ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
StableInitiation date 06/07/2020
Rating Date 24/06/2024

Contacts

Lead analyst

Karen Marquez
karen.marquez@ethifinance.com

Committee chair

Guillermo Cruz Martinez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action & Rationale

Ethifinance Ratings afirma la calificación de Coface, S.A. en “A+”, manteniendo la tendencia “Estable”.

Nuestra calificación de crédito se fundamenta en su posición de liderazgo en el mercado del seguro de crédito, su creciente rentabilidad, una eficiencia y capitalización en niveles de fortaleza, que en conjunto han evolucionado positivamente. Asimismo, valoramos positivamente su presencia global con acceso a ciclos económicos diferenciados.

Por el contrario, nuestra calificación está limitada por el elevado peso en los ingresos del grupo de su negocio principal cuyo componente cíclico es elevado, la mayor exposición a los mercados emergentes y el creciente endeudamiento financiero donde, a través de la emisión de obligaciones subordinadas, la deuda financiera del Grupo cerró en niveles históricamente altos; no obstante, en marzo de 2024 vencieron obligaciones subordinadas por un importe de €380 millones que, aunque reduce la deuda financiera del Grupo, sigue siendo superior a la de años anteriores.

Descripción de la Entidad

Coface, S.A. (en adelante, Coface) es la matriz del tercer grupo líder del mercado global en el seguro de crédito que complementa su actividad principal con los negocios de factoring, avales y garantías e información y recobro de deudas.

Fundamentos

- Posición de liderazgo global en su principal actividad, con la tercera cuota de mercado más alta (15% del total de primas), en una industria con una elevada concentración y la existencia de barreras de entrada que benefician a los principales players del mercado.
- Limitada diversificación de ingresos por líneas de negocio con casi el 89% de los mismos en el seguro de crédito, pero con una fuerte diversificación internacional estando presente en áreas económicas con ciclos diferenciados.
- Rentabilidad y eficiencia en el rango alto de la metodología de compañías aseguradoras de EthiFinance Ratings. Al término del 2023, el ROA y ROE del Grupo se situaban en niveles de 3,04% y 11,72% (3,17% y 11,91% en el 2022) y un ratio combinado de 67,60% (64,30% el año anterior).
- La deuda financiera del Grupo, compuesta principalmente por obligaciones subordinadas y destinada a financiar la actividad de seguro de crédito, ha alcanzado niveles históricamente altos. Así, el endeudamiento financiero pasó del 26,44% al 40,51% de 2022 a 2023, situando el ratio en niveles medios, según nuestra metodología (anteriormente medio-alto). No obstante, en marzo de 2024 vencieron obligaciones subordinadas por valor de €380 millones, que, si bien reduce el endeudamiento financiero del Grupo, sigue situándolo en un rango superior al de años anteriores (aprox. 29% en el 1T24). Cabe mencionar que las obligaciones están garantizadas irrevocable e incondicionalmente de forma subordinada por la *Compagnie française d'assurance pour le commerce extérieur*, principal entidad operativa del Grupo.
- Cartera de inversión diversificada con orientación a instrumentos de renta fija, de alta calidad crediticia. Al cierre del 2023, los instrumentos de renta fija correspondían el 69% del total de las inversiones (77% al 2022), donde casi el 100% correspondía a bonos soberanos y bonos corporativos con grado de inversión.
- Capitalización de 199% por encima de los requerimientos de 100% y del umbral objetivo del grupo de 155-175%.
- Fuerte posición de liquidez reforzada por una alta generación de caja en su actividad ordinaria y una elevada liquidez en sus inversiones financieras.

Principales Magnitudes

| Supuestos y Resultados Coface (Miles de Euros) | Anual | |
|---|-----------|-----------|
| | 2022 | 2023 |
| Gross premiums written | 1.666.489 | 1.694.189 |
| Net premium written | 1.515.662 | 1.559.063 |
| Ceded premiums | 408.812 | 424.015 |
| Rate of ceded premiums | 26,97% | 27,20% |
| Operating income | 357.244 | 362.924 |
| Net income | 240.443 | 240.502 |
| Assets | 7.586.264 | 7.898.282 |
| Cash | 553.786 | 495.558 |
| Cash / Assets | 7,30% | 6,27% |
| Financial Investments | 2.902.405 | 2.367.309 |
| Financial Investments / Assets | 38,26% | 29,97% |
| Liabilities | 5.565.394 | 5.845.347 |
| Borrowings | 534.280 | 831.743 |
| Total shareholder's equity | 2.020.870 | 2.052.935 |
| Regulatory Capital Ratio | 201,00% | 199,00% |
| ROA | 3,17% | 3,04% |
| ROE | 11,91% | 11,72% |
| Combined ratio | 67,60% | 64,30% |
| Net earned premiums to equity | 75,00% | 75,94% |

Fuente: EthiFinance Ratings & Coface

Tendencia

Nuestra calificación de A+ con tendencia Estable se fundamenta en su posición de liderazgo en el mercado del seguro de crédito como uno de los principales players, así como en el sólido perfil financiero de la Aseguradora, con una rentabilidad y eficiencia en niveles de fortaleza, y una capitalización que se ha mantenido muy por encima de los mínimos regulatorios, y del umbral objetivo del Grupo.

Además, si bien el Grupo muestra un endeudamiento financiero creciente, el vencimiento de obligaciones subordinadas en marzo de 2024 por importe de €380 millones, que reduce el importe total de la deuda financiera, da lugar a un ratio de endeudamiento financiero que se sitúa en el rango medio, según nuestra metodología.

Análisis de Sensibilidad

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

- **Factores positivos**

La calificación podría ser mejorada si el endeudamiento financiero del Grupo se reduce a niveles iguales o inferiores al 23%, asimismo si el crecimiento en las actividades secundarias del grupo reduce la concentración de sus ingresos en el negocio principal (menor del 70%), y, si se incrementa la cuota de mercado sin aumentar su perfil de riesgo (mayor al 17%).

- **Factores negativos**

La calificación podría ser rebajada si los resultados del Grupo se vieran afectados por una elevada volatilidad derivada de un entorno macroeconómico incierto, que resultara en un deterioro de la rentabilidad, una menor eficiencia y una caída en la solvencia.

Perfil de la Entidad

Modelo de Negocio

Coface es una aseguradora francesa de carácter global con unos activos que alcanzaron los €7.898 millones al cierre del 2023 que desarrolla sus actividades a través de su subsidiaria principal Compagnie française d'assurance pour le commerce extérieur y sus filiales. El grupo fue creado en 1946 para apoyar el comercio exterior francés y actualmente es una empresa líder a nivel mundial con la tercera cuota de mercado en el sector de seguros de crédito (con un 15% del total de las primas), por detrás de Atradius y Allianz Trade -ExEuler Hermes- (45% en conjunto).

El grupo cuenta con diversas líneas de negocio cuya actividad principal es el seguro de crédito que en 2023 representó el 88,9% del total de sus ingresos (89,8% en el 2022). Asimismo, en Alemania y Polonia ofrece el producto de factoring donde es uno de los players predominantes del mercado aportando el 3,9% de los ingresos consolidados del grupo (3,9% el año pasado). Además, complementa su actividad comercial con la oferta de avales y fianzas que contribuyen el 3,7% de la facturación (3,2% en el 2021) y, por último, el negocio de información y recuperación de deuda con un 3,5% de los ingresos totales (3,1% al cierre del 2022) donde se beneficia de las sinergias con el resto de los negocios y una baja correlación a lo largo del ciclo económico. Desde EthiFinance Ratings consideramos que, a pesar de los diferentes segmentos del grupo, Coface muestra una elevada concentración de su negocio en el seguro de crédito. (Ver Ilustración 1)

La actividad principal del grupo tiene un elevado componente cíclico y en situaciones económicas inciertas experimenta un fuerte aumento de la siniestralidad debido a un entorno con mayor volatilidad, así como una reducción de los ingresos al estar las primas del seguro ligadas al volumen de ventas de sus asegurados. No obstante, la mayor demanda de aseguramientos en contextos complejos, la duración limitada de los contratos de seguro con capacidad de ajustarse ante entornos cambiantes a través de un incremento de las primas y la capacidad de disminuir su exposición al riesgo modificando los límites de créditos de las pólizas donde el riesgo es elevado mitigan parcialmente estos factores.

El sector del seguro de crédito es competitivo en precios, caracterizado por altas barreras de entrada debido a la importancia de contar con un fuerte volumen de información en la gestión del riesgo, los importantes costes regulatorios y las fuertes necesidades de capital. La tasa de retención de clientes de Coface se sitúa en el 93,1% a finales del 2023, beneficiándose de la estabilidad que aporta al negocio del grupo.

La entidad mantiene una red líder internacional estando presente en 100 países. Este alcance global le permite tener una alta diversificación geográfica, con una mayor exposición a diferentes ciclos económicos que puedan mitigar posibles perturbaciones económicas regionales. Aunque su principal mercado es el europeo (más del 50% de su facturación), Coface cuenta con una mayor proporción del negocio en mercado emergentes, en comparación con sus principales peers, lo que supone un riesgo superior para el Grupo, el cual se ha visto acentuado por un entorno macroeconómico de mayor incertidumbre.

De esta forma, la región del Mediterráneo y África supuso el 28% de la facturación en 2023 (en línea con el promedio de los tres últimos años de 28%); seguido de Europa del Norte con un 20% (promedio de 21% de los tres últimos años); Europa Occidental con un 20% (igual con 20%); Europa Central un 10% (10%); Norteamérica un 9% (9%); la zona de Asia-Pacífico un 7% (7%); y, por último, América Latina con un 5% (5%). Europa Central fue la única región que presentó una menor facturación debido a la caída del negocio en Rusia (Ver Ilustración 2).

Por países, la concentración de riesgos es baja, ya que ninguno de ellos representa más del 15% de la exposición total, y con una distribución de los diez principales países del grupo que asciende al 63,5%. Alemania, Estados Unidos, Francia e Italia son los 4 estados con mayor exposición. Asimismo, Coface mantiene una adecuada diversificación de riesgos por sectores, con ninguno de ellos excediendo más del 20%, lo que le lleva a mitigar el riesgo de concentración que pudiera surgir en algún de los sectores (Ver Ilustración 3).

A finales del 2023, la estructura accionarial del Grupo se encuentra conformada por su principal accionista, Arch Capital Group, un holding americano especializado en seguros con un 29,9% de las acciones, 68,5% de free float y el restante 1,6% de los empleados.

Perfil Financiero

Ingresos y rentabilidad

Al término del 2023, las primas devengadas alcanzaron los €1.694 millones, un 1,7% más que el ejercicio anterior, lo que se debió a la elevada tasa de retención de clientes que se situó en el 93,1% a finales del 2023. El negocio mostró una desaceleración especialmente durante la segunda mitad de 2023 debido a una ralentización económica.

Con respecto a las otras actividades del Grupo, Coface cerró 2023 casi un 11% por encima del año pasado en términos de facturación, impulsada principalmente por el negocio de información y recuperación de deudas, que representa una oportunidad de crecimiento altamente sinérgica para Coface. Además, las actividades de avales y fianzas y factoring han tenido una evolución interanual positiva (11,8% y 3,2%, respectivamente).

EthiFinance Ratings destaca que el negocio de factoring se desarrolla en línea con la coyuntura económica, lo que demuestra su prociclicidad y su correlación con el seguro de crédito. Por otro lado, la complementariedad de las líneas de negocio de surety bonds y el negocio de información y otros servicios muestran un buen encaje con la actividad principal del grupo gracias a las sinergias y a su menor exposición a los ciclos económicos.

En cuanto a la evolución de la cesión de primas por reaseguro, está se mantuvo en niveles similares a los del año anterior, cerrando el 2023 en 27,20% (26,97% al 2022). Desde EthiFinance Ratings valoramos la política del grupo al diversificar su exposición con más de 20 reaseguradoras y todas ellas con una calificación crediticia de A+ y AA-. Cabe mencionar que, en términos interanuales, el coste del reaseguro disminuyó de -€139 millones a -€104 millones de 2022 a 2023, como consecuencia del aumento de los ingresos procedentes de los siniestros cedidos.

A finales de 2023, la Aseguradora cerró con un ratio de siniestralidad neto del 37,7%, que mide los gastos de siniestralidad divididos por las primas devengadas, que fue inferior al 39,7% del año anterior (y a la media 2017-2023 del 42,85%), a pesar del incierto contexto macroeconómico actual.

Los gastos operativos registraron un ligero aumento en línea con la actividad comercial del Grupo, lo que se tradujo en mayores costes de adquisición de pólizas. El ratio de gastos (gastos operativos divididos por las primas devengadas) fue inferior al del año anterior, situándose en el 26,6% (28,8% en 2022), lo que se debió al aumento de las primas devengadas. Este indicador, junto con el ratio de siniestralidad, sitúa el ratio combinado (gastos operativos más gastos de siniestralidad sobre primas devengadas) en un sólido 64,3% (67,6% en 2022), lo que lo sitúa en nuestro rango de calificación más alto.

Los ingresos procedentes de las inversiones financieras cerraron el 2023 en -€27,533 millones, de €18,148 millones en 2022, lo que se debe a mayores *insurance finance expenses* que incrementaron más de la mitad debido a tipos de descuento más elevados.

Teniendo en cuenta lo anterior, Coface registró un beneficio neto de 240,6 millones de euros en 2023, similar al del año anterior, debido a los mayores ingresos procedentes de la actividad del seguro de crédito, así como de las demás actividades complementarias, que, junto con los menores costes del reaseguro, compensaron el ligero aumento de la siniestralidad y de los gastos operativos. Sin embargo, los menores ingresos procedentes de las inversiones financieras en comparación con el ejercicio anterior dieron lugar a un beneficio neto que se mantiene en los mismos niveles que en 2023 (Ver Ilustración 4).

Así, la rentabilidad del grupo se sitúa en los umbrales más elevados de nuestra metodología, con un ROA del 3,04% y un ROE del 11,91%, frente al 3,17% y el 11,72%, respectivamente, del año anterior. Creemos que aunque una mayor volatilidad podría aumentar la siniestralidad futura del grupo, junto con una posible reducción de los precios, lo cual podría reducir los ingresos de la Aseguradora, la capacidad del seguro de crédito para adaptarse a los cambios en el entorno económico será un factor mitigante que mantendrá el rendimiento de Coface en niveles adecuados durante los próximos ejercicios.

Cartera de inversión

La principal partida del activo consolidado del grupo es la cartera de inversiones, que asciende a 3.341 millones de euros y representa alrededor del 42% del activo (2022: 40%). Más del 70% de esta cartera está clasificada como disponible para la venta, que se valora a valor razonable y su variación se refleja en la reserva de revalorización en el patrimonio neto sin pasar por la cuenta de pérdidas y ganancias. Durante el ejercicio 2023, se han producido disminuciones en el valor razonable de las inversiones financieras clasificadas como disponibles para la venta debido a la volatilidad de los mercados, que por su propia naturaleza, se refleja en el epígrafe correspondiente del patrimonio neto de la Aseguradora. Sin embargo, el patrimonio neto total no sufrió una reducción como consecuencia de ello, como se observó el año pasado.

La cartera de inversión se encuentra diversificada y a diciembre de 2023 estaba conformada principalmente por bonos al representar el 69,0% de la cartera total (77,0% un año antes); préstamos, depósitos y otras inversiones financieras con un 23,0% (13,0% en 2022); instrumentos de renta variable con el 2,0% (3,0% en 2022); y, por último, inversiones

inmobiliarias con un 6,0% (8,0% en el ejercicio previo). De esta forma, la política de inversión se centra en activos de renta fija, con una alta liquidez y calificación crediticia complementada con otros asset class que contribuyan a la diversificación y mejora de la rentabilidad y liquidez (Ver Ilustración 5).

Deuda Financiera

El endeudamiento de Coface se encuentra conformado principalmente por deuda operativa, la cual representa 74,4% de la deuda total (deuda financiera y operativa), y que en mayor medida está compuesta por un programa de bursatilización, que es complementado por líneas de crédito y papel comercial, que el grupo utiliza para la financiación de su negocio de factoring, con lo cual gestiona su riesgo de liquidez y fondeo.

El 25,6% restante se compone de deuda financiera, que a finales de 2023 correspondía a tres bonos subordinados por un total de €832 millones, que financiaban el negocio de seguros de crédito. Al término de 2023, la deuda financiera del Grupo correspondía a un bono subordinado a 10 años por un importe nominal de €380 millones emitido en 2014, con vencimiento en 2024 y un tipo de interés del 4,125%, así como a una emisión de obligaciones subordinadas (Tier 2) a 10 años emitidas en 2022 y con vencimiento en 2032 con un tipo de interés fijo del 6,0% por un importe nominal de €300 millones, y, por último a una nueva emisión de obligaciones subordinadas en noviembre de 2023 por un importe nominal de €300 millones con un tipo de interés fijo de 5,750% y con vencimiento en 2033.

En marzo de 2024 venció uno de los bonos subordinados por valor de €380 millones, si bien esto reduce la deuda financiera del Grupo, que estaba en niveles históricamente altos, sigue siendo superior a la de años anteriores (€607 millones en el primer trimestre de 2024, frente a €534 millones en 2022 y €391 millones en 2021) (Ver Ilustración 6).

Es por esta razón que el apalancamiento financiero de la aseguradora que, mide la deuda financiera dividida entre el patrimonio neto, se situaba a finales de 2023 en el 41%, por encima del año anterior de 26%, que según nuestra metodología pasaría a los umbrales medios (anteriormente: medios-altos). Si bien, el vencimiento de las obligaciones subordinadas en marzo 2024 reduce el endeudamiento financiero del Grupo, sigue situándolo en un rango superior al de años anteriores (aprox. 29% en el 1T24).

Solvencia II

El ratio de solvencia II cerró 2023 en niveles del 199% (201% en 2022), manteniéndose por arriba de los requerimientos de capital del 100% y sobre el rango objetivo fijado en su plan estratégico del 155-175%. Parte del requerimiento de capital que marca el regulador francés exige que el 82% sea destinado al negocio del seguro de crédito, mientras que el 18% restante para las actividades factoring (Ver Ilustración 7).

El reparto de dividendos se ha reanudado tras el estallido de la pandemia, es así que al cierre del 2020 y 2021, han alcanzado un pay-out del 100%, y al término del 2022 del 80% y del 2023 del 81% en línea con el objetivo de su plan estratégico de distribuir al menos 80% de los beneficios considerando que el ratio de solvencia se encuentre por encima del rango objetivo. El dividendo a cuenta de los resultados del 2023, corresponde a la distribución de €1,30 por acción.

En 2019 el regulador francés, la Autoridad de Supervisión Prudencial y Resolución, aprobó el modelo de cálculo interno de la entidad sustituyendo el modelo estándar utilizado por el grupo y que se ajusta más a su actividad. El capital del grupo se distribuye en un 75% de capital tier 1 de máxima calidad, un 24% de capital tier 2 correspondiente a la deuda subordinada elegible y un 1% de tier 3 representando los activos fiscales diferidos.

La posición de liquidez es sólida con una adecuada generación de caja en su actividad ordinaria y una elevada liquidez en sus inversiones financieras unida al efectivo disponible por la aseguradora, con lo cual Coface se encuentra en una posición adecuada para hacer frente a posibles necesidades del contexto económico.

Environmental, Social & Governance

Coface integra la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) en su evaluación del riesgo por país y del riesgo de impago de sus deudores. Además, Coface está probando una metodología para medir el impacto ambiental de los deudores que componen su portfolio. Esta herramienta permitirá a Coface orientar su negocio hacia actividades más responsables con el medio ambiente.

La Aseguradora ha implementado una política de exclusión comercial, que refleja su determinación de evitar actividades empresariales no éticas o no responsables. La compañía se ha comprometido a detener o reducir su negocio en el sector del carbón.

La Entidad ha tomado la decisión de aumentar su apoyo a la financiación e implementación de proyectos ESG a largo plazo a través de sus soluciones de seguro de riesgos individuales.

Coface se compromete a reducir la huella de carbono de su cartera de inversiones en un 30% (acciones cotizadas y bonos corporativos) para 2025 (en comparación con 2020) para los scopes 1 y 2. En este contexto, Coface se adhirió a los Principios de Inversión Responsable de la ONU (PRI) en 2023 y se está preparando para unirse a Net Zero Asset Owner Alliance de la ONU (NZAOA). Esto forma parte de un enfoque estructurado para la transición de la cartera de inversiones del Grupo y alcanzar la neutralidad de carbono para 2050.

En cuanto a la estructura corporativa de Coface, el sistema de riesgos formal de la entidad está basado en el modelo de tres líneas de defensa con una primera línea formado por las funciones operacionales, una segunda gestionada por el departamento de riesgos y compliance y una tercera por auditoría interna. En 2018 se introdujo un comité de riesgos que reporta directamente al Consejo para reforzar la gestión de riesgos de la aseguradora.

Scorecard

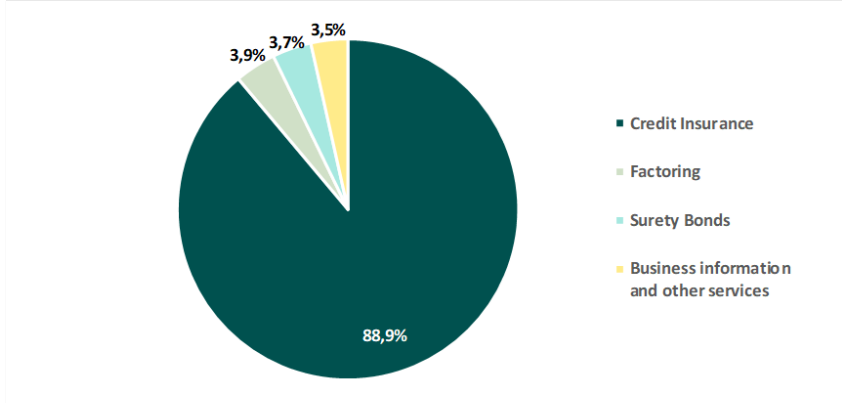
RATING

A+

| COFACE | | 2024 | | |
|------------------------------------|--------------------------------------|-------|--------|--------------|
| | Data | Score | Weight | Subtotal |
| OPERATING ENVIRONMENT | | | | 15,0% |
| Sovereign risk | | | | 5,0% |
| | <i>Sovereign rating</i> | | | 5,0% |
| Regulation | | | | 5,0% |
| | <i>Prudential regulation</i> | | | 5,0% |
| Sector dynamics | | | | 5,0% |
| | <i>Sector strength</i> | | | 5,0% |
| COMPANY PROFILE | | | | 45,0% |
| Business model | | | | 15,0% |
| | <i>Diversification</i> | | | 8,0% |
| | <i>Distribution channels</i> | | | 7,0% |
| Positioning | | | | 10,0% |
| | <i>Market share</i> | | | 5,0% |
| | <i>Peer Analysis</i> | | | 5,0% |
| Management&Risk profile | | | | 20,0% |
| | <i>Risk profile</i> | | | 7,0% |
| | <i>Governance</i> | | | 7,0% |
| | <i>Brand</i> | | | 6,0% |
| FINANCIAL PROFILE | | | | 40,0% |
| Earnings&Profitability | | | | 15,0% |
| | <i>ROA</i> | | | 5,0% |
| | <i>ROE</i> | | | 5,0% |
| | <i>Combined ratio (non-life)</i> | | | 5,0% |
| Capitalization&Leverage | | | | 15,0% |
| | <i>Fixed charge coverage ratio</i> | | | 2,5% |
| | <i>Net earned premiums to equity</i> | | | 5,0% |
| | <i>Regulatory capital ratio</i> | | | 5,0% |
| | <i>Financial leverage ratio</i> | | | 2,5% |
| Liquidity | | | | 10,0% |
| | <i>Asset liability Management</i> | | | 10,0% |

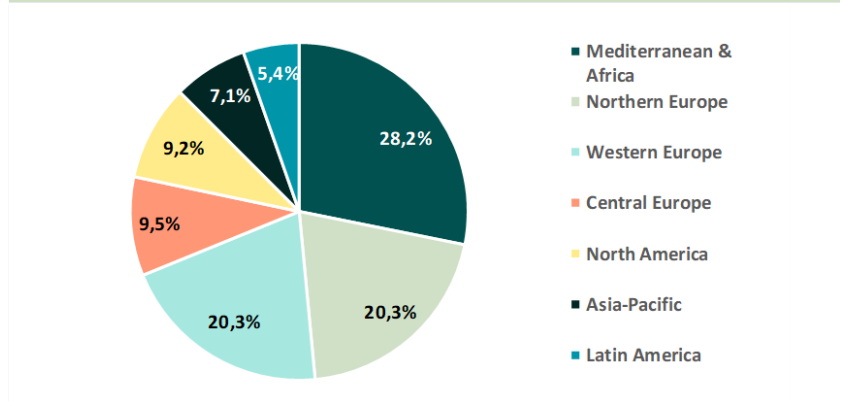
Ilustraciones

Ilustración 1: Líneas de negocio por facturación en 2023



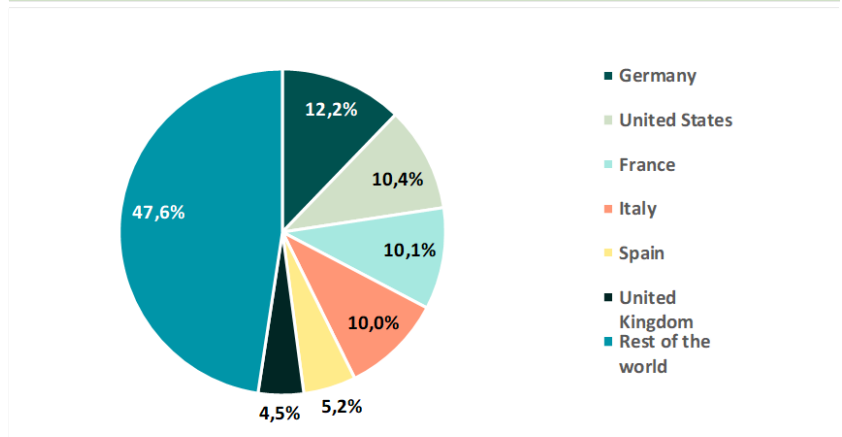
Fuente: EthiFinance & Coface

Ilustración 2: Áreas de negocio por facturación en 2023



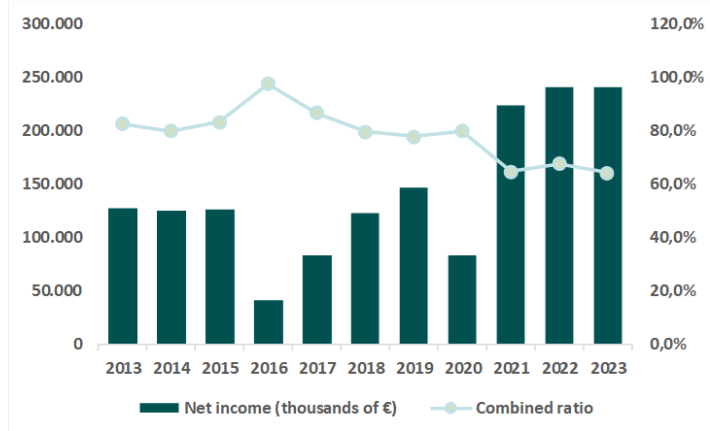
Fuente: EthiFinance & Coface

Ilustración 3: Distribución de riesgos por país en 2023



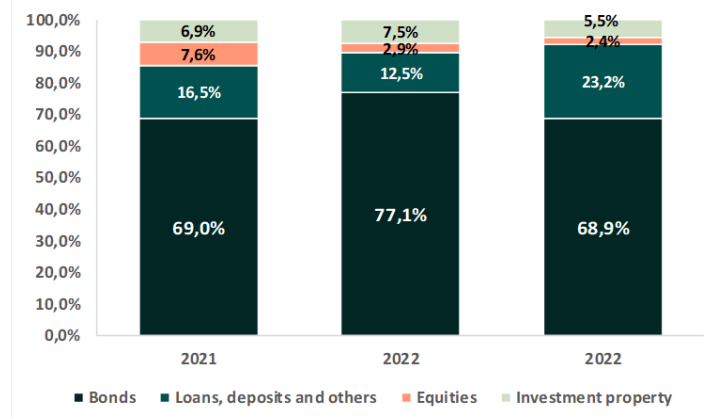
Fuente: EthiFinance & Coface

Ilustración 4: Evolución del beneficio (izq) y ratio combinado (dcha)



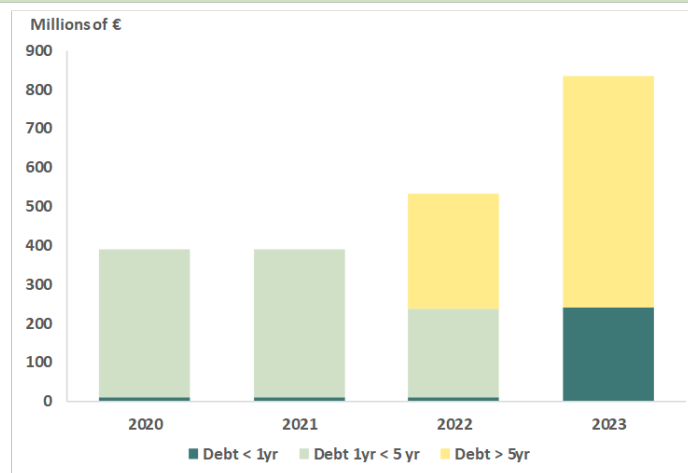
Fuente: EthiFinance & Coface

Ilustración 5: Evolución de la cartera de inversión



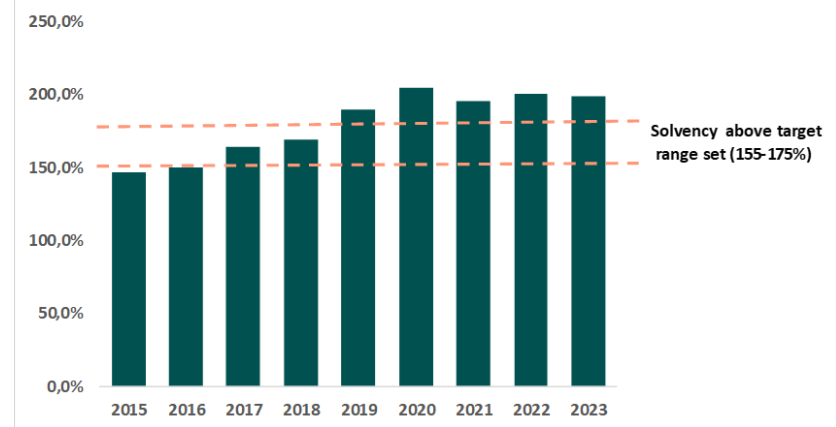
Fuente: EthiFinance & Coface

Ilustración 6: Deuda financiera a cierre de 2023



Fuente: EthiFinance & Coface

Ilustración 7: Evolución del capital regulatorio



Fuente: EthiFinance & Coface

Comparativa

| FINANCIALS | COFACE | | ATRADIUS | |
|--------------------------------|---------|---------|----------|---------|
| | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 |
| PROFITABILITY | | | | |
| ROA | 3,17% | 3,04% | 6,4% | 6,9% |
| ROE | 11,91% | 11,72% | 13,2% | 13,6% |
| EFFICIENCY | | | | |
| Combined Ratio | 67,60% | 64,30% | 73,00% | 75,30% |
| ASSETS | | | | |
| Financial Investments % Assets | 39,74% | 42,30% | 57,03% | 57,04% |
| LIQUIDITY | | | | |
| Cash % Assets | 7,30% | 6,27% | 1,87% | 2,25% |
| SOLVENCY & LEVERAGE | | | | |
| Regulatory capital ratio | 201,00% | 199,00% | 200,00% | 200,00% |
| Financial Leverage Ratio | 26,44% | 40,51% | 10,00% | 8,97% |

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, 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 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/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid