

Sancor Seguros S.A.

Informe Integral

Calificación

Nacional

Fortaleza Financiera de largo plazo A-(uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

	Dic'17	Dic'16
Activo (\$UY mill.)	1.272,1	1.222,8
Patrimonio Neto (\$UY mill.)	322,3	278,6
Resultado Neto (\$UY mill.)	25,5	(67,5)
Primas Suscritas (\$UY mill.)	1.156,6	1.142,0
Costos de Op/PDR (%)	52,7	56,2
Siniestralidad Neta/PDR (%)	52,6	61,9
Combined Ratio (%)	105,3	118,1
Capital Computable / Exigencia de Capital (%)	188,5	165,2
Activos Líquidos/ (Reservas + Oblig con Aseg) (veces)	1,12	0,96
ROAE (%)	8,8	(24,5)

Criterios relacionados

[Manual de Procedimientos de Calificación de Compañías de Seguros presentado ante el Banco Central del Uruguay.](#)

Analistas

Analista Principal

Matías Pisani
Associate Director
(+54) 011 5235-8131
matias.pisani@fixscr.com

Analista Secundario

M. Fernanda López
Senior Director
(+54) 011 5235-8130
mariafernanda.lopez@fixscr.com

Responsable del Sector

M. Fernanda López
Senior Director
(+54) 011 5235-8130
mariafernanda.lopez@fixscr.com

Perfil

Sancor Seguros S.A. (Sancor) centra su operatoria en los ramos de seguros Patrimoniales, de Personas y Agropecuarios. Su único accionista es Sancor Cooperativa de Seguros Limitada, entidad argentina cuya Fortaleza Financiera de Largo Plazo se encuentra calificada en AA(arg) Perspectiva Estable. Siendo éste el primer desembarco fuera de la Argentina, Sancor inició actividades en Uruguay en el 2006.

Factores relevantes de la calificación

Cambio de perspectiva: El cambio de perspectiva de la calificación se fundamenta en la mejora del resultado operativo de la compañía, evidenciado en el último ejercicio a partir del descenso en los niveles de siniestralidad – fundamentalmente en el ramo automotor. La mejora en los índices de siniestralidad es producto un proceso de depuración de su base de asegurados, prescindiendo de aquellas pólizas vinculadas a repuestos poco comunes y de alto valor. Asimismo, la entidad hizo foco en el control de la cadena, haciendo énfasis en la inspección de talleres, tasadores y peritos, a partir de una reestructuración y fortalecimiento de las gerencias de suscripción y siniestros.

Respaldo de su accionista: Existe un compromiso implícito por parte del accionista (Sancor Cooperativa de Seguros Ltda.) de hacer aportes de capital (que ya se concretaron en el pasado y durante el ejercicio 2016) en respaldo del crecimiento, solvencia y/o liquidez de la aseguradora, en concordancia con la intención del Grupo al que pertenecen de seguir desarrollando su presencia en el mercado sudamericano.

Adecuada posición en el mercado: A dic'17, Sancor ocupa el puesto n°5 entre 16 compañías existentes en el altamente concentrado mercado asegurador uruguayo, con el 2,7% de la primas emitidas (netas de anulaciones). Considerando solo las entidades privadas, Sancor reúne el 8,8% del primaje.

Diversificación de productos en línea con el mercado: Sancor mantiene una concentración relativamente alta de sus negocios. Sin embargo, su diversificación de prima se alinea con un mercado poco desarrollado, que opera aún en ramos de acotada sofisticación. Su actividad se distribuye entre Vehículos con un 49,0%, Personas 15,3% y Rurales 11,7%, estructura que ha mantenido en los últimos años de actividad.

Aceptables indicadores de capitalización: La empresa mantiene aceptables indicadores de solvencia individuales. A dic'17, registró un adecuado nivel de apalancamiento financiero (pasivo/patrimonio 2,95 veces) que, aunque compara negativamente con el promedio del mercado de aseguradoras privadas: 2,10 veces, exhibe una tendencia decreciente. FIX espera que la compañía mantenga en el corto plazo adecuados niveles de apalancamiento, sustentado en la mejora de su generación de resultados.

Sensibilidad de la calificación

Siniestralidad y resultado: Elevados índices de siniestralidad que afecten el resultado operativo de Sancor podrían generar una revisión a la baja de su calificación.

Diversificación y Desempeño: Una mayor diversificación de sus riesgos, acompañado de una prudente política de suscripción, que se refleje en una evolución favorable y sostenida del desempeño técnico de la compañía y el menor nivel de apalancamiento, podría mejorar la fortaleza financiera de largo plazo de Sancor Seguros.

Perfil de la Compañía

Antecedentes

Con casa central en la ciudad de Montevideo, Sancor Seguros S.A. (Sancor) inicia sus actividades en julio de 2006 en todo el territorio uruguayo, en los ramos de seguros Patrimoniales, de Personas y Agropecuarios. Este emprendimiento fue el primer desembarco del Grupo Sancor Seguros (GSS) fuera de la Argentina, constituyendo el primer paso para comenzar a forjar la presencia del Grupo en el mercado asegurador sudamericano.

La argentina Sancor Cooperativa de Seguros Limitada es el único accionista de Sancor Seguros S.A. – a través de Grupo Sancor Seguros Internacional Sociedad de Inversión S.A. – y si bien la entidad es una empresa jurídicamente independiente, Sancor es la cabeza del Grupo donde se fijan los lineamientos estratégicos generales y los objetivos a cumplir por cada una de las empresas, sobre los cuales se evidencia un fuerte control e interacción.

El Grupo Sancor Seguros está integrado por un total de diecisiete entidades, las cuales en su mayoría se relacionan con el mercado asegurador (tanto argentino como de otros países de Latinoamérica), pero que también incluyen empresas de servicios (entidades bancarias, administradoras de fideicomisos financieros y fondos comunes de inversión, compañías de salud, empresa de merchandising y una fundación sin fines de lucro).

Hace algunos años, GSS llevó adelante una adecuación de su estructura organizacional, con el objetivo de afianzar las proyecciones de crecimiento, su posicionamiento y la expansión de sus negocios a nivel regional e internacional. Para una mejor administración de las operaciones, se estableció la división de los negocios de GSS en tres Áreas Generales: Sancor Seguros (argentina), Prevención ART y Sancor Seguros Internacional, área que tiene bajo su responsabilidad la gestión de todos los emprendimientos en el exterior.

Management

Si bien son entidades jurídicamente independientes, existe una fuerte sinergia comercial y operacional entre las empresas del Grupo. En ese sentido, su accionista no solo ha mostrado un respaldo financiero sobre Sancor, sino que también se encuentra muy activo en el desarrollo de nuevas métricas para medir el riesgo y mejorar el pricing de la compañía en función de su apetito de riesgo.

La Gerencia General de Sancor reporta directamente a la Dirección General de Sancor Internacional. En sus comienzos el proceso de toma de decisiones estaba compartido por completo con el Grupo, sin embargo en la medida que su posición de negocios ha logrado volumen y mayor madurez, fueron incorporando procesos que realizan con independencia respecto de la Casa Matriz. La entidad se encuentra trabajando en el desarrollo de manuales de procesos propios, donde quede de manera explícita cuales son las políticas y los responsables en la toma de decisiones, referido a los distintos tipos de riesgo que soporta la aseguradora. Asimismo, la entidad se encuentra trabajando para incorporar a sus procesos los pilares de Solvencia II, haciendo foco en requisitos de capital orientados a la gestión de riesgos y una supervisión más efectiva de la evolución operativa de la entidad.

La mayor autonomía de Sancor se evidencia en toda cuestión inherente a la selección de riesgos, estrategias comerciales, definiciones de productos, procesamiento de datos, emisión de pólizas, manejo de siniestros y reservas, así como otros procesos administrativos. Si bien la Gerencia de Administración de Riesgos de la Casa Matriz les da soporte, se destaca la reciente creación del Comité de Riesgos Integrales, conformado por los gerentes de las áreas involucradas.

Asimismo, Punto Sur, la empresa reaseguradora creada por el Grupo, brinda el soporte para la definición de los contratos y facultativos, a fin de definir la cobertura más adecuada en función de las necesidades de Sancor.

Las decisiones de inversión se realizan de manera autónoma, priorizando la capacidad de pago de los instrumentos adquiridos con el menor riesgo posible. La mayor parte de la cartera está compuesta por títulos públicos de corto plazo uruguayos. El Grupo se involucra a partir del análisis de nuevos instrumentos que puedan estar disponibles en el mercado.

Sancor debe reportar los progresos y estados de situación al Directorio de Negocios Internacionales, el cual a su vez expone los indicadores mensualmente ante el Consejo de Administración del Grupo. De todos modos, a partir de un tablero de control de gestión integrado entre todas las compañías del GSS, la posibilidad de realizar un seguimiento y notificar cualquier anomalía es inmediata. Se supervisan los siniestros de montos elevados, los riesgos de coaseguros con otras compañías, los riesgos de carácter facultativos, los comportamientos de los presupuestos de producción y gastos, el cumplimiento de las políticas de selección de riesgos y los resultados técnicos de corredores, entre otros.

La Calificadora considera que Sancor, si bien ha obtenido independencia derivada de la madurez de su negocio, se beneficia de la experiencia, respaldo técnico y sinergias que tiene con su accionista, por el monitoreo constante y la asesoría que brinda a sus subsidiarias, principalmente en términos actuariales así como con aportes de capital – en caso de ser necesario.

Estrategia Corporativa

Los planes estratégicos a uno y tres años son diseñados en conjunto con GSS en función de las políticas y lineamientos corporativos, previo al inicio de cada ejercicio económico. En conjunto con el área de negocios internacionales del Grupo se delinear los planes de acción, mientras su ejecución y cumplimiento son monitoreados por la gerencia general de Sancor. Adicionalmente, el Directorio de Negocios Internacionales, en contacto fluido con la gerencia, presenta de manera mensual al Consejo de Administración del Grupo la evolución de lo planificado.

Los planes estratégicos locales de Sancor se encuadran en el marco de la estrategia regional del Grupo Sancor, en cuanto a los objetivos de consolidación y fortalecimiento de la empresa, tanto a nivel local como a nivel internacional, con un mandato de autosustentabilidad del negocio. Cabe destacar que la compañía ha alcanzado cierta madurez en el negocio y logró afianzar su posición dentro del mercado uruguayo. Su objetivo, a diferencia de algunas otras compañías que se desempeñan en el segmento, es distinguirse en el servicio brindado, en vez de ganar volumen por las tarifas cobradas.

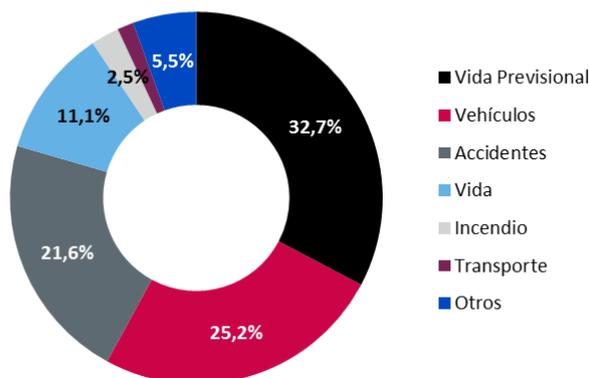
Situación del ambiente operativo

Requisitos regulatorios y situación del mercado

El mercado de seguros uruguayo presenta una elevada concentración de su actividad en el Banco de Seguros del Estado (BSE), quien a diciembre de 2017 reunía el 72,3% del primaje. Es además el operador monopólico del ramo de Accidentes del Trabajo y Vida Previsional (que representan el 21,6% y el 32,7% de las primas suscriptas respectivamente). Hasta 1995 el mercado asegurador se encontraba manejado únicamente por la entidad estatal, y desde entonces se ha abierto de manera progresiva a la operación de aseguradoras privadas, donde en la actualidad intervienen 16 entidades.

En lo relativo a la composición estructural, FIX no espera mayores modificaciones en el mediano plazo. La oferta de coberturas de seguros es relativamente acotada, concentrada mayoritariamente en seguros obligatorios ligados a vehículos (25,2%), vida (11,1%) y vida previsional. Se espera una consolidación de los principales actores dentro de un mercado fuertemente competitivo aunque con potencial de crecimiento, considerando su aún limitada penetración sobre la economía local (2,4% del PBI). Se estima que la suscripción continuará registrando incrementos positivos – aunque moderados para el 2018, en función de la ralentización del consumo privado y la delicada situación del Sector Agropecuario – acompañados por una sofisticación de los productos ofrecidos. Durante 2017, se evidenció un crecimiento del 17,3% de las primas emitidas netas de anulaciones respecto del ejercicio anterior (10,4% en 2016). La tasa de retorno obtenida mostró un incremento, pasó del 0,7% al 1,7%, mientras que el ratio combinado se mantuvo estable, en torno al 105,9%, debido al crecimiento de la industria y un leve incremento de la siniestralidad (70,8 vs. 67,8% en 2016).

Composición por ramo del Mercado

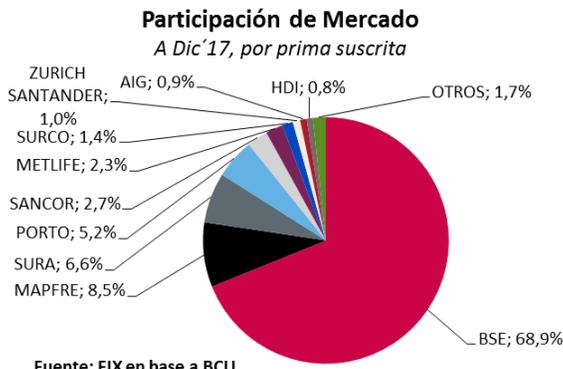


Por su parte el nivel de apalancamiento ascendió a 6,60 veces (vs. 6,36 veces a dic'16), impulsado principalmente por las reservas para seguros previsionales de cola larga donde BSE es la que concentra prácticamente la totalidad de la operatoria del ramo. Considerando el apalancamiento promedio solo de las entidades privadas del mercado uruguayo, disminuye a 2,10 veces (vs. 2,16 veces a dic'16).

El marco regulatorio que rige al sector se basa en el Código de Comercio, combinado con diversas leyes y decretos, que actúan de complemento a una variedad de comunicaciones y circulares emitidas por el Banco Central de Uruguay (ente regulador del mercado de seguros). Sin embargo, por iniciativa conjunta entre el BCU y las aseguradoras, se encuentra en etapa de revisión una ley específica de seguros con el objeto de formalizar la industria. FIX espera que una vez consumada ésta ley, la perspectiva del sector mejore a partir de la definición de ciertos aspectos del actual contexto que impactan de forma perjudicial al desarrollo saludable de las distintas compañías.

Posición competitiva de la compañía

Sancor ocupa el puesto n°5 entre 16 compañías existentes en el mercado asegurador uruguayo, altamente concentrado, con el 2,7% de la prima suscrita a dic'17. Cabe destacar que el principal actor del sistema, Banco de Seguros del Estado (BSE), tiene captado aproximadamente el 69% del mercado, de manera que el 31% remanente se divide entre las 15 compañías restantes. De éste modo, Sancor ocupa el cuarto puesto



Fuente: FIX en base a BCU

dentro de las aseguradoras privadas, concentrando alrededor del 8,8% del primaje emitido dentro del universo de compañías de seguro de capital privado.

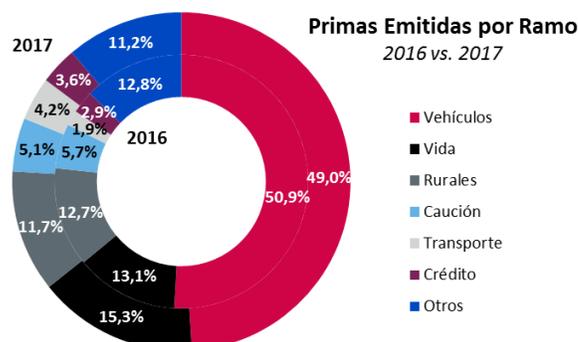
Suscripción y otros pasivos

Operaciones y principales productos

Las condiciones del mercado local determinan que el grueso del primaje se comercialice por medio de corredores tradicionales de seguros, provocando que el segmento corredor adquiera relevancia dentro de la operatoria del sector. En este contexto, la compañía opera y ofrece sus servicios a través de una dotación de 1.300 corredores. Anualmente se diseñan planes de capacitación en productos y servicios tecnológicos para el canal de ventas.

Sancor opera a través de su casa matriz ubicada en Montevideo, y sus cinco sucursales (Punta del Este, Paysandú, Salto, San José y Mercedes) localizadas en puntos geográficos que permiten cubrir buena parte del territorio. Cada una tiene asignada cuatro o cinco departamentos. Las operaciones están concentradas un 66% en Montevideo y el 34% restante en el Interior del país, reflejando la distribución demográfica de Uruguay.

La compañía opera principalmente en los siguientes ramos: Vehículos, Rurales y Personas, estructura que ha mantenido en los últimos años de actividad. Las diferentes coberturas que ofrecen abarcan casi todas las líneas de negocios en las que puede operar. Asimismo, la entidad se encuentra permanentemente pensando en el lanzamiento de nuevos productos orientado a segmentos de elevados ingresos; a la vez que, teniendo la experiencia de seguros sobre créditos a las exportaciones, es probable que la compañía intente expandirse a créditos domésticos. Por otro lado, cabe destacar que desde agosto de 2008 está vigente el Seguro Obligatorio Automotor (SOA) en el mercado uruguayo, que provocó un crecimiento de la rama de Vehículos para el sistema, virando el negocio hacia esta línea.



Ramo	2017 Market Share (%)	Posición en el Mercado	2016 Market Share (%)	Posición en el Mercado	2015 Market Share (%)	Posición en el Mercado	Var. i.a. del ramo para Sancor	Var. i.a. del ramo en el Mercado
TOTAL	2,7%	5	3,1%	6	3,1%	6	3,6%	17,3%
Incendio	0,6%	9	0,6%	9	0,5%	8	20,8%	10,9%
Vehículos	5,6%	5	6,1%	5	6,3%	5	-0,2%	5,4%
Robo	1,8%	6	2,1%	5	2,4%	4	-12,4%	1,6%
RC	2,0%	7	2,3%	7	1,9%	7	21,9%	2,3%
Caución	12,7%	3	17,0%	2	14,8%	2	-7,3%	23,8%
Transporte	6,1%	7	3,1%	8	2,9%	8	122,4%	13,1%
Otros	9,3%	5	9,2%	5	8,5%	6	-15,0%	-15,5%
Vida	3,4%	8	3,0%	8	2,0%	7	20,8%	5,7%
Rurales	15,4%	3	17,1%	3	16,3%	3	-4,7%	5,5%
Crédito	64,5%	1	74,0%	1	89,8%	1	29,1%	48,0%
Ingeniería	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	-	-13,8%
Vida Previsional	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	-	43,1%
Accidentes	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	-	20,6%

Fuente: FIX en base a BCU

Respecto del ejercicio anterior, durante el 2017, Sancor evidenció un modesto crecimiento de la prima emitida, siendo que en 6 de los 10 ramos que opera la entidad mostró una variación por debajo del mercado. No obstante, – como puede observarse en la tabla precedente – la compañía mejoró en términos generales su market share, manteniéndose en aquellos ramos donde la compañía capta la mayor parte de su primaje (vehículos, vida y rurales), a la vez, que se mantuvo en el ramo donde es líder (Crédito). Cabe aclarar que la entidad perdió

participación (manteniendo el 5° puesto) en el ramo automotor dado que, durante 2017, llevó a cabo un proceso de depuración de su base de asegurados – fundamentalmente en la rama automotor –, prescindiendo de aquellas pólizas vinculadas a repuestos poco comunes y de alto valor.

Performance operativa

A dic'17, Sancor alcanzó los \$1.156,6 millones de primas suscriptas, lo que representa un crecimiento del 1,3% con respecto al año previo, por debajo de la dinámica que se observa para el total del mercado de seguros en el mismo periodo (17,3%). No obstante, cabe aclarar que parte del menor crecimiento respecto del mercado, se debe a la depuración de su base de asegurados del rubro automotor – donde la prima cedió 0,2% interanual. En ese sentido, para apuntalar el proceso de mejor selección de riesgos en el ramo, la entidad hizo foco en el control de la cadena, haciendo énfasis en la inspección de talleres, tasadores y peritos.

Asimismo, Sancor llevó a cabo la incorporación de personal con reconocida experiencia en el mercado asegurador uruguayo dentro de su planta gerencial – contratando un nuevo Gerente de Suscripción y Siniestros. FIX espera que la compañía continúe con su senda de crecimiento y mejore en la selección de los riesgos en cartera, en línea con su plan estratégico. Se considera además la perspectiva de crecimiento más moderada del mercado asegurador uruguayo para los próximos ejercicios, que contempla a su vez intensos niveles de competencia.

El esquema de rentabilidad de Sancor se ha sostenido históricamente en su resultado financiero. Fundamentalmente, desde el ejercicio 2015, cuando la compañía comenzó a registrar un deterioro significativo de su resultado técnico, principalmente por un aumento de la siniestralidad en el ramo automotor y por una modificación en el cálculo para la provisión de reservas por juicios en curso. No obstante, esta tendencia se revirtió en el último ejercicio a partir de las medidas tomadas sobre el control de la cadena – relativo al costo de los siniestros y en la política de suscripción –, la incorporación de personal con probada trayectoria en el rubro y la aplicación de incentivos económicos para la fuerza comercial – la cual implica objetivos tanto de crecimiento como de máximos de siniestralidad. De esta manera, para el ejercicio finalizado en dic'17, el indicador combinado alcanzó a 105,3% (vs. 118,1% a dic'16).

La compañía prevé que la mejora en el indicador combinado observada para el presente año se extienda para el ejercicio posterior, en función de los cambios implementados en la gestión, donde se destaca la creación de la gerencia de suscripción técnica. Adicionalmente, incorporarán sistemas de seguimiento de siniestros para poder ejercer un mayor control sobre la siniestralidad de la entidad.

Los mejores resultados de la compañía en el ejercicio bajo análisis (ROA: 2,1% vs. -5,9% a dic'16 y 3,2% de la media de mercado de aseguradoras privadas) se deben principalmente a una fuerte reducción del déficit técnico, la cual registró una reducción interanual del 68,9%. Esta mejora en el déficit técnico de Sancor derivan de una considerable reducción de la siniestralidad neta – la cual aún se mantiene por encima de sus comparables (Siniestralidad neta promedio del mercado de aseguradoras privadas: 36,9%; Siniestralidad neta del ramo automotor del mercado – excluyendo Sancor: 51,6% vs. 65,2% de Sancor a dic'17) y, por ende, FIX estima que aun la compañía tiene posibilidades de reducir las pérdidas técnicas. En este contexto, la siniestralidad bruta y neta, ubicadas a dic'16 en 71,0% y 61,9% respectivamente, registran una clara tendencia a la baja en el último ejercicio ubicándose en torno al 56,1% y 52,6% respectivamente.

En términos de eficiencia, Sancor denota buenos niveles, a dic'17 el ratio de costos operativos netos sobre prima devengada retenida (52,7%) mostró, al igual que el resultado, una mejora

sustentando en un mayor control sobre los costos de comercialización e incentivos a la fuerza de venta en función de producción y siniestralidad. Asimismo, los indicadores de eficiencia se mantienen por debajo de la media del mercado de aseguradoras privadas (62,3%). Al respecto, el nivel de gastos de adquisición sobre prima devengada de la compañía se coloca bastante por debajo del grupo homogéneo (24-31%) y muestra una caída respecto del año previo (21,8% vs. 24,0%) producto de menores gratificaciones otorgadas a la fuerza comercial a partir de la siniestralidad registrada en el ejercicio precedente. Se espera que los niveles de eficiencia de la compañía se conserven en niveles adecuados por el efectivo control de gastos que realiza.

Los ingresos financieros de la compañía son los que soportan el déficit en la estructura técnica. Durante 2017, se mostraron positivos aunque menores que en el ejercicio anterior, producto de menores resultados por financiación de primas. La caída en los resultados por financiación se encuentra vinculada a una decisión de la compañía de recortar sus tasas de financiamiento para promover la suscripción e intentar compensar las menores primas producto de la depuración de la base de asegurados. La estructura de los ingresos financieros de Sancor se compone por rentas por inversiones financieras (74,0%), resultados por financiación de primas (19,9%) y otros resultados financieros (6,1%).

FIX espera que se mantenga la mejora en el resultado técnico de la compañía en el mediano plazo, permitiéndoles generar resultados positivos que alimente su estructura de capital y le posibilite depender en un menor grado del soporte financiero de su accionista.

Reaseguros

FIX considera adecuado el programa y pool de reaseguros de la entidad. Las políticas de reaseguros se definen en conjunto con Punto Sur, entidad corporativa encargada de la cobertura de reaseguro del Grupo. El programa se compone de contratos proporcionales de tipo cuota parte y de excedentes, para la mayoría de sus líneas de negocio, a lo que adiciona contratos no proporcionales por excesos de pérdidas por riesgo y por evento, para algunos ramos de frecuencia siniestral como automotores o accidentes personales y para ramos con eventos de severidad a fin de proteger la retención de riesgo.

A dic'17, la retención de riesgo global (PDR/PD) alcanzó al 77,8%, registrando una tendencia creciente en los últimos años (75,7% a dic'16; 73,3% a dic'15 y 68,5% a dic'14) y acercándose al promedio del mercado asegurador uruguayo privado (81,9%). El mayor volumen de prima cedida, respecto de su grupo homogéneo, corresponde a seguros de alta severidad como son incendio, responsabilidad civil, crédito y rural, mientras en su principal ramo (seguros de vehículos) mantiene una retención del 100% de los riesgos, aprovechando la atomización de esta cartera.

La prima cedida se distribuye en una amplia gama de reaseguradores destacando entre estos a Hannover clasificado por Fitch en IFS 'AA-'Estable, IRB Brasil Re y Scor clasificado en IFS 'AA-'Estable como los principales.

La Calificadora considera que Sancor mantiene una política conservadora en la retención de riesgos, aunque debido a la aun elevada siniestralidad mencionada respecto de su grupo homogéneo se considera que la suscripción de riesgos – fundamentalmente – y el pricing es susceptible de mejoras.

Administración de activos

Composición del activo

Si bien la distribución de sus componentes es diferente, la composición del activo de Sancor se muestra similar a la del mercado asegurador uruguayo. A dic'17, el 52,7% de los activos correspondía a activos líquidos, en tanto un 39,9% representaba primas por cobrar – vinculadas a la financiación de las pólizas del ramo automotor.

A dic'17, el pasivo de Sancor alcanzaba el 74,7% del activo, frente al 67,7% que exhibió el mercado (excluyendo al BSE) para el mismo período.

Administración de inversiones y liquidez

Las decisiones de inversión se realizan de manera autónoma, priorizando la capacidad de pago de los instrumentos adquiridos con el menor riesgo posible. El Grupo Sancor Seguros se involucra a partir del análisis de nuevos instrumentos que puedan estar disponibles en el mercado.

A dic'17, Sancor mantiene el 85,9% de su cartera en valores públicos emitidos por el Estado Uruguayo, en su mayoría letras de regulación monetaria, complementadas con notas y bonos del Tesoro Uruguayo. La porción minoritaria restante (14,1%) está alocada en fideicomisos financieros públicos y en valores de Instituciones de Intermediación Financiera (depósitos a plazo en diferentes entidades). De lo expuesto, FIX considera que la compañía presenta una reducida exposición patrimonial a volatilidad de inversiones.

El indicador de liquidez (activos líquidos / reservas = 1,12 veces a dic'17) es bueno y acorde a la operatoria de la compañía, mejorando los ratios respecto de los dos cierres de ejercicios previo y ubicándose por encima de la media del mercado (1,07 veces).

Capital

Estructura del capital y propietarios de la compañía

Existe una fuerte vinculación de su accionista con la compañía, a la que el Grupo brinda soporte operativo y estratégico. Existe también un compromiso implícito por parte del accionista de realizar aportes de capital para garantizar el crecimiento, solvencia y/o liquidez de la aseguradora. El soporte quedó expuesto los dos ejercicios previos, donde el capital recibido por la compañía le permitió a Sancor compensar las significativas pérdidas que mostró la compañía. Dados los resultados y los cambios estructurales acontecidos en el ejercicio finalizado en dic'17, no se espera que el accionista tenga que capitalizar nuevamente la compañía.

La empresa mantiene aceptables indicadores de solvencia individuales. A dic'17, registró un adecuado nivel de apalancamiento financiero (pasivo/patrimonio 2,95 veces) que compara negativamente con el promedio del mercado de aseguradoras privadas: 2,10 veces, aunque exhibe una tendencia decreciente (3,39 veces a dic'16). Asimismo, mantiene una posición de capital regulatorio holgada, donde registra una integración que representa el 188,5% la exigencia.

Reservas

Al cierre de ejercicio, las reservas crecieron un leve 3,4% respecto del año previo, producto de la depuración de la base de asegurados de vehículos con elevado índice de siniestralidad y conforme a las exigencias regulatorias para constituir reservas sobre el monto demandado y no sobre el monto asegurado; hecho que, de acuerdo a lo manifestado por la gerencia de la

compañía, resuelto el reclamo ocasionó un incremento de ingresos, mediante un recupero de reservas.

Las reservas de siniestros y riesgo en curso se ajustan en forma adecuada a los requerimientos normativos vigentes y muestran, a dic'17, una cobertura estable sobre la prima devengada retenida (66,6% a dic'17 vs. 68,1% a dic'16). Cerca del 56% de las reservas de Sancor corresponde a reservas de riesgo en curso mientras el resto corresponde a la reserva de pago de siniestros pendientes.

Anexo I

Resumen Financiero Sancor Seguros S.A. (Uruguay)

(Millones de moneda local)

BALANCE GENERAL	12 meses Dec-17	12 meses Dec-16	12 meses Dec-15	12 meses Dec-14	12 meses Dec-13	12 meses Dec-12
Activos Liquidos	670,69	557,27	452,27	396,68	414,08	356,90
Depósitos	82,78	95,75	91,31	41,95	79,29	58,62
Valores Negociables	587,91	461,53	360,95	354,73	334,79	298,28
Emitidos por el Estado Uruguayo	576,19	450,50	351,29	354,73	334,79	298,28
Emitidos por Empresas Uruguayas	11,72	11,03	9,66	-	-	-
Extranjeros	-	-	-	-	-	-
Fondos Comunes de Inversión	-	-	-	-	-	-
Emitidos por el Banco Hipotecario del Uruguay	-	-	-	-	-	-
Otras inversiones	-	-	-	-	-	-
Préstamos sobre pólizas	-	-	-	-	-	-
Primas por Cobrar	507,78	538,06	509,52	431,27	306,23	290,20
Cuentas con Reaseguradores	40,01	91,54	51,79	64,09	107,49	62,51
Inmuebles y Activo Fijo	10,96	10,99	12,93	13,39	11,79	13,40
Inversiones en subsidiarias y relacionadas	2,34	1,65	3,31	16,50	0,08	0,99
Otros Creditos	40,32	23,24	24,85	20,50	16,45	18,59
Recuperos y Salvatajes	-	-	-	0,10	(0,00)	-
Intangibles	-	-	-	-	-	-
ACTIVO TOTAL	1.272,11	1.222,76	1.054,67	942,53	856,10	742,584
Obligaciones con Asegurados	266,96	249,93	158,96	113,37	112,42	94,671
Con Segurados	20,79	15,56	15,44	11,91	7,54	5,32
Reserva Técnica por Sinistros Pendientes	246,17	234,37	143,53	101,46	104,89	89,35
Compromisos Técnicos	330,52	328,18	308,37	238,95	188,26	177,48
Matemáticas	-	-	-	-	-	-
De Riesgo en Curso	330,52	328,18	308,37	238,95	188,26	177,48
Rvas. técnicas seguros Colect. de Inv. y Fallec.	-	-	-	-	-	-
Rvas. técnicas Renta Vitalicia Previsional	-	-	-	-	-	-
Obligaciones con Entidades Financieras	-	-	-	-	-	-
Obligaciones con Reaseguradores (y coaseguradores)	181,28	193,28	163,38	181,71	195,68	133,33
Obligaciones con Intermediarios	46,17	69,74	70,84	63,14	46,71	46,71
Deudas Diversas	124,84	103,05	96,38	72,47	48,31	51,64
PASIVO TOTAL	949,77	944,18	797,93	669,64	591,38	503,833
Capital	423,35	397,31	298,45	254,89	216,95	216,95
Aportes a Capitalizar Ajustados por Inflación	-	-	5,35	-	-	-
Reservas	4,69	4,40	4,40	4,52	2,74	1,94
Resultados Acumulados Ajustados por Inflación	(131,20)	(55,64)	14,17	4,37	19,06	3,79
Resultado del Ejercicio Ajustado por Inflación	25,50	(67,50)	(65,64)	9,01	25,97	16,07
PATRIMONIO TOTAL	322,33	278,58	256,74	272,79	264,72	238,751

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

	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
ESTADO DE RESULTADOS	Dec-17	Dec-16	Dec-15	Dec-14	Dec-13	Dec-12
Primas Suscritas	1.156,58	1.142,01	1.068,77	934,03	701,48	626,66
Variación reserva de riesgos en curso y va. mat.	3,45	20,76	67,43	49,89	9,10	48,33
Primas Devengadas	1.153,13	1.121,25	1.001,34	884,14	692,39	578,33
Prima Cedida	256,57	272,86	267,64	277,68	168,18	99,91
Prima Devengada Retenida	896,56	848,38	733,70	606,45	524,21	478,43
Siniestros Pagados	636,24	703,45	552,46	407,31	359,21	231,01
Recuperación o Salvamento de Siniestros	176,02	270,68	133,40	81,41	89,30	54,65
Reservas de Siniestros Netas	11,01	92,08	42,81	(3,27)	15,54	34,15
Siniestros Incurridos Netos	471,23	524,85	461,88	322,63	285,45	210,51
Gastos de Adquisición	251,03	268,49	245,13	203,73	152,31	139,02
Gastos de Administración	290,06	275,37	244,60	200,65	158,66	143,61
Gastos a Cargo de Reaseguradores	68,23	67,10	69,98	69,75	44,06	-
Costos de Operación Netos	472,86	476,76	419,75	334,62	266,90	282,63
(+) o (-) Otros Ingresos o (gastos) no operacionales netos						
Resultado de Operación o Resultado Técnico	(47,53)	(153,23)	(147,92)	(50,80)	(28,14)	(14,72)
Ingresos Financieros	90,84	112,46	82,06	65,51	47,43	28,51
Gastos Financieros						
Otros	5,91	(3,45)	23,07	18,93	14,56	30,09
Resultado Financiero	96,75	109,01	105,12	84,44	62,00	58,60
Resultados por desvalorización monetaria	(19,35)	(20,79)	(24,26)	(20,91)	-	(15,95)
Partidas Extraordinarias	-	-	-	-	-	-
Ajuste de Resultados de Ejercicios Anteriores	-	-	-	-	-	-
Utilidad Antes de Impuestos	29,87	(65,00)	(67,06)	12,73	33,85	27,93
Impuestos	4,38	2,50	(1,42)	3,72	7,88	11,87
Participación de minoritarios						
Utilidad Neta	25,50	(67,50)	(65,64)	9,01	25,97	16,07
PRINCIPALES INDICADORES						
Resultados Operativos						
% de Retención	77,75	75,66	73,27	68,59	75,71	82,72
Siniestralidad Incurrida Bruta (%)	56,13	70,95	59,45	45,70	54,12	45,85
Siniestralidad Incurrida Neta (%)	52,56	61,86	62,95	53,20	54,45	44,00
Gastos de Adquisición/Prima Devengada (%)	21,77	23,95	24,48	23,04	22,00	24,04
Gastos de Administración/Prima Devengada (%)	25,15	24,56	24,43	22,69	22,92	24,83
Costos de Operación Netos/Prima Devengada Retenida (%)	52,74	56,20	57,21	55,18	50,92	59,08
Resultado Técnico/Prima Devengada Retenida (%)	(5,30)	(18,06)	(20,16)	(8,38)	(5,37)	(3,08)
Combined Ratio (%)	105,30	118,06	120,16	108,38	105,37	103,08
Operating Ratio (%)	95,04	104,62	105,10	95,13	94,22	91,83
Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada (%)	7,88	10,03	8,19	7,41	6,85	4,93
ROA (%)	2,04	(5,93)	(6,57)	1,00	3,25	4,33
ROE (%)	8,81	(24,48)	(25,17)	3,52	19,62	13,46
Capitalización y Apalancamiento						
Pasivo/Patrimonio (veces)	2,95	3,39	3,11	2,45	2,23	2,11
Reservas/Pasivo (veces)	0,63	0,61	0,59	0,53	0,51	0,54
Deuda Financiera/Pasivo (%)	-	-	-	-	-	-
Reservas/Prima Devengada Retenida (%)	66,64	68,14	63,70	58,10	57,36	56,88
Primas/Patrimonio (veces)	2,78	3,05	2,86	2,22	1,98	2,00
Capital Computable / Exigencia de Capital (%)	188,48	165,22	148,44	169,32	219,94	222,22
Patrimonio/Activo (%)	25,34	22,78	24,34	28,94	30,92	32,15
Inversiones y Liquidez						
Activos Líquidos/(Reservas + Oblig) (veces)	1,12	0,96	0,97	1,13	1,38	1,31
Activos Líq./(Resv. + Deuda Finan. + Oblig. Con Aseg.) (veces)	1,12	0,96	0,97	1,13	1,38	1,31
Activos Líquidos/Pasivos (veces)	0,71	0,59	0,57	0,59	0,70	0,71
Inmuebles/Activo Total (%)	0,86	0,90	1,23	1,42	1,38	1,80
Rotación Cuentas por Cobrar (días)	158,53	172,75	183,18	175,60	159,22	180,64

Anexo II

DICTAMEN

El Consejo de Calificación de FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A., reunido el 13 de abril de 2018 ha decidido **confirmar*** la calificación de fortaleza financiera de Sancor Seguros S.A. (Uruguay) a la Categoría **A-(uy)** y **revisar** la Perspectiva de Largo Plazo a **Estable** desde Negativa.

Categoría A(uy): implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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.

El cambio de perspectiva en la calificación de Sancor Seguros S.A. (Uruguay) se fundamenta en la mejora del resultado operativo de la compañía, evidenciado en el último ejercicio a partir del descenso en los niveles de siniestralidad – fundamentalmente en el ramo automotor. Cabe aclarar que los cambios estructurales en la política de suscripción y pricing propiciaron una mejora en el resultado técnico de la compañía, lo cual posibilitó un adecuado desempeño y una mejora en la gestión de riesgos. Asimismo, se consideró sus aceptables indicadores de capitalización, los cuales se encuentran respaldados por el compromiso implícito de su accionista, en su adecuado posicionamiento en el concentrado mercado asegurador uruguayo y su apropiada diversificación de cartera – en línea con el mercado.

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

La información utilizada en el presente informe resulta suficiente para determinar la calificación de la compañía.

Fuentes de información:

- Balances generales auditados de la empresa (último 31.12.2017), estado de capitales mínimos y estado de cobertura de compromisos exigibles, suministrados por el emisor. Disponibles en www.bcu.gub.uy.
- Información de mercado suministrada por el Banco Central del Uruguay (BCU). Disponible en www.bcu.gub.uy.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, **FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A (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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA 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 (www.fixscr.com)

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 de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 confirmó 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A estuvieron involucrados en el mismo 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.