

# Cardif Seguros S.A.

## Informe Integral

### Calificación

#### Nacional

Fortaleza Financiera de LP AA(arg)

#### Perspectiva

Estable

### Resumen Financiero

	Mar'12	Mar'11
Activos (u\$s mill.)	92.1	50.3
Patrimonio Neto (u\$s mill.)	28.6	18.9
Resultado Neto (u\$s mill.)	8.18	2.61
Primas Suscritas (u\$s mill.)	131.3	86.6
Costos de Op/PDR (%)	78.0	81.7
Siniestralidad Neta/PDR (%)	14.2	15.9
Combined Ratio (%)	92.3	97.6
Capital Computable / Exigencia de Capital (%)	126.7	118.4
Activos Líquidos/ (Reservas + Oblig con Aseg) (%)	2.63	2.81
ROAE	46.8	21.5

\$/US\$: a Mar'12: 4.3785 y Mar'11: 4.052

### Informes relacionados

El mercado asegurador argentino - Resultados y Perspectivas 2011/2012 (21 Dic, 2011)

### Criterios relacionados

Insurance Rating Methodology (22 Sep, 2011)

Manual de procedimientos de calificación de compañías de seguros presentado ante la Comisión Nacional de Valores.

### Analistas

Analista Principal  
M. Cristina Tzorras  
+5411 5235-8132  
maricristina.tzorras@fitchratings.com

Rodrigo Salas  
+56 2 4993300  
rodrigo.salas@fitchratings.com

### Factores Relevantes de la Calificación

**Favorable evolución de su desempeño:** Cardif ha registrado históricamente una buena generación de resultados, de la mano de un adecuado resultado técnico, un estable rendimiento financiero y un constante incremento en el volumen de operaciones con atomizado riesgo, lo cual le ha conferido estabilidad al desempeño y niveles de siniestralidad.

**Respaldo de su accionista:** Si bien sus accionistas no están obligados a efectuar aportes adicionales en respaldo de su solvencia y/o liquidez, se considera que existe una fuerte vinculación de los mismos con la compañía, quienes le brindan soporte operativo y estratégico. En este sentido, se destaca que Cardif ha recibido aportes de su accionista, aspecto que refleja su respaldo.

**Buen posicionamiento de mercado:** Es la líder en el mercado de seguros de vida colectivo (donde operan 88 compañías) con el 8.9% del mercado captado. Además, Cardif ocupa el puesto n°26 entre 178 compañías existentes en el mercado asegurador, con el 1.31% de la prima suscrita al 31/03/2012. La activa política de crecimiento de la compañía le ha permitido incrementar su participación de mercado desde jun'04 cuando ocupaba la posición n°92 con el 0.16% de la prima total entre 191 compañías.

**Prudente política de inversiones:** La política de inversiones está orientada a minimizar el riesgo y privilegiar la liquidez de la cartera, presentando históricamente buenos resultados financieros, preservando el valor de las reservas y el patrimonio.

**Adecuada posición de liquidez:** La liquidez de la compañía es buena y superior a la media del mercado de vida. Los activos líquidos cubren holgadamente los compromisos técnicos y deudas con asegurados (2.63 veces).

**Control de la eficiencia:** Fitch resalta los bajos costos administrativos de Cardif (14% de la PD) en relación a sus competidores (25.9%), lo que le permite obtener una adecuada administración de su modelo de negocio y absorber incrementos inesperados de la siniestralidad. Vale la pena destacar que la entidad tiene la posibilidad de renegociar las tarifas cada 30 días y las mismas son obtenidas mediante procesos técnicos, por lo cual posee una herramienta de ajuste ante cambios inesperados y/o significativos en la siniestralidad.

**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 (2.2 veces) es adecuado y en línea con la media del mercado de vida (2.6 veces).

### Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Un movimiento a la suba de la calificación sería poco probable teniendo en cuenta el modelo de negocio altamente especializado y de características monolineal.

La calificación se podría ver presionada a la baja frente a un mayor grado de volatilidad en el desempeño que presione al ratio combinado a niveles más ajustados al 100% y/o niveles de cobertura (Prima/Patrimonio) más allá de la media observada para el mercado de vida.

## Perfil de la Compañía

### Antecedentes

Cardif comenzó a operar en el país en el año 1997. Es propiedad de BNP Paribas Assurance (98.9%) y Cardif Assurance Risques Divers (1.1%), ambas forman parte del grupo BNP Paribas (calificación A+ internacional de Fitch Ltd., con perspectiva estable).

Al comienzo de su actividad la entidad llevaba el nombre de Cardif Compañía de Seguros de Vida S.A. A principios de 2004, fusionó por absorción a Cardif Seguros de Retiro S.A. (cuyas operaciones habían sido discontinuadas en 2002), y en abril de 2005 cambió su denominación a Cardif Seguros S.A.; con esto, la entidad amplió su objeto social a fines de incorporar nuevas coberturas de ramos generales.

### Management

La administración de Cardif se considera altamente profesional. El equipo de trabajo de la subsidiaria local recibe capacitación de la casa matriz con el objeto de adoptar un modo de gestión del negocio que replique la metodología con la que opera Cardif en el resto del mundo.

En Latinoamérica, el grupo cuenta con un equipo regional que reporta directamente a Francia, y que supervisa y da soporte a las operaciones en Argentina, Chile, Brasil, Perú, México y Colombia.

### Estrategia corporativa

En función de los resultados que alcanzó hasta la fecha, Fitch evalúa positivamente la estrategia de negocios de la compañía.

En Argentina, el plan estratégico para los próximos años se dirige a alcanzar un buen desempeño técnico y generar rendimientos positivos sobre la inversión del accionista. Para lograrlo, Cardif busca identificar nuevas oportunidades de negocio y afianzar las relaciones comerciales con sus socios estratégicos. Entre sus acuerdos y contratos figuran compañías líderes bancarias y financieras locales de primera línea, asegurando también la proyección a futuro del negocio. La entidad considera de gran importancia tanto la incorporación de nuevos canales de distribución así como también la mejora de canales tradicionales de venta, como una de las claves para seguir creciendo y posicionándose en el mercado.

Como complemento, continúa realizando estrictos controles de siniestralidad (la cual mantiene satisfactorios niveles) e incrementando sus esfuerzos en materia de gastos (los que, a pesar de su readecuación, continúan siendo el principal componente de los costos de suscripción y efecto sobre el ratio combinado).

## Situación del ambiente operativo

### Requisitos regulatorios y situación del mercado

Según las últimas cifras disponibles, la actividad económica argentina registró en el último año un avance del 7.3%, mientras los datos preliminares del primer trimestre del corriente año muestran un crecimiento del 5.2%. Fitch mantiene proyecciones de crecimiento para Argentina en 2012 en torno al 4%, moderando el ritmo de expansión en los próximos dos años. Si bien se mantiene una perspectiva estable 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) la menor holgura fiscal y 3) un menor crecimiento de la economía mundial.

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 mucho más moderados, en función del aumento esperado del PBI, y el consumo privado. 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.). Dada esta presión que ejercen los costos sobre el funcionamiento del negocio, 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, ahora totalmente dependiente de la evolución de los diferentes instrumentos locales. De todas maneras 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 destacan:

- *La Res. N° 35.615 de la Superintendencia de Seguros de La Nación (SSN), publicada el 21/02/2011, y su resoluciones complementarias 35.726 y 35.794, que fijan un nuevo marco para el mercado de reaseguros. La norma entró en vigencia el pasado 1° de Septiembre y estipula que las empresas reaseguradoras, que otorgan cobertura a las compañías de seguro, deberán acreditar un capital mínimo en el país (\$20 millones, alrededor de U\$S 4.45 millones) para poder operar. Las entidades extranjeras en el país pueden hacerlo a través de sus sucursales.*

A mar'12 las compañías mantienen sus contratos con reaseguradoras internacionales, los cuales vencen en jun'12, de manera que recién al cierre del trimestre posterior se verá el impacto de la norma en el mercado.

- *La Resolución 36.162 del pasado 27 de octubre, mediante la cual la SSN introdujo un cambio en el Régimen de Inversiones del Reglamento General de la Actividad Aseguradora (RGAA) ordenando a las aseguradoras 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.*

La modificación en la normativa limita las posibilidades de diversificación del riesgo al restringir aún más las posibilidades de elección de instrumentos financieros, aumentando también el riesgo relativo de las carteras de inversión al estar alocadas en el mercado local, que se caracteriza por una alta volatilidad histórica.

- *La Resolución N° 36.350 del último 6 de diciembre, que introdujo al régimen de capitales mínimos, modificando los montos mínimos de cada rama, que estaban fijos desde 2006. En promedio los nuevos requerimientos duplican a los anteriores. No obstante, la norma aclara que se tiene previsto un proceso paulatino de adecuación para aquellas aseguradoras cuyo nuevo capital mínimo exigido sea ampliamente superior al actual. A partir del período contable iniciado el 1° de julio de 2012, las entidades aseguradoras y reaseguradoras autorizadas a operar con anterioridad a esa fecha deberán acreditar el nuevo capital mínimo correspondiente.*

Fitch entiende que la adecuación en los montos mínimos está en línea con el crecimiento evidenciado por el mercado asegurador en los últimos años, de manera

que ninguna entidad debería tener problemas de hacer frente a estos nuevos requerimientos.

Fitch considera que estos cambios contribuyeron a incrementar la incertidumbre sobre el marco regulatorio de la actividad aseguradora, siendo posible que se introduzcan nuevas modificaciones en el corto plazo, las cuales Fitch continuará monitoreando evaluando su impacto en la operatoria y solvencia de la industria.

**Posición competitiva de la compañía**

Cardif es la líder en el mercado de seguros de vida colectivo (donde operan 88 compañías) con el 8.9% del mercado captado. Además, ocupa el puesto n°26 entre 178 compañías existentes en el mercado asegurador, con el 1.31% de la prima suscrita al 31/03/2012. La activa política de crecimiento de la compañía le ha permitido incrementar su participación de mercado desde jun'04 cuando ocupaba la posición n°92 con el 0.16% de la prima total entre 191 compañías. Adicionalmente se encuentra dentro de los catorce primeros productores de prima de los ramos de salud, robo y otros riesgos.

Ramo	Mar'12			Mar'11		
	Posición	Cant. Cías. % s/ramo		Posición	Cant. Cías. % s/ramo	
Total Mercado	26	178	1,31%	29	166	1,07%
Vida Colectivo	1	88	8,87%	2	70	8,06%
Otros Riesgos	5	20	7,01%	6	15	3,02%
Accidentes Personales	16	75	1,88%	18	55	1,60%
Salud	4	16	9,98%	4	10	9,45%
Robo y Riesgos Similares	14	35	2,69%	6	30	6,24%

**Suscripción y otros pasivos**

A mar'12, Cardif registró un crecimiento del 63.8% en su producción respecto del año anterior, impulsado principalmente por el ramo de vida colectivo (el cual representa el 83.7% de las primas brutas). La tasa de crecimiento se mostró por encima de la de los últimos periodos, y en línea con el promedio del mercado de seguros de vida (61.2%). El crecimiento estuvo explicado por la incorporación de nuevos socios comerciales que aumentaron considerablemente el volumen de negocio de Cardif, una externalidad positiva dada por el aumento en la demanda de la línea de créditos para acceso a compra de automóviles, y en menor medida un efecto precio debido a la alta tasa de inflacionaria del país. Fitch estima que la compañía continuará registrando un crecimiento positivo, a tasas más moderadas que las actuales, acordes a la evolución del ciclo económico.

**Operaciones y principales productos**

Cardif posee negocios con empresas que operan en diversos ramos de la actividad económica. Si bien la mayor parte de estos negocios son generados a través de bancos, financieras y emisoras de tarjetas de crédito, la aseguradora también opera con financieras de automotrices, empresas de medicina prepaga, cadenas de venta de electrodomésticos y grandes tiendas vinculadas al consumo minorista. Por otro lado, constantemente busca expandir sus canales de comercialización directos e incrementar su oferta de productos. Sin embargo, el 83.6% del premio neto de impuestos se concentra en sus 10 socios principales.

Cardif ofrece coberturas de vida colectivo (83.7% de la cartera), otros riesgos (8.7%), accidentes

Ramo	Prima Suscrita	%
Vida Colectivo	404.403.119	83,7%
Otros riesgos	41.907.308	8,7%
Robo y Riesgos Similares	19.506.977	4,0%
Accidentes Personales	8.831.307	1,8%
Salud	8.176.252	1,7%
Combinado Familiar e Integral	440.300	0,1%

personales (4%), salud (0.8%), robo y riesgos similares (1.7%), y combinado familiar e integrales (0.1%).

Los productos de vida colectivo resultan ser el principal vehículo generador de ingresos de la compañía, tanto por su participación en la cartera como por su dinámico crecimiento. Asimismo, se puede observar en los últimos ejercicios que los productos de Otros riesgos patrimoniales están cobrando mayor participación en la cartera.

### Performance operativa

El resultado antes de impuestos acumuló un saldo positivo de \$56.2 mill. (\$16.6 mill. a mar'11) como consecuencia principalmente del buen desempeño tanto técnico como financiero. El resultado operativo pasó de \$7.5 mill. en mar'11 a \$37.2 mill. en mar'12, producto del salto de la PDR (+51%). Por su parte, el financiero registró un crecimiento más moderado (+110%), alcanzando los \$19 mill., de la mano de un salto de los ingresos financieros.

La rentabilidad de Cardif, medida por el ROA (15.7%) y el ROE (46.8%) se mostró por encima de los valores de mar'11 (7.4% y 21.5%). Además, registraron un nivel por encima de lo observado para el promedio de su grupo de comparación (ROA: 12.4%; y ROE 44.9%), aunque por debajo del ROA y ROE del mercado de vida (31.3% y 42.1% respectivamente).

La siniestralidad de la cartera (siniestralidad neta: 14.2%) estuvo levemente por debajo de los niveles de mar'11 (15.9%), y si bien se ubicó apenas por encima del promedio de su peer group (12.4%), es menor a la media del mercado de vida (20.6%). Vale la pena destacar que la entidad tiene la posibilidad de renegociar las tarifas cada 30 días y las mismas son obtenidas mediante procesos técnicos, por lo cual posee una herramienta de ajuste ante cambios inesperados y/o significativos en la siniestralidad.

Los costos operativos netos representaron el 78% de la PDR, por debajo del registro del mismo periodo del año anterior (81.7% a mar'11), y superior a la media de su grupo de referencia (71.1%). Cabe destacar el importante peso que adquieren los gastos de adquisición (comisiones a los canales de distribución) en su estructura de gastos (representando el 79.4% del total de costos) y el fuerte aumento que registraron en el trimestre bajo análisis (40.7%), como consecuencia del fuerte aumento de la producción (63.8%). Por otro lado, Fitch resalta los bajos costos administrativos de Cardif (14% de la PD) en relación a sus competidores (25.9%), lo que le permite obtener una adecuada administración de su modelo de negocio y absorber incrementos inesperados de la siniestralidad.

Pese al ascenso de los costos netos, explicado por el aumento de los gastos de adquisición, el sólido avance de la PDR le permitió a Cardif lograr un resultado técnico superavitario, lo que implicó que el ratio combinado a mar'12 comparase favorablemente respecto al observado a mar'11 (92.3% vs 97.6% respectivamente). Fitch considera que el desempeño operativo de Cardif continuará siendo positivo fundamentado en su modelo de negocio que implementa, aunque con tasas de avance más moderadas dados los pronósticos de la actividad económica para el ejercicio.

### Reaseguros

En cuanto a la política de reaseguros, la compañía posee una retención de riesgos del 87.2%. La compañía conserva un programa de reaseguros adecuado a su operatoria caracterizada por una cartera muy atomizada que no representa un riesgo significativo sobre el patrimonio.

Esto lo logra mediante contratos, en su mayoría de tipo cuota partes, aunque en el caso de accidentes personales y los productos de Credit life Vida se adiciona uno de tipo excedente. La protección se realiza con reaseguradoras de adecuada calificación internacional.

A mar'12 la compañía sólo posee 56 juicios vigentes, de los cuales sólo 16 son demandas de asegurados por rechazos de siniestros. Otros 19 corresponden a demandas de asociaciones de Defensa del Consumidor, que si bien dicho reclamo apunta principalmente a la entidad financiera accionada, también requiere la intervención de Cardif como tercero por considerarla solidariamente responsable en la operatoria. Las 20 restantes son demandas laborales de ex empleados de Cardif Seguros S.A. y Cardif Servicios S.A.

### Administración de activos

#### Composición del activo

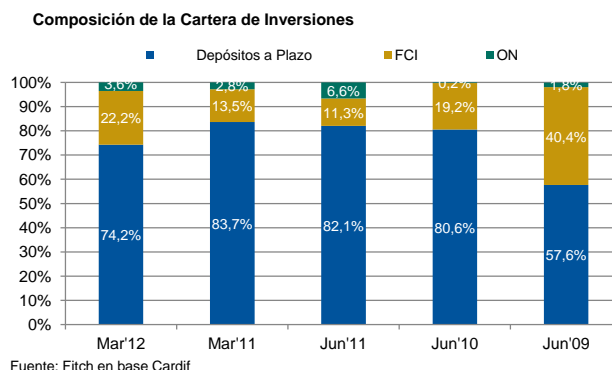
La composición del activo de Cardif en comparación al mercado de vida posee una mayor participación de Primas por cobrar y de Otros activos (compuestos por Cuenta corriente productores y créditos impositivos), lo cual es compensado por un menor peso relativo de los Activos líquidos.

Composición del Activo	Mar'12		Mar'11	
	Cardif	Mdo. Vida	Cardif	Mdo. Vida
Activos Líquidos	57,0%	83,0%	63,8%	86,4%
Préstamos	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%
Primas por cobrar	40,3%	6,7%	23,6%	4,9%
Cuentas con Reaseguradores	0,3%	0,2%	0,0%	0,2%
Inmuebles y Activo Fijo	0,2%	1,9%	0,6%	2,1%
Otros Activos	2,3%	7,8%	12,2%	6,2%

#### Inversiones y Liquidez

La política de inversiones orientada a minimizar el riesgo y privilegiar la liquidez de la cartera, se ha visto reflejado en que el ratio de Ingreso Financiero Neto / Prima Devengada (2.3%), sea altamente inferior al promedio del mercado de vida (27.4%), pero al mismo tiempo presenta una menor volatilidad histórica preservando el valor de las reservas y el patrimonio. Cabe mencionar que Cardif tiene todas sus inversiones valuadas a valor de mercado, y que las mismas son validadas por la casa matriz.

Su cartera de inversiones se compone en un 74.2% de depósitos a plazo, 22.2% en FCI y el 3.6% restante en ON. Los depósitos a plazo están colocados, en 11 bancos de primera línea de la plaza local. La inversión en FCI se colocó en ocho fondos de renta fija, en pesos argentinos, de corto plazo, con adecuada calificación de riesgo. Las ON están vinculadas al sector automotriz, petrolero y bancario del país, comprometiendo sólo el 6.3% del PN.



La liquidez de la compañía es buena y superior a la media del mercado de vida. Los activos líquidos cubren holgadamente los compromisos técnicos y deudas con asegurados (2.63 veces), resultado que sigue siendo elevado (como consecuencia del crecimiento de activos líquidos y de la baja litigiosidad de los ramos que explota comercialmente). El índice de rotación de cuentas por cobrar (79 días) se encuentra por encima de lo observado para el mercado de seguros de vida (51 días).

### Capital

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 (2.2 veces) es menor al promedio del mercado de vida (2.6 veces). A mar'12 no se distribuyeron dividendos tampoco hubo ningún aporte de capital de su accionista. La entidad asegura que la casa matriz enviará todo el capital necesario en los próximos años (tanto para las necesidades de margen de solvencia como para cubrir el desarrollo de futuros proyectos), lo cual para Fitch, demuestra el compromiso del accionista con sus operaciones en Argentina y su respaldo al crecimiento.

### Reservas

Las reservas de siniestros de Cardif contemplan satisfactoriamente las disposiciones normativas vigentes. A mar'12 el ratio Reservas / PDR fue del 13.5% por debajo de la media de competidores (19.3%). Esta característica no es motivo de preocupación para la entidad debido, por un lado, al modelo de negocio de Cardif de acotado riesgo, corta duración de las coberturas y orientado a obtener volúmenes de ventas elevados, y por otro lado, a la baja litigiosidad de los ramos en los que opera.

Por último, consideramos que la inflación tiene un efecto acotado sobre la operatoria y funcionamiento de la entidad debido principalmente a que se aseguran montos fijos, por lo que el riesgo de inflación estaría siendo transferido en efecto al asegurado. A su vez, los siniestros se pagan aproximadamente en 30 días (por lo cual las reservas realizadas para los mismos prácticamente no pierden valor), y los precios/comisiones se renegocian cada 30 días también, por lo que cuentan con una variable de ajuste a corto plazo.

Anexo I

Resumen Financiero Cardif Seguros S.A.  
(Millones de moneda local)

BALANCE GENERAL	9 meses Mar-12	9 meses Mar-11	12 meses Jun-11	12 meses Jun-10	12 meses Jun-09
Activos Liquidos	229,72	129,49	134,98	110,31	98,30
Depósitos	172,91	109,17	111,77	90,25	59,62
Valores Negociables	56,81	20,32	23,20	20,06	38,68
Privados	56,81	20,32	23,20	20,06	38,56
Públicos	-	-	-	-	0,13
Acciones	-	-	-	-	-
Otros	-	-	-	-	-
Préstamos	-	-	-	-	-
Sobre Pólizas	-	-	-	-	-
Otros	-	-	-	-	-
Primas por Cobrar	162,36	48,11	60,58	31,86	26,72
Cuentas con Reaseguradores	1,20	-	-	0,00	-
Inmuebles y Activo Fijo	0,93	1,20	1,18	1,01	0,93
Inversiones en subsidiarias y relacionadas	-	-	-	-	-
Otros Activos	9,13	24,91	6,96	36,85	21,13
Participación ART	-	-	-	-	-
Otros	9,13	24,91	6,96	36,85	21,13
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>403,35</b>	<b>203,70</b>	<b>203,69</b>	<b>180,03</b>	<b>147,08</b>
Obligaciones con Asegurados	62,19	41,97	46,10	32,64	21,14
Por Siniestros	26,11	15,11	18,87	14,82	11,61
IBNR	36,07	26,86	27,23	17,82	9,53
Compromisos Técnicos	25,00	4,08	5,68	4,04	5,10
Matemáticas	1,52	2,72	2,95	2,99	4,33
De Riesgo en Curso	23,49	1,35	2,73	1,05	0,77
Otras	-	-	-	-	-
Obligaciones con Entidades Financieras	-	-	-	-	-
Obligaciones con Reaseguradores (y coaseguradores)	18,98	9,49	9,68	14,30	12,91
Cuentas por Pagar	171,39	71,21	62,85	74,46	55,68
Otros Pasivos	0,77	0,24	0,15	-	-
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>278,33</b>	<b>126,98</b>	<b>124,45</b>	<b>125,43</b>	<b>94,83</b>
Capital Pagado	86,89	64,39	64,39	42,18	33,98
Reservas	2,30	1,76	1,76	3,09	4,84
Superavit no realizado	-	-	-	-	-
Revaluacion de Activos Fijos	-	-	-	-	-
Utilidades no Distribuidas	35,83	10,58	13,09	9,33	13,43
<b>PATRIMONIO TOTAL</b>	<b>125,01</b>	<b>76,73</b>	<b>79,24</b>	<b>54,60</b>	<b>52,25</b>



**Resumen Financiero Cardif Seguros S.A.**  
(Millones de moneda local)

ESTADO DE RESULTADOS	9 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses
	Mar-12	Mar-11	Jun-11	Jun-10	Jun-09
Primas Suscritas	574,99	350,97	484,30	383,34	318,54
Primas Devengadas	554,24	350,67	482,63	383,06	318,89
Prima Cedida	70,97	30,65	43,30	30,52	35,85
Prima Devengada Retenida	483,27	320,02	439,33	352,53	283,04
Siniestros Pagados	69,30	49,53	71,46	54,79	33,17
Rescates de pólizas de vida o pensiones	-	-	-	-	-
Siniestros a Cargo de Reaseguradores	16,67	8,04	12,03	7,65	4,94
Recuperación o Salvamento de Siniestros	-	-	-	-	-
Reservas de Siniestros Netas	16,09	9,33	13,46	11,50	5,17
Siniestros Incurridos Netos	68,72	50,82	72,88	58,63	33,40
Gastos de Adquisición	299,35	212,76	292,87	238,19	192,71
Gastos de Administración	77,56	48,59	64,61	50,69	39,17
Gastos a Cargo de Reaseguradores	-	-	-	-	-
Costos de Operación Netos	376,91	261,35	357,48	288,89	231,88
(+) o (-) Otros Ingresos o (gastos) no operacionales netos	(0,45)	(0,31)	(0,65)	0,23	(1,19)
<b>Resultado de Operación o Resultado Técnico</b>	<b>37,18</b>	<b>7,54</b>	<b>8,32</b>	<b>5,25</b>	<b>16,57</b>
Ingresos Financieros	13,09	8,59	11,67	7,48	9,02
Gastos Financieros	0,29	0,93	1,36	(0,40)	1,73
Otros	6,20	1,37	2,21	1,58	(1,16)
Resultado Financiero	18,99	9,03	12,52	9,47	6,13
Partidas Extraordinarias	-	-	-	-	-
Participación en Afiliadas o Subsidiarias	-	-	-	-	-
<b>Utilidad Antes de Impuestos</b>	<b>56,17</b>	<b>16,56</b>	<b>20,85</b>	<b>14,72</b>	<b>22,70</b>
Impuestos	20,34	5,98	7,75	5,39	8,91
Participación de minoritarios	-	-	-	-	-
<b>Utilidad Neta</b>	<b>35,83</b>	<b>10,58</b>	<b>13,09</b>	<b>9,33</b>	<b>13,79</b>

**PRINCIPALES INDICADORES**

**Resultados Operativos**

% de Retención	87,19	91,26	91,03	92,03	88,76
Siniestralidad Incurrida Bruta (%)	15,41	16,78	17,59	17,30	12,02
Siniestralidad Incurrida Neta (%)	14,22	15,88	16,59	16,63	11,80
Gastos de Adquisición/Prima Devengada (%)	54,01	60,67	60,68	62,18	60,43
Gastos de Administración/Prima Devengada (%)	13,99	13,86	13,39	13,23	12,28
Costos de Operación Netos/Prima Devengada Retenida (%)	77,99	81,67	81,37	81,95	81,93
Resultado Técnico/Prima Devengada Retenida (%)	7,69	2,36	1,89	1,49	5,85
Combined Ratio (%)	92,31	97,64	98,11	98,51	94,15
Operating Ratio (%)	90,00	95,46	95,97	96,45	91,86
Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada (%)	2,31	2,18	2,14	2,06	2,29
ROAA (%)	15,74	7,35	6,82	5,71	10,98
ROAE (%)	46,78	21,49	19,57	17,47	31,32

**Capitalización y Apalancamiento**

Pasivo/Patrimonio (veces)	2,23	1,65	1,57	2,30	1,82
Reservas/Pasivo (veces)	0,31	0,36	0,42	0,29	0,28
Deuda Financiera/Pasivo (%)	-	-	-	-	-
Reservas/Prima Devengada Retenida (%)	13,53	10,79	11,78	10,40	9,27
Primas/Patrimonio (veces)	5,15	5,56	5,54	6,46	5,42
Capital Computable / Exigencia de Capital (%)	126,65	118,43	111,85	100,17	122,88
Patrimonio/Activo (%)	30,99	37,67	38,90	30,33	35,52

**Inversiones y Liquidez**

Activos Líquidos/(Reservas + Oblig) (veces)	2,63	2,81	2,61	3,01	3,75
Activos Líq./ (Resv. + Deuda Finan. + Oblig. Con Aseg.) (veces)	2,63	2,81	2,61	3,01	3,75
Activos Líquidos/Pasivos (veces)	0,83	1,02	1,08	0,88	1,04
Inmuebles/Activo Total (%)	0,23	0,59	0,58	0,56	0,63
Rotación Cuentas por Cobrar (días)	79,09	37,04	45,18	29,94	30,17

**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 CODIGO 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 © 2012 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 afirmó 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.