

# Aseguradora del Istmo, S.A. (ADISA)

ADISA

## Informe de Calificación

### Calificación

#### Escala Nacional

LP Fortaleza Financiera de Seguros AA-(cri)

#### Perspectiva

Estable

### Resumen Financiero

Millones Colones

	31 dic 13	31 dic 12
Activos (CRC¢ m)	13,354	6,640
Patrimonio Total (CRC¢ m)	3,651	2,449
Resultado Neto (CRC¢ m)	182.5	11.9
Primas Emitidas Netas (CRC¢ m)	6,616.0	2,917
Siniestralidad Neta (%)	42.1	50.0
Índice Combinado (%)	93.5	132.8
Pasivo / Patrimonio (x)	2.7	1.7
Primas Retenida / Patrimonio (x)	0.2	0.3
Activos Líquidos/ (Reservas + Oblig. con Aseg.) (%)	120	174

Fuente: ADISA. Cálculos: Fitch Ratings

### Informes Relacionados

Perspectivas 2014: Centroamérica y Rep. Dominicana (Enero 22, 2014).

Informe de Calificación: QBE del Istmo, Compañía de Reaseguros, Inc. (Noviembre 20, 2013).

Informe de Calificación: Cooperativa Nacional de Educadores, R.L. (Coopene). (Junio 17, 2014).

### Analistas

Miguel Martínez  
(503) 2516-6628  
miguel.martinez@fitchratings.com

Eduardo Recinos  
(503) 2516-6600  
eduardo.recinos@fitchratings.com

### Factores Clave de la Calificación

**Soporte Formal de Accionistas:** La calificación de ADISA mantiene el soporte explícito de carácter legal de sus dos accionistas: Istmo Re y Coopenae. La importancia estratégica de ADISA para Istmo Re, y la integración técnica y operativa entre ambas compañías, es un elemento relevante para la calificación. Igualmente, el alto grado de conocimiento y de experiencia del mercado local financiero y cooperativo de Coopenae está enmarcado en la estrategia de la aseguradora y ha mostrado resultados exitosos en el modelo comercial.

**Estrategia de Amplio Potencial:** El enfoque estratégico de ADISA le ha permitido lograr el tercer lugar dentro del segmento de personas, con una participación de mercado de 5.1%. Su estrategia está orientada a profundizar su participación con productos masivos y colectivos, a lograr más alianzas estratégicas con *sponsors* de comercialización masiva y a crecer en productos de gastos médicos. Sin embargo, ADISA todavía tiene el reto de competir en un mercado liberado recientemente y dominado aún por la aseguradora estatal.

**Desempeño Creciente:** El buen ritmo de crecimiento en primas y los bajos niveles de siniestralidad son elementos que han contribuido a su desempeño satisfactorio. Sin embargo, ADISA todavía tiene retos en cuanto a eficiencia operativa y mejor absorción de gastos; así como de una estabilización y maduración del negocio. A diciembre de 2013, la compañía registró un indicador combinado de 93.5% y a junio de 2014 de 97.8%.

**Incremento en Apalancamiento:** A junio 2014, el apalancamiento operativo se situó en 1.3x y el apalancamiento financiero en 3.1x (0.4x y 2.7x a junio 2013, respectivamente). Fitch espera que los índices continúen incrementando de acuerdo a la dinámica de crecimiento en primas. Sin embargo, se espera que en el mediano plazo los indicadores se normalicen, una vez la generación interna de capital permita revertir las pérdidas acumuladas en su patrimonio.

**Índices de Liquidez Holgados:** El índice de cobertura de reservas con activos líquidos mantuvo una tendencia decreciente, por la dinámica de expansión del negocio y por el mayor volumen de reservas. Sin embargo, al descontar el efecto de las reservas a cargo de reaseguradores, éste registra niveles holgados (210% a junio 2014). Fitch estima que la compañía mantendrá índices de liquidez holgados en el transcurso de la maduración y consolidación de su operación.

**Adecuada Cobertura de Reaseguro:** El programa de reaseguro cuenta con una nómina de reaseguradores de buena calidad crediticia y experiencia en los riesgos suscritos. Su accionista principal, Istmo Re, participa como un reasegurador importante en contratos proporcionales y de exceso de pérdida. La cesión de riesgos permanece alta y la pérdida máxima por evento es inferior al 0.5% del capital de la aseguradora.

### Sensibilidad de la Calificación

La calificación podría verse afectada ante cambios en la capacidad y/o disposición de sus accionistas para brindar soporte. La disponibilidad del soporte es a través del acuerdo legal de mantenimiento de capital; por lo tanto, modificaciones negativas a dicho acuerdo podrían resultar en una reducción de la calificación. Ante la limitada información financiera histórica de la compañía, la evolución de la calificación incluirá el comportamiento cualitativo de la empresa y el cumplimiento de su estrategia.

## Posición Competitiva y Tamaño de Mercado

### Compañía Enfocada en Segmento de Personas

- Mantienen Tercera Posición del Mercado en Seguros de Personas
- Experiencia, Sinergias y Buenas Prácticas de su Accionista Istmo Re
- Socio Local con Alto Grado de Conocimiento del Sistema Cooperativo
- Estrategia Orientada a Productos Masivos y Canales no Tradicionales

### Mantienen Tercera Posición del Mercado en Seguros de Personas

Desde diciembre de 2010, ADISA recibió autorización por parte de la Superintendencia General de Seguros de Costa Rica (Sugese) para constituirse legalmente como una entidad aseguradora en Costa Rica. No obstante, fue a partir de 2012 cuando empezó operaciones comerciales, de forma activa.

Ante la reciente apertura del mercado costarricense de seguros, ADISA todavía es una empresa pequeña dentro del contexto total del sector asegurador, con un 1.3% de participación. Sin embargo, ADISA se ha posicionado como una aseguradora de nicho y está orientada al segmento de personas; por lo que, a diciembre de 2013, se mantuvo como la tercera compañía con mayor suscripción de seguros de personas, con un 5.1% de las primas totales.

La cartera de primas de la compañía está compuesta, primordialmente, por seguros de accidentes personales, gastos médicos y vida. Estos productos se caracterizan por ser de bajo costo, baja complejidad y de comercialización masiva.

### Experiencia, Sinergias y Buenas Prácticas de su Accionista Istmo Re

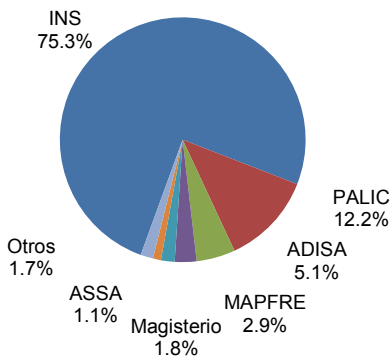
Istmo Compañía de Reaseguros, Inc. (Istmo Re), llamada anteriormente como QBE del Istmo, es una reaseguradora que posee un amplio nivel de experiencia y conocimiento en Latinoamérica, al ser una compañía reaseguradora con sede en Panamá y con operaciones de reaseguros, seguros y corretaje de seguros en México, Panamá, Perú, Colombia, Costa Rica e Irlanda.

La orientación estratégica de Istmo Re, en los últimos años, ha estado enfocada a nichos de mercado muy específico, como seguros masivos, de baja cobertura y bajo costo; negocios masivos y compañías medianas y pequeñas. En línea con lo anterior, ADISA está orientando su estrategia a nichos de negocio similares al de su matriz y a productos en donde Istmo Re tiene experiencia en la región.

### Socio Local con Alto Grado de Conocimiento en el Sistema Cooperativo

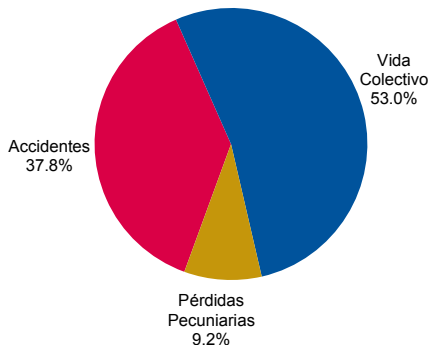
El socio local de ADISA, Cooperativa Nacional de Educadores, R.L. (Coopenae), es una cooperativa con más de 45 años de experiencia en el mercado costarricense; cuenta con más de 90 mil asociados y orienta su financiamiento al segmento de consumo y vivienda. ADISA se ha visto beneficiado del conocimiento, penetración y experiencia que Coopenae posee del entorno social y del sector cooperativo y financiero. En este sentido, Coopenae es uno de los canales más importantes de la aseguradora y, por ende, la estrategia de crecimiento se ha enfocado en el desarrollo y penetración de este mercado.

Gráfico 1:  
**Participación Mercado Costa Rica Seguros de Personas** (diciembre 2013)



Fuente: SUGESE / Cálculos: Fitch Ratings

Gráfico 2:  
**Primas Netas por Ramo** (A diciembre 2013)



Fuente: SUGESE / Cálculos: Fitch Ratings

### Metodologías Relacionadas

[Metodología de Calificación de Instituciones del Sector Seguros](#)

## Gobierno Corporativo y Administración de la Aseguradora

Las políticas de Gobierno son adecuadas y están acordes con los lineamientos de su accionista mayoritario Istmo Re, quien ha trabajado de la mano con la asesoría de la IFC para el desarrollo e implementación de mejores prácticas. En este sentido, se han implementado y perfeccionado diversos comités de control y gestión para la operación del negocio.

La Junta Directiva está compuesta por cinco miembros con alta experiencia en seguros, dentro de los cuales dos son independientes y externos. Igualmente, el grupo directivo está compuesto por personal calificado con alto conocimiento en seguros en la región y en el sector financiero en general.

## Estrategia Orientada a Productos Masivos y Canales no Tradicionales

ADISA ha aprovechado sinergias con sus accionistas, con compañías de reaseguros, aseguradoras con presencia en la región, entidades bancarias, cooperativas y micro financieras, y a través de canales no tradicionales como tele mercadeo. Esto le ha permitido alcanzar una posición líder en el mercado de seguros masivos de personas, ofreciendo productos simples y de bajo costo a nichos de mercado que no habían sido atendidos.

Considerando el enfoque comercial de la compañía, todavía mantienen una alta concentración por canal de comercialización; sin embargo, la característica de sus productos le permite una mejor dispersión del riesgo. Esto obedece a que la estrategia de crecimiento de la aseguradora está soportada en el desarrollo de canales no tradicionales, entidades bancarias, cooperativas, entidades gubernamentales, corporaciones y almacenes de cadena, entre otros.

En línea con lo anterior, en el 2014 ADISA continuará el desarrollo y consolidación de las líneas de negocio actuales. Igualmente, seguirá buscando el acercamiento con nuevos socios estratégicos que le permitan continuar con el crecimiento en la colocación de seguros masivos, y apuntalar el mercado colectivo de vida y el mercado corporativo de gastos médicos; éste último el cual recientemente incursionaron en 2013, atendiendo empresas multinacionales de categoría mundial, a través del acuerdo firmado con Generali Employee Benefits (GEB), como *local partner*.

El uso de tecnología de vanguardia es una de las fortalezas de ADISA, puesto que la han adaptado a la medida de sus requerimientos y productos, lo que permite integrar todas las operaciones del negocio en línea y en tiempo real. Lo anterior, le ha permitido ser flexible y ágil ante la implementación de su estrategia, perfil de negocio, canales de distribución y característica de sus productos.

## Presentación de Cuentas

El presente análisis se basa en los estados financieros auditados de la compañía al cierre de 2011-2013, por la firma de auditores independientes: Ernst & Young S.A., quienes no presentaron salvedad alguna para el período de análisis. Además se utilizaron los estados financieros interinos de junio de 2013 y junio de 2014 preparados por el emisor.

## Compromiso Formal de los Accionistas

La propiedad accionaria de ADISA está conformada, mayoritariamente, por capital extranjero y, en menor proporción, por capital local. El 76% de la aseguradora pertenece a Istmo Re, mientras que el 24% restante es de Coopenae.

Istmo Re, es una compañía de reaseguros con sede en Panamá, que posee una importante presencia en muchos países y con presencia física en México, Colombia, Panamá, Perú, Ecuador y Centroamérica. La propiedad accionaria de Istmo Re es controlada por accionistas panameños. Actualmente, Istmo Re posee una calificación de fortaleza financiera asignada por Fitch en 'AA(col)'.

Coopenae es una entidad cooperativa que no sólo incorpora socios del sector público educador; sino a funcionarios del sector público y privado en general. Ésta es la entidad con mayor participación del sector cooperativo en Costa Rica y cuenta con una participación de mercado del 25.6% de los activos totales del sector. No obstante, su participación relativa aún es pequeña en el sistema financiero costarricense total, incluyendo bancos. Actualmente, Coopenae está calificado por Fitch en 'AA-(cri)' con Perspectiva Estable.

## Entorno Operativo y Perfil de la Industria

**Mayor Crecimiento en Primas:** Al cierre de diciembre de 2013, el mercado cerró con un crecimiento de 11% en moneda local. No obstante, para 2014 se espera un repunte en producción, como resultado de las mejores perspectivas económicas para Costa Rica (proyección del PIB por Fitch de 4.1% para 2014 vs. 3.1% para 2013); así como por la consolidación de las estrategias puestas en marcha por las diferentes compañías, ante la importante competencia que prevalece en el mercado asegurador, principalmente en negocios de daños generales.

**Fortalecimiento de Nuevos Productos y Canales Comerciales:** La innovación en productos y canales comerciales, así como la especialización en ciertos nichos, seguirá siendo determinante para el crecimiento y el desarrollo del sector. Esto al considerar que, desde la apertura del mercado, se registra una generación fuerte de nuevos productos (cerca de 500 productos). Asimismo, se espera un fortalecimiento en las líneas personales y productos masivos autoexpedibles; ambos han registrado una menor competencia en los últimos años y contribuirán a una mayor producción de primas retenidas.

**Mayor Eficiencia Contribuirá al Desempeño:** El crecimiento en primas proyectado y los resultados de las diferentes estrategias comerciales podrían generar una mayor dilución de los costos operativos; lo cual beneficiaría el nivel de eficiencia operativa y, consecuentemente, el desempeño del mercado. En los últimos 3 años, este último ha mostrado un índice combinado por encima del 100% (promedio de 107.8%), principalmente por considerar la influencia de las compañías de reciente entrada al mercado, las cuales aún se encuentran en etapa de consolidación.

**Capitalización y Liquidez Estables:** La agencia esperaría que la posición de capitalización y liquidez se mantengan estables y en niveles adecuados; favorecidos por el marco regulatorio conservador, el cual promueve una supervisión basada en riesgo. Para 2014, se introdujo una metodología nueva para el índice de suficiencia patrimonial. Este nuevo reglamento podría incentivar al mercado, con políticas conservadoras que contribuyan a la estabilidad de los niveles de apalancamiento, a pesar del crecimiento proyectado en negocios retenidos.

## Compañías de Seguros Comparables en Costa Rica

Millones de Colones Diciembre, 31 de 2013	Calificación	Siniestralidad Bruta	Gastos Netos / Prima Retenida	Indicador Combinado**	Indicador Operativo	Prima Retenida / Patrimonio	Pasivo / Patrimonio	Reservas / Prima Retenida	Activos Líquidos / Reservas
ADISA*	AA-(cri)	13.1%	63.7%	81.7%	46.4%	0.2x	2.6x	89.3%	605%
PALIC*	AAA(cri)	48.3%	28.8%	81.1%	76.4%	2.3x	1.2x	25.5%	297%
Bolivar Costa Rica*	AA+(cri)	0.0%	558%	558%	276%	0.0x	0.0x	63.2%	7986%
ASSA Costa Rica*	AA(cri)	47.3%	58.2%	105.6%	96.6%	0.5x	2.1x	28.5%	703%
Mapfre Costa Rica*	AA+(cri)	47.2%	48.5%	114.4%	104.1%	0.5x	1.5x	76.0%	350%
INS	AAA(cri)	51.6%	51.8%	113.1%	90.3%	0.6x	1.4x	164.2%	176%
Total Industria:	-	49.4%	51.9%	112.7%	90.4%	0.6x	1.4x	157.3%	182%

Fuente: Cifras agregadas publicadas por SUGESE. Cálculos Fitch Ratings.

\*Todas estas compañías son *start-up*. Los indicadores y cifras pueden estar afectados por ser compañías recientemente creadas.

Prima Retenida: Primas Emitidas – Primas cedidas

Siniestralidad Bruta: Siniestros Pagados / Prima Emitida.

Gastos Netos: Gastos Adquisición + Gastos Administración + Gastos Operativos Diversos / Prima Retenida

Indicador Combinado\*\*: Gastos Netos + Siniestralidad Neta Reaseguros+ Ajuste Reservas de Siniestros y de Prima No Devengada / Prima Retenida.

**Importante:** Los indicadores calculados en esta sección difieren de los calculados más adelante, toda vez que la información fue obtenida de la SUGESE donde es agregada y no detallada en algunos rubros, especialmente en reservas de siniestros y prima no devengada.

## Análisis Comparativo

## Índice Combinado Sobresaliente con Adecuados Niveles de Apalancamiento

El indicador combinado de ADISA se situó favorablemente frente al promedio del mercado y de aseguradoras de reciente constitución. Adicionalmente, el índice operativo se registró favorablemente por debajo de la media de la industria, con un 46.4% frente al promedio de 90.4%, gracias a que desde el cierre de 2012 la compañía logró superar su punto de equilibrio. Vale la pena mencionar que, algunas de las otras empresas *start-up* ya tenían operaciones con anterioridad a ADISA y, además, consolidaron carteras referidas de su matriz.

La aseguradora mostró una mejora en términos de eficiencia, gracias a la importante dinámica de crecimiento en primas; no obstante, la razón de gastos a primas retenidas continúa reflejando un potencial de mejora, ya que sigue situándose por encima del promedio de la industria.

ADISA registró un nivel de apalancamiento operativo inferior al mercado; no obstante, éste se ha beneficiado por el menor esquema de retención que ha seguido la compañía, aunque se espera que continúe creciendo de acuerdo al plan proyectado de negocios.

El índice de apalancamiento financiero (pasivo a patrimonio) se situó dentro de los más altos del sector. Esto debido al adecuado respaldo de las reservas que conforman una proporción relevante dentro de los pasivos; especialmente las de primas no devengadas, por el importante crecimiento en primas y a la etapa de madurez de su cartera. Igualmente, el peso relativo de la cuenta con reaseguros es alto, debido a que la aseguradora manejó una mayor protección de reaseguro, registrando mayores niveles de cesión de riesgos frente a sus competidores.

Finalmente, los niveles de liquidez registrados son holgados y comparan favorablemente con los niveles del mercado. Sin embargo, se espera que éstos disminuyan y se normalicen ante la dinámica de crecimiento que refleje la compañía, mientras su negocio continúe consolidándose.

## Capitalización y Apalancamiento

	Jun-14	2013	2012	2011	2010	Expectativas de Fitch
Pasivo / Patrimonio*	3.1x	2.7x	1.7x	0.2x	N.D	La agencia estima que los índices de apalancamiento continuarán incrementando en línea con la dinámica de crecimiento del negocio. No obstante, se espera que en el mediano plazo los indicadores se normalicen una vez la generación de capital interna revierta las pérdidas acumuladas en su patrimonio.
Prima Retenida / Patrimonio	1.3x	0.2x	0.3x	0.0x	N.D	
Patrimonio total / Activo total	24.3%	27.3%	36.9%	86.0%	N.D	

\*Apalancamiento / \*\* Apalancamiento Operativo  
Fuente: ADISA / Cálculos: Fitch Ratings

### Nivel Patrimonial Acorde a su Etapa de Crecimiento

- Respaldo Formal de Sus Accionistas
- Aportes Patrimoniales No Capitalizados
- Indicadores de Apalancamiento al Alza pero Aún Adecuados

### Respaldo Formal de Sus Accionistas

Fitch valora positivamente que ambos accionistas de ADISA, tanto Istmo Re como Coopenae, mantienen su compromiso formal con la aseguradora a través de un acuerdo explícito de mantenimiento de capital conforme a las exigencias del regulador y para la óptima operación del negocio. Igualmente, vale la pena destacar que la compañía mantiene una cobertura sobre el margen de solvencia requerido por el regulador de 2.04 veces a junio 2014.

### Aportes Patrimoniales No Capitalizados

En los últimos 2 años, el patrimonio de ADISA ha presentado un crecimiento, gracias a los continuos aportes de capital proporcionados por los accionistas. Dichos aportes aún no se encuentran capitalizados y han sido provistos como capital de trabajo para el desarrollo de su actividad, hasta que la operación de la compañía le permita generar su propio flujo de efectivo necesario para lograr el crecimiento proyectado. Los aportes extraordinarios realizados por los socios no pueden ser liberados, solamente pueden capitalizarse. Adicionalmente, éstos no alteran la composición accionaria de la compañía, de esta forma, se capitalizan manteniendo intacta su participación de 76% Istmo Re y 24% Coopenae.

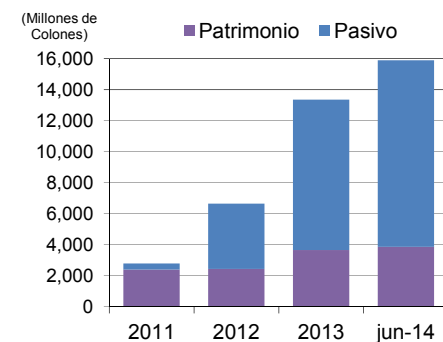
A junio de 2014 el patrimonio de ADISA se registró en 3,857 millones de colones desde 2,404 millones de colones en diciembre de 2011. De acuerdo a los resultados de la compañía en 2013 y los esperados para 2014, ADISA estima que han alcanzado un nivel de generación de capital interno con el cual dependerán en menor medida de los aportes extraordinarios de sus accionistas, de los cuales el último aporte realizado fue en marzo 2013.

### Indicadores de Apalancamiento al Alza pero Aún Adecuados

Los indicadores de apalancamiento, tanto operativo (prima retenida a patrimonio) como financiero (pasivo a patrimonio), han presentado una tendencia creciente, pero aún se encuentran en niveles acordes con el perfil y la condición actual de un negocio en consolidación. El apalancamiento financiero se encuentra en la cota superior de compañías similares y del sector, y ha presentado una tendencia creciente. El índice se registró en 2.7x a diciembre 2013 y ascendió a 3.1x a junio 2014. Este comportamiento obedece al crecimiento importante en primas que ha registrado ADISA, el cual, con los altos niveles de cesión de primas (86.5% a diciembre 2013), hace que las reservas a cargo de reaseguradores sea representativa y tenga un peso importante en el balance de la aseguradora (32% de los pasivos totales y 87.8% de las reservas totales a diciembre 2013). Al descontar este efecto, el apalancamiento financiero se sitúa en 2.4x a junio 2014 y 1.8 diciembre 2013.

Gráfico 3:

### Composición de Balance



Fuente: ADISA / Cálculos: Fitch Ratings

A diciembre 2013, el apalancamiento operativo registra niveles bajos y adecuados con el perfil de negocio, puesto que la compañía manejaba un nivel alto de cesión de riesgos y su portafolio de productos está orientado a seguros masivos de bajo costo. Sin embargo, a junio 2014 el indicador incrementó a 1.3x desde 0.2x en diciembre 2013, principalmente por el cambio en la operatividad en uno de sus principales contratos de reaseguro; a solicitud del reasegurador, ADISA ahora retiene una mayor proporción de primas, no obstante, la cesión de riesgos permanece igual. De acuerdo a lo anterior, la proporción de las primas retenidas incrementó a 54.5% sobre las primas netas, desde un nivel de 13.5% registrado a diciembre 2013.

## Desempeño Financiero

	Jun-14	2013	2012	2011	2010	Expectativas de Fitch
% Retención	54.5%	13.5%	25.1%	67.5%	ND	Fitch estima que ADISA cerrará el año 2014 con resultados modestos y con un índice combinado cercano al 100%, puesto que la compañía aún tiene retos importantes de eficiencia en gastos y de maduración de la cartera adquirida.
Siniestralidad Bruta*	13.3%	13.1%	8.5%	0.0%	ND	
Siniestralidad Incurrida Neta**	17.1%	42.1%	50.4%	0.0%	ND	
Costos Oper. Netos/ Primas Devengadas Retenidas	80.7%	51.4%	82.5%	713.8%	ND	
Indicador Combinado	97.8%	93.5%	132.8%	713.8%	ND	
Indicador Operativo	80.7%	68.6%	97.7%	622.0%	ND	

\*Siniestros Pagados / Prima Emitida. \*\*Siniestros Pagados - Reembolso Reaseguros+ Reservas Siniestros / Prima Devengada Retenida.

Fuente: ADISA / Cálculos: Fitch Ratings

### Desempeño Adecuado y en Crecimiento

- Dinámica Creciente en Producción de Primas
- Rentabilidad Beneficiada por Siniestralidad
- Políticas de Suscripción Acorde a Lineamientos de su Casa Matriz

### Dinámica Creciente en Producción de Primas

A finales de 2011, ADISA empezó a comercializar sus productos, pero fue hasta junio de 2012 cuando empezó una dinámica comercial más activa; al cierre del año 2012, alcanzaron suscribir primas por 2,917 millones de colones. Luego a junio de 2014, ADISA registró primas por 4,673 millones de colones, mostrando un crecimiento de 33% con respecto al resultado de junio de 2013 (3,512 millones de colones), y esperan superar el doble de dicha cifra al cierre de 2014.

### Rentabilidad Beneficiada por Siniestralidad

A diciembre de 2013, ADISA registró utilidad neta de 182.5 millones de colones, frente a 11.9 millones de colones en diciembre 2012. Este desempeño se dio gracias al buen ritmo de crecimiento en primas de la compañía y a los bajos niveles de siniestralidad. Actualmente, con el cambio en la retención de primas, ADISA obtuvo una mayor base de primas la cual le permitió diluir en mayor medida los siniestros incurridos; reflejando un índice de siniestralidad incurrida de 17.1% a junio 2014 frente a 40.8% a junio 2013. Esto le permitió mantener un índice combinado inferior a 100%, de 97.8% a junio 2014, con lo cual logró una utilidad antes de impuestos de 212.3 millones de colones. No obstante, la aseguradora aún tiene retos importantes de eficiencia y de una mejor absorción de los gastos; así como de una estabilización y maduración del negocio.

### Políticas de Suscripción Acorde a Lineamientos de su Casa Matriz

El modelo de tarificación de los productos, que comercializa ADISA, es propio y está basado en la experiencia y el conocimiento de los directores de la compañía, de la Junta Directiva y de la experiencia de Istmo Re en la región. El modelo es permanentemente revisado y actualizado con las variables cambiantes del mercado y, más aún, por el hecho de ser un mercado de apertura reciente.

Las políticas de tarificación de la compañía establecen que las cotizaciones o propuestas de aseguramiento deberán ajustarse a la nota técnica de cada producto, siempre teniendo en cuenta los requerimientos de solvencia y el riesgo de suscripción. Para los riesgos de valores altos, así como para aquellos asegurados de edad avanzada, la tarifa contempla el cumplimiento de requisitos médicos, incluyendo exámenes médicos y de laboratorio; de manera que la compañía haga la mejor selección del riesgo y tarificación del mismo. Finalmente, las políticas de tarificación de los productos han sido compartidas y analizadas por los respectivos reaseguradores, no sólo con Istmo Re, sino también con reaseguradores de alto reconocimiento internacional y experiencia en seguros de personas en la región.

### Inversiones y Liquidez

	Jun-14	2013	2012	2011	2010	Expectativas de Fitch
Activos Liq / (Reservas + Oblig)	98%	120%	174%	2602%	ND	Fitch no anticipa cambios en las políticas ni en el portafolio de inversiones, en el corto y mediano plazo. Se estima que la cobertura de reservas y la liquidez registren cambios por las expectativas de crecimiento del negocio, el mayor volumen de reservas, primas e inversiones.
Activos Liq / (Reservas – Res. Reaseguros)	210%	563%	735%	4004%	ND	
Activos Liq / Pasivos	43%	49%	75%	603%	ND	
Rotación Ctas x Cobrar Días	173	170	135	295	ND	

Fuente: ADISA / Cálculos: Fitch Ratings

### Políticas de Inversión Conservadoras y Posición de Liquidez Adecuada

- Portafolio Concentrado en Renta Fija
- Índices de Liquidez Adecuados
- Participación de las Primas por Cobrar Relevante

### Portafolio Concentrado en Renta Fija

El portafolio de inversiones de ADISA se encuentra colocado en su totalidad en títulos de renta fija. A junio 2014, el 45% son títulos del Gobierno de Costa Rica, calificado en 'BB+' internacional por Fitch, y el 55% corresponde a entidades financieras con adecuadas calificaciones de riesgo. El 46% del portafolio está invertido en Unidades de Desarrollo (Udes), 47% en colones y 7% en dólares.

Cabe destacar que ADISA cuenta con políticas de inversión adecuadas, las cuales son aprobadas por la Junta Directiva con límites por emisor, por sector económico y calificación.

### Índices de Liquidez Adecuados

El índice de cobertura de reservas con activos líquidos fue 98% a junio de 2014 y 120% a diciembre 2013. Este indicador mantiene una tendencia decreciente, la cual obedece a la dinámica de expansión del negocio y al mayor volumen de reservas. Sin embargo, al calcular el indicador de cobertura de reservas, descontando las reservas correspondientes a reaseguros, éste registra niveles holgados de 210% a junio 2014 y 563% a diciembre 2013.

Fitch estima que la compañía mantendrá índices de liquidez holgados mientras logren la maduración y consolidación del negocio.



**Participación de Primas por Cobrar Relevante**

A junio de 2014, el rubro de primas por cobrar mantiene una proporción relevante dentro de los activos totales de 33%, frente a un 10% del promedio del sector. Lo anterior es producto del crecimiento importante en primas que ha logrado la compañía; también por la forma de contabilización de éstas, puesto que se genera una prima por cobrar por su valor anual, pero se paga y se devenga mensualmente. Sin embargo, la calidad de la cartera es adecuada, ya que solamente un 1.7% de las primas representa una antigüedad superior a 61 días.

## Adecuación de Reservas

	Jun-14	2013	2012	2011	2010	Expectativas de Fitch
Reservas / Prima Devengada Retenida*	242%	535%	350%	120%	ND	La cobertura de reservas cambiará en la medida que crezca el negocio, con una estrategia muy orientada hacia productos simples, de baja cobertura y de corto plazo.
Reservas / Prima Retenida	104%	440%	246%	120%	ND	
Reservas / Pasivos	39%	37%	40%	23%	ND	
% Reservas Siniestros / Reservas Totales	13%	9%	8%	8%	ND	

Fuente: ADISA / Cálculos: Fitch Ratings

\*Prima Devengada Retenida: Prima Emitida – Reservas Prima No Devengada – Primas Cedidas

### Nivel de Reservas en Línea con la Dinámica Creciente del Negocio

- Política de Constitución de Reservas Conforme la Regulación
- Reservas a Cargo de Reaseguradores
- Cobertura de Reservas Holgada

### Política de Constitución de Reservas Conforme la Regulación

Las reservas se calculan de acuerdo con lo establecido en el reglamento sobre la solvencia de entidades de seguros y reaseguros emitido por la Superintendencia General de Seguros.

### Reservas a Cargo de Reaseguradores

Al cierre de diciembre 2013, el volumen de las reservas a cargo de reaseguradores registraba una participación importante, significando un 24% de los activos totales y un 88% frente a las reservas totales. Esto obedecía al alto volumen de primas que la compañía cedía al reasegurador. Sin embargo, luego del cambio en la operatividad del contrato de reaseguros, las reservas a cargo de reaseguradores se vio disminuida a una proporción de 18% sobre los activos, e igualmente frente a las reservas totales significó un 61%. Lo anterior se registró a pesar que el volumen total de las reservas técnicas incrementó un 35% a junio 2014 frente el nivel registrado a diciembre 2013. En opinión de Fitch, dichas reservas seguirán mostrando una tendencia decreciente al cierre de 2014.

### Cobertura de Reservas Holgada

El índice de cobertura de reservas a primas devengadas retenidas era alto y creciente, con un indicador de 535% a diciembre 2013 y 350% a diciembre 2012. Esto obedecía al aumento significativo que han presentado las reservas de prima no devengada, por la dinámica creciente del negocio y por las características de sus productos de vigencia anual. Sin embargo, a junio 2014 se registra una disminución en el indicador debido a la mayor retención que está manejando la compañía a partir de 2014.

Por otra parte, al analizar la cobertura de reservas frente a primas devengadas, descontando el efecto de las reservas a cargo de reaseguradores, se puede observar la tendencia creciente en el indicador, lo cual refleja la adecuada cobertura que maneja la compañía; 113% a junio 2014 frente a 109% a diciembre 2013 y 82% a diciembre 2012.

## Reaseguro

### **Cobertura de Reaseguro, Afianza el Soporte de su Grupo**

- Programa de Reaseguros Adecuado
- Bajos Niveles de Exposición a Pérdidas por Evento

### **Programa de Reaseguros Adecuado**

El programa de reaseguro está compuesto por contratos proporcionales, con cuota parte en todas las líneas de negocio que administra.

Actualmente, ADISA posee contratos de reaseguro proporcional para productos individuales de accidentes personales, vida y salud. Esto es con ACE Insurance Company de Puerto Rico, una compañía subsidiaria de ACE Limited que posee una calificación internacional de fortaleza financiera de 'AA-', otorgada por Fitch. Con el mencionado reasegurador es que se dio el cambio en la operatividad de cesión de primas, pasando a retener el 50% cuando anteriormente fue 5%.

Igualmente, la aseguradora posee un contrato proporcional con Hannover e Istmo Re, para proteger la cartera colectiva de vida, accidentes personales y salud. Ambas empresas están calificadas por Fitch; Hannover está calificado internacionalmente en 'A+' con Perspectiva Estable e Istmo Re posee una calificación nacional de 'AA(col)' con Perspectiva Estable.

Los riesgos catastróficos están cubiertos con un contrato de exceso de pérdida con Istmo Re, el cual es accionista controlador de la compañía.

### **Bajos Niveles de Exposición a Pérdidas por Evento**

La pérdida máxima por evento y por catástrofe, asumida por ADISA, no alcanza a representar el 0.5% del patrimonio de la aseguradora; monto considerado adecuado para el perfil de cartera administrado y con estándares internacionales.

Apéndice A: Información Financiera

**ADISA**

(Datos en millones de colones costarricenses)

	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses
	Jun-14	Dec-13	Dec-12	Dec-11
<b>BALANCE GENERAL</b>				
Activos Liquidos	5,218.2	4,782.6	3,138.4	2,366.0
Depósitos	566.8	401.1	230.3	98.2
Valores Negociables (Corto y Largo Plazo)	4,651.4	4,381.5	2,908.1	2,267.8
Préstamos	0.0	0.0	0.0	0.0
Primas por Cobrar (Netas)	5,194.7	4,395.9	1,772.6	90.6
Otras cuentas por cobrar	113.3	40.5	80.4	93.0
Cuentas con Reaseguros	4,193.1	3,917.5	1,470.4	31.8
Cuentas por cobrar con Reaseguradores	1,346.4	774.8	88.9	0.0
Participación Reaseguradores en Provisiones Técnicas	2,846.7	3,142.7	1,381.4	31.8
Mobiliario y Activo Fijo	93.2	93.7	86.2	96.8
Inversiones en subsidiarias y relacionadas	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros Activos	1,081.6	124.0	91.9	118.4
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>15,894.1</b>	<b>13,354.3</b>	<b>6,639.9</b>	<b>2,796.7</b>
Obligaciones con Asegurados	0.0	49.7	0.0	0.0
Obligaciones con Intermediarios	1,737.7	406.1	168.9	0.0
Reservas Técnicas	5,326.9	3,943.0	1,803.7	90.9
Matemáticas	0.0	0.0	0.0	0.0
De primas no devengadas	4,634.9	3,579.6	1,656.6	90.9
De siniestros	691.9	363.4	147.1	0.0
Obligaciones con Entidades Financieras	0.0	0.0	0.0	0.0
Obligaciones con Reaseguradores	4,420.7	4,670.3	0.0	22.3
Cuentas por Pagar (Otros acreedores)	551.2	633.8	918.6	279.1
Otros Pasivos (Provisiones para otros riesgos y cargos)	0.2	0.2	0.0	0.0
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>12,036.8</b>	<b>9,703.0</b>	<b>4,190.7</b>	<b>392.3</b>
Capital Pagado	2,688.4	2,688.4	2,688.0	2,688.4
Aportes patrimoniales no capitalizados	1,363.0	1,363.0	412.1	362.1
Reservas	3.3	12.2	0.6	
Superavit no realizado	0.0	0.0	0.0	0.0
Superavit por revaluaciones	42.6	53.3	-17.4	1.6
Utilidades no Distribuidas	-239.9	-465.6	-633.5	-647.9
<b>PATRIMONIO TOTAL</b>	<b>3,857.3</b>	<b>3,651.3</b>	<b>2,449.1</b>	<b>2,404.2</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO TOTAL</b>	<b>15,894.1</b>	<b>13,354.3</b>	<b>6,639.9</b>	<b>2,796.5</b>
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>				
Primas Emitidas Netas	4,673.6	6,616.0	2,917.1	112.3
Prima Cedida	2,124.2	5,720.1	2,185.0	36.5
<b>Prima Retenida</b>	<b>2,549.4</b>	<b>896.0</b>	<b>732.1</b>	<b>75.8</b>
Ajustes de Reservas Primas No Devengadas	-1,450.9	-159.5	-216.1	0.0
<b>Prima Devengada Retenida</b>	<b>1,098.5</b>	<b>736.5</b>	<b>516.0</b>	<b>75.8</b>
Siniestros Pagados y Prestaciones de Servicios	623.8	863.6	249.1	0.0
Rescates de pólizas de vida o pensiones	0.0	0.0	0.0	0.0
Siniestros a Cargo de Reaseguradores	664.3	769.9	136.2	0.0
Recuperación o Salvamento de Siniestros	0.0	0.0	0.0	0.0
Reservas de Siniestros Netas	228.0	216.6	147.1	0.0
<b>Siniestros Incurridos Netos</b>	<b>187.5</b>	<b>310.3</b>	<b>259.9</b>	<b>0.0</b>
Gastos de Adquisición	529.2	589.2	239.0	18.2
Gastos de Administración	451.3	671.3	613.3	536.9
Otros gastos operativos netos	0.0	0.0	0.0	0.0
Ingresos por comisiones y participación	332.5	1,277.8	591.7	14.2
Costos de Operación Netos	648.0	-17.3	260.5	540.8
(+) o (-) Otros Ingresos o (gastos) operacionales netos	-238.5	-395.8	-164.9	0.0
<b>Resultado de Operación</b>	<b>24.5</b>	<b>47.7</b>	<b>-169.4</b>	<b>-465.1</b>
Ingresos Financieros	227.2	215.4	202.1	135.7
Gastos Financieros	39.4	31.7	20.7	66.1
Otros ingresos netos	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Utilidad Antes de Impuestos</b>	<b>212.3</b>	<b>231.4</b>	<b>11.9</b>	<b>-395.5</b>
Impuestos y Participación sobre la Utilidad	0.0	48.9	0.0	0.0
<b>Utilidad Neta</b>	<b>212.3</b>	<b>182.5</b>	<b>11.9</b>	<b>-395.5</b>

Fuente: ADISA

## Apéndice B: Otras Consideraciones para la Calificación Asignada

A continuación se resumen las consideraciones que también forman parte de los criterios de Fitch para clasificaciones adicionales de carácter técnico.

### Enfoque de Grupo de Calificación IFS

La calificación intrínseca de ADISA está fundamentada en el soporte legal otorgado por sus accionistas y en el enfoque de grupo asegurador; puesto que es una empresa que cuenta con una historia crediticia muy corta.

En este sentido, Fitch tuvo en consideración los siguientes elementos para basar su análisis bajo el enfoque de Grupo:

- ADISA pertenece a Istmo Re, que es un grupo asegurador con presencia en la región y con una calificación de Fortaleza Financiera de 'AA(col)'. Igualmente, Coopenae, su accionista estratégico local, posee una calificación de 'AA-(cri)'.
- ADISA es considerada una filial y una inversión muy importante para Istmo Re, puesto que el enfoque estratégico de la aseguradora está muy alineado con el de su matriz.
- ADISA posee un estrecho vínculo comercial, técnico y operativo con su principal accionista.
- El soporte explícito de mantenimiento de capital de sus accionistas está evidenciado en un documento legal entregado a Fitch; en el que tanto Istmo Re como Coopenae se comprometen a aportar el capital mínimo y la liquidez necesaria para mantener la óptima operación de ADISA y cumplir con la regulación.

**Las calificaciones antes 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 calificación.**

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](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2013 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, 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 afirmo 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.