

Aseguradora del Istmo, S.A.

Informe de Calificación

Calificación

Escala Nacional

Fortaleza Financiera de Seguros
Largo Plazo AA-(cri)

Perspectiva

Fortaleza Financiera de Seguros
Largo Plazo Estable

Resumen Financiero

Aseguradora del Istmo, S.A.

(CRC millones)	31 dic 2017	31 dic 2016
Activos	45,202	34,847
Patrimonio Total	7,434	5,107
Resultado Neto	1,358	772
Primas Emitidas Netas	23,939	20,464
Siniestralidad Neta (%)	11.5	10.6
Índice Combinado (%)	74.5	81.3
Pasivo/Patrimonio (x)	5.1	5.8
Primas Retenida/ Patrimonio (x)	0.7	0.9
Activos Líquidos/ (Reservas + Obligaciones con Aseguradoras) (%)	91	64

x: veces.

Fuente: Adisa y cálculos de Fitch.

Reportes Relacionados

Perspectivas 2018: Sector Asegurador en
Centroamérica (Enero 22, 2018).

Cooperativa Nacional de Educadores, R.L.
(Coopeane) (Diciembre 18, 2017).

Analistas

Miguel Martínez
+503 2516 6628
miguel.martinez@fitchratings.com

Riccardo Caruso
+503 2516 6621
riccardo.caruso@fitchratings.com

Factores Clave de la Calificación

Integración Favorable con Accionista Nuevo: Desde junio de 2017, Internacional de Seguros S.A. (Internacional de Seguros) adquirió 76% del capital de Aseguradora del Istmo S.A. (Adisa). Dicho accionista tiene una trayectoria y experiencia de 108 años en Panamá, y ha beneficiado a Adisa con conocimientos nuevos, con su participación en gobierno corporativo y estrategias comerciales, además ha realizado aportes nuevos de capital para fortalecer su operación.

Evolución en Desempeño Favorable: Adisa registran índices de desempeño y rentabilidad que han mejorado sostenidamente. Al cierre de 2017, su índice combinado se ubicó como el más bajo de la industria de seguros de Costa Rica, favorecido por sus niveles de siniestralidad sostenidamente bajos y sus avances en eficiencia operativa. Lo anterior, a pesar de que ha mostrado crecimientos adecuados en suscripción de primas, superiores al crecimiento del mercado.

Posición Destacada en Segmento de Personas: El nicho de mercado atendido y el conocimiento amplio del negocio en Costa Rica son ventajas competitivas de Adisa. A diciembre de 2017, la aseguradora ocupó el tercer lugar dentro del ramo de personas, con una participación de mercado de 9.3%. Asimismo, el crecimiento en primas emitidas de 17% fue superior al sector de 14% a la misma fecha. Fitch espera que, en el mediano plazo, el desempeño y crecimiento de Adisa continúe favorable debido a sus estrategias comerciales de expansión.

Fortalecimiento en Capitalización: Al cierre 2017, el patrimonio de Adisa creció 46%, un nivel superior al crecimiento registrado durante los 3 cierres de año anteriores de 12%. Dicho incremento estuvo compuesto principalmente por una capitalización nueva, y además, por la reinversión constante de su generación interna de capital. Considerando este incremento, sus indicadores de apalancamiento se registraron favorables frente los de años anteriores y acordes a su operación.

Coberturas Adecuadas de Liquidez: A diciembre de 2017, el índice de cobertura de reservas con activos líquidos aumentó hasta 91% desde 64% en 2016, debido al incremento favorable en activos mantenidos en disponibilidades. Fitch estima que Adisa mantendrá índices de liquidez adecuados a su volumen de negocios, siempre y cuando no realice cambios importantes en sus políticas de inversión y constitución de reservas.

Programa de Reaseguro Adecuado: El programa de reaseguro de Adisa cuenta con una nómina de compañías de calidad crediticia alta. La empresa maneja contratos de tipo proporcional para cubrir riesgos individuales y un programa de reaseguro catastrófico. Además, debido al perfil de cartera atomizado y a las coberturas bajas, Adisa refleja exposiciones patrimoniales dentro de rangos acotados.

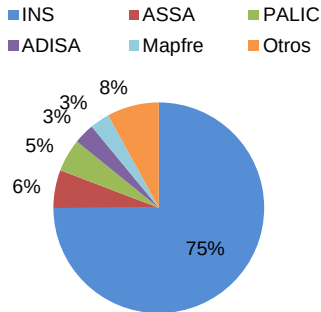
Sensibilidad de la Calificación

Movimientos de Calificación Positivos: Estarían asociados a mejoras adicionales y sostenidas en eficiencia operativa y rentabilidad, que pudiera reflejarse en un índice combinado inferior a 70%. Además, si obtuviera un incremento importante en su escala operativa y posición de mercado, siempre y cuando mantenga indicadores de apalancamiento dentro de niveles adecuados según los parámetros de Fitch y del mercado en el que opera.

Movimientos Negativos: Provendrían de un deterioro significativo y sostenido en la fortaleza intrínseca de la aseguradora, que afecte los niveles de rentabilidad, apalancamiento o liquidez, hasta niveles más allá de lo esperado por Fitch.

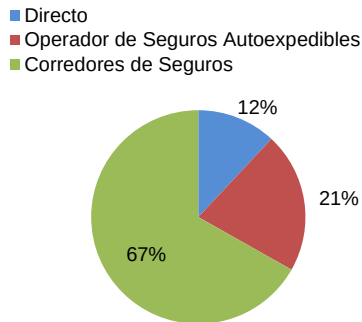
Perfil de Negocio

Participación Mercado Costa Rica (A diciembre 2017)



Fuente: Sugese y cálculos de Fitch.

Canales de Comercialización A diciembre 2017



Fuente: Sugese y cálculos de Fitch.

Metodologías Relacionadas

Metodología de Calificación de Seguros
(Enero 12, 2018).

Metodología de Calificaciones en Escala
Nacional (Agosto 2, 2018).

Posición Destacada en Segmento de Personas

- Compañía Mediana en Ramos de Personas
- Experiencia Amplia por Parte de su Accionista Nuevo
- Estrategia Orientada a Seguros Colectivos y Productos Masivos

Compañía Mediana en Ramos de Personas

Adisa participó con 3.2% de las primas totales del mercado a diciembre de 2017 (2016: 3.1%) y con 1.9% a marzo 2018 (marzo 2017: 1.7%), y se ubicó como la cuarta compañía de mayor tamaño en la industria de seguros de Costa Rica. A pesar de ser una compañía con participación total de mercado relativamente pequeña, dentro del segmento de seguros de personas se ha posicionado como la tercera aseguradora más importante, con 9.3% de las primas totales a diciembre de 2017 (9.3% en 2016), y con un crecimiento en primas que ha sido persistente dada su especialización en el segmento.

La cartera de primas de Adisa se compone principalmente de seguros de vida (37%), accidentes y salud (45%) y pérdidas pecuniarias (17%). Estos productos se caracterizan por su costo y nivel de complejidad bajos, así como por sus riesgos diversificados y de comercialización masiva.

Experiencia Amplia por Parte de su Accionista Nuevo

En 2017, la parte mayoritaria de Adisa, fue puesta en venta y adquirida por Internacional de Seguros con sede en Panamá. Dicha aseguradora tiene 108 años en el mercado panameño, líder en soluciones de seguros. A diciembre de 2017, se posicionó en el segundo lugar del mercado panameño por primas totales. Adisa espera beneficiarse de todos sus socios estratégicos y comerciales a fin de unificar fuerzas y lograr la solidificación de la compañía en Costa Rica.

El socio local de Adisa, Coopenae, es una cooperativa con más de 45 años de experiencia en el mercado costarricense. Cuenta con más de 94 mil asociados y orienta su financiamiento al segmento de consumo, vivienda y pequeñas y medianas empresas. Adisa se ha beneficiado del conocimiento, penetración y experiencia de la entidad en el entorno social y los sectores cooperativo y financiero. Coopenae es uno de los canales más importantes de la aseguradora y todavía tiene mucho potencial y oportunidades por explorar.

Fitch espera que formar parte de estas compañías tanto financieras como aseguradoras ayude a Adisa a posicionarse en nuevos mercados, a permear el conocimiento en los diferentes sectores e industrias y a mejorar sus estrategias comerciales.

Estrategia Orientada a Seguros Colectivos y Productos Masivos

Adisa se especializa en coberturas y productos enfocados al sector masivo. Está integrada por entidades bancarias, cooperativas, microfinancieras, asociaciones, fondos mutuales, corporaciones y grandes almacenes, además de empresas que funcionan como canales no tradicionales, como son las ventas por teléfono (*telemarketing*). Esto le ha permitido ser líder en el mercado de seguros masivos de personas, mediante la oferta de productos simples y de costo bajo a nichos que no habían sido atendidos.

La aseguradora enfoca su estrategia en tres nichos de seguros de personas: colectivos de vida, gastos médicos y seguros masivos. Los primeros pretenden mejorar sus procesos e impulsar los corredores, mientras que los de gastos médicos fortalecerán su enfoque de servicio al cliente e

Gobierno Corporativo

Las políticas de gobierno corporativo son adecuadas. En Adisa se han constituido y perfeccionado diversos comités de control y gestión para la operación del negocio.

La Junta Directiva está compuesta por cinco miembros con experiencia amplia en seguros; de estos, dos son independientes y externos. Asimismo, el grupo directivo está integrado por personal calificado con conocimiento vasto en seguros en la región y en el sector financiero en general.

implementarán un sistema tecnológico nuevo. En cuanto a los seguros masivos, Adisa busca robustecer los proyectos actuales y espera continuar desarrollando canales nuevos.

El uso de tecnología de vanguardia es una de las fortalezas clave de Adisa, dado que ha adaptado esta herramienta a la medida de sus requerimientos y productos, integrando todas las operaciones del negocio en línea y tiempo real. Esto ha brindado flexibilidad y agilidad a la implementación de su estrategia, perfil de negocio, canales de distribución, características de sus productos y controles de siniestralidad sofisticados. Dado su enfoque comercial, la compañía tiene tres canales de distribución en directo, operador de seguros autoexpedible y sociedad corredora de seguros.

Además, Adisa estaría empezando a operar en el segmento de seguros de daños generales, una vez obtengan la autorización de la Sugese, aunque su nivel de capital ya se lo permite. Inicialmente, operarían mediante seguros masivos de coberturas adicionales a los seguros de persona que ya ofrece. En el mediano plazo esperan comenzar a incursionar en el segmento de daños con coberturas más amplias, acompañados de su accionista panameño en cuanto a capacidades y respaldo de reaseguro.

Presentación de Cuentas

El presente análisis se basa en los estados financieros auditados de la compañía, al cierre de 2016–2017, por la firma de auditores independientes Price Waterhouse Coopers y Compañía S.C. Esta no presentó salvedad alguna para el período de análisis. Además, se utilizaron los estados financieros interinos de marzo de 2018, preparados por el emisor.

Estructura de Propiedad Neutral para la Calificación

En junio de 2017, Internacional de Seguros de Panamá adquirió la participación accionaria de 76%, la cual fue puesta en venta en mayo de 2017 por su propietario anterior Istmo Compañía de Reaseguros, Inc. (Istmo Re). El restante 24% continúa perteneciendo a la entidad cooperativa Coopenae.

Internacional de Seguros con sede en Panamá, fue fundada en 1910. Cuenta con 107 años de experiencia en la industria de seguros panameña y forma parte de las 26 aseguradoras que componen el mercado asegurador de dicho país, la cual es reconocida por su buena participación en el mercado de seguros.

Coopenae es una entidad cooperativa que incorpora a socios del sector público educador y funcionarios del sector público y privado en general. Tiene la participación más grande en la división cooperativa en Costa Rica, con 23.3% de los activos totales de la misma. No obstante, su participación relativa aún es pequeña en el sistema financiero costarricense total, incluyendo a los bancos. Está calificada por Fitch en 'AA-(cri)' con Perspectiva Estable.

Entorno Operativo y Perfil de la Industria

A septiembre de 2017, la industria de seguros de Costa Rica permanecía como la más grande de la región centroamericana, con una cuota de 38% en primas totales. Instituto Nacional de Seguros (INS) mantuvo la cuota más significativa (septiembre 2017: 76%; septiembre 2016: 79%), mientras que la participación de las compañías privadas siguió ampliándose (septiembre 2017: 24%; septiembre 2016: 21%). El índice combinado de la industria fue de 93,2%, inferior al 99,6% a septiembre de 2016, mientras que los niveles de rentabilidad crecieron a 3,9% para el ROA y el ROE 9,1% en septiembre de 2017, desde 2,3% y 5,3% en septiembre de 2016, respectivamente. Esto fue gracias a la reducción en la siniestralidad de los seguros de vida (septiembre 2016: 64%; septiembre 2017: 50%), y menos significativa en daños (septiembre 2016: 47%; septiembre 2017: 43%). El índice de eficiencia creció en 4 puntos porcentuales, liderado por INS, ya que la reducción en las compañías privadas no fue suficiente para compensar el crecimiento consolidado.

Fitch prevé que las primas de la industria de seguros en Costa Rica crecerán 16% en moneda local al cierre de 2017; gracias al dinamismo de las compañías de seguro privadas. Estas han crecido a un ritmo superior que la compañía estatal, INS (septiembre de 2017: 30% frente a 11%), principalmente en líneas de seguros personales como seguros de vida y de salud. En 2018, la agencia espera que la industria siga al alza a un ritmo de dos dígitos hasta 17%; aunque, un nivel mayor de penetración podría estar limitado por los retos que un incremento del déficit fiscal, mayores tasas de interés y un modesto crecimiento del crédito (inferior al 10% anual según la agencia), podría imponer en el ambiente operativo.

En 2018, la agencia espera una mejora adicional en el desempeño de la industria de seguros de Costa Rica, congruente con el fuerte dinamismo y desarrollo de la industria en líneas personales, lo cual se favorece del poder adquisitivo alto del mercado, de un marco regulatorio propicio para promover la comercialización de dichas líneas en diversos canales y de su menor exposición a una competencia agresiva en tarifas. También, la agencia considera que el desempeño de la industria se beneficiará en 2018 de la mayor disciplina de suscripción implementada en 2017, como ha sido el caso de incrementos en precios que el INS ha hecho en el seguro obligatorio de automotores (SOA) a fin de contener las reclamaciones.

Un crecimiento sólido en primas y una reducción en el índice combinado de la industria, principalmente en líneas de seguros personales, han contribuido a la visión de la agencia de que la industria aún puede lograr una mejora adicional en desempeño en 2018; asumiendo, una disciplina de suscripción continúa y la ocurrencia de eventos catastróficos normales. Esto será influenciado en gran medida por la tendencia en el desempeño del competidor principal y de las compañías privadas, el cual mejoró de forma relevante en 2017, dada su estrategia de incrementar la penetración en seguros de vida y salud, a fin de diversificar su portafolio de primas y mejorar su desempeño. El resultado técnico de la industria ha sido positivo desde finales de 2016, por lo que la agencia espera que la consolidación en las estrategias de las compañías reduzca aún más la dependencia en utilidades del rendimiento de las inversiones.

En opinión de Fitch, la industria mantendrá una capitalización adecuada y niveles de apalancamiento bajos en 2018, favorecido por la posición de capital fuerte del INS, el soporte disponible de los grupos internacionales que controlan el capital de la mayoría de compañías privadas, y los resultados crecientes de la industria. Esta expectativa es consistente con los estrictos requerimientos de margen de solvencia en la industria, lo que no obstante genera gastos que impactan en cierta medida el índice de eficiencia de las compañías.

Análisis Comparativo

Indicadores de Desempeño Favorables y Liquidez Alta

Adisa continuó registrando un indicador combinado que compara favorablemente frente al promedio de la industria de seguros costarricense. En términos de eficiencia, la razón de gastos frente a primas devengadas de ADISA continúa reflejando un potencial de mejora, dado que permanece superior al promedio de la industria. No obstante, sus niveles de siniestralidad son una ventaja competitiva con respecto a sus competidores relevantes.

La aseguradora registró un nivel de apalancamiento de primas retenidas frente a patrimonio muy cercano al promedio del mercado. Este es acorde con el esquema de retención baja que ha seguido la compañía y podría aumentar en la medida que crezca su cartera de negocios. El índice de pasivo frente a patrimonio resultó entre los más altos del sector. Esto derivó de su participación alta de negocios en ramos de vida y del respaldo adecuado de las reservas que conforman una proporción relevante dentro de los pasivos, especialmente las de primas no devengadas de vida. Asimismo, el peso relativo de la cuenta con reaseguros es alto, debido a que ADISA tuvo más protección de reaseguro, con niveles mayores de cesión de riesgos frente a sus competidores.

Los niveles de liquidez registrados son altos y comparan favorablemente con el promedio del mercado. Sin embargo, Fitch estima que estos se pueden normalizar ante la dinámica de crecimiento que refleje la aseguradora, mientras su negocio continúe creciendo.

Cuadro Estadístico Comparativo (Costa Rica)

(CRC millones; cifras al 31 de diciembre de 2017)	Calificación Nacional	Siniestralidad Bruta ^b (%)	Gastos Netos ^c /Prima Devengada (%)	Indicador Combinado ^a (%)	Indicador Operativo (%)	Prima Retenida ^d /Patrimonio (x)	Pasivo/Patrimonio (x)	Reservas/Prima Retenida (%)	Activos Líquidos/Reservas (%)
Adisa	AA-(cri)	14.3	63.7	75.2	65.8	0.7	3.3	60.2	457.6
Pan American Life Insurance de Costa Rica, S.A.	AAA(cri)	44.1	29.3	75.9	69.6	1.8	1.4	52.1	163.7
Seguros Bolívar, Aseguradora Mixta, S.A.	AAA(cri)	30.5	48.4	87.1	71.4	0.5	0.6	79.1	259.9
ASSA Compañía de Seguros, S.A.	AA+(cri)	21.5	39.0	79.1	69.2	1.1	1.8	40.2	360
Mapfre Costa Rica	AAA(cri)	21.3	65.4	99.8	87.3	0.9	1.5	65.1	289
Instituto Nacional de Seguros	AAA(cri)	51.5	40.3	96.7	77.9	0.6	1.3	138.7	207.6
Total Industria	-	48.4	40.1	95.7	78.8	0.6	1.3	126.9	193.9

Nota: Los indicadores calculados en esta sección difieren de los calculados más adelante, dado que la información se obtuvo de la Superintendencia General de Seguros, la cual es agregada y no está detallada en algunos rubros, especialmente en reservas de siniestros y prima no devengada. ^a (Gastos netos + siniestralidad neta reaseguros + ajuste reservas de siniestros y de prima no devengada/prima devengada). ^b Siniestros pagados/prima emitida. ^c Gastos adquisición + gastos administración + gastos operativos diversos. ^d Primas emitidas - primas cedidas. x: veces.

Fuente: Cifras agregadas publicadas por la Superintendencia General de Seguros y cálculos de Fitch.

Capitalización y Apalancamiento

(CRC millones)	Mar 2018	Dic 2017	Dic 2016	Dic 2015	Dic 2014	Expectativas de Fitch
Pasivo Ajustado*/Patrimonio (x)	3.4	3.3	3.6	3.0	2.0	Fitch estima que Adisa mantendrá niveles patrimoniales adecuados para sustentar su nivel de negocios y crecimientos proyectados.
Prima Retenida/Patrimonio (x)	0.6	0.7	0.9	0.9	0.8	
Patrimonio Total/Activo Total (%)	16.7	16.4	14.7	17.1	25.0	

*Pasivo – Reservas a cargo de reaseguradores. x: veces.

Fuente: Adisa y cálculos de Fitch.

Nivel Patrimonial Acorde con Niveles de Crecimiento

- Patrimonio Beneficiado por Generación Interna y Capitalizaciones Nuevas
- Niveles de Apalancamiento Adecuados a su Operación

Patrimonio Beneficiado por Generación Interna y Capitalizaciones Nuevas

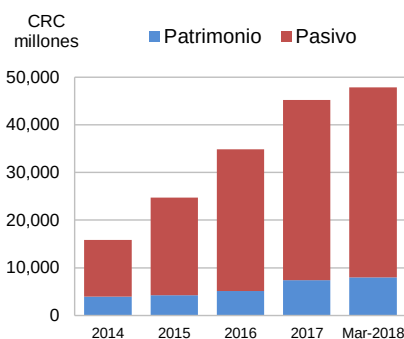
Al cierre 2017, el patrimonio de Adisa creció 45.6%, un nivel superior al crecimiento registrado durante los 3 cierres de año anteriores de 12%. Dicho incremento estuvo beneficiado por una capitalización nueva de CRC1,502 millones y por la reinversión constante de su generación interna. El patrimonio de la aseguradora es de alta calidad, dado que 71% corresponde a capital social pagado, reserva legal y aportes sociales patrimoniales no capitalizados. Estos aportes no pueden liberarse, solamente capitalizarse. Además, al realizar capitalizaciones nuevas siempre mantienen la composición accionaria de la compañía, con las participaciones de Internacional de Seguros de 76% y Coopenae de 24%. Asimismo, Adisa cumple holgadamente con los requerimientos regulatorios de solvencia y registró una cobertura de 1.78x sobre el capital requerido a diciembre de 2017.

Niveles de Apalancamiento Adecuados a su Operación

De acuerdo a la operatividad con la que Adisa trabaja con su reasegurador principal, Fitch reconoce que el pasivo de la compañía está influenciado por las reservas a cargo del reasegurador. En el caso de Adisa, debido a los niveles altos de cesión, el valor se hace más robusto. Además, aunque 100% de los productos son de recaudo mensual, la prima se registra de forma anual. Acorde con esto, la aseguradora contabiliza una cuenta por pagar a reaseguros correspondiente a la prima anual pero que se recauda mensualmente, lo que resulta en un volumen mayor en su pasivo total.

Sin embargo, considerando el incremento en el capital de Adisa, el indicador de apalancamiento de primas retenidas frente a patrimonio se registró en 0.7x al cierre de 2017 y mejoró frente al año

Composición de Balance



Fuente: ADISA y cálculos de Fitch.

anterior de 0.9x. Asimismo, el indicador de pasivos frente a patrimonio, al ajustar los pasivos quitando las reservas a cargo de reaseguradores, se ubicó en 3.3x al cierre de 2017, un nivel inferior al registrado en 2016 de 3.6x. Fitch considera que estos niveles son adecuados y acordes a la operación de Adisa.

Desempeño

(CRC millones)	Mar 2018	Dic 2017	Dic 2016	Dic 2015	Dic 2014	Expectativas de Fitch
Siniestralidad Bruta (%) ^a	13.1	14.3	13.7	13.1	15.0	Fitch estima que Adisa ha alcanzado un nivel de madurez en su cartera, el cual le permite una mayor estabilidad en sus indicadores de desempeño. Por lo tanto, la agencia espera que Adisa continúe mostrando un desempeño adecuado.
Siniestralidad Incurrida Neta (%) ^b	8.8	11.5	10.6	12.0	14.1	
Costos Operativos Netos/Primas Devengadas (%)	63.7	62.9	70.7	82.6	82.2	
Indicador Combinado (%)	72.5	74.5	81.3	94.6	96.3	
Indicador Operativo (%)	60.2	65.0	72.9	87.1	82.1	
ROAE (%)	23.6	21.7	16.5	7.1	9.0	

^a Siniestros pagados/prima emitida. ^b Siniestros pagados - reembolso reaseguros + reservas siniestros/prima devengada retenida. n.d.: no disponible.
Fuente: Adisa y cálculos de Fitch.

Desempeño Operativo Destacado

- Crecimiento Adecuado en Producción de Primas
- Niveles de Siniestralidad Acotados
- Evolución Favorable en Índice de Eficiencia

Crecimiento Adecuado en Producción de Primas

Al cierre de 2017, la aseguradora alcanzó una suscripción de primas por CRC23,939 millones, con un crecimiento de 17% con respecto al resultado de 2016; dicho incremento superó el nivel registrado por el mercado total de 14%. Además, a marzo de 2018, la compañía registró primas por CRC5,315 millones, con un crecimiento de 24% con respecto al resultado de marzo de 2017 (CRC4,272 millones). Igualmente, dicho crecimiento superó el registrado por el sector total de 7% a la misma fecha. En el mediano plazo, Fitch espera el cumplimiento sostenido de sus presupuestos, debido al comportamiento creciente de su cartera en los últimos 5 años.

Niveles de Siniestralidad Acotados

Al cierre de 2017 Adisa logró registrar un índice de siniestralidad incurrida de 11.5%, por debajo de su promedio de los últimos 5 cierres de año de 18.1%. Este nivel de siniestralidad baja es producto de las características de los productos ofrecidos y los niveles altos de cesión de primas. Este índice le permitió a Adisa mantener un índice combinado inferior a 100%, de 74.5% a diciembre de 2017, el cual comparó favorable frente al promedio del mercado de 95.7% a la misma fecha. La utilidad neta de Adisa al cierre de 2017 fue de CRC1,358 millones, frente a CRC772 millones en diciembre 2016. Este desempeño se debió al buen ritmo de crecimiento en primas de la compañía y al seguimiento en los controles de siniestralidad, lo cual le permitió diluir en mayor medida los costos de operación.

Evolución Favorable en Índice de Eficiencia

El indicador de costos operativos netos frente a primas devengadas retenidas ha mostrado un desarrollo favorable durante los últimos 2 años. Al cierre de 2017 se registró en 62.9%, y mejoró frente al registrado en 2016 y 2015 (70.7% y 82.6% respectivamente). Este comportamiento se debe al crecimiento adecuado en suscripción de primas, a pesar de mantener niveles altos de cesión de primas, el volumen que Adisa ya logró alcanzar le permite diluir en mayor medida los costos de operación netos. Además, la compañía mantiene esfuerzos para mejorar sus niveles de eficiencia, considerando que las características de sus productos tienen una oportunidad amplia para lograrlo. Igualmente, los niveles de siniestralidad bajos ayudan a compensar los costos de operación en mayor medida.

Inversiones y Liquidez

(CRC millones)	Mar 2018	Dic 2017	Dic 2016	Dic 2015	Dic 2014	Expectativas de Fitch
Activos Líquidos/(Reservas + Obligaciones) (%)	111	91	64	67	91	La agencia no espera cambios en las políticas de inversiones de Adisa, en el corto y mediano plazo. Igualmente estima que los índices de liquidez y cobertura de reservas se mantendrán adecuados al volumen de sus negocios.
Activos Líquidos/(Reservas – Reservas Reaseguros) (%)	586	460	299	302	269	
Activos Líquidos/Pasivos (%)	45	39	30	32	46	
Rotación Cuentas por Cobrar (días)	221	207	194	184	189	

Fuente: Adisa y cálculos de Fitch.

Políticas de Inversión Conservadoras y Liquidez Adecuada

- Diversidad de Portafolio Conservadora
- Cobertura Adecuada de Activos Líquidos frente a Reservas
- Proporción Relevante en Primas por Cobrar

Diversificación de Portafolio Conservadora

El portafolio de inversiones se concentra en su totalidad en títulos de renta fija y en fondos de inversión. A diciembre de 2017, 47% del portafolio estaba colocado en títulos del estado, 31% en depósitos a plazo y el restante 21.5% en bonos para sustentar la estabilidad de la moneda. Asimismo, y con el fin de mitigar el riesgo cambiario, sus inversiones se encuentran, en un 70%, en unidades de desarrollo (UDES), seguido por dólares estadounidenses con 24% y el restante 7% en colones. A marzo de 2018, la compañía mostró una dinámica más enfocada en instrumentos en dólares estadounidenses (46%), seguida por UDES (28%) y luego colones (26%). La agencia espera que la estrategia continúe de la misma forma conservadora, a fin de que Adisa cumpla con sus obligaciones.

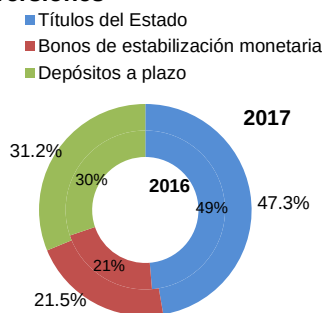
Cobertura Adecuada de Activos Líquidos frente a Reservas

A diciembre de 2017, el índice de cobertura de reservas con activos líquidos aumentó hasta 91% desde 64% en 2016. Adicionalmente, a marzo de 2018 aumentó hasta 112%. Este indicador se ha registrado avances favorables, debido al incremento relevante en activos mantenidos en disponibilidades. Además, al calcular el indicador de cobertura de reservas, sin contar las reservas correspondientes a reaseguros, este obtuvo niveles holgados de 460% a diciembre de 2017 y de 586% a marzo de 2018. Fitch estima que Adisa mantendrá índices de liquidez adecuados a su volumen de negocios, siempre y cuando no realice cambios importantes en sus políticas de inversión y constitución de reservas.

Proporción Relevante en Primas por Cobrar

Al cierre de 2017, el rubro de primas por cobrar mantuvo una proporción relevante dentro de los activos totales, de 32.4%, frente a 11.6% del promedio del sector. Lo anterior es producto del crecimiento importante en primas que ha logrado la compañía. También, resulta de la forma de contabilización de estas, puesto que se genera una prima por cobrar por su valor anual, pero se paga y se devenga mensualmente. Sin embargo, la calidad de la cartera es adecuada, dado que solamente 1.6% de las primas representa una antigüedad superior a 90 días. Adicionalmente, para reducir el riesgo de pagarle al reasegurador primas que no han sido cobradas, Adisa cede en base a primas cobradas y no en base a primas suscritas.

Distribución de Portafolio de Inversiones



Fuente: ADISA y cálculos de Fitch.

Adecuación de Reservas

(CRC millones)	Mar 2018	Dic 2017	Dic 2016	Dic 2015	Dic 2014	Expectativas de Fitch
Reservas Netas/Primas devengadas (%)	57.8	61.8	76.3	73.4	91.8	Fitch estima que la cobertura de reservas de Adisa se irá ajustando en la medida en que crezca el negocio, con una estrategia muy orientada hacia productos simples, de baja cobertura y de corto plazo.
Reservas/Pasivos (%)	40.5	43.3	47.6	47.7	49.8	
Reservas de Sinistros Promedio/Sinistros incurridos (x)	136.6	25.8	28.5	20.1	13.4	
Reservas de Sinistros Promedio/Patrimonio (x)	2.0	2.1	2.4	1.7	1.1	
Sinistros Pagados / Sinistros Incurridos (x)	6.0	5.7	6.7	5.5	4.8	

Fuente: Adisa y cálculos de Fitch.

Nivel de Reservas Acorde al Negocio

- Cobertura de Reservas Adecuada
- Participación del Reaseguro Relevante en Activos

Cobertura de Reservas Adecuada

A diciembre de 2017, el índice de cobertura de reservas a primas devengadas retenidas de ADISA se mantenía en niveles adecuados a su nivel de retención de primas. Esto obedece a la dinámica creciente del negocio y a las características de sus productos de vigencia anual. Sin embargo, al analizar la cobertura de reservas netas frente a primas devengadas, descontando el efecto de las reservas a cargo de reaseguradores, se observa una tendencia decreciente en el indicador (Dic. 2016: 76%; Dic. 2017: 61.8%; marzo 2018: 57.8%). Lo anterior refleja la relevancia mayor que tiene la participación de los reaseguradores en los riesgos asumidos. Por su parte, las reservas se calculan de acuerdo con lo establecido en el reglamento sobre la solvencia de entidades de seguros y reaseguros emitido por la Sugese.

Participación del Reaseguro Relevante en Activos

Al cierre de diciembre de 2017, el volumen de las reservas a cargo de reaseguradores registró una participación importante, de 29% de los activos totales y 80% frente a las reservas totales. Esto se debió al volumen alto de primas que Adisa cede al reasegurador. Luego, a marzo de 2018, la participación de las reservas a cargo de reaseguradores se registró en 27% sobre activos totales y 81% sobre reservas totales. En opinión de Fitch, el volumen de dichas reservas mantendrá una proporción similar mientras se mantengan las condiciones actuales con su reasegurador y siempre alineada con la evolución de la suscripción de primas.

Reaseguro

Programa de Reaseguro Adecuado al Negocio

- Esquema Basado en Contratos Proporcionales
- Exposición de Capital Conservadora

Esquema Basado en Contratos Proporcionales

El programa de reaseguro de Adisa no ha sufrido cambios relevantes en el último año; se basa en contratos proporcionales en todas las líneas de negocio que administra. Adisa posee contratos de reaseguro cuota parte para productos individuales de accidentes personales, vida y salud. La mayoría son con ACE Insurance Company de Puerto Rico, subsidiaria de ACE Limited, con calificación internacional de fortaleza financiera de 'AA', otorgada por Fitch. Además, para la vigencia actual, se agregó un contrato cuota parte para el ramo de vida y salud, y un contrato

proporcional excedente para la cartera colectiva de vida, accidentes personales y pérdidas pecuniarias, los cuales cuentan con capacidades más amplias.

Exposición de Capital Conservadora

Adisa mantiene niveles de retención que se traducen a exposiciones patrimoniales dentro de rangos acotados, considerando su esquema de reaseguro el cual respalda el patrimonio de la compañía. Para proteger la cartera colectiva de vida, accidentes personales y pérdidas pecuniarias, Adisa cuenta con un contrato proporcional cuota parte con Hannover (calificada por Fitch en escala internacional 'AA-' con Perspectiva Estable) el cual es de una capacidad máxima por riesgo individual de USD300,000. La retención de Adisa es del 50%, lo cual supone una exposición máxima de 1.1% del patrimonio por riesgo. Además, la compañía cuenta con una protección adicional para estos ramos, mediante un contrato excedente con una capacidad de USD200,000. Por otro lado, Adisa agregó un contrato exceso de pérdidas con Hannover para proteger el ramo de vida ante eventos de tipo catastrófico, el cual cuenta con una capacidad de hasta USD2.0 millones y cubre 3 o más vidas dentro del mismo evento.

Para el ramo colectivo de gastos médicos, Adisa posee un contrato cuota parte también con Hannover, con una capacidad máxima por riesgo individual amplia de USD500,000, en la cual la compañía retiene 50%, lo que se traduce a una exposición patrimonial razonable de 1.9% por riesgo. Fitch considera que estos niveles de exposición son conservadores y permiten a la compañía un crecimiento adecuado con un riesgo controlado.

Apéndice A: Información Financiera

Aseguradora del Istmo (ADISA)

(Datos en CRC millones al 31 de diciembre de cada año)

							Var.17/16
BALANCE GENERAL	Mar-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15	Dic-14	Dic-13	%
Activo							
Activos líquidos	18,030	14,846	9,044	6,601	5,431	4,783	64.2%
Disponibles como efectivo y depósitos	12,637	11,702	6,080	1,964	391	401	92.4%
Inversiones financieras	5,393	3,144	2,963	4,637	5,041	4,382	6.1%
Prestamos a cobrar, neto	0	0	0	0	0	0	
Primas por cobrar, neto	14,173	14,629	12,540	9,161	5,846	4,348	16.7%
Otras cuentas por cobrar	148	159	91	84	46	88	74.7%
Deudas a cargo de reaseguradores	13,086	13,105	11,145	7,590	3,903	3,917	17.6%
Propiedad, planta y equipo	102	109	122	79	101	94	-10.6%
Otros activos, neto							
Cargos diferidos	2,307	2,354	1,905	1,232	530	124	23.6%
TOTAL ACTIVO	47,846	45,202	34,847	24,747	15,858	13,354	29.7%
Pasivo							
Obligaciones con Asegurados	68	65	70	97	41	50	-7.1%
Reservas técnicas y matemáticas netas	12,524	12,895	10,819	7,809	4,994	3,580	19.2%
Reservas para siniestros	3,637	3,440	3,350	1,965	926	363	2.7%
Obligaciones con Reaseguradores y Reafianzadores	18,440	15,776	10,941	7,913	4,598	4,670	44.2%
Obligaciones con Intermediarios	2,528	2,664	2,169	1,319	681	406	22.8%
Cuentas por pagar y provisiones	1,020	1,227	1,013	780	639	634	21.0%
Otros pasivos (Diferidos)	1,642	1,702	1,378	624	11	0	23.5%
TOTAL PASIVOS	39,859	37,768	29,740	20,508	11,891	9,703	27.0%
Patrimonio							
Capital social pagado	4,190	4,190	2,688	2,688	2,688	2,688	55.9%
Aportes patrimoniales no capitalizados	1,189	904	1,502	1,363	1,363	1,363	-39.8%
Ajustes al patrimonio	(11)	31	(34)	8	26	53	-190.5%
Reservas patrimoniales	179	149	81	43	28	12	83.7%
Resultados Disponibles:							
<i>Resultados Acumulados</i>	2,047	870	137	(139)	(466)	(637)	536.2%
<i>Resultado Neto del Ejercicio</i>	392	1,290	733	275	327	171	76.0%
TOTAL PATRIMONIO	7,987	7,434	5,107	4,238	3,967	3,651	45.6%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	47,846	45,202	34,847	24,747	15,858	13,354	29.7%
ESTADO DE RESULTADOS	Mar-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15	Dic-14	Dic-13	
Primas emitidas netas	5,315	23,939	20,464	14,913	9,846	6,616	17.0%
Primas cedidas	(4,144)	(18,546)	(15,669)	(11,289)	(6,792)	(5,720)	18.4%
Primas Retenidas	1,171	5,392	4,794	3,624	3,053	896	12.5%
Primas cedidas contratos XL Cat							
Primas retenidas netas	1,171	5,392	4,794	3,624	3,053	896	12.5%
Variación en reservas técnicas y matemáticas	160	(169)	(830)	(646)	(856)	(159)	-79.6%
Primas devengadas	1,331	5,223	3,964	2,978	2,197	737	31.7%
Siniestros netos de salvamentos y recuperaciones	(695)	(3,419)	(2,807)	(1,959)	(1,481)	(864)	21.8%
Siniestros recuperados por reaseguro	579	2,818	2,386	1,602	1,531	770	18.1%
Variación en reservas de siniestros					(359)	(217)	
Siniestros retenidos	(116)	(602)	(421)	(357)	(310)	(310)	42.8%
Gastos por comisiones y participaciones	(761)	(3,126)	(2,290)	(1,073)	(844)	(589)	36.5%
Ingresos por comisiones y participaciones	675	2,919	2,208	643	545	1,278	32.2%
Ingresos de operación diversos	2	38	5				642.2%
Gastos de operación diversos	(323)	(1,417)	(1,276)	(906)	(525)	(396)	11.0%
Gastos de administración	(442)	(1,700)	(1,449)	(1,125)	(982)	(671)	17.3%
Resultado de operación	366	1,334	740	160	82	48	80.2%
Ingresos financieros	218	857	565	327	424	215	51.6%
Gastos financieros	(54)	(364)	(230)	(104)	(112)	(32)	58.5%
<i>Ingreso financiero, neto</i>	<i>164</i>	<i>493</i>	<i>336</i>	<i>224</i>	<i>312</i>	<i>184</i>	<i>46.9%</i>
Otros ingresos	-	-	54				-100.0%
Otros gastos	-	(40)	(92)				-56.1%
<i>Otros ingresos(gastos), neto</i>	<i>-</i>	<i>(40)</i>	<i>(38)</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>7.2%</i>
Resultado antes de impuestos	530	1,787	1,039	383	393	231	72.0%
Impuesto sobre la Renta y aporte solidaridad	(138)	(429)	(267)	(93)	(50)	(49)	60.7%
Resultado neto	392	1,358	772	290	343	183	76.0%

Fuente: Adisa.

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por la operadora o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, 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. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2017 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo 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 y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".