

Cardif Seguros S.A.

Informe Integral

Perfil

Cardif Seguros S.A. (Cardif) pertenece al Grupo BNP Paribas Assurance (98.9%) y Cardif Assurance Risques Divers (1.1%), ambas forman parte del grupo BNP Paribas. La empresa brinda coberturas de vida, salud, accidentes personales y en el año 2005 incursionó en ramos generales o de riesgos varios.

Factores Relevantes de la Calificación

Aceptable evolución de su desempeño: Cardif, ha registrado históricamente una buena generación de resultados. A jun'14, el resultado neto creció un 25.6%, generado fundamentalmente por un aumento significativo del resultado financiero. Por su parte, el resultado técnico, registró una reducción en el período, debido a que los Gastos ligados a la administración del negocio y los Siniestros Incurridos, mostraron mayores aumentos a la prima devengada. La calificadora espera que los resultados mejoren al cierre del ejercicio.

Destacada posición en el mercado: Cardif es la líder en el mercado de seguros de vida colectivo (donde operan 90 compañías) con el 9.40% del mercado captado. Además, ocupa el puesto n°24 entre 180 compañías existentes en el mercado asegurador, con el 1.50% de la prima suscrita al 30/06/2014.

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: la calificadora destaca 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: 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 (2.05 veces) es adecuado y menor al promedio del mercado de vida.

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

Sensibilidad de la Calificación

Deterioro de sus Indicadores. Un mercado deterioro en sus indicadores de liquidez, capitalización y solvencia, podrían generar presiones a la calificación de la entidad.

Perspectiva Negativa. Sin perjuicio de eventos que pudieran afectar positiva o negativamente la calificación de una entidad en particular, la Calificadora mantiene una perspectiva negativa para el sector, que refleja su preocupación respecto de la continua y creciente intervención gubernamental en la industria de servicios financieros. La imposición respecto de la inversión en ciertos instrumentos ("inciso k") de todas las compañías de seguros, sumada a los requerimientos previos de repatriación de inversiones en el extranjero y el cambio en el marco operativo del sector reasegurador, son algunos ejemplos de dicha tendencia.

Calificación

Nacional

Fortaleza Financiera de LP AA-(arg)

Perspectiva

Negativa

Resumen Financiero

	jun'14	jun'13
Activos (\$ mill.)	1,133.4	789.3
Activos (u\$s mill.)	139.4	146.5
Patrimonio Neto (\$ mill.)	372.0	245.2
Resultado Neto (\$ mill.)	126.9	101.0
Primas Suscritas (\$ mill.)	1,639.0	1,168.8
Costos de Op/PDR (%)	76.9	71.4
Siniestralidad Neta/PDR (%)	15.9	15.8
Combined Ratio (%)	92.7	88.8
Capital Computable / Exigencia de Capital (%)	146.0	145.2
Activos Líquidos/ (Reservas + Oblig con Aseg) (veces)	2.63	2.92
ROAE (%)	41.1	51.9

\$/US\$: a jun'14: 8.1327 y jun'13: 5.3782

Criterios relacionados

[Metodología de Calificación de Seguros presentada ante la Comisión Nacional de Valores.](#)

Analistas

Analista Principal

Enrique Hirtz
 Associate Director
 +5411 5235-8112
Enrique.hirtz@fixscr.com

Analista Secundario

M. Cristina Tzioras
 Associate Director
 +5411 5235-8100
cristina.tzioras@fixscr.com

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.

Actualmente, está presente en casi 40 países de Europa, Asia, América y África. El desarrollo en América incluye operaciones en Argentina, Chile, Brasil, México, Perú y Colombia.

Management

La administración de Cardif es considerada altamente profesional por FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” (en adelante FIX). 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, FIX 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 alcanzar sus objetivos, Cardif sigue las siguientes estrategias: Desarrollo Multicanal, Plan Industrial, Seguimientos Transversales, Equipos especializados, Adquisiciones y Acuerdos de Largo Plazo, Renovación y Crecimiento de los Negocios Actuales y Diversificación a través de Nuevas Líneas de Negocios. Entre sus acuerdos con socios comerciales figuran compañías líderes bancarias y financieras locales de primera línea, empresas de consumo masivo, terminales automotrices, grandes tiendas y retailers y empresas de servicios.

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 FIX, 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.

FIX 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 FIX, ello limita la capacidad de reacción de ajustes técnicos frente a escenarios macroeconómicos o financieros de mayor volatilidad, como el proyectado para el país en 2014.

FIX considera 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 calificadora, 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 90 compañías) con el 9.40% del mercado captado. Además, ocupa el puesto n°24 entre 180 compañías existentes en el mercado asegurador, con el 1.50% de la prima suscrita al 30/06/2014. 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'14			Jun'13		
	Posición	Cant. Cías.	% s/ramo	Posición	Cant. Cías.	% s/ramo
Total Mercado	24	180	1,50%	24	182	1,45%
Vida Colectivo	1	90	9,40%	1	89	8,89%
Otros Riesgos	4	62	10,38%	5	71	7,42%
Accidentes Personales	13	81	2,44%	16	84	1,96%
Salud	3	18	18,26%	4	16	13,71%
Robo y Riesgos Similares	15	64	1,44%	14	63	2,15%

Suscripción y otros pasivos

A jun'14, Cardif registró un crecimiento del 40.2% en su producción respecto del año anterior, impulsado principalmente por el ramo de vida colectivo (el cual representa el 88.0% de las primas brutas). La tasa de crecimiento se mostró por debajo del cierre de ejercicio anterior y del promedio de los últimos tres ejercicios (45.9%). El crecimiento estuvo explicado por la incorporación de nuevos socios comerciales que aumentaron considerablemente el volumen de negocio de Cardif y en menor medida un efecto precio debido a la alta tasa inflacionaria del país. La calificadora 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

Ramo	Suscripción	% Part.
Vida Colectivo	1.228.079.041,00	88,0%
Otros Riesgos	107.556.976,00	7,7%
Accidentes Personales	29.417.935,00	2,1%
Salud	21.664.525,00	1,6%
Robo y Riesgos Similares	6.215.753,00	0,4%

Fuente: FIX en base a datos provistos por la entidad.

vinculadas al consumo minorista. Por otro lado, constantemente busca expandir sus canales de comercialización directos e incrementar su oferta de productos. Sin embargo, el 89% del premio neto de impuestos se concentra en sus 10 principales socios.

Si bien Cardif ofrece una variada gama de productos, entre los que se encuentran: Protección Individual, Servicios de Asistencia, Riesgos Varios y Garantía Extendida, el 88.0% de su cartera está alocada en coberturas de vida colectivo y el 7.7% en otros riesgos, 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.

Performance operativa

El resultado antes de impuestos acumuló un saldo positivo de \$202.8 millones (+27.2% con respecto a jun'13) consecuencia de la mejora del resultado financiero, que compensó menores ingresos en el resultado técnico. El resultado operativo disminuyó de \$114.3 millones en jun'13 a \$101.1 millones en jun'14. Aunque la prima devengada retenida registró un incremento en el periodo (37.1%), los menores resultados se deben principalmente al mayor crecimiento relativo de los gastos de administración y los siniestros incurridos.

Con estos resultados, la rentabilidad de Cardif, medida por el ROA (13.2%) y el ROE (41.11%) mostraron valores levemente inferiores a los niveles del ejercicio anterior, registrando un nivel por debajo de lo observado para el promedio de su grupo de comparación (ROA: 18.96%; y ROE 46.52%), y por debajo del ROA del mercado de vida (26.0%).

La producción aumentó un 40.2% en el ejercicio, mientras los siniestros pagados se incrementaron en un 50.6% en el año, provocando que la siniestralidad incurrida neta (38.2%) aumentara respecto del valor de jun'13, y se mostrara por encima del promedio de su peer group (10.9%), aunque considerablemente menor a la media del mercado de vida (48.3%). 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 76.9% de la PDR, por encima del registro de jun'13 y levemente por debajo del promedio de los últimos tres ejercicios (77.5%). Los ligados a la administración aumentaron cerca de un 78% mientras los de adquisición lo hicieron en menor medida (22%). La calificadora destaca 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'14 se mantuviera en línea respecto al observado a jun'13 (92.7% vs 88.8% respectivamente). FIX 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 89.0%. 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'14 la compañía sólo posee 47 demandas judiciales (juicios y mediaciones), manteniendo estable la cantidad en el año, de las cuales 20 son demandas de asegurados por rechazos de siniestros. Otras 25 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

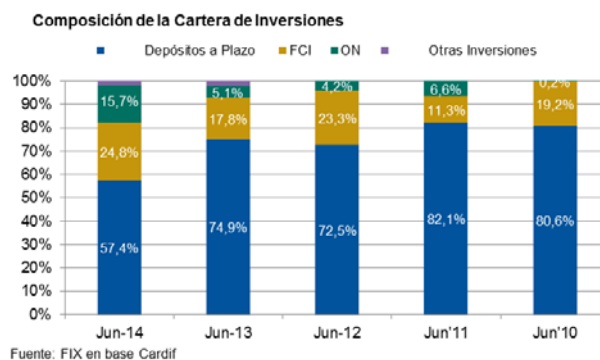
La composición del activo de Cardif en comparación al mercado de vida posee una mayor participación de Primas por cobrar (35.8%) y de Otros activos (compuestos por Cuenta corriente productores y créditos impositivos), lo cual es compensado por un menor peso relativo de los Activos líquidos (53.2%).

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 (5.6%), 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 57.4% de depósitos a plazo, 24.8% en fondos comunes de inversión, un 15.7% 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, de los cuales el 15.3% correspondía a colocaciones dentro del mismo grupo económico, las cuales representaban el 13% del patrimonio. La inversión en FCI se



colocó un 42.6% en tres fondos de Infraestructura, un 49.4% en fondos de renta fija y el 8% restante en fondos de money market. Finalmente, FIX considera positivo el hecho de que no haya inversiones en Títulos Públicos.

Al 30.06.2014 Cardif hizo total cumplimiento del porcentaje requerido a invertir en instrumentos admitidos por el "inciso k". Estas inversiones están concentradas en ON de YPF, y en fondos de infraestructura y desarrollo.

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), si bien se mostró levemente por debajo del resultado del año anterior (a jun'13, fue de 2.92 veces). El índice de rotación de cuentas por cobrar (93 días) se encuentra por encima de lo observado para el mercado de seguros de vida (85.4 días).

Capital

FIX 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 (2.05 veces) es adecuado, mostrando un leve descenso con respecto al último ejercicio y por encima del valor observado para el promedio del mercado de vida (1.80 veces). A jun'14 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 los necesidades de margen de solvencia como para cubrir el desarrollo de futuros proyectos), lo cual para FIX, 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'14 el ratio Reservas / PDR fue del 16.4% por debajo de la media de competidores (28.0%). 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.					
<i>(Millones de moneda local)</i>					
BALANCE GENERAL	<i>12 meses</i>	<i>12 meses</i>	<i>12 meses</i>	<i>12 meses</i>	<i>12 meses</i>
	Jun-14	Jun-13	Jun-12	Jun-11	Jun-10
Activos Liquidos	603,14	420,91	278,70	134,98	110,31
Depósitos	367,98	321,06	206,12	111,77	90,25
Valores Negociables	223,49	91,18	72,58	23,20	20,06
Privados	223,49	91,18	72,58	23,20	20,06
Públicos	-	-	-	-	-
Acciones	-	-	-	-	-
Otros	11,66	8,66	-	-	-
Préstamos	-	-	-	-	-
Sobre Pólizas	-	-	-	-	-
Otros	-	-	-	-	-
Primas por Cobrar	405,69	236,39	153,01	60,58	31,86
Cuentas con Reaseguradores	0,33	3,04	-	-	0,00
Inmuebles y Activo Fijo	4,81	3,09	1,36	1,18	1,01
Inversiones en subsidiarias y relacionadas	-	-	-	-	-
Otros Activos	119,40	125,91	7,82	6,96	36,85
Participación ART	-	-	-	-	-
Otros	119,40	125,91	7,82	6,96	36,85
ACTIVO TOTAL	1.133,36	789,35	440,89	203,69	180,03
Obligaciones con Asegurados	101,91	85,84	55,61	46,10	32,64
Por Siniestros	101,91	85,84	31,91	18,87	14,82
IBNR	-	-	23,70	27,23	17,82
Compromisos Técnicos	127,22	58,26	30,18	5,68	4,04
Matemáticas	-	1,01	1,73	2,95	2,99
De Riesgo en Curso	127,22	57,25	28,44	2,73	1,05
Otras	-	-	-	-	-
Obligaciones con Entidades Financieras	-	-	-	-	-
Obligaciones con Reaseguradores (y coaseguradores)	54,44	70,76	34,52	9,68	14,30
Cuentas por Pagar	477,51	328,90	175,93	62,85	74,46
Otros Pasivos	0,25	0,43	0,54	0,15	-
PASIVO TOTAL	761,34	544,19	296,77	124,45	125,43
Capital Pagado	86,89	86,89	86,89	64,39	42,18
Reservas	158,27	57,24	2,30	1,76	3,09
Superavit no realizado	-	-	-	-	-
Revaluación de Activos Fijos	-	-	-	-	-
Utilidades no Distribuidas	126,86	101,04	54,94	13,09	9,33
PATRIMONIO TOTAL	372,03	245,16	144,12	79,24	54,60

Resumen Financiero Cardif Seguros S.A.					
<i>(Millones de moneda local)</i>					
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
ESTADO DE RESULTADOS	Jun-14	Jun-13	Jun-12	Jun-11	Jun-10
Primas Suscritas	1.638,98	1.168,82	803,97	484,30	383,34
Primas Devengadas	1.569,01	1.140,02	778,25	482,63	383,06
Prima Cedida	173,15	122,06	112,34	43,30	30,52
Prima Devengada Retenida	1.395,85	1.017,96	665,91	439,33	352,53
Siniestros Pagados	223,48	148,42	92,73	71,46	54,79
Rescates de pólizas de vida o pensiones	-	-	-	-	-
Siniestros a Cargo de Reaseguradores	16,92	17,52	21,88	12,03	7,65
Recuperación o Salvamento de Siniestros	-	-	-	-	-
Reservas de Siniestros Netas	16,07	30,22	9,52	13,46	11,50
Siniestros Incurridos Netos	222,64	161,13	80,36	72,88	58,63
Gastos de Adquisición	486,54	398,87	390,00	292,87	238,19
Gastos de Administración	618,06	348,36	141,73	64,61	50,69
Gastos a Cargo de Reaseguradores	30,75	20,80	-	-	-
Costos de Operación Netos	1.073,85	726,43	531,73	357,48	288,89
(+) o (-) Otros Ingresos o (gastos) no operacionales netos	2,58	(16,09)	7,42	(0,65)	0,23
Resultado de Operación o Resultado Técnico	101,95	114,31	61,24	8,32	5,25
Ingresos Financieros	96,70	40,92	19,60	11,67	7,48
Gastos Financieros	8,71	5,31	1,62	1,36	(0,40)
Otros	12,89	9,48	6,92	2,21	1,58
Resultado Financiero	100,88	45,09	24,91	12,52	9,47
Partidas Extraordinarias	-	-	-	-	-
Participación en Afiliadas o Subsidiarias	-	-	-	-	-
Utilidad Antes de Impuestos	202,83	159,40	86,15	20,85	14,72
Impuestos	75,96	58,36	31,21	7,75	5,39
Participación de minoritarios	-	-	-	-	-
Utilidad Neta	126,86	101,04	54,94	13,09	9,33
PRINCIPALES INDICADORES					
Resultados Operativos					
% de Retención	88,96	89,29	85,57	91,03	92,03
Siniestralidad Incurrida Bruta (%)	15,27	15,67	13,14	17,59	17,30
Siniestralidad Incurrida Neta (%)	15,95	15,83	12,07	16,59	16,63
Gastos de Adquisición/Prima Devengada (%)	31,01	34,99	50,11	60,68	62,18
Gastos de Administración/Prima Devengada (%)	39,39	30,56	18,21	13,39	13,23
Costos de Operación Netos/Prima Devengada Retenida (%)	76,93	71,36	79,85	81,37	81,95
Resultado Técnico/Prima Devengada Retenida (%)	7,30	11,23	9,20	1,89	1,49
Combined Ratio (%)	92,70	88,77	90,80	98,11	98,51
Operating Ratio (%)	87,09	85,65	88,49	95,97	96,45
Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada (%)	5,61	3,12	2,31	2,14	2,06
ROAA (%)	13,20	16,43	17,05	6,82	5,71
ROAE (%)	41,11	51,91	49,19	19,57	17,47
Capitalización y Apalancamiento					
Pasivo/Patrimonio (veces)	2,05	2,22	2,06	1,57	2,30
Reservas/Pasivo (veces)	0,30	0,26	0,29	0,42	0,29
Deuda Financiera/Pasivo (%)	-	-	-	-	-
Reservas/Prima Devengada Retenida (%)	16,42	14,16	12,88	11,78	10,40
Primas/Patrimonio (veces)	3,75	4,15	4,62	5,54	6,46
Capital Computable / Exigencia de Capital (%)	145,98	145,18	131,23	111,85	100,17
Patrimonio/Activo (%)	32,82	31,06	32,69	38,90	30,33
Inversiones y Liquidez					
Activos Líquidos/(Reservas + Oblig) (veces)	2,63	2,92	3,25	2,61	3,01
Activos Liq./((Resv. + Deuda Finan. + Oblig. Con Aseg.) (veces)	2,63	2,92	3,25	2,61	3,01
Activos Líquidos/Pasivos (veces)	0,79	0,77	0,94	1,08	0,88
Inmuebles/Activo Total (%)	0,42	0,39	0,31	0,58	0,56
Rotación Cuentas por Cobrar (días)	93,08	74,65	70,78	45,18	29,94

Anexo II

Dictamen

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el 27 de Octubre de 2014, confirma (*) la calificación de fortaleza financiera de 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 "-" podrán ser añadidos 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.

Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del artículo 38 de las Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado.

Nuestro análisis se basa en los balances generales al 30.06.2014 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.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Fuentes de información:

La información suministrada para el análisis se considera adecuada y suficiente.

La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado a Octubre 2014 y la siguiente información pública:

- Balances generales auditados de la empresa (último 30.06.2014), disponibles en www2.ssn.gob.ar
- Estados contables trimestrales (último 31.03.2013), estado de capitales mínimos y estado de cobertura de compromisos exigibles, disponibles en www2.ssn.gob.ar

- Boletines estadísticos de la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN), disponibles en www2.ssn.gob.ar
- Reglamento General de la Actividad Aseguradora (RGAA), disponibles en www2.ssn.gob.ar

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” –en adelante FIX SCR S.A. o la calificador–, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. 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 UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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.

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, FIX SCR S.A. se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. 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. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A.. FIX SCR S.A. 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. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 70.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. 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 USD 1.000 y USD 150.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.