

Compañía de Seguros Generales Penta-Security S.A.

Penta-Security

F Ygi a Yb'9 YW Hjj c

Clasificación

Nacional
Obligaciones AA-(cl)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Compañía de Seguros Generales Penta-Security S.A.

(USD millones)	30 sep 2015	30 sep 2014
Activos	543,64	587,02
Prima Suscrita	231,7	271,13
PRND	119,98	134,84
Reservas Técnicas	390,34	396,56
Patrimonio	58,85	70,12
ROA (%)	0,7	1,8
ROE (%)	6,4	15,3

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

Factores Clave de la Clasificación

Cambio de Propiedad: Fitch Ratings resolvió el Rating Watch Positivo producto de la finalización exitosa de la toma de control de Compañía de Seguros Generales Penta-Security S.A. (Penta-Security) por parte de Liberty International Holding, que resultó en un incremento en la clasificación asignada. La clasificación incorpora la opinión favorable de Fitch respecto a la capacidad y disposición que ha mostrado el grupo Liberty para otorgar soporte patrimonial a la operación local en caso de ser requerido. El soporte provendría de Liberty Mutual Insurance, principal aseguradora del grupo, clasificada en escala internacional en 'BBB+' por la agencia.

Posición de Liderazgo en Industria Local: Si bien las operaciones locales de Liberty Compañía de Seguros Generales (Liberty) y Penta-Security se mantendrían separadas en una etapa inicial, su fusión en el mediano plazo posicionaría al grupo como el de mayor tamaño en la industria local, con una prima suscrita estimada cercana al 17% de la industria de seguros generales. Fitch considera que uno de los principales desafíos del grupo es consolidar las sinergias operacionales y comerciales potenciales, logrando retener el primaje mantenido por cada compañía de forma individual.

Diversificación de Prima: El primaje de Penta-Security mantiene una diversificación apropiada y complementa adecuadamente el perfil de negocios de Liberty. Pese a la mezcla amplia de productos, la compañía ha mostrado un mayor enfoque en negocios de *property* y vehículos, ramos que representaron 70,7% del primaje a septiembre de 2015. Fitch prevé que una fusión potencial de las operaciones con Liberty significaría mantener un nivel de diversificación y enfoque de negocios similar al actual, cuyas principales diferencias radican hoy en la mezcla de canales de distribución más que en la de productos.

Endeudamiento Alto: El apalancamiento se ha mantenido estable y ha sido analizado por Fitch como elevado en relación con el comportamiento de la industria y lo contemplado por la categoría de riesgo vigente. A septiembre de 2015, el índice prima retenida neta ganada a patrimonio alcanzó 2,7 veces (x), mientras que la industria promedió 2,0x. La agencia espera que futuras reducciones en los indicadores provengan de mejores resultados operacionales, considerando que aportes de capital fresco no se esperan en el corto plazo.

Tendencia Decreciente en Resultados: A septiembre de 2015, la utilidad neta fue de CLP1.986 millones, 57,1% inferior a la de septiembre de 2014, resultando en una rentabilidad sobre activos de 0,7% y sobre patrimonio de 6,4%. Los menores resultados han estado influidos por resultados operacionales más bajos (por mayor siniestralidad del período) y una contribución de los ingresos financieros menor, afectados por la desvalorización tras los incrementos de tasas durante el 2015. En términos operacionales, el índice combinado se ubicó en 105,2%, mientras que en igual período de 2014 alcanzó 101,6%.

Sensibilidad de la Clasificación

Perspectiva Estable: La Perspectiva se sustenta en el mantenimiento de parámetros de suscripción y tarificación adecuados, así como de políticas de endeudamiento, inversión y estructura de reaseguros estables, con lo cual Fitch no prevé cambios significativos en las principales variables de clasificación. Pese a ello, la agencia estará atenta al proceso de gestión de ambas compañías por separado y la fusión potencial de estas en el mediano plazo. También observará la evolución del endeudamiento, cartera de inversiones y resultados operacionales, variables que, de mostrar un deterioro sostenido, presionarían la clasificación asignada.

Informe Relacionado

Outlook 2016: Seguros Generales Chile (Enero 27, 2016).

Analistas

Carolina Alvarez
+56 2 2499 3321
carolina.alvarez@fitchratings.com

Rodrigo Salas
+56 2 2499 3309
rodrigo.salas@fitchratings.com

Compañía de Seguros Generales Penta-Security S.A.

Penta-Security

Análisis de Riesgo

Clasificación

Nacional
Obligaciones AA-(cl)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Compañía de Seguros Generales Penta-Security S.A.

(USD millones)	30 sep 2015	30 sep 2014
Activos	543,64	587,02
Prima Suscrita	231,7	271,13
PRND	119,98	134,84
Reservas Técnicas	390,34	396,56
Patrimonio	58,85	70,12
ROA (%)	0,7	1,8
ROE (%)	6,4	15,3

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

Factores Clave de la Clasificación

Cambio de Propiedad: Fitch Ratings resolvió el Rating Watch Positivo producto de la finalización exitosa de la toma de control de Compañía de Seguros Generales Penta-Security S.A. (Penta-Security) por parte de Liberty International Holding, que resultó en un incremento en la clasificación asignada. La clasificación incorpora la opinión favorable de Fitch respecto a la capacidad y disposición que ha mostrado el grupo Liberty para otorgar soporte patrimonial a la operación local en caso de ser requerido. El soporte provendría de Liberty Mutual Insurance, principal aseguradora del grupo, clasificada en escala internacional en 'BBB+' por la agencia.

Posición de Liderazgo en Industria Local: Si bien las operaciones locales de Liberty Compañía de Seguros Generales (Liberty) y Penta-Security se mantendrían separadas en una etapa inicial, su fusión en el mediano plazo posicionaría al grupo como el de mayor tamaño en la industria local, con una prima suscrita estimada cercana al 17% de la industria de seguros generales. Fitch considera que uno de los principales desafíos del grupo es consolidar las sinergias operacionales y comerciales potenciales, logrando retener el primaje mantenido por cada compañía de forma individual.

Diversificación de Prima: El primaje de Penta-Security mantiene una diversificación apropiada y complementa adecuadamente el perfil de negocios de Liberty. Pese a la mezcla amplia de productos, la compañía ha mostrado un mayor enfoque en negocios de *property* y vehículos, ramos que representaron 70,7% del primaje a septiembre de 2015. Fitch prevé que una fusión potencial de las operaciones con Liberty significaría mantener un nivel de diversificación y enfoque de negocios similar al actual, cuyas principales diferencias radican hoy en la mezcla de canales de distribución más que en la de productos.

Endeudamiento Alto: El apalancamiento se ha mantenido estable y ha sido analizado por Fitch como elevado en relación con el comportamiento de la industria y lo contemplado por la categoría de riesgo vigente. A septiembre de 2015, el índice prima retenida neta ganada a patrimonio alcanzó 2,7 veces (x), mientras que la industria promedió 2,0x. La agencia espera que futuras reducciones en los indicadores provengan de mejores resultados operacionales, considerando que aportes de capital fresco no se esperan en el corto plazo.

Tendencia Decreciente en Resultados: A septiembre de 2015, la utilidad neta fue de CLP1.986 millones, 57,1% inferior a la de septiembre de 2014, resultando en una rentabilidad sobre activos de 0,7% y sobre patrimonio de 6,4%. Los menores resultados han estado influidos por resultados operacionales más bajos (por mayor siniestralidad del período) y una contribución de los ingresos financieros menor, afectados por la desvalorización tras los incrementos de tasas durante el 2015. En términos operacionales, el índice combinado se ubicó en 105,2%, mientras que en igual período de 2014 alcanzó 101,6%.

Sensibilidad de la Clasificación

Perspectiva Estable: La Perspectiva se sustenta en el mantenimiento de parámetros de suscripción y tarificación adecuados, así como de políticas de endeudamiento, inversión y estructura de reaseguros estables, con lo cual Fitch no prevé cambios significativos en las principales variables de clasificación. Pese a ello, la agencia estará atenta al proceso de gestión de ambas compañías por separado y la fusión potencial de estas en el mediano plazo. También observará la evolución del endeudamiento, cartera de inversiones y resultados operacionales, variables que, de mostrar un deterioro sostenido, presionarían la clasificación asignada.

Informe Relacionado

Outlook 2016: Seguros Generales Chile (Enero 27, 2016).

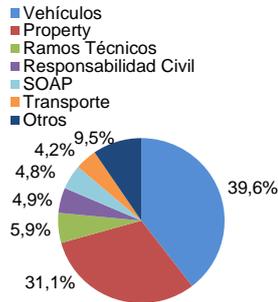
Analistas

Carolina Alvarez
+56 2 2499 3321
carolina.alvarez@fitchratings.com

Rodrigo Salas
+56 2 2499 3309
rodrigo.salas@fitchratings.com

Mezcla de Negocios Penta-Security

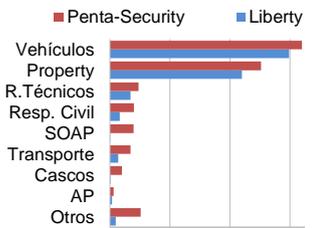
Prima suscrita a septiembre de 2015



Resp.: responsabilidad.
Fuente: SVS y Fitch.

Comparación de Mezcla de Productos

Septiembre 2015



(CLP millones) 0 20.000 40.000 60.000
Resp.: responsabilidad. R.: ramos.
AP: accidentes personales.
Fuente: SVS y Fitch.

Gobierno Corporativo

Con base en los criterios de Fitch, las políticas de gobierno corporativo no generan un beneficio en la clasificación asignada; sin embargo, pueden presionarla a la baja en caso de ser deficientes. Cumpliendo con el marco normativo de gobierno corporativo, Fitch considera que Penta-Security cumple adecuadamente con los estándares requeridos de gobierno corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas.

Presentación de Cuentas

Los estados financieros a diciembre de 2014 fueron auditados por Deloitte sin observaciones.

Metodología Relacionada

[Metodología para la Clasificación de Riesgo de las Obligaciones de Compañías de Seguros](#)

Tamaño y Posición de Mercado

Posicionamiento Fuerte del Grupo a Nivel Consolidado

- Prima Afectada por Menor Venta en Líneas Técnicas y SOAP
- Perfil Multiproducto
- Fusión Posicionaría a la Compañía como Actor Líder en la Industria
- Canales de Distribución Se Mantendrían en Proporciones Similares

Prima Afectada por Menor Venta en Líneas Técnicas y SOAP

Penta-Security muestra un retroceso leve en primas, de 0,3% respecto a septiembre de 2014. La disminución en la participación de mercado fue gatillada principalmente por la menor venta tanto en las líneas técnicas (23,2% menor que a septiembre 2014), a causa del dinamismo inferior de la economía, como en SOAP (17,9% menor). La línea vehicular presentó un crecimiento de 8,4%, que permitió mitigar en parte la caída en el primaje total.

La menor venta a septiembre de 2015 significó un retroceso leve en su posición de mercado, alcanzando 9,9% de la prima suscrita total frente a 11,0% obtenido en el tercer trimestre del 2014. Sin embargo, la compañía se mantuvo posicionada dentro del grupo de las cinco entidades de mayor tamaño en el mercado local.

Perfil Multiproducto

Penta-Security mantiene un perfil multiproducto, observándose una mayor concentración en líneas de *property* y vehículos, que representan conjuntamente 70,7% de la cartera de negocios. A septiembre de 2015, el crecimiento en vehículos posicionó a la línea como aquella de mayor tamaño dentro del portafolio (39,6%), mientras que *property* se mantuvo estable como la segunda de mayor tamaño (31,1%).

El comportamiento de las ventas de las principales líneas de negocio ha permitido a la compañía mantener estable su posición de mercado, situándose como la tercera de mayor tamaño en el segmento vehicular y la cuarta en *property*, con 13,7% y 9,0% de la prima total de cada segmento respectivamente.

Fusión Posicionaría a la Compañía como Actor Líder en la Industria

La materialización de la compra de Penta-Security por parte del grupo Liberty ubicaría a la operación conjunta como el grupo asegurador de mayor tamaño en el mercado de seguros generales, con 17,2% de las primas suscritas a septiembre de 2015. Dada la mezcla de negocios de Liberty, las operaciones conjuntas continuarían con un enfoque de negocios orientado a las líneas vehiculares y *property*, las cuales actualmente representan 44,0% y 33,5% de la posición conjunta.

Pese a lo anterior y si bien se espera que las compañías funcionen de manera separada en una etapa inicial, Fitch considera que el mayor desafío para el grupo será consolidar las sinergias comerciales, reteniendo la posición de mercado individual que actualmente ostentan ambas entidades. Dicho escenario es observado por la agencia como altamente desafiante frente a un mercado altamente competitivo.

Canales de Distribución se Mantendrían en Proporciones Similares

Los canales de distribución mantienen un perfil multicanal, destacando una participación regional importante (más del 20% de la venta), pese a que Santiago (agentes) todavía concentra cerca de 60% del primaje. Fitch no espera variaciones sustanciales en la composición de distribución por canal como resultado de la materialización de la venta de la compañía, considerando que Liberty mantiene también una importante participación regional.

Estructura de Propiedad Beneficia la Clasificación

La clasificación incorpora la materialización del cambio de propiedad de Penta-Security ocurrido el 14 de enero de 2016. A través de esto, la totalidad de la compañía pasó a ser parte del grupo Liberty International Holding Inc. (Liberty Holding), matriz del grupo estadounidense Liberty Mutual Group (LMG) que, hasta antes de la compra de Penta-Security, participaba en el mercado local mediante su filial Liberty Compañía de Seguros Generales S.A. (Liberty).

El cambio en la clasificación incorpora la opinión de Fitch respecto de la disposición y capacidad de Liberty Mutual Group a través de Liberty Mutual Insurance Co. (LMI; clasificada en escala internacional por Fitch en 'BBB+' con Perspectiva Estable) de apoyar patrimonialmente las operaciones del grupo en el mercado local. Ello se constituye en un beneficio por soporte sobre una clasificación de Penta-Security que anteriormente había considerado solo su perfil financiero intrínseco.

Liberty Mutual Group opera bajo una estructura de mutual y desarrolla su actividad sobre cuatro líneas de negocios estratégicas; segmento de personas, segmento comercial, segmento de líneas especiales, y operaciones internacionales. Si bien sus operaciones se concentran mayoritariamente en el mercado norteamericano, mantiene operaciones activas en 30 países, incorporando Europa, Asia y América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México, Puerto Rico, Ecuador y Venezuela). En tanto, su actividad internacional se agrupa en dos líneas centrales: *country operations*, que corresponde a actividades directas en líneas personales y comerciales en los distintos países en que mantiene oficinas; y *Liberty International Underwriters* (LIU), que corresponde a líneas de negocio especializadas y de reaseguro.

La materialización de la compra por parte de Liberty Holding significó cambios en los equipos gerenciales de ambas compañías, quedando estas bajo un mismo equipo directivo a cargo de maximizar las sinergias potenciales. Ambas compañías se posicionan como actores relevantes en la industria local de seguros generales, manteniendo una participación de mercado de 9,9% y 7,3% (Penta-Security y Liberty respectivamente).

Perfil de la Industria y Ambiente Operativo

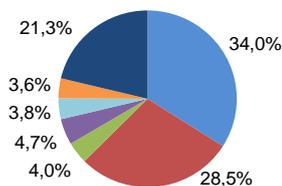
La industria de seguros en Chile se desenvuelve en un marco operativo maduro, evidenciando una tendencia favorable moderada en términos de penetración (4,2% del PIB) y densidad de seguros (USD612). Si bien dichos indicadores se mantienen bastante superiores a la media de la región (densidad promedio de USD200 y penetración promedio de 2,2% del PIB), estos aún siguen alejados de las economías de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (en rangos de 8% de penetración) y presentando atractivos espacios de crecimiento.

El segmento de seguros generales representa aproximadamente un tercio de la prima total del mercado y ha sostenido históricamente una penetración de seguros en torno a 1,4% del PIB, la cual Fitch proyecta estable para el corto plazo. Si bien los segmentos de *property* y vehículos concentran la mayor proporción del primaje de segmento de seguros generales (61,4% a septiembre de 2015), la industria mantiene una diversificación balanceada y estable de prima por línea de negocios y, a su vez, niveles de concentración moderados, favoreciendo la competitividad.

Durante el año 2015, el segmento de seguros generales continuó mostrando un deterioro en los principales indicadores de margen técnico y rentabilidad, sobre todo como consecuencia de una intensa competencia de mercado y una presión tarifaria que se ha intensificado más allá de los criterios eminentemente técnicos que han caracterizado a la industria. A su vez, durante 2015, el alza de tasas de interés de referencia a nivel local limitó el aporte a resultado neto que históricamente provenía de los ingresos financieros, por efecto de la revalorización de inversiones.

Mezcla de Productos de la Industria

Prima total seguros generales
CLP1.637.844, septiembre de 2015



Resp.: responsabilidad.
Fuente: SVS y Fitch.

La industria de seguros generales ha mantenido históricamente una protección de reaseguros sólida, limitando adecuadamente los siniestros netos frente a eventos de severidad, particularmente catastróficos. La industria mantiene tasas de retención en rangos acotados, especialmente en aquellos segmentos de mayor exposición, manteniendo un índice de retención agregado estable que, a septiembre de 2015, alcanzó 59,1% de la prima directa.

A pesar de su madurez, la industria de seguros generales mostró una actividad alta durante el año 2015. El segmento de seguros generales, en particular, enfrentó los efectos colaterales de anuncios de fusiones y adquisiciones de grupos aseguradores internacionales que cuentan con operaciones en el país, así como el interés manifestado por grupos aseguradores internacionales en ingresar como socios al mercado local o que buscan expandir su operación en el país vía adquirentes. En consideración de procesos históricos, se espera, en una primera etapa, una redistribución del primaje entre compañías, lo que, considerando el panorama de compras actuales, debería entregar una concentración de prima mayoritariamente asociada a aseguradoras internacionales (entre 85% y 90%).

Análisis Comparativo

Análisis Comparativo

	Clasificación	Participación de Mercado Prima Suscrita (%)	Activos (CLP millones)	Índice Combinado (%)	Índice Operacional (%)	Costos Admón./PRNG (%)	ROAA (%)	ROAE (%)	Pasivo Exigible/Patrimonio (veces)	PRNG /Patrimonio (veces)
Penta-Security	AA- (cl)	9,9	379.849	105,2	104,1	23,0	0,7	6,4	4,04	2,72
Liberty	AA-(cl)	7,3	273.987	109,5	107,1	24,2	-2,0	-12,8	4,03	2,99
BCI Generales	AA(cl)	13,1	362.636	97,7	95,3	20,8	3,3	18,6	4,28	3,49
Consortio Generales	A+(cl)	2,9	84.929	103,6	100,8	19,0	1,1	4,9	3,02	2,82
Magallanes Generales	AA-(cl)	8,0	256.484	104,9	103,3	20,2	0	-0,1	3,62	2,74
Chilena Consolidada	NRF	5,9	225.584	107,7	105,2	29,0	-1,1	-8,6	3,97	2,77

NRF: No clasificado por Fitch. PRNG: prima retenida neta ganada.
Fuente: SVS y estimaciones de Fitch.

A septiembre de 2015, la industria de seguros generales mostró un crecimiento en prima anual de 11,0%, impulsado principalmente por las líneas de *property* (20,2%) y vehículos (10,3%). Los resultados de la industria se mantuvieron positivos (CLP1.986 millones); sin embargo, estuvieron por debajo de lo exhibido a septiembre de 2014, influidos principalmente por un ajuste de reservas mayor, costos de administración más altos e ingresos por inversiones inferiores. Los indicadores de rentabilidad sobre activos (ROAA) y sobre patrimonio (ROAE) fueron de 0,7% y 6,4%, respectivamente, inferiores a lo presentado en igual trimestre de 2014 (ROAA: 0,5% y ROAE: 4,8%).

Los márgenes operacionales continúan mostrándose ajustados sobre un mercado que ha mantenido niveles altos de competitividad y donde los costos de siniestros (especialmente en vehículos) han presentado un incremento relevante con ajustes lentos en precios. La mayor siniestralidad promedio del sistema implicó un deterioro en los índices operacionales, con un índice combinado que sobrepasó el 100% tanto para Penta-Security como para la industria, situándose en 105,2% y 107,1%, respectivamente.

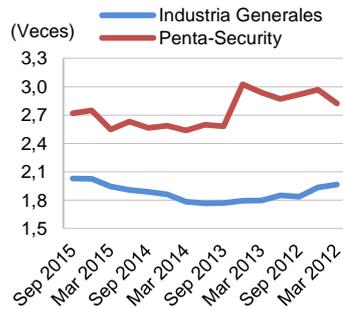
Los niveles de apalancamiento de la compañía y su grupo par son superiores al promedio de la industria, explicados por la mayor influencia que mantiene la línea vehicular en sus carteras. A septiembre de 2015, el promedio de prima retenida devengada a patrimonio del grupo comparable fue de 2,9x, y para Penta-Security de 2,7x, mientras la industria mostró un índice de 2,0x.

Capitalización y Apalancamiento

(CLP millones)	Sep 2015	Sep 2014	Dic 2014	Dic 2013	Dic 2012	Expectativas de Fitch
Pasivo Exigible ^a /Patrimonio (veces)	4,04	3,79	4,03	4,37	4,22	Fitch no prevé variaciones significativas en el nivel de endeudamiento en consideración de las proyecciones de crecimiento y políticas de la compañía.
Reservas/Pasivo Exigible ^a (veces)	0,81	0,77	0,75	0,71	0,78	
Utilidad Retenida/Patrimonio (%)	0,35	0,37	0,36	0,32	0,35	
PRNG/Patrimonio (veces)	2,72	2,56	2,63	2,60	2,87	

^a Pasivo incorpora descuento por la participación del reaseguro en reservas.
Fuente: SVS y estimaciones de Fitch.

Endeudamiento Operacional



Fuente: SVS y Fitch.

Apalancamiento Comparativamente Elevado

- Endeudamiento en la Cota Superior de lo Considerado por la Clasificación
- Estructura Patrimonial Estable
- Inversión en Renta Variable Agrega Mayor Volatilidad a Resultados

Endeudamiento en la Cota Superior de lo Considerado por la Clasificación

A septiembre de 2015, los indicadores de endeudamiento se mantuvieron en la cota superior de lo presentado por su grupo comparable y bastante superiores al promedio de la industria de seguros generales. El índice de pasivos exigibles a patrimonio se sitúa en 4,0x, mientras que su grupo comparativo promedió 3,8x y la industria de seguros generales, 3,0x. El índice de endeudamiento operacional prima retenida neta ganada a patrimonio mostró un comportamiento similar, quedando Penta-Security (2,7x) levemente por debajo del promedio de compañías comparables (2,9x), aunque aún por sobre el promedio de la industria (2,0x).

Los indicadores de endeudamiento altos son consistentes con la mezcla de negocios de la compañía. Sin embargo, Fitch considera que estos se encuentran en la cota superior de lo contemplado por la categoría de riesgo asignada. Cabe señalar que la compañía compradora Liberty mantiene en su gestión local un nivel de endeudamiento similar, por lo que la agencia prevé que el nivel de endeudamiento de la gestión conjunta se mantendría en parámetros similares a lo observado a la fecha. Considerando lo anterior, Fitch espera que futuras disminuciones en los índices de apalancamiento sean promovidas por incrementos en los resultados operacionales de la compañía.

Estructura Patrimonial Estable

A septiembre de 2015, la estructura del patrimonio mantenía su comportamiento histórico: 64,6% representado por capital pagado y 35,4% por resultados acumulados de períodos anteriores. Al igual que en períodos pasados, la compañía muestra una provisión por pago de dividendos equivalente a 30% de las utilidades, lo cual está alineado a los requerimientos regulatorios. Debido a la estructura de propiedad (sin inversionistas minoritarios), la estructura de pago de capital podría variar en el corto plazo, escenario que será analizado por Fitch. La administración de la compañía no prevé el ingreso de capital fresco en el corto plazo, con lo cual la estructura patrimonial debería mantenerse en parámetros similares.

Inversión en Renta Variable Agrega Mayor Volatilidad a Resultados

La inversión en instrumentos de renta variable, representada en cuotas de fondos extranjeros, se mantuvo estable a septiembre de 2015, representando 4,2% de las inversiones totales y 8,0% del patrimonio. Si bien Fitch considera que esta no significa una presión adicional a la solvencia de la compañía, sí la observa como un factor de mayor volatilidad en resultados y, por ende, en patrimonio, considerando que tanto compañías comparables como la industria mantienen una proporción muy inferior en esta clase de inversiones (promedio cercano a cero).

Desempeño Operativo

(CLP millones)	Sep 2015	Sep 2014	Dic 2014	Dic 2013	Dic 2012	Expectativas de Fitch
Índice Combinado (%)	105,2	101,6	102,4	101,9	102,9	El incremento en la siniestralidad es considerado por Fitch como temporal, por lo que espera que la compañía retome una tendencia positiva en resultados operacionales en el corto a mediano plazo.
Índice Operacional (%)	104,1	98,2	100,6	100,5	100,8	
Gastos de Administración/PRNG (%)	23,0	21,6	22,6	23,4	26,7	
ROAA (%)	0,7	1,8	1,1	0,7	0,6	
ROEA (%)	6,4	15,3	9,8	6,4	6,1	

PRNG: prima retenida neta ganada.
Fuente: SVS, estimaciones Fitch.

Mayores Costos de Siniestro Afectan Resultados Operacionales

- Tendencia Negativa en Resultados Netos
- Incremento en Costos y Ajuste Lento en Tarifas Afectan Siniestralidad
- Deterioro Temporal en Márgenes Operacionales

Tendencia Negativa en Resultados Netos

Durante el último año la compañía ha mostrado una tendencia negativa en los resultados netos. El menor margen operacional (producto de los mayores costos enfrentados durante el año 2015), así como los menores ingresos financieros, le significaron a Penta-Security registrar una caída en la utilidad de 57,1% (CLP 1.986 millones), traduciéndose en un ROAA de 0,7% y un ROAE de 6,4%, resultados inferiores a lo alcanzado en años previos.

El margen operacional registró una caída de 2,5x en relación a septiembre de 2014, afectado por un costo de siniestro 6,0% superior y un nivel de eficiencia inferior con un indicador gastos de administración a prima retenida neta devengada 1,4% superior.

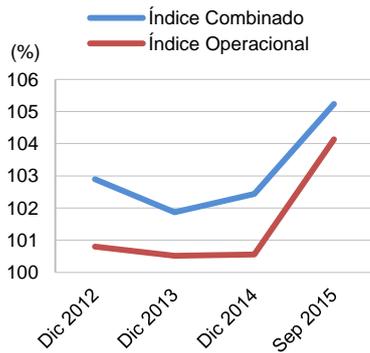
Incremento en Costos y Ajuste Lento en Tarifas Afectan Siniestralidad

Durante el año 2015, los costos de siniestros de la compañía estuvieron influidos por mayores costos en los insumos del proceso (repuestos en línea vehicular) y por los efectos del aluvión del norte que, evaluado como un evento catastrófico que afectó tanto al segmento vehicular como a las líneas de *property*. El mayor costo de siniestro promedio y el ajuste lento en precios (debido a la duración de los contratos) implicaron registrar incrementos en siniestralidad durante el año 2015 (64,8% promedio y 63,3% a septiembre 2015), ubicándose por sobre el promedio histórico (57%) y de la industria (55,6% a septiembre 2015). La mayor siniestralidad provino de las líneas vehiculares y *property*, mayormente afectadas por los eventos observados durante el año. Fitch espera que los indicadores comiencen a estabilizarse una vez que la vigencia y renovación de contratos permita incluir un ajuste de precios.

Deterioro Temporal en Márgenes Operacionales

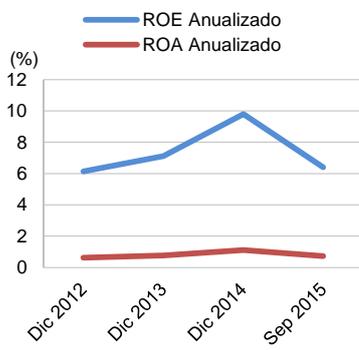
La mayor siniestralidad del período, unido a una eficiencia relativamente menor, significó registrar un retroceso del índice combinado, el cual se situó por sobre el 100% esperado para el tipo de negocio (105,2%). Dicho indicador supera el promedio mostrado los últimos tres cierres de año (102,4% promedio), por lo que Fitch espera que la compañía logre estabilizar sus niveles de siniestralidad en el mediano plazo con el objeto de retomar la tendencia histórica en los resultados operacionales.

Resultados Operacionales



Fuente: SVS y Fitch.

Resultados Netos



Fuente: SVS y Fitch.

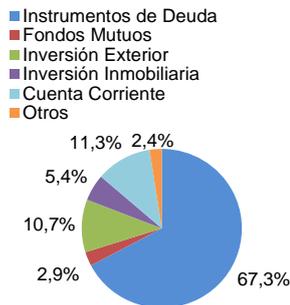
Inversiones y Riesgo de Activos

(CLP millones)	Sep 2015	Sep 2014	Dic 2014	Dic 2013	Dic 2012	Expectativas de Fitch
Cuentas por Cobrar Asegurados/Activos (%)	30,0	33,3	36,2	37,5	32,5	Fitch no prevé cambios significativos en la estructura de inversiones. Pese a ello, esperaría que la participación en títulos de renta variable disminuyera acercándose al comportamiento de la industria, lo que significaría también reducir la actual exposición a volatilidad del patrimonio.
Inversión Financiera/Reservas (%)	27,0	28,4	25,7	27,7	22,6	
Participación Reaseguro/Total de Activos (%)	45,4	42,8	41,6	39,9	47,4	
Retorno Inversiones (%)	1,7	5,2	3,1	2,3	3,4	

Fuente: SVS y estimaciones de Fitch.

Composición de Inversiones Financieras

Septiembre 2015



Fuente: SVS y Fitch.

Inversiones Financieras con Enfoque en Instrumentos de Renta Fija

- Participación de Reaseguradores Concentra Parte Relevante de Activos
- Instrumentos Financieros de Riesgo Crediticio Bajo y Liquidez Alta
- Porción Alta de Títulos de Renta Variable

Participación de Reaseguradores Concentra Parte Relevante de Activos

Coherente con un porcentaje alto de cesión de primaje (22% superior al promedio de compañías comparables), la mayor parte del activo se encuentra asociada a la participación del reasegurador en las reservas de la compañía, representando 45,4% del activo total. Consistente con el tipo de negocios, el porcentaje de primas por cobrar (asociado a primas con plan de pago) también representó una proporción importante, con 30,0% del total de activos. Las inversiones financieras e inmobiliarias (bienes raíces, en su totalidad de uso propio) concentraron una porción relativamente reducida del total de activos (19,4% a septiembre de 2015) y por debajo de la proporción mantenida por compañías comparables y el promedio de la industria relevante. Sin embargo, se sostuvo dentro de los parámetros históricos mantenidos por la compañía.

Instrumentos Financieros de Riesgo Crediticio Bajo y Liquidez Alta

La composición de inversiones financieras mantuvo su enfoque en instrumentos de renta fija local. A septiembre de 2015, 67,3% de la cartera estaba compuesta por títulos de deuda locales emitidos mayoritariamente por instituciones bancarias (41,1%). La liquidez de los instrumentos mantenidos es alta y su duración está alineada a los requerimientos del negocio. El riesgo promedio se mantuvo dentro de los parámetros históricos de la compañía (riesgo de crédito promedio ponderado de AA(cl)), estando además alineado al comportamiento observado en la industria de seguros generales.

Porción Alta de Títulos de Renta Variable

Si bien el perfil del portafolio de inversiones muestra un comportamiento más bien conservador, la compañía continúa manteniendo un porcentaje en activos de renta variable superior al promedio de su grupo comparativo. Dichos activos son incorporados a través de cuotas de fondos extranjeros de subyacente accionario, representativos de 4,2% del total de inversiones y 8,0% del patrimonio. El porcentaje ha mostrado un incremento leve respecto a períodos anteriores; sin embargo, su representatividad sobre el patrimonio aún no es considerada como una presión adicional a la solvencia de la compañía. Asimismo, se incorpora la alta diversificación de los activos involucrados, mismos que son transados en mercados de profundidad y bursatilidad altas.

A septiembre de 2015, los ingresos financieros son positivos, pero inferiores a su promedio histórico. La rentabilidad de inversiones fue de 1,7% mientras que el promedio histórico ha estado en torno a 3,5% aproximadamente.

Adecuación de Reservas

(CLP millones)	Sep 2015	Sep 2014	Dic 2014	Dic 2013	Dic 2012	Expectativas de Fitch
Reservas de Siniestro/Reservas Técnicas (%)	53,4	49,3	46,8	45,9	55,0	Fitch espera que la composición de reservas se mantenga estable en consideración del lineamiento con la normativa vigente y estabilidad en la mezcla de productos.
Reservas Riesgo en Curso/Reservas Técnicas (%)	44,0	49,9	52,5	52,1	43,8	
Superávit Inversiones/Patrimonio (%)	15,8	30,5	12,8	10,5	5,0	
Reservas Ajustadas/PRNG (x)	2,4	2,2	2,2	2,2	2,4	

PRNG: prima retenida neta ganada.
Fuente: SVS y estimaciones de Fitch.

Mayor Siniestralidad Afecta Composición de Reservas

- Mayor Reserva de Insuficiencia de Prima por Incremento en Índice Combinado
- Adecuación de Capital Estable

**Constitución de Reservas
Delineada por Requerimientos
Normativos**

La metodología de constitución de reservas se encuentra delineada por los requerimientos regulatorios locales, los cuales, en general, comparan favorablemente con los de la región y reflejan la visión prudencial del regulador.

Mayor Reserva de Insuficiencia de Prima por Incremento en Índice Combinado

La composición de reservas se encuentra alineada al tipo de negocios realizado por la compañía y a los resultados mostrados por la misma. A septiembre de 2015, 53,4% de las reservas estuvo representado por reservas de siniestro y 44,0%, por reservas de riesgo en curso. Las reservas de insuficiencia de prima (aún representativas de una porción muy inferior en la estructura) mostraron un mayor incremento en relación con el promedio histórico (1,2%), producto de la mayor siniestralidad y su efecto en el índice combinado. Fitch considera que esta mayor proporción es temporal y que, en el mediano plazo, la compañía debería retornar a sus índices de siniestralidad históricos, lo que haría disminuir nuevamente la proporción de esta clase de reservas.

Adecuación de Capital Estable

Los indicadores de solvencia se muestran estables en relación con lo presentado en períodos anteriores. El margen de solvencia estuvo en 46,0% reflejando una holgura acorde con el promedio de compañías comparables. El superávit de inversiones continúa ajustado, representando 15,8% del patrimonio a septiembre de 2015.

Reaseguros

Los índices de cesión de Penta-Security son altos y superiores al promedio de compañías comparables e industria. A septiembre de 2015, la prima cedida equivalió a 46,0% de la prima suscrita, mientras que sus pares comparables registraron una cesión de 23,5% y la industria, de 40,9%. El mayor nivel de cesión sigue respondiendo al mantenimiento de un porcentaje relevante de negocios de *fronting*, representativo aproximadamente de 30% de la prima total.

La renovación reciente de contratos de reaseguro mantuvo las condiciones y estructuras estables en relación con las combinaciones de períodos anteriores, mejorando las condiciones en líneas particulares. La compañía mantiene contratos de reaseguro proporcional de cuota parte y exceso de pérdida que limitan adecuadamente la exposición a severidades por línea de negocios. Lo anterior es complementado con contratos no proporcionales operativos y catastróficos, los cuales protegen de manera apropiada la proporción retenida, con una exposición máxima catastrófica de 0,6% del patrimonio total.

El riesgo de contraparte se encuentra mitigado en consideración del riesgo y reputación de los reaseguradores contratados, los cuales cuentan con clasificaciones crediticias sólidas y prestigio internacional.

Composición de Prima Cedida

Septiembre 2015

Reasegurador	País de Origen	Prima Cedida (CLP millones)	Total Cedido (%)	Clasificación Crediticia
Lloyds	Inglaterra	19.250	25,9	AA-
Munchener	Alemania	16.018	21,5	AA-
Swiss Re	Estados Unidos	6.058	8,1	AA-
Mapfre Re	España	5.948	8,0	A-
XL Re	Inglaterra	3.020	4,1	A
Everest	Estados Unidos	2.814	3,8	A+
Hannover	Alemania	2.492	3,3	A+
QBE Ins.	Inglaterra	2.345	3,2	A+
AIG	Inglaterra	1.496	2,0	A+
HDI-Gerling	Alemania	1.421	1,9	A
Otros	-	13.558	18,2	-

Fuente: SVS.

Apéndice A: Información Financiera Adicional

Compañía de Seguros Generales Penta Security						
Balance General (CLP millones)	Sep 2015	Sep 2014	Dic 2014	Dic 2013	Dic 2012	Dic 2011
Activos Liquidables	73.747	67.461	60.978	61.283	49.953	54.430
Efectivo Equivalente	10.419	2.511	2.496	11.353	4.046	3.546
Instrumentos Financieros	63.328	64.950	58.482	49.930	45.907	50.884
Otras Inversiones	0	0	0	0	0	0
Avance Pólizas	0	0	0	0	0	0
Cuenta Única de Inversión	0	0	0	0	0	0
Participaciones Grupo	0	0	0	0	0	0
Inversiones Inmobiliarias	0	0	0	0	0	0
Propiedades de Inversión	0	0	0	0	0	0
Leasing	0	0	0	0	0	0
Otras Financieras	0	0	0	0	0	0
Cuentas de Seguros	286.433	267.516	278.274	269.777	250.667	249.385
Deudores Prima	95.995	102.469	106.763	114.730	87.588	79.856
Deudores Reaseguro	14.109	11.636	14.353	10.644	9.304	10.191
Deudores Coaseguro	3.698	2.928	8.387	5.274	5.044	4.680
Participación Reaseguro en Reservas	172.632	150.483	148.771	139.129	148.731	154.658
Activo Fijo	5.310	4.869	5.272	4.327	3.723	3.240
Otros Activos	14.358	11.909	13.264	12.944	9.206	7.457
Total Activos	379.849	351.755	357.788	348.330	313.549	314.512
Reservas Técnicas	272.737	237.625	237.565	220.901	221.348	223.206
Riesgo en Curso	120.015	118.545	124.756	115.057	97.044	84.060
Matemáticas	0	0	0	0	0	0
Matemáticas Seguro de Invalidez y Supervivencia	0	0	0	0	0	0
Rentas Vitalicias	0	0	0	0	0	0
Rentas Privada	0	0	0	0	0	0
Reserva de Siniestros	145.521	117.243	111.131	101.415	121.824	137.780
Reservas Seguros con Cuenta Única de Inversión	0	0	0	0	0	0
Otras Reservas	7.201	1.837	1.678	4.429	2.480	1.366
Pasivo Financiero	758	390	0	24	0	3.295
Cuentas de Seguros	51.119	55.149	59.406	71.806	47.490	47.287
Deudas por Reaseguro	37.315	43.215	46.509	52.041	36.323	38.666
Prima por Pagar Coaseguro	1.279	2.916	3.052	6.499	5.815	4.228
Otros	12.525	9.019	9.846	13.266	5.352	4.394
Otros Pasivos	14.113	16.573	19.282	16.654	13.161	9.696
Total Pasivos	338.728	309.737	316.254	309.385	282.000	283.484
Capital Pagado	26.579	26.579	26.579	26.579	20.553	20.553
Reservas	0	0	0	0	0	0
Utilidad (Pérdida) Retenida	14.542	15.440	14.956	12.367	10.996	10.664
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	(190)
Patrimonio	41.121	42.018	41.534	38.945	31.550	31.028
Estado de Resultado (CLP millones)	Sep 2015	Sep 2014	Dic 2014	Dic 2013	Dic 2012	Dic 2011
Prima Retenida	87.487	83.567	110.923	107.166	94.786	87.307
Prima Directa y Aceptada	161.907	162.467	225.672	211.699	189.207	192.567
Prima Cedida	74.420	78.901	114.749	104.532	94.421	105.261
Variación Reservas	3.654	2.767	1.554	6.009	4.221	8.786
Costo de Siniestro	53.105	45.683	62.557	56.848	52.708	44.542
Siniestro Directo y Aceptado	111.740	91.760	114.701	71.236	119.481	48.670
Siniestro Cedido	58.636	46.076	52.144	14.387	66.773	4.128
Resultado Intermediación	9.751	9.931	12.385	12.571	9.702	5.595
Costo de Suscripción	20.421	19.348	25.657	23.336	21.893	17.130
Ingresos por Reaseguro	10.670	9.417	13.272	10.764	12.191	11.535
Otros Gastos	6.090	9.004	12.403	9.985	6.590	0
Margen de Contribución	14.887	16.181	22.024	21.753	21.566	28.383
Costo de Administración	19.272	17.433	24.689	23.641	24.184	24.566
Resultado Inversiones	923	2.675	2.061	1.371	1.899	677
Resultado Técnico de Seguros	(3.463)	1.422	(603)	(517)	(720)	4.494
Otros Ingresos y Gastos	3.344	2.095	2.850	2.474	2.597	619
Neto Unidades Reajustables	1.807	1.368	1.918	700	243	18
Corrección Monetaria				240	19	(181)
Resultado antes de Impuesto	1.688	4.884	4.165	2.898	2.139	4.951
Impuestos	(297)	251	223	391	220	1.043
Resultado Neto	1.986	4.634	3.942	2.506	1.919	3.908

Fuente: SVS.

Categorías de Clasificación de Riesgo

(Según Norma de Carácter General N° 62)

Las obligaciones de compañías de seguros se clasificarán en atención al riesgo de incumplimiento de las mismas, en categorías AAA(cl), AA(cl), A(cl), BBB(cl), BB(cl), B(cl), C(cl), D(cl) y E(cl), conforme a las definiciones establecidas a continuación.

Categoría AAA(cl): Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan la más alta capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría AA(cl): Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una muy alta capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría A(cl): Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una buena capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BBB(cl): Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una capacidad de cumplimiento suficiente en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BB(cl): Corresponde a las obligaciones de seguros que cuentan con capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, pero esta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el cumplimiento de dichas obligaciones.

Categoría B(cl): Corresponde a las obligaciones de seguros que cuentan con la mínima capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, pero esta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo el emisor incurrir en incumplimiento de dichas obligaciones.

Categoría C(cl): Corresponde a las obligaciones de seguros que no cuentan con una capacidad de cumplimiento suficiente en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de que el emisor incurra en incumplimiento de dichas obligaciones.

Categoría D(cl): Corresponde a las obligaciones de seguros que no cuentan con capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, y presentan falta de pago de dichas obligaciones.

Categoría E(cl): Corresponde a las obligaciones de seguros cuyo emisor no posee información suficiente o no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación.

Con todo, las entidades clasificadoras podrán distinguir cada categoría con los signos "+" o "-". El signo "+" se usará para distinguir las obligaciones de los aseguradores con un menor riesgo de incumplimiento, en tanto que el signo "-" se utilizará para designar las obligaciones de mayor riesgo.

En el caso de aquellas compañías que presentan menos de tres años de información suficiente, de acuerdo a los criterios previamente definidos, ya sea por tener una presencia inferior a dicho período en el mercado, por fusión o por división, sus obligaciones serán clasificadas utilizando estos mismos procedimientos. Sin embargo, a continuación de la letra de clasificación asignada se agregará una letra «i» minúscula, indicativa de que se trata de un proceso de evaluación realizado con menos información financiera que la disponible para el resto de las compañías.

Las clasificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de clasificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://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.

Derechos de autor © 2016 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, 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 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 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, 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 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 afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch 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. 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, suspendidas, 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.

Las clasificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de clasificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://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.

Derechos de autor © 2016 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, 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 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 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, 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 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 afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch 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. 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, suspendidas, 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.