

Cardif Seguros S.A.

Informe Integral

Calificación

Nacional

Fortaleza Financiera de LP AA-(arg)

Perspectiva

Negativa

Resumen Financiero

	jun'13	jun'12
Activos (u\$s mill.)	146.5	97.4
Patrimonio Neto (u\$s mill.)	45.5	31.9
Resultado Neto (u\$s mill.)	18.8	12.1
Primas Suscritas (u\$s mill.)	217.0	177.7
Costos de Op/PDR (%)	71.4	79.9
Siniestralidad Neta/PDR (%)	15.8	12.1
Combined Ratio (%)	88.8	90.8
Capital Computable / Exigencia de Capital (%)	145.2	131.2
Activos Líquidos/ (Reservas + Oblig con Aseg) (veces)	2.92	3.25
ROAE (%)	51.9	49.2

\$/US\$: a jun'13: 5.3782 y jun'12: 4.5253

Informes relacionados

2013 Outlook – Seguros Latinoamérica Cono Sur (29 Ene, 2013)

Criterios relacionados

Insurance Rating Methodology (19 Aug, 2013) – Disponible en www.fitchratings.com

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

Analistas

Analista Principal

M. Cristina Tzioras
Associate Director
+5411 5235-8132
mariacristina.tzioras@fitchratings.com

Analista Secundario

Rodrigo Salas
Senior Director
+56 22 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 a su desempeño y niveles de siniestralidad.

Destacada posición en el mercado: Cardif es líder en el mercado de seguros de vida colectivo (donde operan 87 compañías) con el 9.24% del mercado captado. Ocupa el puesto n°24 entre 182 compañías en el mercado asegurador, con el 1.45% de la prima suscrita a jun'13.

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 (2.92 veces). Al 30.06.2013 la compañía ha hecho cumplimiento del primer tramo del llamado “inciso k” invirtiendo el porcentaje exigido en instrumentos admitidos.

Control de la eficiencia: Fitch resalta los bajos costos administrativos de Cardif en relación a sus competidores, lo que le permite obtener una adecuada administración de su modelo de negocio y absorber incrementos inesperados de la siniestralidad. La posibilidad de renegociar las tarifas cada 30 días, obtenidas mediante procesos técnicos, le brinda 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 (2.22 veces) es adecuado y menor al promedio del mercado de vida (3.14 veces).

Sinergia con su accionista: Si bien sus accionistas no están obligados a efectuar aportes adicionales en respaldo de su solvencia y/o liquidez, Fitch 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 en el pasado, aspecto que refleja su respaldo.

Sensibilidad de la Calificación

Perspectiva Negativa. La perspectiva negativa responde a la colocación en perspectiva negativa en noviembre del año pasado de la República Argentina, junto con la reducción de la calificación internacional en moneda local a la categoría ‘B-’. La resolución de esta perspectiva podría tener un efecto similar en la asignada en la industria de seguros y sus calificaciones.

En opinión de Fitch el grado de incertidumbre sobre un ambiente operativo de negocios que ha debido enfrentar la industria tras las reformas y nuevos requerimientos regulatorios de los últimos años ha disminuido en relación a periodos anteriores, estabilizando el marco inconstitucional y así las condiciones del mercado.

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 AA- 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 es considerada altamente profesional por Fitch. El equipo de trabajo de la subsidiaria local recibe capacitación de la casa matriz con el objeto de adoptar un modo de gestión de 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 operativa

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 viejos canales 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 recaudación, 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

La economía Argentina ha mostrado una clara desaceleración en los últimos dos años, evidenciando una creciente intervención estatal en diversas industrias y, en opinión de Fitch, un deterioro sostenido en sus riesgos fundamentales.

Los niveles de inflación muestran un incremento sobre bases de medición oficial y más notoria sobre bases no oficiales. Ello ha tenido un impacto relevante en la industria aseguradora, redundando en ajustes de tasas, costos de siniestros y costos de operación.

Fitch no descarta que continúen surgiendo nuevos requerimientos regulatorios para la industria de servicios financieros y específicamente la industria de seguros, destacando que en los últimos años el Estado ha impulsado una serie de modificaciones regulatorias que en opinión de la agencia responden en mayor medida a políticas macroeconómicas relacionadas con el mercado cambiario y las necesidades de flujos fiscales.

Como ocurre en otros países de la región, los ingresos financieros terminan jugando un rol fundamental en los retornos netos, sin embargo en opinión de Fitch, ello limita la capacidad de reacción de ajustes técnicos frente a escenarios macroeconómicos o financieros de mayor volatilidad, como el proyectado para el país el 2013.

Fitch estima que el resultado operacional continuará viéndose presionado como consecuencia de un ambiente operativo más ajustado, incluyendo una mayor dificultad de ajustes de tarifas. Por su parte, el ingreso financiero tendría un efecto más marcado sobre el resultado neto agregado, tomando en consideración un escenario potencial de tasas de interés al alza. Sin embargo en opinión de la agencia el resultado neto de la industria estaría expuesto a una mayor volatilidad.

Posición competitiva de la compañía

Cardif es la líder en el mercado de seguros de vida colectivo (donde operan 87 compañías) con el 9.24% del mercado captado. Además, ocupa el puesto n°24 entre 182 compañías existentes en el mercado asegurador, con el 1.45% de la prima suscrita al 30/06/2013. 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.

Ramo	jun'13			jun'12		
	Posición	Cant. Cias. % s/ramo		Posición	Cant. Cias. % s/ramo	
Total Mercado	24	182	1,45%	24	178	1,35%
Vida Colectivo	1	87	9,24%	1	85	8,89%
Otros Riesgos	4	35	9,24%	5	17	7,42%
Accidentes Personales	12	81	2,42%	16	65	1,96%
Salud	3	17	17,08%	4	10	13,71%
Robo y Riesgos Similares	16	55	1,60%	14	31	2,15%
Combinado Familiar e Integrales	45	63	0,06%	-	-	-

Suscripción y otros pasivos

A jun'13, Cardif registró un crecimiento del 45.4% en su producción respecto del año anterior, impulsado principalmente por el ramo de vida colectivo (el cual representa el 86.8% de las primas brutas). La tasa de crecimiento se mostró por debajo del cierre de ejercicio anterior aunque superando el promedio de los últimos tres ejercicios (37.6%). 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 inflacionaria del país. Fitch estima que la compañía continuará registrando un crecimiento positivo, a tasas similares a las actuales y 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 85% del premio neto de impuestos se concentra en sus 10 principales socios.

Cardif ofrece principalmente coberturas de vida colectivo (86.8% de la cartera) y otros riesgos (8%), teniendo una participación menor en otros ramos. 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.

Ramo	Suscripción	%Part.
Vida Colectivo	883.775.274	86,8%
Otros Riesgos	81.438.325	8,0%
Accidentes Personales	28.515.658	2,8%
Salud	17.692.939	1,7%
Robo y Riesgos Similares	5.586.870	0,5%
Combinado Fliar e Integral	948.659	0,1%

Performance operativa

El resultado antes de impuestos acumuló un saldo positivo de \$159.4 mill. (+85% con respecto a jun'12) consecuencia de la mejora conjunta del resultado técnico como del financiero. El resultado operativo pasó de \$61.2 mill. en jun'12 a \$114.3 mill. en jun'13, producto del salto de la PDR (+52.9%). El resultado financiero también registró un fuerte crecimiento (+81%), de la mano de un salto de los ingresos financieros.

Con estos resultados, la rentabilidad de Cardif, medida por el ROA (16.4%) y el ROE (51.9%) se mostraron en línea con los valores del ejercicio anterior, registrando un nivel por debajo de lo observado para el promedio de su grupo de comparación (ROA: 24.9%; y ROE 61.4%), y se mostraron por encima del ROA y ROE del mercado de vida (9.7% y 32.1% respectivamente).

La producción aumentó un 45.5% en el ejercicio, mientras los siniestros netos se duplicaron en el año, provocando que la siniestralidad neta (15.8%) aumentara respecto del valor de jun'12, y se mostrara por encima del promedio de su peer group (12.8%), aunque considerablemente menor a la media del mercado de vida (34.1%). 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 71.4% de la PDR, por debajo del registro de jun'12 y del promedio de los últimos tres ejercicios (81.8%). Los ligados a la administración aumentaron cerca de un 150% mientras los de adquisición se mantuvieron estables en el año. Fitch resalta los bajos costos administrativos de Cardif en relación a sus competidores, 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 administración, el sólido avance de la PDR le permitió a Cardif lograr un resultado técnico superavitario, lo que implicó que el ratio combinado a jun'13 se mantuviera en línea respecto al observado a jun'12 (88.7% vs 90.8% respectivamente). Fitch considera que el desempeño operativo de Cardif continuará siendo positivo fundamentado en el modelo de negocio que implementa.

Reaseguros

En cuanto a la política de reaseguros, la compañía posee una retención de riesgos del 89.3%. Cardif 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 jun'13 la compañía sólo posee 48 demandas judiciales (juicios y mediaciones), manteniendo estable la cantidad en el año, de las cuales sólo 16 son demandas de asegurados por rechazos de siniestros. Otras 23 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. El resto representan demandas laborales por parte de ex empleados de Cardif 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 (29.9%) 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 (53.3%).

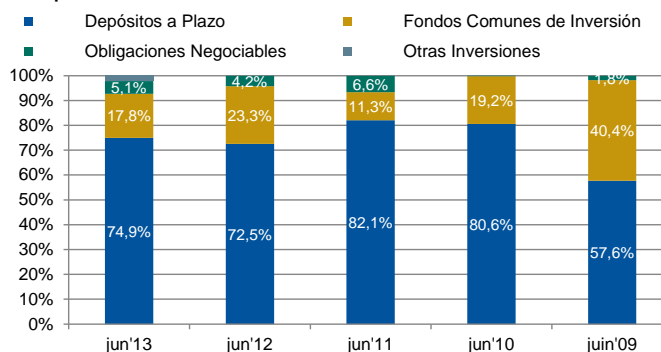
Inversiones y Liquidez

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 (3.1%), sea altamente inferior al promedio del mercado de vida, 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 74.9% de depósitos a plazo, 17.8% en fondos comunes de inversión, un 5.1% en obligaciones negociables y el resto en fideicomisos financieros. Los depósitos a plazo están colocados, en su mayoría, en bancos de primera línea de la plaza local. La inversión en FCI se colocó en seis

fondos de renta fija, en pesos argentinos, de corto plazo, con adecuada calificación de riesgo, y donde ninguno compromete más del 8.7% del patrimonio. Fitch considera positivo el hecho de que no haya inversiones en Títulos Públicos.

Composición de la Cartera de Inversiones



Fuente: Fitch en base Cardif Seguros S.A.

Al 30.06.2013 GS hizo total cumplimiento del porcentaje requerido a invertir en instrumentos admitidos por el "inciso k". Estas inversiones están concentradas en ON de YPF, y un fondo de infraestructura.

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 (2.92 veces), resultado que sigue siendo elevado (como consecuencia del crecimiento de activos líquidos y de la baja litigiosidad de los ramos que explota comercialmente), si bien se mostró por debajo del resultado del año anterior (a jun'12, fue de 3.25 veces). El índice de rotación de cuentas por cobrar (75 días) se encuentra por debajo de lo observado para el mercado de seguros de vida (59 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 (Pasivo/PN) de la entidad (2.22 veces) es adecuado, mostrándose en ascenso en los último dos ejercicios. No obstante esto, el resultado es menor al promedio del mercado de vida (3.14 veces). A jun'13 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 jun'13 el ratio Reservas / PDR fue del 14.2% por debajo de la media de competidores (23.2%). 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	12 meses Jun-13	12 meses Jun-12	12 meses Jul-11	12 meses Jun-10	12 meses Jun-09
Activos Liquidos	420,91	278,70	134,98	110,31	98,30
Depósitos	321,06	206,12	111,77	90,25	59,62
Valores Negociables	91,18	72,58	23,20	20,06	38,68
Privados	91,18	72,58	23,20	20,06	38,56
Públicos	-	-	-	-	0,13
Acciones	-	-	-	-	-
Otros	8,66	-	-	-	-
Préstamos	-	-	-	-	-
Sobre Pólizas	-	-	-	-	-
Otros	-	-	-	-	-
Primas por Cobrar	236,39	153,01	60,58	31,86	26,72
Cuentas con Reaseguradores	3,04	-	-	0,00	-
Inmuebles y Activo Fijo	3,09	1,36	1,18	1,01	0,93
Inversiones en subsidiarias y relacionadas	-	-	-	-	-
Otros Activos	125,91	7,82	6,96	36,85	21,13
Participación ART	-	-	-	-	-
Otros	125,91	7,82	6,96	36,85	21,13
ACTIVO TOTAL	789,35	440,89	203,69	180,03	147,08
Obligaciones con Asegurados	85,84	55,61	46,10	32,64	21,14
Por Sinistros	85,84	31,91	18,87	14,82	11,61
IBNR	-	23,70	27,23	17,82	9,53
Compromisos Técnicos	58,26	30,18	5,68	4,04	5,10
Matemáticas	1,01	1,73	2,95	2,99	4,33
De Riesgo en Curso	57,25	28,44	2,73	1,05	0,77
Otras	-	-	-	-	-
Obligaciones con Entidades Financieras	-	-	-	-	-
Obligaciones con Reaseguradores (y coaseguradores)	70,76	34,52	9,68	14,30	12,91
Cuentas por Pagar	328,90	175,93	62,85	74,46	55,68
Otros Pasivos	0,43	0,54	0,15	-	-
PASIVO TOTAL	544,19	296,77	124,45	125,43	94,83
Capital Pagado	86,89	86,89	64,39	42,18	33,98
Reservas	57,24	2,30	1,76	3,09	4,84
Superavit no realizado	-	-	-	-	-
Revaluación de Activos Fijos	-	-	-	-	-
Utilidades no Distribuidas	101,04	54,94	13,09	9,33	13,43
PATRIMONIO TOTAL	245,16	144,12	79,24	54,60	52,25

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

ESTADO DE RESULTADOS	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
	Jun-13	Jun-12	Jun-11	Jun-10	Jun-09
Primas Suscritas	1.168,82	803,97	484,30	383,34	318,54
Primas Devengadas	1.140,02	778,25	482,63	383,06	318,89
Prima Cedida	122,06	112,34	43,30	30,52	35,85
Prima Devengada Retenida	1.017,96	665,91	439,33	352,53	283,04
Siniestros Pagados	148,42	92,73	71,46	54,79	33,17
Rescates de pólizas de vida o pensiones	-	-	-	-	-
Siniestros a Cargo de Reaseguradores	17,52	21,88	12,03	7,65	4,94
Recuperación o Salvamento de Siniestros	-	-	-	-	-
Reservas de Siniestros Netas	30,22	9,52	13,46	11,50	5,17
Siniestros Incurridos Netos	161,13	80,36	72,88	58,63	33,40
Gastos de Adquisición	398,87	390,00	292,87	238,19	192,71
Gastos de Administración	348,36	141,73	64,61	50,69	39,17
Gastos a Cargo de Reaseguradores	20,80	-	-	-	-
Costos de Operación Netos	726,43	531,73	357,48	288,89	231,88
(+) o (-) Otros Ingresos o (gastos) no operacionales netos	(16,09)	7,42	(0,65)	0,23	(1,19)
Resultado de Operación o Resultado Técnico	114,31	61,24	8,32	5,25	16,57
Ingresos Financieros	40,92	19,60	11,67	7,48	9,02
Gastos Financieros	5,31	1,62	1,36	(0,40)	1,73
Otros	9,48	6,92	2,21	1,58	(1,16)
Resultado Financiero	45,09	24,91	12,52	9,47	6,13
Partidas Extraordinarias	-	-	-	-	-
Participación en Afiliadas o Subsidiarias	-	-	-	-	-
Utilidad Antes de Impuestos	159,40	86,15	20,85	14,72	22,70
Impuestos	58,36	31,21	7,75	5,39	8,91
Participación de minoritarios	-	-	-	-	-
Utilidad Neta	101,04	54,94	13,09	9,33	13,79
PRINCIPALES INDICADORES					
Resultados Operativos					
% de Retención	89,29	85,57	91,03	92,03	88,76
Siniestralidad Incurrida Bruta (%)	15,67	13,14	17,59	17,30	12,02
Siniestralidad Incurrida Neta (%)	15,83	12,07	16,59	16,63	11,80
Gastos de Adquisición/Prima Devengada (%)	34,99	50,11	60,68	62,18	60,43
Gastos de Administración/Prima Devengada (%)	30,56	18,21	13,39	13,23	12,28
Costos de Operación Netos/Prima Devengada Retenida (%)	71,36	79,85	81,37	81,95	81,93
Resultado Técnico/Prima Devengada Retenida (%)	11,23	9,20	1,89	1,49	5,85
Combined Ratio (%)	88,77	90,80	98,11	98,51	94,15
Operating Ratio (%)	85,65	88,49	95,97	96,45	91,86
Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada (%)	3,12	2,31	2,14	2,06	2,29
ROAA (%)	16,43	17,05	6,82	5,71	10,98
ROAE (%)	51,91	49,19	19,57	17,47	31,32
Capitalización y Apalancamiento					
Pasivo/Patrimonio (veces)	2,22	2,06	1,57	2,30	1,82
Reservas/Pasivo (veces)	0,26	0,29	0,42	0,29	0,28
Deuda Financiera/Pasivo (%)	-	-	-	-	-
Reservas/Prima Devengada Retenida (%)	14,16	12,88	11,78	10,40	9,27
Primas/Patrimonio (veces)	4,15	4,62	5,54	6,46	5,42
Capital Computable / Exigencia de Capital (%)	145,18	131,23	111,85	100,17	122,88
Patrimonio/Activo (%)	31,06	32,69	38,90	30,33	35,52
Inversiones y Liquidez					
Activos Líquidos/(Reservas + Oblig) (veces)	2,92	3,25	2,61	3,01	3,75
Activos Liq./(Resv. + Deuda Finan. + Oblig. Con Aseg.) (veces)	2,92	3,25	2,61	3,01	3,75
Activos Líquidos/Pasivos (veces)	0,77	0,94	1,08	0,88	1,04
Inmuebles/Activo Total (%)	0,39	0,31	0,58	0,56	0,63
Rotación Cuentas por Cobrar (días)	74,65	70,78	45,18	29,94	30,17

Anexo II

Dictamen

El Consejo de Calificación de Fitch Argentina Calificadora de Riesgo S.A. reunido el 13 de noviembre de 2013, afirma la calificación de fortaleza financiera asignada a Cardif Seguros S.A. en la Categoría AA-(arg), con Perspectiva Negativa.

Categoría AA(arg): Respecto de otras compañías de seguros del mercado nacional, las aseguradoras en esta categoría poseen una muy alta capacidad para hacer frente a sus obligaciones con asegurados. Comparadas con otras aseguradoras del mismo mercado nacional, estas compañías poseen una muy baja susceptibilidad a los efectos de cambios adversos en las condiciones económicas o de negocios.

Los signos "+" o "-" se añaden a una calificación para darle una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría y no alteran la definición de la Categoría a la cual se los añade.

La calificación asignada a Cardif se fundamenta en que la compañía ha alcanzado una base de operación madura, manteniendo un creciente desempeño técnico así como una posición de liderazgo dentro del mercado asegurador argentino. Paralelamente, la agencia valora sus adecuados indicadores de liquidez, su prudente política de inversiones y el grado de control de sus accionistas.

Nuestro análisis se basa en los balances generales al 30.06.2013 auditados por Estudio Urien y Asociados, que manifiesta que los mismos han sido preparados de acuerdo a las normas de la Superintendencia de Seguros de la Nación y consideran todos los hechos y circunstancias significativos que son de su conocimiento.

La información utilizada en el presente informe resulta suficiente para determinar la calificación de la compañía, por lo que se debe aplicar una categoría distinta a E.

Fuentes de información:

- Balances generales auditados de la empresa (último 30.06.2013), estados contables trimestrales (último 31.03.2013), estado de capitales mínimos y estado de cobertura de compromisos exigibles, suministrados por el emisor.
- Boletines estadísticos de la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN)
- Reglamento General de la Actividad Aseguradora (RGAA).

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. 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 INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA, CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNION EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

Derechos de autor © 2013 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 disseminación 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.