

Aseguradora del Istmo (Adisa), S.A.

Factores Clave de Calificación

Perfil de Negocio Moderado: Aseguradora del Istmo (Adisa), S.A. (Adisa) cuenta con una escala de operación que la posiciona como un competidor de tamaño moderado en términos de primas y patrimonio, aunque con margen para fortalecer la presencia de su marca en el mercado. Su apetito al riesgo se centra en la comercialización de seguros masivos de montos asegurados bajos, y se está expandiéndose además hacia seguros de daños generales bajo un esquema de retención conservador, favoreciendo la diversificación de su operación por líneas de seguros. Destaca su capacidad de distribución de seguros a través de su plataforma tecnológica y herramientas a disposición de operadores de seguros autoexpedibles y corredores.

Posición Competitiva con Potencial de Mejorar: Al cierre de 2021, Adisa participó con 3,7% de las primas emitidas y 2,5% de las primas retenidas, siendo la cuarta y quinta entre 13 compañías de seguros. En sus ramos principales de vida y pérdidas pecuniarias, se posicionó como la tercera y segunda del mercado, con cuotas de 8,5% y 31,7% al cierre de 2021, respectivamente. La estrategia de ampliación de su operación hacia ramos de daños, junto al fortalecimiento y expansión de su imagen de marca, le permitirán mejorar su posicionamiento de mercado.

Capitalización Confortable: Fitch Ratings considera que Adisa cuenta con margen para enfrentar presiones en su capitalización, dado el nivel holgado de su índice de capital de solvencia, de 2,47 veces (x), mayor al mínimo requerido por el regulador (1,3x), beneficiado por la decisión estratégica de reinvertir sus resultados de ejercicios anteriores. Al cierre de 2021, la base patrimonial de la compañía creció 11% pese a la contracción en los resultados del período, mientras que sus índices de apalancamiento siguieron adecuados frente a sus pares relevantes. Los apalancamientos operativo de 1,18x y neto de 1,93x estuvieron por debajo de los índices de las aseguradoras privadas (1,23x y 2,02x, respectivamente).

Mezcla de Negocios Beneficia Siniestralidad: Al cierre de 2021, Adisa registró una contracción en sus resultados respecto a 2020, explicado por el deterioro del período en el resultado técnico del ramo de vida principalmente, cuyo índice de siniestralidad fue afectado por fallecimientos relacionados con el coronavirus. Sin embargo, la dispersión alta y el buen desempeño de los riesgos masivos que suscribe le permitieron a Adisa contener el crecimiento en su índice de siniestralidad retenida a prima devengada, de 23% al cierre de 2021, el cual permaneció por debajo del promedio de 58% del mercado y de 46% de las aseguradoras privadas.

Desempeño Técnico Rentable: El índice combinado de la operación creció hasta 92% en diciembre de 2021 (diciembre 2020: 82%), inferior a 97% del mercado y a 93% de las aseguradoras privadas. A marzo de 2022, dicho índice se redujo hasta situarse en 84%, similar al del mercado y menor que el de las aseguradoras privadas de 90%. La compañía estima que el índice combinado al cierre de 2022 estará más alineado al de antes de la pandemia, promovido principalmente por una evolución favorable en la siniestralidad de su cartera.

Sensibilidades de Calificación

Movimientos de Calificación Negativos: Resultarían de un deterioro significativo y sostenido en la rentabilidad de Adisa atribuido a desviaciones en su capacidad de crecimiento y presiones en sus costos de operación, que incidan en un índice combinado que se mantenga superior a su promedio de los últimos tres años, de 85%. También podría provenir de afectaciones marcadas en el perfil y rendimiento del portafolio de inversiones, además con impacto desfavorable en su posición de capitalización.

Calificaciones

Aseguradora del Istmo (Adisa), S.A.

Fortaleza Financiera de la
Aseguradora AA-(cri)

Perspectivas

Estable

Resumen Financiero

Aseguradora del Istmo (Adisa), S.A.

(CRC millones)	31 dic 2020	31 dic 2021
Activos	60,1	56,2
Patrimonio	13,7	15,2
Resultado Neto	2,7	1,5
Primas Netas	31,4	33,5
Siniestralidad Neta/PDR (%)	18,2	22,6
Índice Combinado (%)	82,1	92,0
ROE (%)	22,2	10,3
Primas Retenidas/ Patrimonio (x)	1,07	1,18

PDR – Prima Devengada Retenida. x – Veces.
Fuente: Fitch Ratings, Adisa.

Metodologías Aplicables

Metodología de Calificación de Seguros
(Marzo 2022)

Metodología de Calificaciones en Escala
Nacional (Diciembre 2020)

Publicaciones Relacionadas

Costa Rica (Marzo 2022)

Analistas

Jazmin Roque
+503 2516 6607
jazmin.roque@fitchratings.com

María José Arango
+503 2516 6620
mariajose.arango@fitchratings.com

Movimientos de Calificación Positivos: Provendrían de la consolidación del posicionamiento competitivo, a través del progresivo fortalecimiento de su marca y crecimiento diversificado de su cartera, que favorezca su escala operativa, contribuya a reducir la presión de los gastos de operación en su base de ingresos y permita que el índice combinado sea inferior a 80% de forma sostenida. Esto sería acompañado de una evolución favorable tanto en los riesgos de suscripción asumidos como en las cuentas recuperables con reaseguradores, siempre que los índices de capitalización y liquidez se mantengan adecuados.

Perfil de Negocio

Perfil Moderado Frente a Pares del Mercado Asegurador

Fitch califica el perfil de negocios de Adisa como moderado frente a otros competidores del mercado asegurador costarricense. Esto se basa en su escala de operación competitiva, al permitirle posicionarse como un competidor de tamaño moderado por primas y patrimonio, aunque con margen para fortalecer la presencia de su marca en el mercado. Su apetito al riesgo se centra en la comercialización de seguros masivos de montos asegurados bajos, y se está expandiendo también hacia seguros de daños generales bajo un esquema de retención conservador que, no obstante, incidirá en una diversificación mayor de su operación. Destaca su capacidad de distribución por medio de su plataforma tecnológica robusta, que facilita la emisión y suscripción en línea de un volumen alto de seguros, la que junto a otras herramientas tecnológicas pone a disposición de los operadores de seguros autoexpedibles y corredurías.

Adisa está autorizada para comercializar todas las líneas de seguros, aunque su modelo de negocios abarca principalmente la suscripción de líneas de seguros personales, y ahora también de seguros generales, por medio de corredurías y de comercializadores masivos. Sin embargo, su nivel de diversificación es actualmente menor por ramos frente a sus pares de mercado, siendo que recién a principios del presente año comenzó a participar en la comercialización de seguros de daños, en ramos como incendio y autos.

La administración sigue trabajando en el fortalecimiento de su marca, relacionada con la de su grupo accionista mayoritario relacionado con la Compañía Internacional de Seguros, S.A. (Internacional de Seguros), de trayectoria larga y posicionamiento relevante en el mercado asegurador panameño al cierre de 2021, siendo la tercera por primas suscritas. A esa misma fecha, Adisa mantuvo una posición competitiva moderada, siendo su participación en el mercado asegurador costarricense de 3,7% por primas emitidas y de 2,5% por primas retenidas, lo que la mantuvo en la cuarta y quinta posición de 13 compañías de seguros. En sus ramos principales de vida y pérdidas pecuniarias, la compañía fue la tercera y segunda del mercado, con cuotas de 8,5% y 31,7% al cierre de 2021, respectivamente; no obstante, siguió distante de la líder del mercado cuyas participaciones fueron de 51,7% y 45,7%, en el mismo orden.

La cartera de primas suscritas de Adisa creció 6,7% al cierre de 2021, similar al crecimiento del mercado (6,9%) y menor que el de las aseguradoras privadas (24,1%). En términos de primas retenidas, su crecimiento fue de 22,2%, superior al registrado en el mercado (7,1%) y más cercano al de las aseguradoras privadas (38,0%), aunque en este caso explicado por un efecto transitorio en la total retención del negocio suscrito con uno de sus clientes principales. Por ramos, en la distribución del portafolio sigue destacando el de vida colectivo, favorecido por la suscripción de nuevas cuentas, lo que a su vez supone dinamizar la suscripción del ramo de pérdidas pecuniarias, en el que se suscribe coberturas complementarias de desempleo para seguros de saldos de deuda. Por su parte, los ramos de salud y accidentes personales mantuvieron también un ritmo de crecimiento importante.

Por clientes principales, las primas de los principales 20 participaron con 30% del total suscrito en 2021. Sigue destacando entre ellos la suscripción con la relacionada Cooperativa Nacional de Educadores, R.L. (Coopenae, R.L.) y con un banco local. En la distribución de la producción por canales comerciales, la retención transitoria de lo suscrito con uno de los clientes principales, influyó en la participación mayor del canal de operadores de seguros autoexpedibles, con 64% del total al cierre de 2021. Dichos operadores son en gran medida instituciones financieras (bancos, cooperativas, microfinancieras) e instituciones de giro diferente, con los que ya se opera líneas de seguros personas y se busca ahora suscribir también ramos generales, además de incrementar el número de operadores e intermediarios de seguros masivos.

Comparación entre Pares

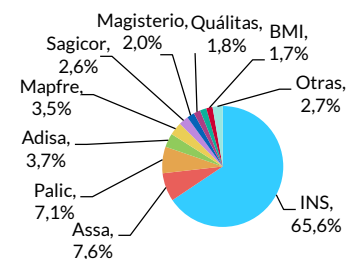
Da clic [aquí](#) para el reporte que presenta el análisis comparativo de pares en sus factores crediticios clave.

Perfil de la Industria y Ambiente Operativo

Da clic [aquí](#) para la liga al reporte que resume los principales factores clave que impulsan la puntuación del Perfil de la Industria y Ambiente Operativo de Seguros en Costa Rica.

Cuotas de Mercado

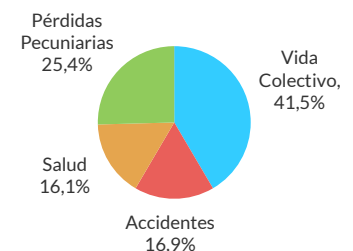
Por Primas Suscritas
(Al 31 de diciembre de 2021)



Fuente: Fitch Ratings, Superintendencia General de Seguros (Sugese).

Distribución Portafolio de Primas Retenidas

(Al 31 de diciembre de 2021)



Fuente: Fitch Ratings, Adisa, Sugese.

Adisa mantiene además una relación comercial con 86% de las corredurías del país, a las que brinda acompañamiento, capacitación y tecnología para administrar la cartera. Este canal de corredurías participó con 33% de lo suscrito en 2021, y en forma directa se suscribió 3%.

La compañía estima mantener una producción estable en su negocio tradicional de líneas de seguros personales, e incrementar progresivamente su participación como jugador en líneas de seguros generales. Esto último comprende crear todas las condiciones necesarias para la debida implementación, administración y control de la suscripción de dichos seguros, lo que forma parte del plan estratégico de Adisa para el período de 2022-2023. En el transcurso del presente año, además de la prospección de clientes por medio de corredurías, se han hecho negociaciones particulares con corredores para suscribir riesgos de seguros generales especializados, se han establecido alianzas estratégicas para suscribir negocios en *fronting* y se ha trabajado en promover la venta cruzada de seguros con clientes actuales.

Otro de los objetivos consiste en incrementar la participación en gastos médicos, lo que se beneficiará de haber adquirido en el presente año la representación local de un grupo independiente de aseguradoras que proveen beneficios de seguros a empleados de empresas multinacionales. Adisa planea también liderar el mercado como compañía tecnológica, apoyado en su capacidad diferenciadora de comercializar seguros por medios no tradicionales y aplicativos. Fortalecer y expandir su imagen de marca es otro objetivo clave, así como el de diferenciarse por la calidad de servicio al cliente, mejorando su experiencia con la compañía en cualquier proceso como los tiempos de atención por cualquier canal.

Gobierno Corporativo

Fitch considera que la gobernanza corporativa de Adisa como 'Moderada/Favorable'. Esto toma en cuenta que su estructura de gobierno está alineada a la reglamentación local en esta materia, al garantizar la reducción de conflictos de interés, contar con la participación de miembros independientes, promover una transparencia financiera adecuada y no presentar deficiencias significativas.

Propiedad

La propiedad accionaria de Adisa es controlada en 76% por el grupo accionista mayoritario relacionado con la Compañía Internacional de Seguros, S.A. con sede en Panamá. Esta última es una subsidiaria 100% controlada por IS Holding Group, S.A., cuya última controladora es Grupo Credicorp, Inc., también domiciliado en Panamá.

El restante 24% de la propiedad de Adisa, corresponde a Coopenae, R.L. ('AA-(cri)' con Perspectiva Estable). Esta mantuvo su liderazgo dentro del sistema cooperativo al cierre de 2021 con cerca de 22,0% en préstamos, activos y depósitos, aunque su tamaño es modesto dentro del sistema bancario, de alrededor de 3,0% de activos.

Presentación de Cuentas

El presente informe se basa en los estados financieros auditados de la compañía al 31 de diciembre de 2021 auditados por la firma PricewaterhouseCoopers y Compañía S.C. y no presentan salvedad alguna para el período de análisis. También se consideraron los estados financieros internos a marzo de 2022, así como información obtenida directamente del emisor y de la Superintendencia General de Seguros de Costa Rica (Sugese) a esa misma fecha.

Capitalización y Apalancamiento

Capitalización Confortable

Al cierre de 2021, el patrimonio de Adisa representó 27,0% del total de sus activos, relación que se mantuvo inferior al promedio del mercado de 47,0% y a 37,6% de las aseguradoras privadas. Sin embargo, la relación de la compañía se ha ido fortaleciendo gradualmente, superando al promedio de 19,1% registrado entre 2018-2020, derivado de su decisión estratégica de reinvertir el resultado de ejercicios anteriores en la compañía. Por lo tanto, al cierre de 2021, la base patrimonial de Adisa creció 11% a pesar de la contracción en los resultados del período, y su cumplimiento del índice de suficiencia patrimonial (ISC) se mantuvo holgado, siendo de 2,47x al cierre de diciembre de 2021, similar al de marzo de 2022, por encima del mínimo requerido por el regulador de 1,3x. Por otra parte, la administración estima que, pese a la ampliación de su operación a ramos personales, el ISC se mantendrá en un nivel adecuado y conforme a su apetito al riesgo (1,5x), favorecido por la liberación de recursos que provendrían de otras partidas.

Los índices de apalancamiento de la compañía siguieron adecuados para la operación. Al cierre de 2021, la relación de primas retenidas a patrimonio fue de 1,18x (2020: 1,07x), superior a 0,54x del mercado, aunque similar al promedio de 1,23x de las aseguradoras privadas. Por su parte, la relación de primas retenidas más reservas netas sobre patrimonio fue de 1,93x en 2021 (2020: 1,73x), superior también a 1,21x del mercado, pero comparable a 2,02x de las aseguradoras privadas.

La relación de apalancamiento bruto de Adisa sigue influenciada por la participación relevante de los reaseguradores en sus provisiones técnicas, aunque ha registrado una evolución favorable desde 2019 en congruencia con el incremento en su nivel de retención en primas hasta 53,3% en 2021 (2020: 46,5%; 2019: 27,5%). Como resultado, el apalancamiento bruto de la compañía se redujo hasta 3,77x en 2021, frente a 4,15 de 2020 y a 5,01x de 2019, aunque la relación se mantuvo superior a 1,45x del mercado en 2021, pero logró acercarse al promedio de las aseguradoras privadas de 3,14x a la misma fecha.

Expectativas de Fitch

- La agencia estima que Adisa seguirá operando con una posición de capitalización adecuada para su categoría de riesgo, a pesar del crecimiento estimado de la operación, y considerando el nivel de retención conservador que mantendrá en la suscripción, acompañado de la reinversión de resultados.
- Fitch considera que la aseguradora cuenta con margen para enfrentar presiones en su posición de capitalización y niveles de apalancamiento, que puedan derivar de una menor capacidad de generación interna de capital. Esto último, podría provenir de un ritmo de crecimiento menor de lo estimado producto de complicaciones en el entorno económico, como de incrementos en sus costos de operación, debido a un nivel de inflación ascendente y/o a una evolución desfavorable en el tipo de cambio.

Capacidad de Servicio de Deuda y Flexibilidad Financiera

Fondeo a Través de Capital

En mercados en desarrollo, como Costa Rica, Fitch reconoce que el fondeo de las aseguradoras proviene principalmente del capital. Además, la agencia opina que las opciones de fondeo disponibles son pocas en dichos mercados, lo cual limita su flexibilidad financiera. La evaluación de la agencia sobre este factor crediticio considera a Costa Rica como un mercado cuyo acceso es generalmente estable, pero pudiera enfrentarse a retos en períodos de estrés. En el caso de Adisa, Fitch opina que su fuente principal de fondeo seguirá siendo sus recursos de capital, y destaca la ausencia de deuda financiera en su balance.

Indicadores Relevantes

(CRC Millones)	2020	2021
Primas Retenidas sobre Patrimonio (x)	1,07	1,18
Apalancamiento Neto (x) ^a	1,73	1,93
Apalancamiento Bruto (x) ^b	4,15	3,77
Patrimonio/Activo Total (%)	22,8	27,0

^aRelación de primas retenidas más reservas netas sobre patrimonio. ^bRelación de primas emitidas más reservas brutas sobre patrimonio. x-veces.
Fuente: Fitch Ratings, Adisa.

Desempeño Financiero y Resultados

Rentabilidad Técnica en Recuperación

Al cierre de 2021, el resultado neto de Adisa registró una contracción relevante respecto a 2020, explicado por un incremento en los gastos de siniestros y de adquisición, junto a una menor contribución del rendimiento de las inversiones, afectado en este último caso por las tasas de interés bajas. El índice de siniestralidad estuvo impactado por los fallecimientos asociados a coronavirus que impactaron el resultado técnico del ramo de vida principalmente, puesto que la siniestralidad del ramo pasó desde 36% en 2020 hasta 55% en 2021; no obstante, fue inferior al índice del mercado (89%). Además, el índice de siniestralidad de la compañía, de 23%, siguió comparando inferior al promedio de 58% del mercado y de 46% de las aseguradoras privadas, favorecido por el razonable comportamiento en siniestralidad que mantuvieron los demás seguros de orden masivo y de dispersión alta.

El ramo de pérdidas pecuniarias, segundo en importancia para la compañía, experimentó una reducción en siniestralidad desde 29% en 2020 hasta 13% en 2021, y comparó por debajo del índice de mercado (28%). En 2020, su desempeño estuvo afectado por despidos ocasionados por el período de cierre económico, cuya evolución ha sido más favorable desde 2021 y en el transcurso de 2022. Como resultado, a marzo de 2022, el índice de siniestralidad neta de Adisa se redujo hasta 12% de las primas devengadas (marzo 2021: 27%), influenciado por el crecimiento de la operación conforme a lo presupuestado, atribuido a la efectividad de su plan de prospección y suscripción de cuentas dentro de su mercado meta y nuevas alianzas, y beneficiado también por una reducción considerable en la siniestralidad del ramo de vida, frente al avance en la vacunación del país y la menor letalidad de los contagios por coronavirus.

En términos de eficiencia operativa, el indicador de Adisa siguió ejerciendo una influencia relevante en su desempeño financiero, al ser de 69% a diciembre de 2021 (diciembre 2020: 64%), desfavorable frente al promedio de 39% del mercado y de 46% de las aseguradoras privadas, a la misma fecha. El deterioro provino de mayores gastos por comisiones y gastos operativos diversos, relacionados con la estrategia de crecimiento de la compañía en el primer caso, y al registro del pago del impuesto al valor agregado en los seguros personales vigente para todo el mercado desde mediados de 2019, en el segundo caso. También incidió la reducción en los ingresos por comisiones de reaseguro cedido, ante la mayor siniestralidad del período.

A diciembre de 2021, el índice combinado de la operación creció hasta 92% (diciembre 2020: 82%), inferior a 97% del mercado como a 93% de las aseguradoras privadas. A marzo de 2022, el mismo se reducía hasta ser de 84%, similar al registrado por el mercado y menor que el de 90% de las aseguradoras privadas. La compañía estima que el índice combinado al cierre de 2022 este más alineado al registrado previo a la pandemia de 2019, promovido principalmente por una evolución favorable en la siniestralidad de su cartera. A diciembre de 2021, los índices de rentabilidad se mantuvieron positivos (ROE: 10% y resultado neto sobre primas: 4%), aunque fueron menores que los promedios del mercado (14% y 17%, respectivamente) y de las aseguradoras privadas (17% y 8%, en el mismo orden). Al cierre de marzo de 2022, se registraban mejoras tanto en el ROE (20%) como en el resultado neto sobre primas (11%), favorables con los del mercado (11% y 9%, respectivamente).

Expectativas de Fitch

- La agencia considera que la dispersión de riesgos que caracteriza la cartera de seguros de Adisa, junto al crecimiento y la diversificación de su operación hacia la suscripción de ramos de daños generales, los ajustes de tarifas realizados en líneas personales y el comportamiento más favorable en la siniestralidad de sus ramos principales, le permitirá atenuar la influencia de una inflación al alza en su rentabilidad.
- Fitch también opina que la capacidad de la compañía para seguir fortaleciendo su posicionamiento de mercado, será determinante para lograr mejoras sostenibles en su nivel de eficiencia operativa, siendo que esto le permitirá una capacidad mayor de dilución de costos operativos, con un efecto favorable en su rentabilidad técnica.

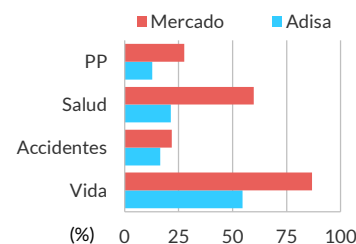
Indicadores Relevantes

(CRC Millones)	2020	2021
Siniestralidad Neta/PDR (%)	18,2	22,6
Gastos Operativos Netos/Prima Retenida (%)	63,9	69,5
Índice Combinado (%)	82,1	92,0
Índice de Cobertura Operativa (%)	78,3	89,9
ROE (%)	22,2	10,3

PDR - Prima Devengada Retenida.
Fuente: Fitch Ratings, Adisa.

Siniestralidad Neta a Primas Devengadas de Ramos Principales

(Al 31 de diciembre de 2021)



PP - Pérdidas Pecuniarias
Fuente: Fitch Ratings, Adisa, Sugese.

Administración de Riesgo de Activos y Liquidez

Estrategia Busca Mejorar Balance entre Riesgo y Rendimiento

Adisa cuenta con apoyo en su comité de inversiones de miembros representantes de sus accionistas, con experiencia en materia financiera. Al cierre de diciembre de 2021, el portafolio de inversión creció 35%, congruente con el crecimiento en la cartera de primas retenidas. Se registró un incremento en la colocación en todos los instrumentos, con los depósitos a plazo conservando la participación mayor, de 48% al cierre de 2021, colocados en dos instituciones financieras locales con calificación de 'AAA(cri)' otorgadas por Fitch. Además, 33% de los recursos se colocaron en fondos de inversión de instituciones financieras, predominando la colocación en un fondo local abierto de renta variable, (63%) mientras que el resto correspondía a tres fondos del extranjero abiertos de renta fija, los que en este último caso han experimentado una caída el valor de su participación bajo el contexto internacional actual.

La proporción menor del portafolio, de 19% en 2021 (2020: 16%) estaba invertida en títulos valores emitidos por el Estado que representaron 17% del patrimonio de Adisa (2020: 11%). La administración está analizando escenarios de cambios en la composición del portafolio orientados a buscar las mejores alternativas entre riesgo y rendimiento, y analizando a la vez su impacto en el ISC. Adisa estima incrementar su posición de inversión en bonos emitidos por el Estado, considerando sus beneficios como el de estar indexados a la inflación e implicar un bajo consumo de capital.

El indicador de activos riesgosos en escala nacional, conformados por recursos colocados en instrumentos con calificación menor de 'BBB', fondos de inversión y primas por cobrar con antigüedad superior a 90 días, fue equivalente a 37% sobre el patrimonio de Adisa en 2021 (2020: 32%). En el caso particular de la porción de primas por cobrar con antigüedad superior a 90 días, incrementó hasta 6% de la cartera total en 2021 (2020: 5%, 2019: 3%). Cabe considerar la influencia en el volumen y rotación baja de la cartera de primas por cobrar de la compañía, de la emisión a 12 meses de las pólizas que suscribe, ya que al mismo tiempo pasan a formar parte de la cartera pendiente de cobro; sin embargo, su volumen tiende a reducirse a medida se devengan las primas.

En términos de liquidez, la compañía reflejó una relación de disponibilidades e inversiones sobre reservas totales netas de 148% en 2021 (2020: 196%), el cual fue menor que el promedio del mercado, de 222%, y de las aseguradoras privadas, de 187%, respectivamente. Además, bajo un escenario de estrés, la cobertura exclusiva de las disponibilidades y de los recursos de corto plazo considerados al 50%, fue equivalente a 503% sobre las reservas de siniestros brutos de la compañía, por lo que Fitch considera que Adisa mantiene una posición de liquidez buena conforme a sus parámetros metodológicos, así como para enfrentar sus obligaciones.

La compañía sigue manteniendo una proporción importante de sus inversiones en dólares estadounidenses, congruente con el rendimiento mayor de la inversión en dicha moneda como con la emisión de una proporción importante de sus pólizas en dólares. La posición neta en moneda extranjera presentó un exceso de activos sobre pasivos sobre los cuales las variaciones en el tipo de cambio pueden producir una ganancia o pérdida cambiaria. No obstante, gracias al fortalecimiento de su patrimonio la posición neta de activos en moneda extranjera redujo su participación sobre el patrimonio desde 127% en 2020 hasta 68% en 2021.

Expectativas de Fitch

- En opinión de la agencia, Adisa sigue operando con niveles de liquidez adecuados para enfrentar sus obligaciones y posibles escenarios de estrés en los próximos 12 meses. No obstante, Fitch seguirá atenta a presiones en la calidad de sus activos que puedan provenir de deterioros en el perfil de riesgo de sus inversiones, como en la calidad crediticia de su cartera de primas por cobrar.

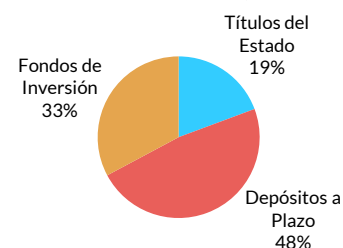
Indicadores Relevantes

(CRC Millones)	2020	2021
Inversión en Títulos de Deuda Soberana/Patrimonio (%)	11,2	16,6
Inversión en Acciones/Patrimonio (%)	—	—
Primas por Cobrar/Total de Activos (%)	34,8	38,8
Rotación de Cobranza (días)	244	233
Activos Líquidos/Reservas de Siniestros Netas (%)	903,6	502,6

Fuente: Fitch Ratings, Adisa.

Composición del Portafolio de Inversiones por Tipo de Instrumentos

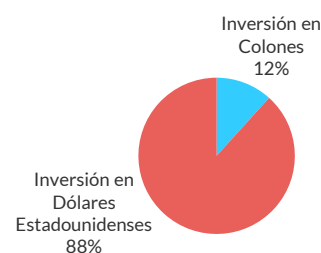
(Al 31 de diciembre de 2021)



Fuente: Fitch Ratings, Adisa.

Composición del Portafolio de Inversiones por Tipo de Moneda

(Al 31 de diciembre de 2021)



Fuente: Fitch Ratings, Adisa.

Adecuación de Reservas

Constitución de Reservas Congruente con Mezcla de Negocios y Retención

La compañía constituye reservas de acuerdo a la normativa local vigente, la cual Fitch considera que es más rigurosa frente a otros países de la región. Al cierre de diciembre de 2021, la base total de reservas técnicas netas seguía conformada principalmente por reservas de riesgos en curso, con la participación mayor, correspondiendo el resto a reservas de siniestros netas.

Fitch opina que el perfil de riesgo de las reservas de siniestros tiene una influencia baja como factor crediticio en la calificación de Adisa, lo cual se refleja en una relación de apalancamiento de reservas de siniestros sobre patrimonio y sobre siniestros incurridos inferiores a 1,0x. Por su parte, la relación de siniestros pagados a siniestros incurridos fue de 2,7x, nivel que denota una precaución alta en el crecimiento de reservas frente al de las exposiciones por los riesgos suscritos, lo cual es correspondiente con el incremento de siniestros del período en el ramo principal de vida; no obstante, en estos sigue existiendo una participación alta de los reaseguradores, dado el nivel histórico elevado de cesión de primas conforme a sus contratos de reaseguro.

Reaseguro, Mitigación de Riesgos y Riesgo Catastrófico

Esquema de Reaseguro Conservador

Adisa mantuvo un nivel de retención en primas menor que el del mercado asegurador, congruente con el esquema de reaseguro proporcional que predomina como protección para sus ramos. En 2022 se agregaron protecciones de reaseguro para líneas de seguros de daños en los que ha incursionado, también de tipo proporcional, con un nivel de cesión alto y cuyo respaldo es proporcionado por Swiss Reinsurance America Corporation.

En la mayoría de productos masivos que la compañía comercializa en ramos de vida, accidentes personales y salud, la protección se basa en contratos cuota parte estructurados de forma separada por productos, dada la experticia en seguros masivos con que cuenta el grupo asegurador Chubb, al cual pertenecen las subsidiarias que los respaldan en Puerto Rico y Panamá.

Para productos con sumas aseguradas más altas en coberturas de vida deuda, por ejemplo, como para riesgos no cubiertos en los contratos anteriores, Adisa cuenta con un contrato cuota parte en el que su retención por riesgo es de 50%, y superior a la capacidad de este contrato la totalidad de los riesgos son cedidos a un contrato de reaseguro excedente. Ambos contratos son respaldados por Hannover Rueck SE (calificado en 'AA-' en escala internacional por Fitch), el que a su vez respalda el contrato cuota parte para seguros colectivos de gastos médicos, con una retención por riesgo de 50%, así como el contrato exceso de pérdidas catastrófico de vida.

La compañía ha suscrito algunas pólizas de incendio que han sido cedidas en su totalidad, y ha suscrito en *fronting* otros negocios regionales relacionados a líneas de daños. Por otra parte, al cierre de 2021, las cuentas por cobrar con reaseguradores siguieron experimentando movimientos favorables en el balance de la compañía, siendo de 81,5% del patrimonio en 2022, por debajo del promedio de 123,5% registrado en los últimos tres años. Dichas cuentas corresponden exclusivamente a reservas para primas no consumidas y para siniestros, cuyo riesgo de impago es atenuado por la calidad crediticia buena de su nómina de reaseguradores contractuales, acorde a Fitch u otras agencias.

La agencia opina que la renovación de los contratos vigentes en 2022/2023, podrá experimentar cambios en la protección de riesgos de vida colectivos principalmente, considerando las afectaciones registradas por el ramo localmente como para los reaseguradores a escala internacional. Ante ello, la administración de la compañía ha contemplado ya otras opciones de contratos y respaldo de reaseguro, de similar calidad crediticia, en caso de experimentar un cambio drástico en las condiciones de reaseguro para el ramo.

Indicadores Relevantes

(CRC Millones)	2020	2021
Reservas de Riesgos en Curso/Reservas Técnicas Netas (%)	85,2	84,5
Reservas de Siniestros /Reservas Técnicas Netas (%)	14,8	15,5
Reservas de Siniestros/ Patrimonio (x) ^a	0,5	0,4
Reservas de Siniestros/ Siniestros Incurridos (x)	0,6	0,4
Siniestros Pagados/ Siniestros Incurridos (x)	3,0	2,7

^aApalancamiento de reservas. x = veces.
Fuente: Fitch Ratings, Adisa.

Indicadores Relevantes

(CRC Millones)	2020	2021
Primas Retenidas/Primas Netas (%)	46,5	53,3
Cuentas por Cobrar Reaseguradores/ Patrimonio (%)	119,4	84,5

Fuente: Fitch Ratings, Adisa.

Apéndice A: Comparativo de Pares

A continuación, se resumen otras consideraciones técnicas que también son parte de los criterios de calificación de Fitch.

Enfoque de Grupo Aplicable a la Calificación

No aplica.

Calificaciones de Corto Plazo

No aplica.

Híbridos — Tratamiento de Patrimonio/Deuda

No aplica.

Riesgo de Transferencia y Convertibilidad (Techo País)

Ninguno.

Variaciones Metodológicas

Ninguna.

Apéndice B: Información Financiera Adicional

Aseguradora del Istmo (Adisa), S.A. — Balance General

(Datos en CRC millones al 31 de diciembre de cada año)	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic2020	Dic2021	Variación 2021-2020 (%)
Activos						
Disponibilidades	11.702	8.160	7.056	8.172	3.743	(6,0)
Inversiones Financieras	3.144	8.817	8.908	9.750	13.110	(54,2)
Primas por Cobrar, Neto	14.629	18.661	21.151	20.902	21.821	4,4
Otras Cuentas por Cobrar	159	93	1.765	1.725	1.596	(7,4)
Participación del Reaseguro en Provisiones Técnicas	13.105	17.723	18.389	16.351	12.376	(24,3)
Bienes muebles e inmuebles	109	112	148	124	149	19,4
Otros Activos	2.354	3.152	3.556	3.111	3.405	9,5
Total Activo	45.202	56.717	60.973	60.135	56.200	(6,5)
Pasivo						
Obligaciones por derecho de uso	0	0	0	0	44	—
Obligaciones con Asegurados	65	76	51	117	0	(100,0)
Provisiones para Primas No Devengadas y Beneficios	12.895	16.770	17.328	17.890	18.730	4,7
Provisiones para Sinistros	3.440	5.709	6.420	7.590	5.015	(33,9)
Cuentas Acreedoras y Deudoras por Operaciones de Reaseguro	15.776	16.897	15.958	10.635	8.265	(22,3)
Obligaciones con Asegurados e Intermediarios	2.664	3.379	3.817	3.748	3.722	(0,7)
Cuentas por Pagar y Provisiones	1.227	1.718	3.684	4.847	3.880	(20,0)
Otros Pasivos	1.702	2.686	2.866	1.607	1.359	(15,4)
Total Pasivos	37.768	47.235	50.124	46.435	41.016	(11,7)
Patrimonio						
Capital Social Pagado	4.190	6.583	6.583	6.583	6.583	0,0
Aportes Patrimoniales No Capitalizados	904	0	0	0	0	—
Ajustes Al Patrimonio	31	(27)	(111)	4	4	(11,8)
Reservas Patrimoniales	149	179	328	422	618	46,2
Resultados Acumulados	870	939	2.746	4.049	6.499	60,4
Resultado Neto del Ejercicio	1.290	1.808	1.303	2.640	1.485	(43,8)
Total Patrimonio	7.434	9.482	10.849	13.700	15.184	10,8
Total Pasivo y Patrimonio	45.202	56.717	60.973	60.135	56.200	(6,5)

Fuente: Fitch Ratings, Adisa.

Aseguradora del Istmo (Adisa), S.A. – Estado de Resultados

(Datos en CRC millones al 31 de diciembre de cada año)	Dic 2017	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020	Dic 2021	Variación 2021-2020 (%)
Primas Emitidas Netas	23.939	30.285	31.115	31.412	33.513	6,7
Primas Cedidas	(18.546)	(22.648)	(22.550)	(16.805)	(15.659)	(6,8)
Primas Retenidas	5.392	7.637	8.565	14.607	17.854	22,2
Variación en Provisiones Técnicas	(169)	(1.412)	(700)	(3.594)	(2.002)	(44,3)
Primas Devengadas	5.223	6.225	7.865	11.013	15.853	43,9
Siniestros Pagados	(3.419)	(3.815)	(5.124)	(5.988)	(9.623)	60,7
Siniestros y Gastos Recuperados por Reaseguro	2.818	2.896	3.504	3.984	6.045	51,7
Siniestros Retenidos	(602)	(919)	(1.620)	(2.004)	(3.577)	78,5
Gastos por Comisiones y Participaciones	(3.126)	(3.701)	(4.162)	(4.503)	(5.541)	23,0
Ingresos por Comisiones y Participaciones	2.919	3.534	4.246	3.257	2.113	(35,1)
Gastos de Administración	(1.700)	(1.993)	(2.321)	(2.435)	(2.863)	17,6
Ingresos de Operación Diversos	38	16	151	806	480	(40,4)
Gastos de Operación Diversos	(1.417)	(1.948)	(2.539)	(4.165)	(5.203)	24,9
Resultado de Operación	1.334	1.215	1.619	1.969	1.261	(36,0)
Ingresos Financieros	857	1.943	2.005	3.072	1.709	(44,4)
Gastos Financieros	(364)	(669)	(1.733)	(1.112)	(648)	(41,7)
Ingreso Financiero, Neto	493	1.274	272	1.960	1.061	(45,9)
Otros Ingresos	—	90	23	83	59	(29,3)
Otros Gastos	(40)	—	(30)	(106)	(259)	145,4
Otros Ingresos(Gastos), Neto	(40)	90	(7)	(22)	(200)	798,0
Resultado antes de Impuestos	1.787	2.578	1.883	3.907	2.121	(45,7)
Impuesto sobre la Renta y Aporte Solidaridad	(429)	(676)	(432)	(1.172)	(636)	(45,7)
Resultado Neto	1.358	1.903	1.452	2.735	1.845	(45,7)

Fuente: Fitch Ratings, Adisa.

Las calificaciones mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor calificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones siguiendo este enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de calificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en www.fitchratings.com bajo el apartado de Definiciones de Calificación. Las calificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad calificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de calificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.

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 USD 1,000 a USD 750,000 (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 USD 10,000 y USD 1,500,000 (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.

Fitch Ratings, Inc. está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (en inglés, U.S. Securities and Exchange Commission) como una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"; *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*). Aunque ciertas subsidiarias de calificación crediticia de la NRSRO están enlistadas en el ítem 3 del documento "Form NRSRO" y, como tales, están autorizadas para emitir calificaciones crediticias en nombre de la NRSRO (ver <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), otras subsidiarias no están enlistadas en el documento "Form NRSRO" (las "no NRSRO") y, por tanto, las calificaciones crediticias emitidas por estas subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de calificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

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".

Derechos de autor © 2022 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.