.175	18.481	7.661	8.551	8.702	8.269
Participaciones en entidades asociadas	7.838	18.175	18.481	7.661	8.551	8.702	8.269
<b>ACTIVOS FISCALES</b>	8.772	6.514	7.016	11.596	19.182	25.646	15.050
Activos por impuesto corriente	479	271	620	5.143	12.166	11.529	5.020
Activos por impuesto diferido	8.293	6.243	6.396	6.453	7.016	14.117	10.030
<b>OTRO ACTIVO</b>	22.141	22.472	27.562	25.986	33.139	36.480	39.128
Periodificaciones	21.749	22.377	27.042	25.552	32.245	36.269	39.128
Resto de activos	392	95	520	434	894	211	
<b>ACTIVO MANTENIDO PARA LA VENTA</b>				9.684	603	35	41
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>803.475</b>	<b>864.703</b>	<b>912.912</b>	<b>942.059</b>	<b>1.078.191</b>	<b>1.227.336</b>	<b>1.356.656</b>
<b>PASIVO</b>							
<b>DÉBITOS Y PARTIDAS A PAGAR</b>	94.393	137.279	153.238	108.707	118.466	182.735	223.221
Depósitos recibidos por reaseguro cedido	10.527	7.491	7.060	11.128	11.220	10.526	4.081
Deudas por operaciones de seguro	5.414	6.731	6.679	8.039	9.607	10.029	11.052
Deudas con asegurados	2.295	3.123	3.144	3.424	3.770	3.449	4.043
Deudas con mediadores	612	803	1.866	3.094	3.338	3.778	2.987
Deudas condicionadas	2.507	2.805	1.869	1.521	2.499	2.802	4.022
Deudas por operaciones de reaseguro	17.016	20.964	20.721	13.516	21.636	23.290	28.510
Obligaciones y otros valores negociables	51			51			75.832
Otras deudas	61.383	102.093	118.778	76.021	76.003	138.890	102.946
Deudas con las Administraciones Públicas	6.807	4.981	4.916	5.830	6.717	6.819	8.529
Otras deudas con entidades del grupo	780						
Resto de otras deudas	53.796	97.112	113.862	70.191	69.286	132.071	94.417
<b>PROMISIONES TÉCNICAS</b>	178.188	184.284	186.849	186.416	215.766	252.283	266.461
Provisión para primas no consumidas	52.648	60.301	64.924	67.615	74.293	87.322	95.425
Provisión para riesgos en curso	345	535	952	1.067	575	1.056	628
Provisión para prestaciones	77.832	74.361	63.335	57.193	67.715	95.902	105.274
Provisión para participación en beneficios y para exornos	3.166	3.681	3.855	3.633	7.296		
Otras provisiones técnicas	44.197	45.406	53.743	56.908	65.887	67.403	65.134
<b>PROMISIONES NO TÉCNICAS</b>	2.718	2.615	2.428	1.309	3.372	3.352	672
Provisiones para impuestos y otras contingencias legales				119			4
Otras provisiones no técnicas	2.718	2.615	2.309	1.190	3.253	3.348	672
<b>PASIVOS FISCALES</b>	36.685	33.153	34.070	35.032	47.061	49.088	57.422
Pasivos por impuesto corriente	879	1.563	2.485	1.571	1.874	2.119	2.927
Pasivos por impuesto diferido	35.806	31.590	31.585	33.461	45.187	46.969	54.495
<b>RESTO DE PASIVO</b>	60.229	76.387	110.665	156.499	158.963	194.660	205.177
Periodificaciones	14.194	14.279	13.573	21.885	17.941	10.981	11.908
Otros pasivos	46.035	62.108	97.092	134.614	141.022	183.679	193.269
<b>PASIVOS VINCULADOS CON ACTIVOS MANTENIDOS PARA LA VENTA</b>				227	533		
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>372.213</b>	<b>433.718</b>	<b>487.250</b>	<b>488.190</b>	<b>544.161</b>	<b>682.118</b>	<b>752.953</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>							
<b>FONDOS PROPIO</b>	383.565	391.159	374.440	409.375	485.463	522.269	551.250
Capital o fondo mutual	9.200	9.200	9.200	9.200	9.200	9.200	9.200
Reservas	351.752	347.608	342.349	376.048	422.266	459.205	491.166
Legal y estatutarias	1.840	1.840	1.840	1.840	1.840	1.840	1.840
Reserva de estabilización	86.367	79.859	70.949	81.301	123.529	140.930	153.414
Reservas en sociedades consolidadas	21.760	14.168	21.824	16.526	27.056	50.763	49.678
Reservas en sociedades puestas en equivalencia	-1.190	2.350	486	-1.829	796	1.723	2.292
Otras reservas	242.975	249.471	247.250	278.210	269.045	264.029	283.942
Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	22.613	34.271	22.891	34.479	96.225	71.844	63.368
Pérdidas y ganancias consolidadas	22.287	35.186	23.562	35.283	96.390	74.927	67.940
Pérdidas y ganancias socios externos	326	-915	-671	-804	-2.165	-3.083	-4.572
Dividendo a cuenta y reserva de estabilización a cuenta				-10.352	-42.228	-18.060	-12.484
<b>AJUSTES POR CAMBIO DE VALOR</b>	34.002	24.261	33.963	28.529	30.727	3.663	29.029
Activos financieros disponibles para la venta	39.876	31.304	39.852	37.223	39.750	12.478	36.882
Diferencias de cambio y conversión (en sociedades consolidadas)	-5.915	-7.086	-5.935	-8.734	-9.065	-8.861	-7.904
Otros ajustes	41	43	46	40	42	46	52
<b>SUBVENCIONES, DONACIONES Y LEGADOS RECIBIDOS</b>							
<b>SOCIOS EXTERNO</b>	13.695	15.565	17.259	15.965	17.840	19.286	23.411
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>431.262</b>	<b>430.985</b>	<b>425.662</b>	<b>453.869</b>	<b>534.030</b>	<b>545.218</b>	<b>603.703</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>803.475</b>	<b>864.703</b>	<b>912.912</b>	<b>942.059</b>	<b>1.078.191</b>	<b>1.227.336</b>	<b>1.356.656</b>

A28264034

FINANCIAL INSTITUTIONS

CUENTA DE RESULTADOS (en miles de €)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>CUENTA TÉCNICA - SEGURO NO VIDA</b>							
<b>PRIMAS IMPUTADAS AL EJERCICIO NETAS DE REASEGURO</b>	89.036	93.425	102.725	106.442	131.964	164.492	160.074
Primas devengadas	155.529	161.115	163.168	175.596	230.009	291.547	256.836
Seguro directo	154.150	160.911	162.110	175.720	232.201	284.374	257.544
Reaseguro aceptado	1.738	1.546	1.675	1.917			
Variación de la corrección por deterioro de las primas pendientes de cobro	-359	-1.342	-617	-2.041	-2.192	-2.829	-706
<b>Primas del reaseguro cedido</b>	-65.842	-60.443	-54.437	-64.253	-92.330	-93.385	-95.258
Variación de la provisión para primas no consumidas y para riesgos en curso	-4.870	-8.690	-2.794	-8.333	-5.919	-5.410	-4.910
Seguro directo	-4.896	-8.590	-2.405	-8.162	-6.406	-4.930	-5.238
Reaseguro aceptado	26	-90	-389	-371	487	487	428
Variación de la provisión para primas no consumidas, reaseguro cedido	4.219	1.433	-3.212	3.632	224	1.742	3.304
<b>INGRESOS DEL INMOVILIZADO MATERIAL Y DE LAS INVERSIONES</b>	14.718	14.472	12.890	16.843	24.795	36.875	40.879
Ingresos procedentes de las inversiones inmobiliarias	630	669	674	695	754	838	922
Ingresos procedentes de inversiones financieras	13.221	12.700	10.157	15.498	20.850	25.813	30.850
Ingresos procedentes de inversiones financieras	11.806	12.890	7.029	6.888	4.427	7.455	12.700
Otros ingresos financieros	1.415	-190	3.128	8.610	16.423	18.358	18.150
Beneficios en realización del inmovilizado material y las inversiones	867	1.103	1.259	650	3.191	10.224	9.107
Del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias	1		599	78	42		
De inversiones financieras	866	1.103	660	572	3.149	10.224	9.107
<b>OTROS INGRESOS TÉCNICOS</b>	34.427	46.272	51.144	33.024	40.934	53.468	58.606
Ingresos para la Gestión de Riesgos por Cuenta del Estado	17.515	31.802	43.016	20.244	20.912	34.129	34.759
Variación Provisión Técnica para Gestión de Riesgos en curso de Riesgos del Estado	2.126	-1.225	-8.437	-3.185	2.960	-862	2.693
Reintegro de gastos de estudio	13.035	13.646	14.094	15.425	17.005	18.275	19.169
Variación provisión para insolvencia por gastos de estudio	27	-47	-47	-58	-78	-123	139
Pérdidas por insolvencias definitivas de gastos de estudio	-138	-73	-80	-42	-81	-60	-234
Otros ingresos técnicos	1.876	2.171	2.601	625	218	1.816	1.991
Dotación provisión por otros ingresos técnicos	-32	-23	-20	-19	-6	-15	-12
Insolvencias cubiertas con provisión de otros ingresos técnicos	33	24	22	17	6	11	18
Pérdidas por insolvencias definitivas de otros ingresos técnicos	-15	-5	-5	-2	-3	-3	-42
Beneficios reaseguro retirada cartera							44
Reintegro gastos suscripción							81
<b>SINISTRALIDAD DEL EJERCICIO NETA DE REASEGURO</b>	-59.857	-68.275	-80.801	-57.147	-32.399	-73.853	-84.985
<b>Prestaciones pagadas</b>	-45.489	-58.363	-71.523	-54.786	-23.918	-49.701	-68.463
Seguro directo	-94.010	-70.959	-109.165	-77.471	-40.388	-75.652	-107.169
Reaseguro aceptado	-1.118	-961	-758	-818			
Reaseguro cedido	49.639	21.567	38.401	23.503	16.470	25.951	38.706
Variación de la provisión para prestaciones	-5.988	-3.956	-1.673	6.704	430	-15.862	-7.790
Seguro directo	15.023	-126	-1.062	7.317	-1.041	-28.079	-8.339
Reaseguro aceptado	-45	-119	-146	-203			
Reaseguro cedido	-20.966	-3.711	-465	-410	1.471	12.210	1.549
Gastos internos imputables a prestaciones	-8.380	-5.956	-7.605	-9.065	-8.911	-8.290	-8.732
Gastos incurridos	-10.098	-8.887	-7.590	-8.619	-7.887	-8.646	-8.858
Variación de provisión para gastos internos de liquidación de siniestros	1.708	931	-15	-446	-1.024	356	126
<b>GASTOS DE EXPLOTACIÓN NETOS</b>	-61.138	-59.529	-55.951	-60.914	-63.325	-61.744	-73.836
Gastos de adquisición	-62.711	-64.865	-55.683	-63.069	-61.414	-71.034	-81.661
Comisiones y gastos de agencia	-13.518	-14.000	-15.001	-15.851	-24.564	-28.390	-28.587
Gastos de información	-10.126	-15.138	-2.225	-1.889	-1.690	-2.698	-10.304
Gastos internos imputables a la Adquisición	-39.067	-35.727	-38.457	-35.329	-35.160	-39.946	-42.770
Gastos generales internos de administración	-17.828	-14.664	-16.656	-16.699	-21.389	-23.237	-23.619
Reintegro de gastos	19.401	20.000	16.588	19.145	33.478	32.527	31.444
Comisiones y Participaciones Reaseguro Cedido y Retrocedido	19.401	20.000	16.588	19.145	33.478	32.527	31.444
<b>OTROS GASTOS TÉCNICOS</b>	-705	-695	-1.866	-386	-118	-311	-112
Variación del deterioro por insolvencias	-16	-20	-20	-3	-47	-236	-107
Otros	-689	-675	-1.846	-383	-71	-75	-5
<b>GASTOS DEL INMOVILIZADO MATERIAL Y DE LAS INVERSIONES</b>	-8.951	-8.424	-5.695	-14.560	-20.658	-29.112	-28.777
Gastos de gestión de las inversiones	-8.716	-8.220	-4.744	-11.447	-19.817	-28.665	-27.432
Gastos del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias	-401	-402	-400	-437	-526	-27.087	-25.930
Gastos de inversiones y cuentas financieras	-8.315	-7.818	-4.344	-10.710	-19.291	-1.578	-1.502
Correcciones de valor del inmovilizado material y de las inversiones	-118	-195	-123	-239	-316	-294	-4.202
Amortización del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias	-118	-124	-121	-122	-316	-180	-246
Deterioro de inversiones financieras		-71	-2	-2.237		-114	-954
Pérdidas procedentes del inmovilizado material y de las inversiones	-117	-9	-728	-1.044	-525	-153	-143
Del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias	-5	-6	-4	-1	-3	-9	-45
De las inversiones financieras	-112	-3	-724	-1.043	-522	-144	-98
<b>RESULTADO DE LA CUENTA TÉCNICA DEL SEGURO NO VIDA</b>	7.530	17.246	21.746	34.212	95.213	89.615	71.849
<b>CUENTA NO TÉCNICA</b>							
<b>INGRESOS DEL INMOVILIZADO INMATERIAL Y DE LAS INVERSIONES</b>	37.421	32.353	14.021	20.317	43.544	49.754	51.444
Ingresos procedentes de las inversiones inmobiliarias	809	744	734	679	699	864	580
Ingresos procedentes de las inversiones financieras	30.878	26.967	8.719	10.335	14.895	26.110	30.813
Ingresos procedentes de inversiones financieras en empresas del grupo y asociadas	12.065	12.056	4	4		32	89
Ingresos procedentes de inversiones financieras	18.759	14.606	7.372	6.098	4.192	8.975	15.790
Otros ingresos financieros	54	305	1.347	4.233	10.703	17.103	14.934
Ingresos procedentes del inmovilizado material y de las inversiones	3.755						
Beneficios en realización del inmovilizado material y de las inversiones	599	3.429	3.012	1.128	1.875	21.749	19.611
Ingresos de entidades incluidas en la consolidación	1.390	1.213	1.556	8.175	25.711	1.231	440
Participación en beneficios de entidades puestas en equivalencia	1.390	1.213	1.556	932	678	537	440
Beneficios por la enajenación de participaciones en sociedades puestas en equivalencia				7.243	25.033	694	
Diferencias negativas de consolidación					364		
<b>GASTOS DEL INMOVILIZADO MATERIAL Y DE LAS INVERSIONES</b>	-11.407	-10.277	-4.202	-8.321	-12.803	-38.323	-36.161
Gastos de gestión de las inversiones	-11.149	-7.093	-1.423	-4.257	-11.888	-22.575	-18.699
Correcciones de valor del inmovilizado material y de las inversiones	-220	-596	-230	-2.254	-159	-195	-2.098
Amortización del inmovilizado material y de las inversiones			-228	-213	-159	-112	-146
Amortización del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias	-220	-214					
Deterioro del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias		-312					
Deterioro de inversiones financieras		-70	-2	-2.041		-72	-1.922
Pérdidas procedentes del inmovilizado material y de las inversiones	-6	-2.588	-2.492	-1.377	-203	-14.471	-13.407
Del inmovilizado material y de las inversiones inmobiliarias	-6	-5	-5	-1	-2	-8	-26
De las inversiones financieras		-2.583	-2.487	-1.376	-201	-14.463	-13.381
Gastos de entidades incluidas en la consolidación	-32			-433	-553	-960	-1.057
<b>OTROS INGRESOS</b>	95.387	109.008	88.738	87.307	91.002	93.150	99.322
<b>OTROS GASTOS</b>	-98.600	-103.913	-87.215	-88.000	-92.892	-92.898	-90.338
<b>RESULTADO DE LA CUENTA NO TÉCNICA</b>	22.801	27.171	11.342	11.303	28.851	11.683	24.267
<b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>	30.331	44.417	33.088	45.515	124.064	101.298	96.116
Impuesto sobre beneficios	-8.022	-9.219	-9.871	-10.427	-26.009	-26.559	-28.176
Ajuste por hiperinflación	-22	-12	145	195	195	335	18
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	22.287	35.186	23.362	35.283	98.390	74.927	67.940
Resultado atribuido a la sociedad dominante	22.613	34.271	22.891	34.479	96.225	71.844	63.368
Resultado atribuido a socios externos	-326	915	671	804	2.165	3.083	4.572

## 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](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 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 Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

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

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

the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are 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](mailto:dpo@ethifinance.com). Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid