

Nación Reaseguros S.A.

Informe Integral

Calificación

Nacional

Fortaleza Financiera de largo plazo AA(arg)

Perspectiva

Negativa

Resumen Financiero

	30/06/19	30/06/18
Activos (\$ mil.)	1.220	1.049
Activos (U\$S mill.)	28	36
Patrimonio Neto (\$ mill.)	471	335
Resultado Neto (\$ mill.)	136	60
Primas Suscritas (\$ mill.)	1.091	817
Costos de Op/PDR (%)	108,6	58,09
Siniestralidad Neta/PDR (%)	81,48	43,71
Combined Ratio (%)	188,0	102,4
Capital Computable / Exigencia de Capital (%)	199,4	261,3
Activos Líquidos/ (Reservas + Oblig con Aseg) (veces)	2,46	1,69
ROAE (%)	33,75	20,25

\$/U\$S: a Jun'19: 42,45 y Jun'18: 28,86

Criterios relacionados

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

Informe Relacionados

[FIX \(afiliada de Fitch\) Revisa a Negativa la Perspectiva del Sistema Financiero y el Sector de Seguros.](#)

Analistas

Analista Principal

Darío N. Logiodice
Director
+5411 5235-8136
darío.logiodice@fixscr.com

Analista Secundario

María Fernanda Lopez
Senior Director
+5411 5235-8100
mariafernanda.lopez@fixscr.com

Responsable del Sector

María Fernanda Lopez
+5411 5235-8100
mariafernanda.lopez@fixscr.com

Perfil

Nación Reaseguros S.A. (NREAS) es la reaseguradora del Grupo BNA. El Grupo está integrado por el Banco de la Nación Argentina (BNA) junto con sus entidades controladas, y constituyen el principal grupo financiero del país. BNA posee el 95% del paquete accionario de NREAS, el 5% es propiedad de Nación Seguros S.A., entidad también controlada por BNA.

Factores relevantes de la calificación

Baja de la calificación: Fix SCR "Afiliada de Fitch Ratings" (FIX) baja a AA (arg) desde AAA(arg) a la calificación de largo plazo de NREAS, y revisa la Perspectiva a Negativa. La baja en la calificación de la compañía se fundamenta en el deterioro de la calidad crediticia de su accionista, Banco de la Nación Argentina, y se alinea con la Categoría asignada a la entidad bancaria, por la sinergia comercial y soporte que éste le aporta.

Perspectiva Negativa: La Calificadora revisó la Perspectiva a Negativa sobre las calificaciones de NREAS, en línea con la perspectiva de la industria financiera. El pasado 05/09/2019 FIX revisó a Negativa la Perspectiva de la industria financiera, debido al acelerado deterioro del entorno operativo y la elevada volatilidad de las variables macroeconómicas y financieras. El default de los instrumentos de corto plazo emitidos por el Gobierno Nacional, y la pérdida de valor de los títulos de renta fija en general, en los cuales tienen alocadas sus inversiones las compañías, afecta la solvencia del sector, al mismo tiempo que el contexto de caída en los niveles de actividad y alta inflación impacta sobre el flujo operativo de la entidades.

Pertenencia al Grupo Banco Nación (Grupo BNA): NREAS pertenece al Grupo BNA. El Grupo está constituido por el BNA y todas sus entidades controladas, que constituyen el principal grupo financiero del país. BNA es una entidad autárquica del Estado Nacional, que garantiza sus operaciones. Es el banco comercial más importante del sistema financiero local, con una participación en préstamos y depósitos del 15%, y 18% respectivamente. Actualmente BNA está calificado por FIX SCR en la categoría AA(arg), Perspectiva Negativa.

Modelo de negocio integrado al Grupo BNA: NREAS fue concebida para brindar capacidad de reaseguro a los negocios del Estado Nacional. La entidad funciona como una compañía semicautiva, siendo sus principales cedentes Nación Seguros S.A. (NSEG, 67% de la prima), y Provincia Seguros S.A. (30%). NREAS explota las ventajas competitivas que le provee su pertenencia al Grupo BNA, e indirectamente al Estado Nacional. El modelo de negocios le provee a la entidad un estable flujo de ingresos a corto plazo.

Incertidumbre sobre la viabilidad del mercado reasegurador local a largo plazo: Mediante la Res. 40.422 la SSN autorizó, bajo un esquema gradual, a que las aseguradoras realicen operaciones de reaseguros pasivos con reaseguradoras admitidas (que incluye reaseguradores locales y extranjeros). Fix considera que el cambio normativo genera incertidumbre sobre la viabilidad del mercado reasegurador local en el largo plazo, al eliminar la obligación de realizar contratos de reaseguros con compañías locales.

Razonable desempeño: El desempeño de NREAS se sustenta en la adecuada gestión de sus riesgos que acotan la exposición a riesgo de la entidad y la eficiencia de su operatoria y gestión de inversiones. Sin embargo, a jun'19, la compañía registra un creciente déficit operativo (Combinado: 188%) producto de mayores reservas por siniestros, costos de adquisición y el menor flujo de prima retenida, que fueron compensado por el resultado financiero. Si bien,

NREAS conserva adecuados índices de rentabilidad (ROAA: 8,8% y ROAE: 26,5%), su desafío se orienta a revertir la tendencia que arrastra su resultado técnico.

Solida capitalización: La capitalización de la compañía se sustenta en su buena generación de utilidades y capitalización de sus resultados. A jun'19 el apalancamiento era de 1.59 veces el patrimonio y el exceso de capital regulatorio representaba 1,9 veces la exigencia. La Calificadora espera que la solvencia de la entidad se mantenga en niveles relativamente altos, dada la mayor exigencia de capital impuesta por la SSN.

Sensibilidad de la calificación

Calidad crediticia de su controlante: Una baja en la calificación de BNA se reflejaría en la calificación de NSEG.

Contexto operativo: Una mayor volatilidad de las variables económicas y financieras que profundicen el deterioro del entorno operativo pueden afectar negativamente las calificaciones de la entidad. Por otra parte, un cambio en el contexto operativo tendiente a reducir la incertidumbre, desacelerar la inflación y bajar las tasas de interés de mercado, así como una recuperación de la actividad económica, podría derivar en una revisión de la perspectiva a Estable.

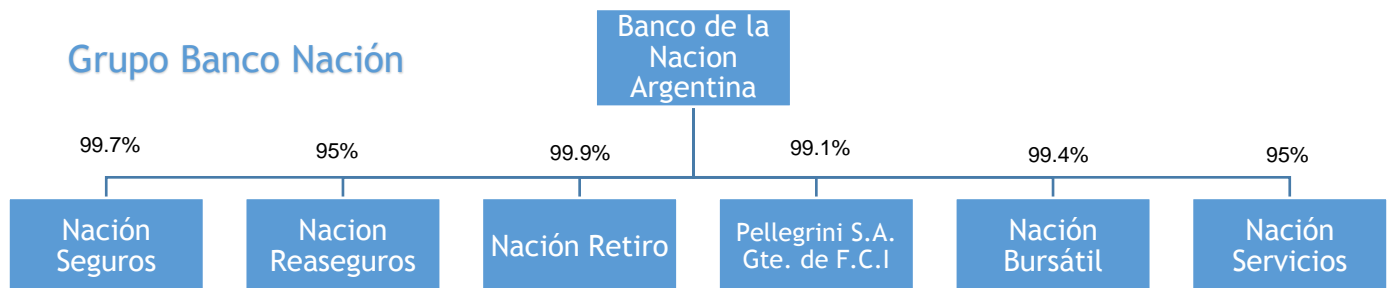
Perfil de la Compañía

Antecedentes

Nación Reaseguros S.A. (NREAS) fue creada el 28/12/2011 dentro del marco normativo que estableció la Resolución N° 35.615/2011 de la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN), con el objetivo exclusivo de realizar operaciones de reaseguro.

NREAS pertenece al Grupo BNA. El Grupo está constituido por el Banco de la Nación Argentina (BNA) y todas sus entidades controladas, que constituyen el principal grupo financiero del país. BNA es el principal accionista de NREAS con el 95% del paquete accionario, mientras que el 5% restante está en poder de Nación Seguros S.A., entidad también controlada por BNA.

BNA fue fundado en 1891, es una entidad autárquica del Estado y se rige por la Ley de Entidades Financieras y por su Carta Orgánica (Ley Nro. 21.799 y modificatorias). La Nación Argentina garantiza las operaciones de la entidad. El banco tiene presencia en todo el territorio nacional, con una red de 746 filiales de atención al público y presenta una dotación de 17.770 empleados. Es el banco comercial argentino más importante con una participación en activos, préstamos y depósitos del sistema financiero argentino del 18,5%, 14,7% y 17,8% respectivamente a jun'19. Una de sus principales funciones es operar como agente financiero del Gobierno y, como tal, recibe depósitos oficiales y realiza pagos por cuenta y orden de la Nación. Actualmente BNA está calificado por FIX SCR en la categoría AA(arg) con Perspectiva Negativa para su Endeudamiento de Largo Plazo



Estrategia corporativa

Nación Reaseguros fue concebida con el objetivo de ser la compañía de reaseguros que brinde capacidad de reaseguro a los negocios del Estado Nacional. En la actualidad, NREAS funciona como una compañía de reaseguros semi-cautiva, que se orienta a explotar las sinergias operativas y comerciales con Nación Seguros S.A. (NSEG), su principal cliente.

Dada la pertenencia al Grupo BNA, ambas compañías (NSEG y NREAS) están orientadas a explotar las ventajas competitivas que le provee su pertenencia al grupo. En este sentido, la generación de ingresos proviene fundamentalmente de la explotación del canal de distribución que le provee el banco para la venta de sus productos a su base de clientes, y la provisión de seguros a Empresas del Estado Nacional y Grandes Riesgos relacionados con obras de infraestructura. En términos cuantitativos el 44% de la prima suscripta por NSEG se generó a través de BNA, el 14% a través de Organismos Oficiales y el 28% proviene de Grandes Cuentas, aspecto que también se ve reflejado en la generación de negocios de NREAS, ya que es el reasegurador de NSEG.

Asimismo, la entidad registra una progresiva diversificación de su base de clientes, siendo este un factor relevante de la estrategia actual tendiente a ampliar su volumen de negocios dentro del mercado local, en el cual mantiene contratos con otras compañías aseguradoras que representaron el 33% de la prima suscripta en el ejercicio.

Management

El management de NREAS se caracteriza por una vasta experiencia y conocimiento del mercado de reaseguros. Las políticas de gestión de la entidad se adecúan a la normativa y los estándares locales.

El máximo órgano de dirección de la compañía es el Directorio que está compuesto por cinco miembros, el presidente, el vicepresidente y tres directores titulares, todos con independencia de funciones ejecutivas dentro de la empresa. A su vez la Comisión Fiscalizadora, que está compuesta por tres síndicos titulares elegidos por la Asamblea de accionistas.

La estructura organizacional de NREAS explota las sinergias operativas con NSEG, con la que comparte algunas áreas administrativas y de control. En este sentido, toda la estructura administrativa que comprende las gerencias de Sistemas, de Administración y Finanzas, de Legales, de Inversiones y de Recursos Humanos, son compartidas con NSEG y reportan al Directorio de NREAS. Lo mismo sucede con las áreas de control como: de Auditoría Interna, el Controller de Seguridad Informática, el Controller de Inversiones y la Unidad de Prevención y Control de Lavado de Dinero y Financiamiento al Terrorismo, son compartidas con las otras entidades aseguradoras del Grupo y reportan al Directorio de NREAS.

NREAS bajo su estructura, en forma independiente del resto de las aseguradoras del grupo, tiene la Gerencia Técnica, encargada de la suscripción y negociación de los contratos facultativos y no facultativos, y la Gerencia de Administración y Siniestros. Ambas reportan al Directorio de la compañía.

Situación del ambiente operativo

Ambiente regulatorio

En el año 2011 mediante las resoluciones 35.615 y 35.794, la SSN estableció el marco regulatorio de Reaseguros que dio origen al mercado de reaseguradoras locales. Los principales aspectos normativos del marco regulatorio son los siguientes:

1. Será susceptibles de autorización: las entidades locales que tengan por objeto exclusivo operar en reaseguros; las sucursales de reaseguradores extranjeros que se establezcan en el país; y las entidades de seguro directo autorizadas podrían operar en reaseguros en aquellos ramos en los que tienen autorización.
2. La SSN observará a las reaseguradoras habilitadas toda retención por riesgos independientes o por riesgos que formen cúmulos, que supere el 10% del capital computable.
3. Las reaseguradoras autorizadas deberán retener como mínimo el 15% de la prima emitida al cierre de ejercicio.
4. Excepciones: los riesgos individuales superiores a U\$50 millones, mediante autorización de la SSN, podrán ser reasegurados directamente con una reaseguradora extranjera (habilitada por la SSN), por la porción que supere los U\$50 millones.
5. Las reaseguradoras locales no podrán transferir más del 40% de la prima emitida neta de anulaciones al cierre de ejercicio a empresas vinculadas o pertenecientes al mismo conglomerado económico, excepto que se acredite la imposibilidad de contar con cobertura a través de otros operadores del mercado.

El 3 mayo 2017 la SSN publicó la Resolución N°40.422 que autoriza a las aseguradoras a realizar operaciones de reaseguro pasivo en todos sus ramos con Reaseguradoras admitidas (locales o extranjeras), de acuerdo al siguiente cronograma:

1. Contratos con inicio de vigencia a partir del 01/07/2017 hasta un máximo de 50% de sus primas cedidas por contrato.
2. Contratos con inicio de vigencia a partir del 01/07/2018 hasta un máximo de 60% de sus primas cedidas por contrato.
3. Contratos con inicio de vigencia a partir del 01/07/2019 hasta un máximo de 75% de sus primas cedidas por contrato.

A su vez, determina que los contratos facultativos de riesgos individuales y los contratos catastróficos con sumas aseguradas mayores a U\$D 35 millones con el inicio de vigencia a partir del 01/07/2017 podrán celebrarse con reaseguradoras admitidas en su totalidad.

Por otro lado, la SSN estableció el incremento de capitales mínimos de \$300 millones a \$350 millones para operar en el mercado de reaseguros locales aplicable a partir de los estados contables al 30/06/17. Asimismo, el regulador contempló un régimen de adecuación gradual de capitales mínimos para las reaseguradoras que optasen por esta opción. En este sentido, el sistema gradual establece el siguiente esquema de acreditación de capitales:

1. \$60 millones al 31/03/2017
2. \$130 millones al 31/12/2017
3. \$250 millones al 31/12/2018
4. \$350 millones al 31/12/2019

Fix considera que el cambio normativo genera incertidumbre sobre la viabilidad del mercado reasegurador local en el largo plazo, al eliminar la obligación de realizar contratos de reaseguros con compañías locales. La Calificadora estima probable que varios reaseguradores locales decidan discontinuar el negocio y que el volumen del mercado de reaseguros local se reduzca en cuanto a primaje y cantidad de pólizas

La reciente regulación establecida por el BCRA (Res. N°6.770 y sus modificatorios), por el momento no afecta o limita a las compañías locales para acceder al mercado cambiario a fin de cancelar sus compromisos con reaseguradores internacionales, siempre y cuando estos últimos estén admitidos por la SSN.

Situación del mercado

El mercado reasegurador local es un mercado que lleva operando seis años, está compuesto por 19 entidades (17 activas comercialmente, de las cuales 3 registran una significativa caída en su generación de primaje en los últimos 12 meses), y a jun'18 acumulaba una prima emitida de \$26.718 millones en los últimos doce meses, que representa un crecimiento en la generación de ingresos del 43,9% respecto de jun'18. Sin embargo, de considerarse la prima en dólares (moneda en la que opera este mercado) al tipo de cambio al cierre de ejercicio, la prima suscripta se reduce un 4,4% respecto del año anterior (de considerarse el promedio del tipo de cambio de cada período la caída es más profunda -26,7%). En este sentido, debido a la regulación establecida por la SSN, mencionada previamente, se espera que la prima del mercado continúe reduciendo su volumen a futuro y concentrándose probablemente en las primeras cinco entidades que acumulan el 66% de la prima. Del mismo modo se prevé que el número de compañías también se reduzca, téngase en cuenta que al comenzar el mercado contaba con 25 compañías operativas y actualmente tiene 17 activas y probablemente queden 14 compañías en 2020.

Market Share por Prima – Jun'18

Pos.	Reaseguradora	%
1	ACE	19,2
2	Zurich	15,0
3	Allianz Re	14,8
4	Punto Sur	9,9
5	Mapfre Re	7,4
6	Aseguradores Arg.	5,8
7	IRB Brasil	5,7
8	Scor Global	5,0
9	Reunión Re	5,0
10	Nación Reaseg.	4,1
	Otras 9 Reaseg.	8,2

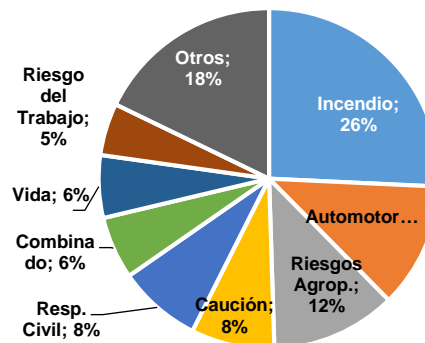
Los principales ramos de suscripción del mercado son incendio, automotores y riesgos agropecuarios que concentran el 50% de la prima emitida anualizada a jun'19. No obstante, cabe aclarar que la retención promedio del mercado es acotada, a jun'19 alcanzaba al 33,8% de la prima devengada.

El conjunto del mercado registra un adecuado desempeño, sustentado en una apropiada retención de riesgos, buenos indicadores de eficiencia y el razonable resultado de sus inversiones. Estos factores han derivado en adecuados niveles de ratio combinado a jun'19 (102%).

El apalancamiento (pasivo / patrimonio de 1,42 veces) y liquidez (inversiones + disponibilidades / pasivo de 1,20 veces) son adecuados.

Finalmente, Fix estima que a corto plazo el rendimiento financiero de la mayoría de las compañías del mercado se vea impactado negativamente producto de la pérdida de valor de los instrumentos de renta fija del mercado local de los últimos meses, parcialmente compensado por la devaluación del tipo de cambio para aquellas carteras de inversiones con posiciones dolarizadas o con inversiones fuera del riesgo argentino. Si bien, la SSN implementó medidas tendientes a diferir la pérdida de las compañías en el tiempo y evitar un fuerte efecto sobre los resultados y la solvencia, la Calificadora estima probable que de valorar las inversiones a valor de mercado la solvencia y liquidez de las aseguradoras hayan sufrido un marcado deterioro. En este sentido, a jun'19 el 28% de las inversiones del mercado reasegurador estaban expuestas en inversiones en títulos públicos con cotización, 23% en fondos comunes de inversión, 4% en obligaciones negociables, 9% en depósitos y el resto de las inversiones en el extranjero.

Gráfico #1: Prima por Ramo



Fuente: Superintendencia de Seguros de la Nación

Posición competitiva de la compañía

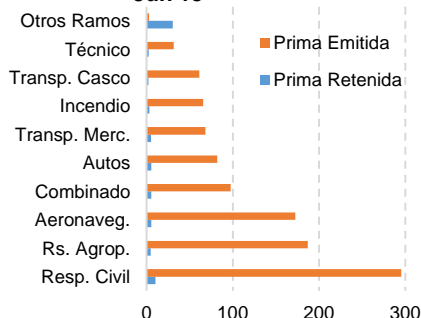
En los años de operación del mercado reasegurador local, NREAS ha logrado posicionarse entre las diez reaseguradoras del mercado, ocupando posiciones de liderazgo en los ramos de Transporte - Casco, Responsabilidad Civil y Aeronavegación.

La calificadora estima que el potencial de crecimiento de las reaseguradoras locales de capital nacional estará limitado a la decisión de conservar la inversión de capital en una reasegura cautiva o semi-cautiva y el potencial de crecimiento del grupo asegurador al que pertenece. En el caso de las reaseguradoras que son Sucursales de Reaseguradoras internacionales podrían tener un potencial mayor de captar negocios, aunque aún dependerían de sus casas matrices de continuar con la operatoria localmente.

Suscripción y otros pasivos

A jun'19 NREAS alcanzó un volumen de prima emitida de \$1.091 millones, que representa un incremento del 33,5% anual en moneda local, aunque de convertirse a moneda extranjera al cierre de ejercicio la prima se redujo un 9,2%, en línea con la progresiva reducción de los negocios del mercado reasegurador que permitió la regulación antes mencionadas. Por tipo de contratos, la suscripción de prima del ejercicio provino un 51% de contratos de tipo facultativos y el 49% de contratos automáticos.

Gráfico #2: Prima por ramo - Jun'18



Fuente: Nación Reaseguros S.A.

La Calificadora estima que el crecimiento del volumen de negocios de NREAS, al igual que para el resto del mercado de seguros y reaseguros, estará ligado al nuevo marco normativo y la decisión de las aseguradoras de seguir operando con reaseguradoras locales. No obstante, FIX estima factible, que el mercado hacia delante presente una progresiva reducción de su volumen de negocios y de la cantidad de compañías que operan.

Operaciones y principales productos

Como se mencionó previamente, en la actualidad NREAS funciona como una compañía de reaseguros semi-cautiva, que provee el reaseguro a los riesgos que suscribe su relacionada NSEG, su principal cliente (actualmente provee reaseguros a otras cuatro compañías además de NSEG).

En función de su modelo de negocios, la dispersión de sus riesgos por región geográfica replica aproximadamente la distribución geográfica de los ramos que reasegura de NSEG. En este sentido, debido a que los principales riesgos que reasegura la compañía corresponden a ramos industriales y de obras civiles, que se correlacionan con la distribución geográfica de las zonas industriales del país.

Performance operativa

Razonable desempeño

(%)	Jun'19	Jun'18	Jun'17	Jun'16
Siniestralidad Incurrida Neta (%)	81.5	43.7	35.5	21.3
Costos de Operación / Prima Devengada Retenida	108.6	58.1	50.2	46.2
Resultado Técnico / Prima Devengada Retenida	(88.0)	(2.4)	14.0	32.3
Combined Ratio	188.0	102.4	85.9	67.7
Ingreso Financiero Neto / Prima Devengada	11.2	7.5	4.4	8.2
Resultado Neto / Acitvos Prom.	11.9	6.8	8.5	12.1
Resultado Neto / Patrimonio Neto Prom.	33.7	20.3	18.3	24.5

Fuente: Nación Reaseguros S.A.

El desempeño de NREAS es razonable, y se sustenta en la buena gestión de sus riesgos que acotan la exposición a riesgo de la entidad, y la apropiada eficiencia de su operatoria y gestión de inversiones. Sin embargo, registra un creciente déficit técnico que por el momento se compensa por el rendimiento financiero de las inversiones. Asimismo, NREAS conservó adecuados índices de rentabilidad (ROA: 11.9%).

El 22 de marzo de 2019, la SSN dispuso que la presentación de estados contables en moneda homogénea será obligatoria para los ejercicios que finalicen a partir del 30 de junio de 2020, siempre que se cumplan los parámetros de aplicación en función de la inflación acumulada, estipulados por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas. El ajuste debe reanudarse tomando como base la fecha de los últimos estados financieros ajustados por inflación (31/12/2002). En este sentido, NREAS presentó, en forma resumida, en sus estados contables los efectos de la reexpresión en moneda homogénea al 30/06/2019, observándose que la resultado ajustado (considerando la totalidad del ajuste de estos años) es negativo por \$50,2 millones (ROA: -4,11% y ROE: -10,66%).

La acotada retención de riesgos (4.5% es la retención de prima) le permite a la entidad acotar el impacto de incrementos significativos en la siniestralidad sobre el resultado técnico de la compañía. No obstante, a pesar de registrar un menor pago de siniestros neto de la participación del retrocesionario respecto del ejercicio anterior, la generación de mayores reservas netas por siniestros pendientes en los ramos agropecuario, automotor, aeronavegación y técnico se tradujeron en un incremento de la siniestralidad neta (81,5% vs 43,7% a jun'18) que afectó el rendimiento técnico del ejercicio.

La explotación de sinergias operativas con el Grupo, le permiten apalancar su operatoria sobre la estructura de NSEG, y acotar la estructura de costos de la compañía. En este sentido, si bien sus costos registraron un crecimiento del 35% anual (impulsado por los costos de adquisición, +123% anual), el menor volumen de prima retenida derivó en un deterioro del ratio de eficiencia de la aseguradora en el ejercicio (108,6% de Gastos Operativos / PDR). Fix estima que es un desafío para la entidad revertir la tendencia negativa de los últimos tres años en sus indicadores de eficiencia, ante un mercado que tiende a reducir su volumen de negocios.

Sustentado en los factores mencionados, la performance operativa de la reaseguradora se deterioró a jun'19. El ratio combinado alcanzó el 188%, muy por encima de la media del mercado reasegurador (102% a jun'19). FIX evalúa que la reversión del deterioro en su resultado técnico estaría ligada a una mayor generación de prima dada su actual estructura de costos y política de retención de riesgos, aunque el actual escenario operativo representa dificultades adicionales en este proceso.

Reaseguros

FIX considera adecuado el programa de reaseguros de la entidad y en forma favorable la calidad de las retrocesionarias con las que opera. La compañía mantiene una buena cobertura de sus principales riesgos a través de contratos proporcionales y no proporcionales, que le permiten acotar su absorción de riesgos y proveer de estabilidad a su flujo de ingresos y posición de capital. Su programa de reaseguros limita la retención de prima global al 4.5%, que se estima prudente en base a los riesgos reasegurados.

El riesgo de contraparte de los contratos de reaseguros es acotado, más del 90% de los contratos son con entidades de reaseguradoras con calificación internacional *investment grade*. En este sentido la entidad mantiene como política interna, y en la medida que el mercado de reaseguros lo permite, operar con reaseguradoras con calificación no inferior a A en la escala internacional.

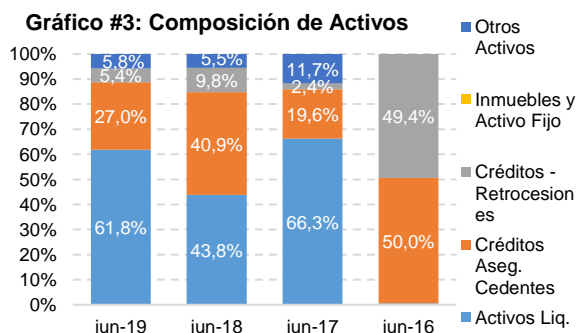
Administración de activos

Composición del activo

A jun'19, la composición de los activos de NREAS registra una adecuada liquidez, con una proporción de activos líquidos (disponibilidades + inversiones) del 61.8% sobre el total de activos y créditos (principalmente créditos con aseguradoras cedentes) del 38%.

Inversiones y Liquidez

Las políticas y estrategias de inversiones las define el Directorio. El comité de inversiones (incluye al menos un representante del Directorio) es responsable de la aprobación de las



Fuente: Nación Reaseguros S.A.

pautas específicas de inversiones, dentro del marco general estratégico de la compañía. La Gerencia de Inversiones es responsable de la ejecución y participa en la propuesta a través del Comité de Inversiones. La política de inversiones busca optimizar el equilibrio entre rentabilidad y liquidez, a fin de cumplir con los compromisos que operatoria de la compañía.

A jun'19 la cartera de inversiones de NREAS conservaba una adecuada diversificación por instrumentos, siendo las principales inversiones en Fondos Comunes de Inversión – FCI (30% del portafolio) y Títulos Públicos Nacionales (35%). Las principales concentraciones por emisor, son el Estado Nacional (26%), Banco Nación (12%), Banco Galicia (6%), Bapro (3%) y Banco Patagonia (2%), todos con buena calidad crediticia. Finalmente, las inversiones en moneda extranjera representaban el 52% del total de las inversiones.

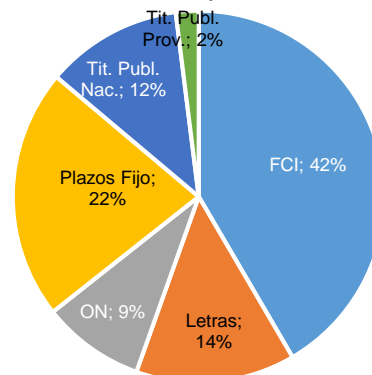
La exposición de Letras cuyos plazos fueron reestructurados, representaban el 14% del total de inversiones de la compañía, que se estiman se amortizaran en su totalidad a marzo y abril del año próximo. Si bien el default de las letras afectó la posición de activos líquidos, en el corto plazo, su cobertura de liquidez aún es apropiada.

La posición de liquidez del balance es adecuada, representando los activos líquidos (disponibilidades y depósitos + FCI + Tít. Publ. Nac. de corto plazo) el 1,4 veces las Obligaciones con Aseguradoras y Compromisos Técnicos. Asimismo, los indicadores regulatorios de cobertura de compromisos exigibles (1.9 veces) y de total de deudas y compromisos técnicos (1.5 veces), son adecuados.

El rendimiento de las inversiones a jun'19, registra una mejora respecto del ejercicio anterior (19.6% vs 17.9% a jun'18) impulsado por el rendimiento de su cartera de fondos comunes de inversión y su tenencia de títulos públicos y obligaciones negociables, que en parte fueron compensadas por pérdida por diferencia de cambio.

Como se mencionó previamente, Fix estima que a corto plazo el rendimiento financiero de la mayoría de las compañías del mercado se vea impactado negativamente producto de la pérdida de valor de los instrumentos de renta fija del mercado local de los últimos meses. En este sentido, dada la volatilidad que registra la valuación de los instrumentos de renta fija en el mercado de capitales, y que aún está por resolverse una probable reprogramación de los vencimientos de los títulos soberanos, es de factible que el rendimiento de las inversiones de las empresas esté expuesto a una mayor volatilidad.

Gráfico #4: Inversiones por instrumento



Fuente: Nación Reaseguros S.A.

Capital

Adecuados niveles de capitalización

	Jun'19	Jun'18	Jun'17	Jun'16
Pasivo / Patrimonio (veces)	1.59	2.13	1.11	1.19
Reservas / Pasivos (veces)	0.41	0.38	0.60	0.62
Capital Computable / Exigencia de Capital (%)	199.43	261.32	431.78	501.77
Patrimonio / Activo (%)	38.60	31.92	47.37	45.76

Fuente: Nación Reaseguros S.A.

Los indicadores de solvencia de NREAS son buenos, sustentada en su adecuada generación de utilidades y continua capitalización de resultados. En este sentido a jun'19 el apalancamiento de la entidad era del 1.59 veces el patrimonio y el capital computable representaba 1.9 veces la exigencia de capital mínimo regulatorio, registrando un indicador de apalancamiento ligeramente por encima de la media del mercado reasegurador local (pasivo / patrimonio: 1.42 veces a jun'19).

La calificación también contempla la capacidad y predisposición que tendría su accionista controlante (BNA) para brindar soporte a sus entidades vinculadas en caso que estas lo requieran.

La Calificadora espera que los niveles de capitalización de la entidad se conserven en niveles relativamente altos, dado el esperado mejor flujo de negocios para el mercado reasegurador local y la mayor exigencia de capital impuesta por la SSN para operar como reaseguradora.

Reservas

Por su parte, las reservas de siniestros se ajustan en forma adecuada a los requerimientos normativos vigentes. Los indicadores de reservas de la entidad se observan algo más conservadores que el promedio del mercado. A jun'19 NREAS mantenía reservas por deuda de siniestros y compromisos técnicos equivalentes a 6.4 veces la prima devengada retenida anualizada, mientras que el apalancamiento operativo (PDR / patrimonio) era de 0.10 veces, indicadores que reflejan prudentes niveles de reservas.

Anexo I

Resumen Financiero Nación Reaseguros S.A. (Millones de moneda local)

BALANCE GENERAL	12 meses Jun-19	12 meses Jun-18	12 meses Jun-17	12 meses Jun-16	12 meses Jun-15
Activos Líquidos	753,60	459,68	384,71	232,19	165,23
Depósitos	222,81	88,27	138,36	61,13	60,02
Valores Negociables	530,79	371,42	246,00	164,69	99,90
Privados	341,80	197,32	178,35	93,78	62,39
Públicos	188,99	174,09	67,65	70,91	37,51
Acciones	-	-	-	-	-
Otros	-	-	0,35	6,38	5,30
Préstamos	-	-	-	-	-
Sobre Pólizas	-	-	-	-	-
Otros	-	-	-	-	-
Créditos - Cuenta Corriente	329,16	429,80	113,49	198,34	123,32
Créditos - Retrocesiones	66,05	102,83	13,90	49,90	4,52
Inmuebles y Activo Fijo	0,00	0,00	0,01	0,02	0,01
Inversiones en subsidiarias y relacionadas	-	-	-	-	-
Otros Activos	71,35	57,30	68,01	19,48	34,19
Participación ART	-	-	-	-	-
Otros	71,35	57,30	68,01	19,48	34,19
ACTIVO TOTAL	1.220,16	1.049,62	580,11	499,93	327,27
Obligaciones con Aseguradoras	195,23	194,34	54,32	65,10	7,96
Por Siniestros	169,37	186,59	42,78	60,32	3,62
IBNR	25,86	7,75	11,54	4,78	4,33
Compromisos Técnicos	110,99	77,39	129,97	103,69	71,40
Matemáticas	-	-	-	-	-
De Riesgo en Curso	78,87	51,33	108,19	89,31	61,85
Otras	32,12	26,06	21,78	14,38	9,55
Obligaciones con Entidades Financieras	-	-	-	-	-
Obligaciones con Retrocesionarios	381,27	285,79	66,72	45,85	42,41
Cuentas por Pagar	59,33	157,09	54,28	56,53	26,59
Otros Pasivos	2,30	-	-	-	-
PASIVO TOTAL	749,13	714,61	305,29	271,16	148,35
Capital Pagado	324,91	267,73	223,98	176,62	154,67
Reservas	10,10	7,09	4,78	2,29	1,14
Superavit no realizado	-	-	-	-	-
Revaluacion de Activos Fijos	-	-	-	-	-
Utilidades no Distribuidas	136,03	60,18	46,06	49,85	23,11
PATRIMONIO TOTAL	471,03	335,01	274,82	228,77	178,91

Resumen Financiero Nación Reaseguros S.A. (Millones de moneda local)

	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
	Jun-19	Jun-18	Jun-17	Jun-16	Jun-15
ESTADO DE RESULTADOS					
Primas Suscritas	1.091,41	817,24	1.096,49	727,30	610,74
Primas Devengadas	1.054,91	881,59	1.048,11	720,14	578,57
Prima Cedida	1.007,12	815,47	996,46	685,66	560,62
	Prima Devengada Retenida	66,12	51,65	34,47	17,95
Siniestros Pagados	586,89	456,03	138,22	172,98	2.820,64
Rescates de pólizas de vida o pensiones	-	-	-	-	-
Siniestros a Cargo de Retrocesionarios	581,10	441,38	138,32	171,40	2.819,95
Recuperación o Salvamento de Siniestros	-	-	-	-	-
Reservas de Siniestros Netas	33,15	14,25	18,45	5,75	1,70
	Siniestros Incurridos Netos	38,95	28,90	7,33	2,39
Gastos de Adquisición	51,42	23,02	9,78	8,08	3,29
Gastos de Administración	53,44	41,19	30,68	21,81	11,72
Gastos a Cargo de Reaseguradores	52,97	25,81	14,50	13,98	11,86
	Costos de Operación Netos	51,90	38,41	25,96	3,15
(+) o (-) Otros Ingresos o (gastos) no operacionales netos	0,97	(0,43)	(0,09)	(0,09)	(0,01)
	Resultado de Operación o Resultado Técnico	(42,07)	(1,61)	7,24	12,40
Ingresos Financieros	129,81	73,69	63,52	72,76	32,02
Gastos Financieros	12,05	7,53	17,46	13,77	10,25
Otros	59,24	26,83	21,87	9,01	3,36
	Resultado Financiero	177,01	92,99	67,93	68,00
Partidas Extraordinarias	-	-	-	-	-
Participación en Afiliadas o Subsidiarias	-	-	-	-	-
	Utilidad Antes de Impuestos	134,93	91,38	75,17	37,52
Impuestos	(1,09)	31,20	29,11	29,29	14,41
Participación de minoritarios	-	-	-	-	-
	Utilidad Neta	136,03	60,18	46,06	23,11
PRINCIPALES INDICADORES					
Resultados Operativos					
% de Retención	4,53	7,50	4,93	4,79	3,10
Siniestralidad Incurrida Bruta (%)	58,78	53,34	14,95	24,82	487,81
Siniestralidad Incurrida Neta (%)	81,48	43,71	35,53	21,28	13,31
Gastos de Adquisición/Prima Devengada (%)	4,87	2,61	0,93	1,12	0,57
Gastos de Administración/Prima Devengada (%)	5,07	4,67	2,93	3,03	2,03
Costos de Operación Netos/Prima Devengada Retenida (%)	108,58	58,09	50,27	46,16	17,54
Resultado Técnico/Prima Devengada Retenida (%)	(88,03)	(2,44)	14,03	32,31	69,06
Combined Ratio (%)	188,03	102,44	85,97	67,69	30,94
Operating Ratio (%)	176,87	94,93	81,58	59,50	27,18
Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada (%)	11,16	7,50	4,39	8,19	3,76
ROA (%)	11,99	7,39	8,53	12,05	7,33
ROE (%)	33,75	19,74	18,29	24,46	13,81
Capitalización y Apalancamiento					
Pasivo/Patrimonio (veces)	1,59	2,13	1,11	1,19	0,83
Reservas/Pasivo (veces)	0,41	0,38	0,60	0,62	0,53
Deuda Financiera/Pasivo (%)	-	-	-	-	-
Reservas/Prima Devengada Retenida (%)	640,70	410,98	356,83	489,59	442,01
Primas/Patrimonio (veces)	0,10	0,20	0,19	0,15	0,10
Capital Computable / Exigencia de Capital (%)	199,43	261,32	431,78	501,77	462,62
Patrimonio/Activo (%)	38,60	31,92	47,37	45,76	54,67
Inversiones y Liquidez					
Activos Líquidos/(Reservas + Oblig) (veces)	2,46	1,69	2,09	1,38	2,08
Activos Liq./((Resv. + Deuda Finan. + Oblig. Con Aseg.) (veces)	2,46	1,69	2,09	1,38	2,08
Activos Líquidos/Pasivos (veces)	1,01	0,64	1,26	0,86	1,11
Inmuebles/Activo Total (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rotación Cuentas por Cobrar (días)	112	176	39	99	77

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 23 de septiembre de 2019 **baja** la calificación de fortaleza financiera de Nación Reaseguros S.A. a la **Categoría AA(arg)** desde **AAA(arg)**, y revisa la **Perspectiva a Negativa**.

Categoría AA (arg): implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar 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. Estos signos no se utilizarán para la categoría AAA(arg) o para categorías por debajo de CCC(arg).

La baja en la calificación de la compañía se fundamenta en el deterioro de la calidad crediticia de su accionista, Banco de la Nación Argentina, y se alinea con la Categoría asignada a la entidad bancaria, por la sinergia comercial y soporte que éste le aporta.

La Calificadora revisó la Perspectiva a Negativa sobre las calificaciones de Nación Reaseguros S.A., en línea con la perspectiva de la industria financiera. El pasado 05/09/2019 FIX revisó a Negativa la Perspectiva de la industria financiera, debido al acelerado deterioro del entorno operativo y la elevada volatilidad de las variables macroeconómicas y financieras. El default de los instrumentos de corto plazo emitidos por el Gobierno Nacional, y la pérdida de valor de los títulos de renta fija en general, en los cuales tienen alocadas sus inversiones las compañías, afecta la solvencia del sector, al mismo tiempo que el contexto de caída en los niveles de actividad y alta inflación impacta sobre el flujo operativo de las compañías.

Nuestro análisis se basa en los balances generales auditados al 30.06.2019, con opinión favorable por Deloitte & Co. S.A. Asimismo, sin modificar su opinión, enfatiza que los estados contables fueron preparados de conformidad con el marco contable establecido por la SSN, que difiere, en ciertos aspectos, de las normas contables profesionales argentinas vigentes.

Sin modificar su opinión, enfatiza que el marco contable establecido por la SSN difiere, en ciertos aspectos, de las normas contables profesionales argentinas vigentes. En este sentido, destaca que si bien recientemente la SSN dispuso la presentación de los estados contables a moneda homogénea (reexpresados por los efectos de la inflación) a partir del 30 de junio de 2020, el auditor aclara que se estima que los efectos de la inflación sobre los mencionados estados podrían ser significativos.

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 y la siguiente información pública:

- Balances generales auditados de la empresa (último 30.06.2019) y estados contables trimestrales (último 31.03.2019). Disponibles en: www.argentina.gob.ar/superintendencia-de-seguros.
- Boletines estadísticos de la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN). Disponibles en: www.argentina.gob.ar/superintendencia-de-seguros.

- Reglamento General de la Actividad Aseguradora (RGAA). Disponible en: www.argentina.gob.ar/superintendencia-de-seguros.

Anexo III

Glosario

Combined Ratio: indicador que refleja la absorción de los gastos, los siniestros y rescates devengados con la producción de primas.

PDR: Prima Devengada Retenida.

FCI: Fondo Común de Inversión.

Lebac: Letras emitidas por el BCRA.

Performance: desempeño.

ROAA: Retorno sobre Activo.

ROAE: Retorno sobre Patrimonio Neto.

PN: Patrimonio Neto.

SSN: Superintendencia de Seguros de la Nación

Las calificaciones incluidas en este informe 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 calificadora-, 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 LÍDER 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 la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros 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 fáctica 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 fáctica 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 independientes 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. 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 que pueden suceder y 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, recibida del emisor, se proporciona 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 como ser riesgo de precio o de mercado, 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 contactados. 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 ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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 200.000 (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 200.000 (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 cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. 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.