

EL MERCADO ASEGURADOR ARGENTINO

Evolución y Perspectivas 2015

FixScr
affiliate of **FitchRatings**



El Mercado Asegurador Argentino

Resultados y Perspectivas 2015

Índice	Página
Resumen Ejecutivo	1
Ambiente Operativo y Regulatorio	2
La Industria Aseguradora	2
Desempeño del Sector	3
Anexo I: Cifras del Mercado	5
Anexo II: Calificaciones Vigentes	6

Perspectiva

NEGATIVA

Informes relacionados

Global Insurance (2015 Outlook Compendium); feb'15; www.fitchratings.com

FCI Evolución y Perspectivas 2015; feb'15; www.fixscr.com

Preguntas frecuentes sobre el "Inciso k"; abr'14; www.fixscr.com

Perspectivas Crediticias en Argentina; sep'14; www.fixscr.com

Analistas

M. Cristina Tzioras
Associate Director
+5411 5235-8132
cristina.tzioras@fixscr.com

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

M. Fernanda López
Senior Director
+5411 5235-8130
mariafernanda.lopez@fixscr.com

Factores Relevantes

Ambiente operativo: En los últimos años el sector ha enfrentado una serie de cambios producto del incremento de la intervención estatal en el negocio asegurador. FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO "afiliada de Fitch Ratings", en adelante FIX o la Calificadora, continuará monitoreando su efecto sobre el sector entendiendo que estas modificaciones pueden afectar la solvencia o funcionamiento del mercado asegurador dado que responden a políticas macroeconómicas relacionadas con el mercado cambiario, con las necesidades de financiamiento, y la holgura fiscal de la economía local. En este sentido, la Calificadora no descarta la introducción de nuevos requerimientos regulatorios para la industria de servicios financieros y específicamente la industria de seguros.

Condiciones macroeconómicas: La economía Argentina ha mostrado un menor dinamismo en los últimos dos años, con 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. Todo esto ha tenido un impacto relevante en la industria aseguradora, redundando en ajustes de tasas, costos de siniestros y costos de operación.

Crecimiento más moderado: FIX considera que, teniendo en cuenta las perspectivas de una contracción de la actividad económica para el corto plazo junto con una menor demanda de seguros en el mercado local y mayores tasas de inflación, la suscripción de la industria continuará mostrando signos de avance en términos nominales, aunque a tasas más moderadas. Ante este escenario es posible que aumente la competencia por la obtención de una mayor participación de mercado que podría derivar en cierta propensión a una suscripción más laxa o bien flexibilizar la política de precios.

Alta dependencia del resultado financiero: Muchas compañías registraron recurrentes resultados técnicos negativos los últimos años, pero con resultados netos positivos por buenos rendimientos financieros de sus carteras, por lo que la volatilidad en el rendimiento y la calidad de sus inversiones resulta determinante para los resultados de las aseguradoras.

Perspectiva

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, la 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.

En el mediano plazo, FIX no espera mayores modificaciones en el sector en lo relativo a la composición estructural. Se estima que la suscripción continuará registrando incrementos positivos, aunque más moderados, en función de la evolución esperada del PBI. Asimismo, se considera altamente probable que la industria siga operando con pérdidas técnicas con lo cual la rentabilidad final continuaría estando sujeta a la posible volatilidad del resultado financiero. Otro foco de alerta para el sector lo constituye la creciente tasa de inflación que obliga a las compañías a realizar permanentes ajustes, adecuando las primas a los crecientes costos que deben afrontar (administrativos, operativos, de siniestros, judiciales, etc.). Por otra parte, el mercado muestra un número creciente de aseguradoras con problemas de capital regulatorio que pueden no exponer su deficiencia ocultando reclamos judiciales no detectable fácilmente, especialmente en automotores. Asimismo, continúa creciente la litigiosidad en ART.

Ambiente Operativo y Regulatorio

En los últimos años, pero especialmente desde el 2012, el gobierno ha impuesto una serie de controles y nuevas regulaciones que limitan la actividad del sector financiero (bancos y especialmente compañías de seguros). Dichas medidas limitan la capacidad de maniobra de las entidades para hacer frente a los cambios en el ambiente operativo y/o rigidiza el modelo de negocios. La imposición respecto de las obligaciones de inversión de todas las compañías de seguros en las inversiones denominadas “inciso k” sumada a los requerimientos previos de repatriación de inversiones en el extranjero y el cambio en el marco operativo del sector reasegurador, son sólo algunos ejemplos de dicha tendencia.

El 07.02.14 se incrementó el porcentaje mínimo a ser invertido en el ya conocido “inciso k” en las distintas ramas en dos tramos. Se destaca que esta última modificación muestra cierta divergencia respecto a la norma inicial en el orden de inversiones mínimas requeridas. FIX entiende que la primera normativa era más consistente con el requerimiento de fondos y liquidez de las compañías, exigiendo más a los segmentos que por lo general necesitan de menor liquidez comparado con sus reservas (vida y retiro) en relación al resto. (Ver “Preguntas frecuentes sobre el “Inciso k”, disponible en www.fixscr.com).

La Industria Aseguradora

Crecimiento impulsado por ramos generales: A jun'14 el crecimiento nominal interanual de la producción fue del 35,1%; dándose mayor avance en los seguros patrimoniales que en los de personas. Cerca del 80,4% del mercado está hoy concentrado en los seguros patrimoniales mientras el resto lo explican los relacionados a personas.

Seguros de Automotores siguen siendo preponderantes: Los ramos de mayor relevancia dentro de los seguros patrimoniales son: Automotores (44,8%), Riesgos de Trabajo (32,2%), Combinado Familiar e Integrales (4,8%) e Incendio (4,4%). Estos cuatro ramos explican el 69,3% del total de la operatoria del mercado y están altamente ligados a la evolución del crecimiento económico, consumo privado y empleo. Por otro lado, dentro de los seguros de personas, se destacan los seguros de Vida (78,3%), más ligados a la evolución del crédito, Accidentes Personales (12,6%), y Retiro (9,1%).

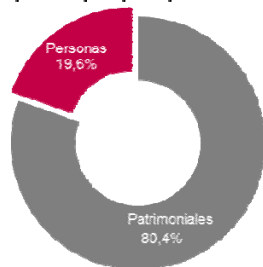
El menor nivel de actividad, las condiciones más restrictivas al crédito y la esperada disminución en la venta de autos, se estima tengan un efecto desfavorable en el potencial crecimiento del seguro automotor, pilar de la estructura del mercado.

Crecimiento más moderado: FIX considera que, teniendo en cuenta las perspectivas de una contracción de la actividad económica para el corto plazo junto con una menor demanda de seguros en el mercado argentino y mayores tasas de inflación, la suscripción de la industria continuará mostrando signos de avance en términos nominales, aunque a tasas más moderadas. Ante este escenario es posible que aumente la competencia por la obtención de una mayor participación de mercado que podría derivar en cierta propensión a una suscripción más laxa o bien flexibilizar la política de precios, situación que contribuiría a aumentar el riesgo de cumplimiento en las aseguradoras más débiles.

Mercado atomizado y de alta competencia: El mercado asegurador local se caracteriza por una amplia atomización, siendo el menos concentrado del continente latinoamericano. En términos de participación, 10 grupos aseguradores (que engloban un total de 27 compañías) concentran el 53% del mercado. A jun'14 una segmentación de las compañías del sector por tipo de operación arroja que: 110 compañías explotan la actividad patrimonial o mixta, 35 ofrecen exclusivamente seguros de vida, 16 de retiro, 14 operan en forma exclusiva en el segmento de riesgos del trabajo, y sólo 5 en transporte público de pasajeros.

FIX sostiene que debido a la presencia de gran cantidad de compañías pequeñas, existen oportunidades futuras de consolidación para aquellas entidades que buscan crecer inorgánicamente.

Composición por tipo de protección



Fuente: FIX en base S3N

Grupo Asegurador	Prima Emitida (\$)	Participación de Mercado
1. GRUPO SANCOR SEGUROS	10.447.888.969	9,56%
Previsión ART / Sancor Seguros		
2. GRUPO GENERALI	7.006.607.732	6,41%
Caja de Seguros / Generali		
3. GRUPO BAPRO	6.785.307.728	6,21%
Provincia Seguros / Provincia ART / Provincia Vida		
4. GRUPO FEDERACION PATRONAL	6.390.929.757	5,85%
Federación Patronal / Federación Patronal Retiro		
5. GRUPO SAN CRISTOBAL	6.258.050.479	5,73%
San Cristóbal / Asociart ART / San Cristóbal Retiro / Asociart RC		
6. GRUPO ASEGURADOR LA SEGUNDA	4.724.293.097	4,32%
La Segunda CSL / La Segunda ART / La Segunda Personas / La Segunda Retiro		
7. GRUPO QBE	4.545.869.896	4,16%
QBE La Buenos Aires / QBE ART		
8. GRUPO ZURICH	4.155.216.535	3,80%
Zurich Argentina / Zurich Santander / Zurich Life / Zurich Retiro		
9. GRUPO GALENO	3.960.042.699	3,62%
Galeno ART		
10. GRUPO WERTHEIN	3.694.712.162	3,38%
La Caja ART / La Estrella Retiro / La Caja Retiro		
10 PRINCIPALES GRUPOS ASEGURADORES	57.968.919.054	53,05%
TOTAL MERCADO	109.281.307.734	

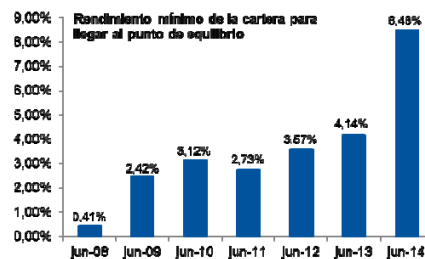
Mientras tanto, la permanencia de una elevada cantidad de compañías puede generar presiones que afecten el valor de la prima o la calidad de los activos y una competencia desleal para los que tienen mejores prácticas de asunción y cotización de riesgos.

Desempeño del Sector

Persisten los resultados técnicos negativos: El resultado técnico del mercado triplicó su deterioro en el año. Muchas entidades del mercado asegurador argentino han registrado recurrentes resultados técnicos negativos en los últimos años, alcanzando resultados netos positivos por buenos rendimientos financieros de sus carteras.

Alta dependencia del resultado financiero: La dependencia del sector asegurador a los presiones sobre la utilidad de las compañías es cada vez más alta. La relación resultado técnico sobre resultado final es negativa, mientras el financiero sobre la utilidad neta representa el 233%. Existe una mayor dependencia al resultado financiero en los segmentos de seguros de personas (riesgos del trabajo y vida) que en patrimoniales.

En este sentido resulta interesante hacer el cálculo del rendimiento mínimo que debe alcanzar la cartera de inversiones para contrarrestar los resultados operativos deficitarios y llegar así al punto de equilibrio. A jun'14 este rendimiento debía ser del 8.48%, duplicándose en la comparación anual (4.14% a jun'13).

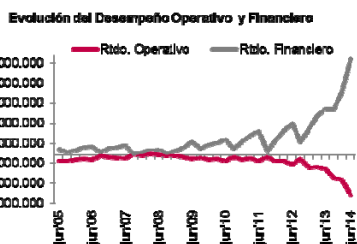


Deterioro en los indicadores de eficiencia: En un contexto de altos niveles de inflación, la presión del continuo incremento de los gastos de operación junto con los de los siniestros deterioraron tanto los niveles de siniestralidad como la eficiencia de las compañías en los últimos periodos. Continúa siendo un desafío para la industria que el ajuste de las tarifas, la actualización de las sumas aseguradas y la mayor generación de volumen, compensen el ritmo de avance de los costos, lo que ha ido paulatinamente desgastando la operatoria del mercado.

Inversiones mayoritariamente en renta fija: A jun'14 la cartera de inversiones muestra una participación mayoritaria de Títulos Públicos, donde paulatinamente han ido ganando terreno los Fondos Comunes de Inversión y las Obligaciones Negociables relegando la participación de Depósitos a plazo. Vale recordar que uno de los últimos cambios normativos dentro del sector asegurador anuló la posibilidad de invertir en instrumentos fuera del mercado local, lo que restringió más las opciones para diversificar la cartera y los riesgos, la cual se profundizó con la aparición del "inciso k". En este aspecto, es probable que algunas aseguradoras hayan preferido invertir priorizando liquidez y calidad de cartera sobre rentabilidad dado que la oferta de inversiones bajo esta norma implica una externalidad negativa para las aseguradoras si se compara con riesgos similares no elegibles para dicho inciso. De esta forma, al colocarse a plazos menores tienen la oportunidad a futuro de encontrar mejores opciones si el mercado o la regulación cambian. El desafío para las compañías de seguros, especialmente para las que comercializan seguros con una cola mayor a un año, es minimizar la pérdida de valor real de sus reservas producto de una elevada tasa de inflación, con una adecuada política de inversión sin exponerse a riesgos excesivos y procurando conservar el valor de su patrimonio.

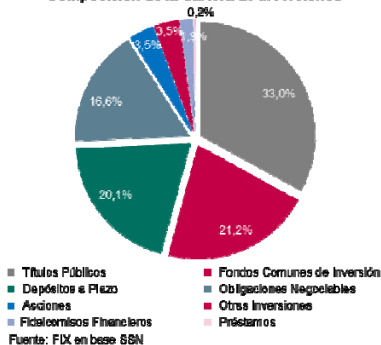
Adecuada constitución de reservas: Actualmente las reservas de la industria son suficientes, aunque ante la perspectiva de mayores tasas de inflación y un potencial mayor apetito por riesgo frente a una mayor intensidad competitiva, una disminución sustancial del ratio reservas/prima devengada retenida, para FIX implicaría un aumento del riesgo de inadecuación de reservas. Un riesgo, especialmente en el sector automotor puede generarse por la creciente cantidad de juicios,

algunos de los cuales pueden no estar aún incluidos en la información financiera de las aseguradoras. Especialmente en jurisdicciones más alejadas de la Ciudad de Buenos Aires.



Fuente: FIX en base SBN

Composición de la Cartera de Inversiones

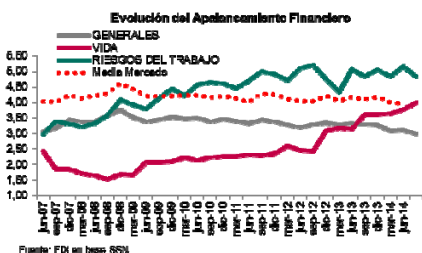


Fuente: FIX en base SBN

Finalmente, cabe señalar que las restricciones en el mercado cambiario para el acceso a moneda extranjera, podrían generar un riesgo para el pago en tiempo y forma de los contratos de riesgo internacionales con las reaseguradoras que dejaría más expuestas a las compañías aseguradoras ante eventos siniestros significativos.

Aún elevado nivel de apalancamiento: En lo relativo a la capitalización del sector, se observa que el apalancamiento financiero (pasivo/patrimonio) se muestra estable, manteniendo niveles elevados (promedio del mercado en torno a 4 veces) y diferentes para cada segmento.

No obstante, teniendo en cuenta un contexto de acotado crecimiento, altas tasas de inflación y la persistencia de resultados técnicos negativos, la solvencia de las compañías aseguradoras podría verse afectada por la volatilidad del resultado financiero.



ANEXO I

Cifras del Mercado

RESUMEN FINANCIERO	sep-14	sep-13	jun-14	jun-13	jun'12
BALANCE GENERAL					
Activos Líquidos	137.789.208.533	101.782.302.682	118.838.178.292	81.995.313.709	65.448.412.271
Depósitos	23.202.610.294	24.297.765.698	26.275.447.301	22.893.722.765	19.058.253.703
Valores Negociables	114.595.764.800	77.493.084.799	90.571.117.806	59.108.821.727	46.396.144.397
Privados	54.530.352.177	44.489.388.080	46.057.711.188	27.788.020.446	16.166.361.629
Públicos	51.018.755.651	29.486.284.322	40.277.518.479	28.335.411.827	27.994.417.709
Acciones	9.046.656.972	3.517.412.397	4.235.888.139	2.985.389.454	2.235.365.059
Otros	-9.166.561	-8.547.815	-8.386.815	-7.230.783	-5.985.829
Préstamos	282.804.196	245.448.400	278.189.689	242.965.227	178.359.430
Sobre Pólizas	93.930.121	51.820.138	84.143.154	46.100.221	28.621.651
Otros	198.040.636	202.176.077	202.433.350	204.095.789	155.723.808
Primas por Cobrar	26.023.588.469	19.248.622.401	24.603.698.490	17.861.481.144	12.972.547.540
Cuentas con Reaseguradores	2.659.732.872	2.064.715.883	2.276.030.980	1.773.876.449	934.582.948
Inmuebles y Activo Fijo	3.569.834.737	3.208.393.946	3.380.770.379	3.125.366.950	2.784.614.132
Otros Activos	13.113.021.154	9.907.890.644	11.713.984.254	9.216.260.085	6.572.646.929
Otros	13.113.021.154	9.907.890.644	11.713.984.254	9.216.260.085	6.572.646.929
ACTIVO TOTAL	183.438.189.961	136.457.373.956	161.090.852.084	114.215.263.564	88.891.163.250
Obligaciones con Asegurados	62.223.662.730	43.912.424.377	57.138.571.418	40.806.229.418	29.380.239.928
Compromisos Técnicos	56.443.410.238	42.093.511.994	51.603.325.670	39.089.682.306	31.863.350.287
Obligaciones con Reaseguradores (y coaseguradores)	2.965.013.372	1.814.270.824	2.434.254.780	1.528.886.350	1.671.519.388
Cuentas por Pagar	20.774.335.486	13.866.920.214	17.950.407.790	12.313.068.537	9.154.107.280
Otros Pasivos	5.946.506.615	3.514.959.535	4.954.870.582	2.998.367.455	2.298.969.563
PASIVO TOTAL	148.352.928.441	105.202.086.944	134.081.430.240	96.736.234.066	74.368.186.446
PATRIMONIO TOTAL	38.545.631.400	25.614.724.868	33.633.060.090	23.096.230.118	18.332.144.987

RESUMEN FINANCIERO	sep-14	sep-13	jun-14	jun-13	jun'12
ESTADO DE RESULTADOS					
Primas Suscritas	35.224.712.610	25.318.120.010	108.913.424.013	80.626.466.784	59.388.331.758
Primas Devengadas	29.398.028.813	21.709.864.481	96.403.642.549	74.066.648.810	55.396.165.922
Prima Cedida	3.472.121.773	2.564.880.139	10.646.408.729	7.564.158.296	6.630.905.595
Prima Devengada Retenida (SUMA)	25.925.907.040	19.144.984.342	85.757.233.820	66.502.490.514	48.765.260.327
Siniestros Pagados	17.075.956.985	11.302.710.141	50.332.456.887	35.612.084.931	25.059.041.166
Rescates de pólizas de vida o pensiones	422.666.550	359.437.397	994.451.276	819.130.226	516.758.044
Siniestros a Cargo de Reaseguradores					
Recuperación o Salvamento de Siniestros	2.826.575.475	1.453.039.905	8.284.428.927	4.957.809.742	3.569.261.200
Reservas de Siniestros Netas	4.709.657.626	3.094.585.861	15.539.102.099	8.822.346.765	6.885.839.360
Siniestros Incurridos Netos (SUMA)	19.381.705.686	13.303.693.494	58.581.581.335	40.295.752.180	28.892.377.370
Gastos de Adquisición	6.002.306.176	4.432.479.206	19.409.102.009	15.120.147.347	11.717.158.711
Gastos de Administración	7.539.845.221	5.469.280.882	24.451.065.968	17.684.481.387	13.442.583.977
Gastos a Cargo de Reaseguradores	499.479.561	336.030.004	1.693.247.924	1.290.134.283	1.341.822.803
Costos de Operación Netos (SUMA)	13.042.671.836	9.565.730.084	42.166.920.053	31.514.494.451	23.817.919.885
(+) o (-) Otros Ingresos o (gastos) no operacionales netos	1.680.360.808	1.071.924.583	4.918.158.936	1.915.493.292	1.611.704.865
Resultado de Operación o Resultado Técnico	-4.818.109.674	-2.652.514.653	-10.073.108.632	-3.392.262.825	-2.333.332.063
Ingresos Financieros	14.441.338.633	7.666.376.799	29.051.101.112	14.823.035.115	10.420.291.248
Gastos Financieros	1.067.986.242	595.442.604	2.761.790.628	1.831.992.014	1.200.008.142
Otros	-738.173.014	-471.666.982	-2.373.202.125	-1.390.809.082	-1.332.404.474
Resultado Financiero (SUMA)	12.635.179.377	6.599.267.213	23.916.108.359	11.600.234.019	7.887.878.632
Partidas Extraordinarias	99.064.745	59.385.131	284.477.877	172.349.580	132.099.897
Participación en Afiliadas o Subsidiarias	0	0	0	0	0
Utilidad Antes de Impuestos	7.916.134.448	4.006.137.691	14.127.477.604	8.380.320.774	5.686.646.466
Impuestos	2.261.213.221	1.163.432.622	3.853.642.565	1.925.199.683	1.705.968.802
Participación de minoritarios					
Utilidad Neta	5.654.921.227	2.842.705.069	10.273.835.039	6.455.121.091	3.980.677.664

PRINCIPALES INDICADORES

Resultados Operativos

% de Retención	88,2%	88,2%	89,0%	89,8%	88,0%
Siniestralidad Incurrida Bruta (%)	75,5%	68,0%	69,4%	61,1%	58,6%
Siniestralidad Incurrida Neta (%)	74,8%	69,5%	68,3%	60,6%	59,2%
Gastos de Adquisición/Prima Devengada (%)	20,4%	20,4%	20,1%	20,4%	21,2%
Gastos de Administración/Prima Devengada (%)	25,6%	25,2%	25,4%	23,9%	24,3%
Costos de Operación Netos/Prima Devengada Retenida (%)	50,3%	50,0%	49,2%	47,4%	48,8%
Resultado Técnico/Prima Devengada Retenida (%)	-18,6%	-13,9%	-11,7%	-5,1%	-4,8%
Combined Ratio (%)	118,6%	113,9%	111,7%	105,1%	104,8%
Operating Ratio (%)	73,1%	81,3%	84,5%	87,6%	88,1%
Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada (%)	45,5%	32,6%	27,3%	17,5%	16,6%
ROAA (%)	15,2%	9,1%	7,5%	6,4%	4,9%
ROAE (%)	73,4%	46,7%	36,2%	31,2%	23,9%

Capitalización y Apalancamiento

Pasivo/Patrimonio (veces)	3,85	4,11	3,99	4,19	4,06
Reservas/Pasivo (veces)	0,80	0,82	0,81	0,83	0,82
Reservas/Prima Devengada Retenida (%)	114,4%	112,3%	126,8%	120,1%	125,6%
Primas/Patrimonio (veces)	2,69	2,99	2,55	2,88	2,66
Patrimonio/Activo (%)	21,0%	18,8%	20,9%	20,2%	20,6%

Inversiones y Liquidez

Activos Líquidos/(Reservas + Oblig) (veces)	1,16	1,18	1,09	1,03	1,07
Activos Líquidos/Pasivos (veces)	0,93	0,97	0,89	0,85	0,88
Inmuebles/Activo Total (%)	1,9%	2,4%	2,1%	2,7%	3,1%
Rotación Cuentas por Cobrar (días)	79,67	79,80	91,88	86,82	84,30

ANEXO II

Calificaciones Vigentes

Compañía	Calificación	Perspectiva
Assurant Argentina Compañía de Seguros S.A.	A+(arg)	Negativa
BHN Seguros Generales S.A.	AA(arg)	Negativa
BHN Vida S.A.	AA(arg)	Negativa
Cardif Seguros S.A.	AA-(arg)	Negativa
CNP Assurances Compañía de Seguros S.A.	A+(arg)	Negativa
Galicia Seguros S.A.	AA-(arg)	Negativa
Orígenes Seguros de Vida S.A.	A-(arg)	Negativa
Previsión Aseguradora de Riesgos del Trabajo S.A.	A+(arg)	Negativa
Sancor Cooperativa de Seguros Limitada	AA-(arg)	Negativa
Segurcoop Cooperativa de Seguros Ltd.	AA-(arg)	Negativa
Zurich Argentina Compañía de Seguros S.A.	AA-(arg)	Negativa
Zurich International Life Ltd. Sucursal Argentina	AA(arg)	Negativa
Zurich Santander Seguros Argentina S.A.	AA(arg)	Negativa

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.