

Segurcoop Cooperativa de Seguros Ltda.

Informe Integral

Calificación

Nacional

Fortaleza Financiera de LP AA-(arg)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

	30/06/11	30/06/10
Activos (u\$s mill.)	56.3	42.7
Patrimonio Neto (u\$s mill.)	25.3	19.1
Resultado Neto (u\$s mill.)	7.3	5.8
Primas Suscritas (u\$s mill.)	56.1	41.0
Costos de Op/PDR (%)	68.3	57.5
Siniestralidad Neta/PDR (%)	24.2	26.0
Combined Ratio (%)	87.9	82.5
Capital Computable / Exigencia de Capital (%)	366.5	383.9
Activos Líquidos/ (Reservas + Oblig con Aseg) (%)	1.64	1.52
ROAE	33.7	35.0

\$/U\$: a Jun'11: 4,111 y Jun'10: 3,9318

Analistas

M. Cristina Tzioras
+5411 5235-8132
maria.cristina.tzioras@fitchratings.com

Darío Logiodice
+5411 5235-8136
dario.logiodice@fitchratings.com

Factores Relevantes de la Calificación

Soporte del accionista: En virtud de su calidad de entidad cooperativa, los incrementos patrimoniales de Segurcoop Cooperativa de Seguros Ltda. (SC) sólo son viables a través de la suscripción de nuevas cuotas sociales o de la capitalización de utilidades. En tal sentido, se destaca no sólo la contribución de los asociados, sino también la capitalización recurrente de las ganancias alcanzadas. Ambos factores se consideran positivos en tanto permiten a SC mantener un satisfactorio nivel patrimonial y reflejan, además, la continuidad del respaldo de sus socios. Con el 98.26% del capital cooperativo, Banco Credicoop (BC) es el principal socio de la compañía.

Favorable desempeño: Fitch destaca el favorable desempeño histórico de SC en términos de resultados ya que la cooperativa ha registrado márgenes positivos desde el ejercicio 1990, demostrando su capacidad de generar los fondos necesarios para garantizar su operatoria.

Acotada participación de mercado: Por las características del tipo de negocios que explota (alta dependencia de la evolución del BC), las participaciones de mercado de SC son acotadas y estables dentro del sistema. A jun'11 SC se ubicaba en el puesto 52 del mercado de seguros (con el 0.51% de la prima emitida), caracterizado por la alta atomización (179 compañías).

Rentabilidad superior a la media del mercado: La rentabilidad de la entidad (ROA: 15.1%) se mantuvo en línea con el resultado del año anterior. Cabe destacar que este indicador supera ampliamente tanto al promedio del mercado como al de su grupo de comparación. Fitch estima que en el corto y mediano plazo, de no mediar eventos de severidad, SC continuará registrando niveles de rentabilidad similares a los actuales. El mismo patrón es observable al considerar el ROE de la compañía.

Adecuada posición de liquidez: Los indicadores de liquidez son adecuados y superiores a los niveles de entidades comparables. La cobertura de activos líquidos sobre obligaciones reales y contingentes se mostró en línea con los valores de un año atrás (1.64 veces a jun'11), ubicándose por encima de su peer group y la media del mercado.

Adecuado nivel de capitalización y solvencia: Fitch considera que los niveles de solvencia de la compañía son adecuados y no espera un deterioro de los mismos en el mediano plazo. El apalancamiento financiero de la entidad (1.2 veces) es adecuado e inferior a la media de compañías de seguros generales y de sus competidores.

Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Un sostenido crecimiento del desempeño técnico, una mayor diversificación por ramo que le permitan a la compañía aumentar su participación de mercado, manteniendo una solvencia superior a la media de sus competidores podrían generar presión a la suba de la calificación. Un continuo aumento de los gastos que pudiera presionar sobre los resultados de la compañía afectando la siniestralidad y elevando considerablemente los costos siniestrales podría generar una baja de la calificación.

Perfil de la Compañía

Antecedentes

Segurcoop Cooperativa de Seguros Ltda. (SC) se desempeña en la industria aseguradora desde el año 1959. En sus comienzos operaba exclusivamente en el rubro accidentes de trabajo, pero a partir de la integración con sus actuales socios (en 1985), desarrolló una nueva estrategia orientada a satisfacer las necesidades de cobertura de los mismos. Con el 98.26% del capital cooperativo, Banco Credicoop (BC) es el principal socio de la compañía.

Management

En razón de la experiencia y antecedentes de quienes tienen a su cargo la conducción de SC y las eficiencias que se derivan de su estructura funcional, Fitch evalúa al management de la cooperativa en forma favorable. Los directivos en todas las áreas son profesionales con amplia trayectoria en el negocio, y cuentan con el apoyo y participación de BC en la toma de decisiones.

Estrategia corporativa

La cooperativa basa su estrategia de gestión en: i) actuar como complemento de los servicios que brindan BC y otros socios comerciales, ii) desarrollar políticas comerciales y de gestión que apunten a sostener un equilibrado crecimiento, y iii) conservar una estricta política de selección de riesgos, con el fin de preservar la calidad de las suscripciones.

Situación del ambiente operativo

Requisitos regulatorios y situación del mercado

De acuerdo a los datos oficiales, en el último año la economía creció un 9.2%. Según las últimas cifras disponibles, la actividad económica argentina registró a ago'11 un avance interanual del 8.6%. Fitch mantiene proyecciones de crecimiento para Argentina en 2011 del orden del 7.5%, que irá moderando el ritmo de expansión en los próximos dos años, estimando tasas de crecimiento del orden del 4%. Si bien se mantienen expectativas positivas para la evolución de los índices de actividad a corto plazo, existen algunos factores de riesgo que podrían afectar el crecimiento a mediano plazo como: 1) una creciente tasa de inflación, 2) un menor crecimiento de la economía mundial y 3) la menor holgura fiscal.

Con relación al mercado asegurador, en el mediano plazo, Fitch no espera mayores modificaciones en el sector en lo relativo a la composición estructural. Se estima que la suscripción continuará registrando incrementos positivos, aunque más moderados, en función del aumento esperado del PBI, y el consumo privado. Asimismo, se considera altamente probable que la industria siga operando con pérdidas técnicas con lo cual la rentabilidad final continuaría estando sujeta a la posible volatilidad del resultado financiero. Otro foco de alerta para el sector lo constituye la creciente tasa de inflación, que obliga a las compañías a realizar permanentes ajustes, adecuando las primas a los crecientes costos que deben afrontar (administrativos, operativos, de siniestros, judiciales, etc.). No obstante, se considera que las condiciones de capitalización permanecerán estables, con un ratio sistémico de Pasivo/PN en torno a 4 veces.

Entre los cambios regulatorios más importantes ocurridos recientemente, se destaca la Res. N° 35.615 de la SSN, publicada el 21 de febrero, y sus resoluciones complementarias 35.726 y 35.794, que fijan un nuevo marco de para el mercado de reaseguros. La norma entró en vigencia el pasado 1° de Septiembre.

Fitch considera que el nuevo marco normativo podría implicar para el mercado reasegurador local una menor solvencia y capacidad de absorber riesgos y una mayor limitación para diversificar su riesgo geográfico y de inversión. Este aspecto podría afectar en el mediano y largo plazo la solvencia de las compañías de seguros, y las posibilidades de diversificar sus riesgos. Fitch continuará monitoreando los posibles cambios y anuncios que podrían afectar al funcionamiento del mercado asegurador, su operatoria y solvencia.

A través de la Resolución 36.162 del 27 de octubre, la Superintendencia de Seguros de La Nación (SSN) introdujo un cambio en el Régimen de Inversiones del Reglamento General de la Actividad Aseguradora (RGAA). La resolución ordena a las aseguradoras informar en un plazo de 10 días todas las inversiones radicadas en el exterior correspondientes a su patrimonio y a transferir la totalidad de sus inversiones y disponibilidades en el exterior a la República Argentina, en el término de 50 días. Vencido este plazo, las entidades aseguradoras no podrán tener ningún tipo de inversión y/o disponibilidad en el exterior.

Fitch considera que el cambio normativo no representa una modificación significativa sobre la composición de las carteras de inversiones del conjunto de compañías aseguradoras, puesto que la regulación ya establecía ciertos límites sobre las inversiones exigidas para el cumplimiento de capitales y compromisos exigibles (al cierre de jun'11, el total de inversiones en el exterior representaba el 15.8% del total de inversiones, con una exposición del patrimonio del orden del 60%). No obstante, esta modificación en la normativa limita las posibilidades de diversificación del riesgo al restringir aún más las posibilidades de elección de instrumentos financieros. A su vez, aumenta el riesgo relativo de las carteras de inversión al estar alocadas en el mercado local, que se caracteriza por una alta volatilidad histórica.

Posición competitiva de la compañía

SC presenta una buena diversificación geográfica a través de la red de sucursales de comercialización de Banco Credicoop. Aproximadamente la mitad de la producción está concentrada en Capital Federal y Buenos Aires, y la otra mitad en el interior del país. En cuanto a su cartera de pólizas muestra una adecuada diversificación por ramos.

Composición de la Cartera de Producción					
	Jun'11	Jun'10	Jun'09	Jun'08	Jun'07
Vida Colectivo	39,8%	41,8%	45,0%	42,8%	35,0%
Automotores	28,5%	27,2%	23,3%	23,9%	22,4%
Combinado Familiar e Integral	14,1%	14,5%	13,9%	16,1%	20,5%
Otros riesgos	11,6%	9,2%	9,0%	10,9%	13,4%
Robo y Riesgos Similares	1,8%	2,6%	2,7%	3,7%	3,9%
Incendio	1,6%	2,3%	3,8%	0,5%	2,3%
Técnico	1,2%	1,2%	1,0%	1,3%	0,9%

Por las características del tipo de negocios que explota (alta dependencia de la evolución del BC), las participaciones de mercado de SC son acotadas y estables dentro del sistema. A jun'11 SC se ubicaba en el puesto 52 del mercado de seguros (con el 0.51% de la prima emitida), caracterizado por la alta atomización (179 compañías). En el último ejercicio las posiciones dentro del mercado de los principales cuatro ramos en los que opera (que totalizan el 94% de la producción) se han mantenido estables, ganando ligeramente participación en Automotores y Otros riesgos.

Suscripción y otros pasivos

Operaciones y principales productos

A jun'11 SC registró un crecimiento de la prima suscripta del 43% respecto del año anterior, producto principalmente del incremento en la suscripción del ramo de Vida colectivo, Automotores y Otros riesgos patrimoniales (entre los tres acumulan el 80% de la producción). Fitch espera que continúe avanzando en los próximos periodos, moderando levemente las tasas de crecimiento.

Performance operativa

SC alcanzó una utilidad neta de \$30.2 millones, un 33.1% superior al registro de jun'10. Este aumento fue producto de una mejora del resultado financiero (que fue 71.6% mayor al valor obtenido un año atrás), mientras que el resultado técnico se redujo (un 7.2%) en comparación con los valores de jun'10, no obstante registra una adecuada performance.

Se destaca el favorable desempeño histórico de SC en términos de resultados ya que la cooperativa ha registrado márgenes positivos desde el ejercicio 1990, demostrando su capacidad de generar los fondos necesarios para garantizar su operatoria. La rentabilidad de la entidad (ROA: 15.1%) se mantuvo en línea con el resultado del año anterior. Cabe destacar que este indicador supera ampliamente tanto al promedio del mercado (5.4%), como al de su grupo de comparación (4%). Fitch estima que en el corto y mediano plazo, de no mediar eventos de severidad, SC continuará registrando niveles de rentabilidad similares a los actuales. El mismo patrón es observable al considerar el ROE (33.7%), el cual es menor al valor de jun'10 (35%), sin embargo, es superior al promedio de los últimos cuatro ejercicios (31%).

La siniestralidad neta se mantuvo estable en el último año, sostenida por el fuerte avance de la prima devengada (43%) ya que el pago de siniestros resultó mayor en la comparación interanual (+25.2%). También compara favorablemente con el mercado (52%) y con su grupo de comparación (38.1%).

Los indicadores de eficiencia se deterioraron respecto de los de un año atrás. El ratio de costos operativos netos/ PDR a jun'11 fue de 68.3%, mientras que a jun'10 fue de 57.5%, siendo superior también al valor observado para entidades comparables (64.7%). Este incremento se debió al aumento de los gastos de adquisición (44.2%) y de administración (49%), ocasionado por un cambio en la composición de la cartera (mayor participación de autos que incluso creció más que los productos de vida y combinado familiar e integrales) que trajo consigo mayores comisiones por el tipo de producto.

Lo mencionado en el párrafo anterior implicó que el ratio combinado estuviera por encima del valor a jun'10 (87.9% vs 82.5% a jun'11). No obstante, el desempeño operativo de SC se mantiene positivo y de menor volatilidad que su grupo de referencia (combinado: 103.9%) y el mercado (102.6%).

Reaseguros

La participación de los reaseguros es considerada razonable, dada su estructura de capital y riesgos suscriptos. Los contratos de reaseguros se mantienen con las reaseguradoras Hannover Re y Scor Re Co., con buenas calificaciones de riesgo en la escala internacional y satisfactoria capacidad de pago. Los contratos de reaseguro son del tipo de cuota parte para

todos los ramos, a los que se adicionan contratos por exceso de pérdida en el ramo automotor. La mayor exposición la presenta en el ramo Otros riesgos en el cual el riesgo que asume la compañía representa el 4% del patrimonio (PN), lo cual es considerado adecuado. Con respecto a los mayores riesgos, todos tienen reaseguros facultativos por el 99%.

De acuerdo al estado de cobertura de compromisos exigibles y siniestros a pagar, la compañía mantiene en su cartera judicial 1.896 juicios y mediaciones, lo cual representa un aumento de de 115 casos respecto de mar'11.

Administración de activos

Composición del activo

El activo de SC en el ejercicio actual está compuesto principalmente por un 52.4% de activos líquidos y un 42% de premios a cobrar. La elevada participación de los premios por cobrar en el activo se debe a la política de la compañía de financiar a diferentes plazos el pago de las pólizas a sus asegurados, lo cual le provee de una fuente adicional de ingresos financieros.

Inversiones y Liquidez

La política de inversiones de la compañía se ejecuta bajo supervisión y asistencia del banco Credicoop, mediante un comité de Inversiones que se reúne cada 15 días o más, dependiendo de la necesidad.

Al cierre del ejercicio la cartera de inversiones presenta una menor participación en depósitos a plazo en relación al año anterior (44.2% a jun'10 vs. 28% actual) donde el 68.8% de los depósitos está colocado en el BC mientras el resto se concentra en notas del BCRA. Si bien el BC es el principal socio cooperativista de la entidad y posee una buena calificación nacional (reflejando su fortaleza financiera), Fitch considera que la inversión en depósitos a plazo está concentrada en el riesgo del banco. La menor concentración en este tipo de instrumento se compensó con una mayor participación de los títulos públicos (36.8% a jun'11 vs 30.7%) y ON (7.5% a jun'11 vs 1.6%). La posición en renta variable representa el 12.1% del total invertido, donde la mayoría (74.7%) está colocado en acciones relacionadas a la compañía, mientras el resto equivale a un 3.4% del PN. En términos de tendencia, el peso relativo de las acciones en el total de la cartera presentaba una tendencia decreciente en los últimos tres años (a Dic'07, la proporción era del 21% del total de inversiones), sin embargo en los últimos periodos se revierte esto, exponiendo una mayor parte del activo a la volatilidad del mercado.

Composición de la Cartera de Inversiones	Jun'11	Jun'10	Jun'09	Jun'08	Jun'07
Títulos Públicos	36,8%	30,7%	28,8%	37,3%	53,5%
Acciones	12,1%	12,1%	14,2%	19,9%	21,9%
Obligaciones Negociables	7,5%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Fondos Comunes de Inversión	2,6%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Depósitos a Plazo	28,0%	44,2%	41,2%	31,8%	19,4%
Préstamos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otras Inversiones	13,0%	10,3%	15,8%	11,1%	5,2%

Cabe destacar, en relación a la nueva normativa sobre repatriación de inversiones, que Segurcoop no presenta inversiones alocadas en el exterior.

El ratio de Ingresos financieros/PD (8.7%) se mostró por encima del nivel de jun'10 (7%), en línea con el promedio de su peer group (8.5%) y del mercado de seguros generales (8.6%). El

resultado financiero arrojó un crecimiento del 71.6% en la comparación interanual, de la mano de mejoras en los resultados en mayor medida por tenencia, que por realización.

Los indicadores de liquidez son adecuados y superiores a los niveles de entidades comparables. La cobertura de activos líquidos sobre obligaciones reales y contingentes se mostró en línea con los valores de un año atrás (1.64 veces a jun'11), ubicándose por encima de su peer group (1.33 veces) y la media del mercado (0.97 veces). La rotación de cuentas por cobrar (159 días) es elevada dada la política de la entidad de financiar las pólizas de los asegurados a distintos plazos, si bien se ubica por debajo del promedio de los últimos cuatro ejercicios (163 días). El promedio para el mercado asciende a 114 días.

Capital

En virtud de su calidad de entidad cooperativa, los incrementos patrimoniales de SC sólo son viables a través de la suscripción de nuevas cuotas sociales o de la capitalización de utilidades. En tal sentido, se destaca la capitalización recurrente de las ganancias alcanzadas (esto se da por política de la empresa), lo cual se considera positivo en tanto permite a SC mantener un satisfactorio nivel patrimonial. De esta forma, SC exhibe condiciones de apalancamiento adecuadas (1.2 veces) e inferior a la media de compañías de seguros generales (3.3 veces) y de sus competidores (2.6 veces).

Reservas

Las reservas de siniestros cumplen con los lineamientos normativos vigentes. La relación reservas / PDR se encuentra en el 86.9%, superior a la media de su grupo de referencia (78.4%).

Resumen Financiero Segurcoop Cooperativa de Seguros Limitada
(Millones de moneda local)

BALANCE GENERAL	12 meses Jun-11	12 meses Jun-10	12 meses Jun-09	12 meses Jun-08	12 meses Jun-07
Activos Líquidos	111,57	83,31	61,41	42,29	39,48
Depósitos	37,67	40,99	29,62	16,70	8,30
Valores Negociables	58,77	33,14	21,78	20,51	29,17
Privados	11,70	2,37	-	-	-
Públicos	42,77	27,22	18,28	17,14	20,69
Acciones	4,30	3,54	3,50	3,37	8,48
Otros	15,13	9,18	10,02	5,08	2,01
Préstamos	-	-	-	-	-
Sobre Pólizas	-	-	-	-	-
Otros	-	-	-	-	-
Primas por Cobrar	97,23	70,06	59,62	41,64	28,89
Cuentas con Reaseguradores	0,03	0,22	0,01	0,02	-
Inmuebles y Activo Fijo	1,05	0,88	0,88	0,90	0,82
Inversiones en subsidiarias y relacionadas	9,76	7,16	5,50	5,75	-
Otros Activos	11,73	6,43	4,73	3,51	2,05
Participación ART	-	-	-	-	-
Otros	11,73	6,43	4,73	3,51	2,05
ACTIVO TOTAL	231,36	168,05	132,16	94,11	71,25
Obligaciones con Asegurados	38,64	29,56	22,02	17,30	13,58
Por Siniestros	33,74	25,98	20,02	14,78	11,68
IBNR	4,90	3,58	2,00	2,52	1,90
Compromisos Técnicos	35,31	25,25	21,07	15,70	10,58
Matemáticas	1,82	1,26	1,04	1,00	0,47
De Riesgo en Curso	29,66	22,24	18,56	13,50	9,62
Otras	3,83	1,75	1,47	1,20	0,49
Obligaciones con Entidades Financieras	-	-	-	-	-
Obligaciones con Reaseguradores (y coaseguradores)	10,90	1,83	6,16	4,98	4,58
Cuentas por Pagar	27,77	21,98	17,32	12,41	8,14
Otros Pasivos	14,88	14,34	11,16	5,04	2,94
PASIVO TOTAL	127,50	92,96	77,74	55,43	39,83
Capital Pagado	47,15	37,00	28,69	22,88	18,27
Reservas	26,52	15,41	9,42	8,06	7,02
Superavit no realizado	-	-	-	-	-
Revaluacion de Activos Fijos	-	-	-	-	-
Utilidades no Distribuidas	30,19	22,68	16,30	7,75	6,14
PATRIMONIO TOTAL	103,86	75,09	54,42	38,68	31,42

Resumen Financiero Segurcoop Cooperativa de Seguros Limitada
(Millones de moneda local)

ESTADO DE RESULTADOS	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
	Jun-11	Jun-10	Jun-09	Jun-08	Jun-07
Primas Suscritas	230,67	161,36	135,04	94,55	64,02
Primas Devengadas	220,61	157,19	129,66	89,43	61,53
Prima Cedida	135,47	94,07	75,71	53,63	36,91
Prima Devengada Retenida	85,14	63,11	53,95	35,80	24,62
Siniestros Pagados	90,96	63,98	47,05	32,80	21,65
Rescatos de pólizas de vida o pensiones	-	-	-	-	-
Siniestros a Cargo de Reaseguradores	78,35	54,41	39,39	27,07	18,12
Recuperación o Salvamento de Siniestros	0,30	0,04	0,02	0,08	0,07
Reservas de Siniestros Netas	8,24	6,89	3,72	3,41	3,74
Siniestros Incurridos Netos	20,56	16,42	11,35	9,07	7,20
Gastos de Adquisición	59,57	41,30	32,13	23,92	16,54
Gastos de Administración	36,25	24,33	18,97	13,34	9,06
Gastos a Cargo de Reaseguradores	37,71	29,34	24,26	17,46	11,53
Costos de Operación Netos	58,11	36,29	26,84	19,80	14,06
(+) o (-) Otros Ingresos o (gastos) no operacionales netos	3,80	0,66	(5,19)	(1,51)	(0,97)
Resultado de Operación o Resultado Técnico	10,27	11,07	10,58	5,41	2,40
Ingresos Financieros	28,64	18,47	8,80	4,95	6,20
Gastos Financieros	9,55	7,53	4,06	2,99	3,27
Otros	0,83	0,68	0,99	0,38	0,80
Resultado Financiero	19,92	11,61	5,72	2,33	3,74
Partidas Extraordinarias	-	-	-	-	-
Participación en Afiliadas o Subsidiarias	-	-	-	-	-
Utilidad Antes de Impuestos	30,19	22,68	16,30	7,75	6,14
Impuestos	-	-	-	-	-
Participación de minoritarios	-	-	-	-	-
Utilidad Neta	30,19	22,68	16,30	7,75	6,14

PRINCIPALES INDICADORES

Resultados Operativos

Part. de mercado - s.mercado de Seg. Gen. - (primas suscritas) (%)	0,51	0,65	0,62	0,55	0,52
% de Retención	38,59	40,15	41,61	40,03	40,01
Siniestralidad Incurrida Bruta (%)	44,97	45,09	39,15	40,49	41,25
Siniestralidad Incurrida Neta (%)	24,15	26,01	21,04	25,35	29,22
Gastos de Adquisición/Prima Devengada (%)	27,00	26,27	24,78	26,75	26,87
Gastos de Administración/Prima Devengada (%)	16,43	15,48	14,63	14,92	14,72
Costos de Operación Netos/Prima Devengada Retenida (%)	68,25	57,49	49,74	55,31	57,11
Resultado Técnico/Prima Devengada Retenida (%)	12,06	17,54	19,61	15,12	9,73
Combined Ratio (%)	87,94	82,46	80,39	84,88	90,27
Operating Ratio (%)	79,28	75,50	76,74	82,69	85,49
Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada (%)	8,65	6,96	3,65	2,19	4,77
ROAA (%)	15,12	15,11	14,41	9,37	9,47
ROAE (%)	33,74	35,03	35,02	22,10	21,55

Capitalización y Apalancamiento

Pasivo/Patrimonio (veces)	1,23	1,24	1,43	1,43	1,27
Reservas/Pasivo (veces)	0,58	0,59	0,55	0,60	0,61
Deuda Financiera/Pasivo (%)	-	-	-	-	-
Reservas/Prima Devengada Retenida (%)	86,86	86,84	79,87	92,17	98,15
Primas/Patrimonio (veces)	0,82	0,84	0,99	0,93	0,78
Capital Computable / Exigencia de Capital (%)	366,48	383,90	310,53	311,06	280,13
Patrimonio/Activo (%)	44,89	44,68	41,18	41,10	44,10

Inversiones y Liquidez

Activos Líquidos/(Reservas + Oblig) (veces)	1,51	1,52	1,43	1,28	1,63
Activos Liq./(Resv. + Deuda Finan. + Oblig. Con Aseg.) (veces)	1,51	1,52	1,43	1,28	1,63
Activos Líquidos/Pasivos (veces)	0,88	0,90	0,79	0,76	0,99
Inmuebles/Activo Total (%)	0,45	0,52	0,66	0,96	1,16
Rotación Cuentas por Cobrar (días)	158,66	160,45	165,54	167,62	169,04

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.