



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Primera Clasificación**

Analistas  
Luis Felipe Illanes Z.  
Carlos García B.  
Tel. 56 – 22433 5200  
luisfelipe.illanes@humphreys.cl

## **Itaú Chile Compañía de Seguros de Vida S.A.**

Noviembre 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

| Categoría de riesgo      |                     |
|--------------------------|---------------------|
| Tipo de instrumento      | Categoría           |
| Pólizas<br>Tendencia     | AA-<br>Estable      |
| Estados financieros base | 30 de junio de 2016 |

| Estado de situación financiera IFRS                  |                   |                   |                   |                   |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| M\$  | dic-13            | dic-14            | dic-15            | jun-16            |
| Inversiones  | 38.578.706        | 47.652.218        | 58.760.889        | 62.309.199        |
| Cuentas por cobrar de seguros                        | 2.241.485         | 2.941.160         | 4.144.485         | 5.600.530         |
| Participación del reaseguro en las reservas técnicas | 466.048           | 1.034.318         | 613.484           | 764.339           |
| Otros activos  | 514.017           | 575.167           | 1.120.426         | 1.011.037         |
| <b>Total activos</b>                                 | <b>41.800.256</b> | <b>52.202.863</b> | <b>64.639.284</b> | <b>69.685.105</b> |
| Reservas técnicas                                    | 9.943.469         | 14.452.989        | 19.006.844        | 20.133.564        |
| Deudas por operaciones de seguro                     | 844.790           | 1.190.062         | 1.015.892         | 642.172           |
| Otros pasivos  | 1.284.376         | 1.264.133         | 3.948.869         | 7.272.648         |
| Patrimonio   | 29.727.621        | 35.295.679        | 40.667.679        | 41.636.721        |
| <b>Total pasivos y patrimonio</b>                    | <b>41.800.256</b> | <b>52.202.863</b> | <b>64.639.284</b> | <b>69.685.105</b> |

| Estado de resultados IFRS |                  |                  |                  |                |
|---------------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|
| M\$                       | dic-13           | dic-14           | dic-15           | jun-16         |
| Prima directa             | 20.359.781       | 18.269.565       | 25.253.034       | 13.752.017     |
| Prima cedida              | 2.130.227        | 1.764.109        | 1.715.581        | 1.160.264      |
| Prima retenida            | 18.229.554       | 16.505.456       | 23.537.453       | 12.591.753     |
| Costo de siniestros       | 5.289.905        | 3.679.765        | 6.037.197        | 3.393.473      |
| Resultado intermediación  | 1.216.347        | 934.145          | 1.639.562        | 2.509.737      |
| Costo de administración   | 4.058.814        | 3.689.894        | 8.425.656        | 5.854.618      |
| Resultado de inversiones  | 1.154.382        | 1.484.557        | 1.733.092        | 1.107.851      |
| <b>Resultado final</b>    | <b>6.324.182</b> | <b>5.557.271</b> | <b>5.372.000</b> | <b>969.042</b> |

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Itaú Chile Compañía de Seguros de Vida (Itaú Vida)** comenzó sus operaciones en septiembre de 2008. Su actividad se ha concentrado en seguros tradicionales, preferentemente masivos. Forma parte del Holding Itaú Unibanco, consorcio financiero de reconocido prestigio y solvencia en el ámbito internacional.

Durante el primer semestre del año 2016 la empresa alcanzó un primaje directo de US\$ 20,8 millones, nivel que le da una participación de mercado menor 1% (un 1,3% si se excluye seguros previsionales). A junio de 2016, la aseguradora presentaba un patrimonio de US\$ 63,0 millones y un endeudamiento relativo, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, de 0,67 veces.

La categoría de riesgo asignada a las pólizas emitidas por la compañía, en "*Categoría AA-*", se fundamenta principalmente en el apoyo brindado por el grupo Itaú Unibanco, situación que se refleja en la elevada capitalización de la compañía y en los mecanismos de control ejercido por la matriz, aspectos que lo apoyan el desarrollo comercial de la entidad bajo un ambiente de bajo riesgo operativo. En el mismo sentido, dada las diferencias patrimoniales entre matriz y filial, se reconoce la fuerte capacidad del grupo para apoyar financieramente a la aseguradora local.

La calificación de riesgo asignada reconoce, también, como elementos positivos tanto la amplia holgura existente en relación con los activos que sirven de cobertura para el pago de sus reservas como el perfil conservador de su cartera de inversiones (renta fija de muy bajo riesgo crediticio y adecuada liquidez). Cabe señalar que los niveles de cobertura de reservas, así como la elevada capitalización, son elementos que sirven de base para mantener el crecimiento en la venta de pólizas, sin perjuicio que ese mismo crecimiento conlleve que dichos indicadores tiendan a valores más similares al del promedio del mercado.

Asimismo, la asignación de la categoría de riesgo incorpora el hecho que **Itaú Vida** ha invertido en una plataforma tecnológica con el objeto de apoyar la venta de seguros masivos intermediado por terceros, productos que tienden a ser de reducida siniestralidad en términos comparativos. Sin perjuicio de ello, la compañía, adicionalmente, protege su patrimonio con una adecuada políticas de reaseguros que se sostiene en reaseguradores de una alta solvencia.

Tampoco es ajeno a la clasificación de riesgo los buenos resultados globales mostrado por la institución en términos de resultados técnicos y de siniestralidad, tanto por los niveles exhibidos (elevado, en el primer caso, y bajo, en el segundo) como por su grado de volatilidad (moderada).

Entre los elementos que restringen la nota otorgada se consideran la alta concentración de sus ventas en pocos productos (desgravamen, temporal de vida y accidentes personales) y la poca participación de mercado en términos de prima directa, situación que afecta negativamente el acceso a economías de escala. No obstante, se reconoce que son factores que podrían mejorar en paralelo al desarrollo natural del negocio.

También se observa como elemento negativo la baja diversificación de sus canales de distribución, exponiendo a la compañía a un canal en particular que a junio de 2016 representa el 55% de la prima acumulada del periodo.

Aunque con bajo nivel de incidencia, la evaluación recoge como elemento adverso el hecho que la matriz de la sociedad está domiciliada en un país que no es grado de inversión y, por lo tanto, menos estables; situación que mantiene siempre el riesgo de contagio país-holding y, consecuentemente, holding-aseguradora local.

La tendencia de la clasificación se califica “*Estable*” dado que en el corto plazo no se visualizan cambios en los factores de relevancia que incidan de manera favorable o desfavorable en ella.

En el mediano plazo esta calificación podría verse favorecida si la compañía logra aumentar su participación de mercado para tener un mejor aprovechamiento de economías de escala y si logra diversificar sus canales de ventas lo que mejoraría su posición de riesgo.

Para mantener la categoría actual de riesgo resulta necesario que la compañía no experimente un deterioro significativo en las fortalezas que determinan su clasificación de riesgo, y, en especial, mantener la actual política de inversiones y un nivel de endeudamiento acotado. Además, es muy importante que no se debiliten los lazos con su grupo controlador en cuanto al respaldo financiero y traspasos efectivos de *know how* por parte de éste último, el debilitamiento de la matriz podría conllevar a una disminución en la clasificación de riesgo.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Apoyo de la matriz en el ámbito financiero y de control.
- Perfil conservador de su cartera de inversiones.

#### Fortalezas complementarias

- Cesión de riesgos a aseguradoras de alta solvencia.
- Bajo endeudamiento relativo.

#### Fortalezas de apoyo

- Plataforma tecnológica.
- Historial de buenos resultados.

#### Riesgos considerados

- Elevada concentración de su cartera de productos y canales de distribución.
- Baja participación de mercado, que afecta negativamente el logro de economías de escala.
- Riesgo contagio por Brasil (matriz).

## Hechos recientes

Durante el año 2015, la compañía alcanzó un primaje directo de US\$ 35,6 millones (con retención del 93,2%), aumentando con respecto a diciembre de 2014 en un 38%<sup>1</sup>. En paralelo, tuvo costo de siniestro por US\$ 8,5 millones (un 64% mayor que a diciembre de 2014), variación de reservas técnicas por US\$ 4,5 millones (se

mantiene muy similar a 2014) y resultado de intermediación por US\$ 2,3 millones (un 76% mayor que a diciembre de 2014). Con todo, se obtuvo un margen de contribución por US\$ 17,9 millones a diciembre de 2015, siendo mayor en un 65% a diciembre de 2014.

Los gastos de administración representaron un 33,4% de la prima directa (20,2% en 2014), sumando US\$ 11,9 millones. Consecuencia de todo lo anterior, la empresa presentó un resultado final positivo de US\$ 7,6 millones disminuyendo un 3,3% en términos nominales con respecto al año 2014.

A diciembre de 2015 la aseguradora presentaba activos por US\$ 91,0 millones, mostrando un total de reservas técnicas por US\$ 26,8 millones y un nivel de patrimonio de US\$ 58,6 millones.

Durante el primer semestre del año 2016, la compañía tuvo un primaje directo por US\$ 20 millones aumentando en un 13,5%, en términos nominales, con respecto a junio de 2015. Asimismo su costo de siniestro, que ascendió a US\$ 5,1 millones, fue un 24,1% más elevado que en junio de 2015, las reservas técnicas se redujeron en un 60% para el periodo señalado, mientras que el resultado de intermediación aumentó 8,7 veces en comparación con el primer semestre de año 2015. En línea con lo anterior, los gastos médicos disminuyeron en US\$ 1 millón, lo cual ayudó a que la variación del margen de contribución fuera positiva en un 5,4% con respecto a junio 2015, alcanzando los US\$ 8,7 millones.

Los gastos de administración, US\$ 8,9 millones, representaron un 42,6% de la prima directa a junio 2016, el cual al ser comparado con respecto a junio de 2015 tuvo un aumento de un 77,5%. Debido a lo anteriormente expuesto, la empresa tuvo un resultado de US\$ 1,5 millones en el semestre, lo cual es un 61,6% menor que el resultado obtenido a junio de 2015.

A junio de 2016 la aseguradora presentaba activos por US\$ 105,4 millones, mostrando reservas técnicas por US\$ 30,4 millones y patrimonio por US\$ 63,0 millones.

## Definición de categoría de riesgo

### Categoría AA

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.

El signo “-” corresponde a aquellas obligaciones de seguros con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

## Oportunidades y fortalezas

**Importante apoyo de su matriz:** Itaú Unibanco es un grupo internacional con una importante presencia en el negocio financiero a nivel latinoamericano, teniendo una capitalización bursátil de US\$ 55.800 millones. Si bien el *holding* se encuentra clasificado sólo en “Categoría Ba3” en escala global (calificación crediticia), el hecho

1 Las variaciones corresponden a \$ nominales y el tipo de cambio corresponde al del 31 de diciembre de 2015.

que el patrimonio de la filial represente el 0,1% del de su matriz, refleja la factibilidad del apoyo que puede entregarse a la entidad chilena. El apoyo que brinda a su filial en Chile se traduce en el respaldo financiero otorgado a través de una alta capitalización de la compañía. Asimismo, la matriz ejerce controles periódicos y directos sobre la compañía, estableciendo una organización matricial que reporta a su filial internacional.

**Cartera de inversiones conservadora:** Las inversiones de **Itaú Vida** actualmente alcanzan los \$ 62.309 millones y equivalen a 3,09 veces su reservas técnicas. De esta cartera, casi la totalidad corresponde a renta fija, concentrada en instrumentos de bajo riesgo, de los cuales el 99,2% exhibe una clasificación igual o superior a "Categoría AA-" (100% sobre "Categoría A-") y, por si solas, cubren íntegramente las reservas. Las políticas de inversión son definidas y aprobadas por el directorio de la compañía y finalmente ejecutadas por la compañía. Además, el hecho que las inversiones se concentren en valores de renta fija de corto plazo, reduce significativa los riesgos de cambios de tasas de interés.

**Inversión tecnológica:** La compañía posee el *software* "Core Life" de fabricación propia que empieza a operar en 2013, el cual ha ido evolucionando para llegar a tener el sistema actual. El sistema cumple con todos los estándares establecidos por el Grupo Itaú, tanto por el cumplimiento de las políticas de seguridad y de desarrollo de *software*. Adicionalmente posee otros sistemas contratados para la administración de la cartera de inversiones, sistema financiero contable (SAP), entre otros.

**Bajo nivel de endeudamiento y buenos resultados:** La empresa presenta un endeudamiento total de 0,67 veces, medido como pasivo exigible sobre el patrimonio, indicador que se encuentra dentro de niveles bajos observados en el segmento de compañías de seguro que no participan en el negocio de rentas vitalicias.

## Factores de riesgo

**Alta concentración de los márgenes:** A junio de 2016, el 85,5% del margen de contribución de la empresa se encuentra asociado a los negocios de accidentes personales (42,7%), desgravamen consumo y otros (29,2%) y vida temporal (13,7%). Es por ello que, la compañía se ve más expuesta a posibles fluctuaciones en los flujos de eso tres ramos, a pesar que cada póliza está desagregada en numerosos afiliados. A juicio de la clasificadora, una ampliación de las líneas de negocio contribuiría positivamente a reducir la exposición de los ingresos ante la posible pérdida de clientes y/o a una disminución en los niveles de precios.

**Baja participación de mercado:** La compañía posee una cuota de mercado reducida, lo que genera limitantes para poder acceder a economías de escala y la exponen a estrategias de precio por parte de compañías de mayor tamaño. A junio de 2016 la participación medida como porcentaje de las reservas técnicas del mercado, asciende a 0,067% (0,48% medido en relación a la prima directa).

**Concentración de los canales de distribución:** Se observa la existencia de una elevada concentración en la distribución de los canales de venta. Existe un solo canal que representa un 55,4% del total de la prima de Itaú Vida.

**Contagio Brasil:** El proceso de clasificación incorpora como elemento de juicio el elevado riesgo soberano de Brasil, el cual es superior al riesgo de Chile y se encuentra en grado de especulación (rating BB). Sin embargo no se desconoce la solvencia de Grupo Itaú y debido a que la clasificación de Brasil obedece a la situación interna del país, se presume muy dificultoso revertirla.

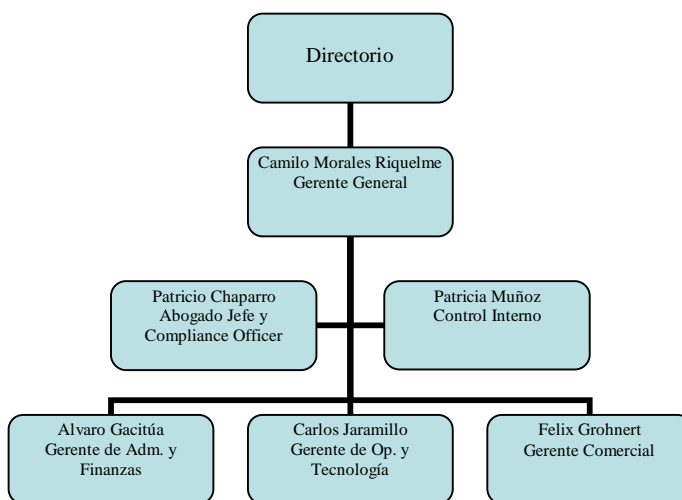
## Antecedentes generales

### Historia y propiedad

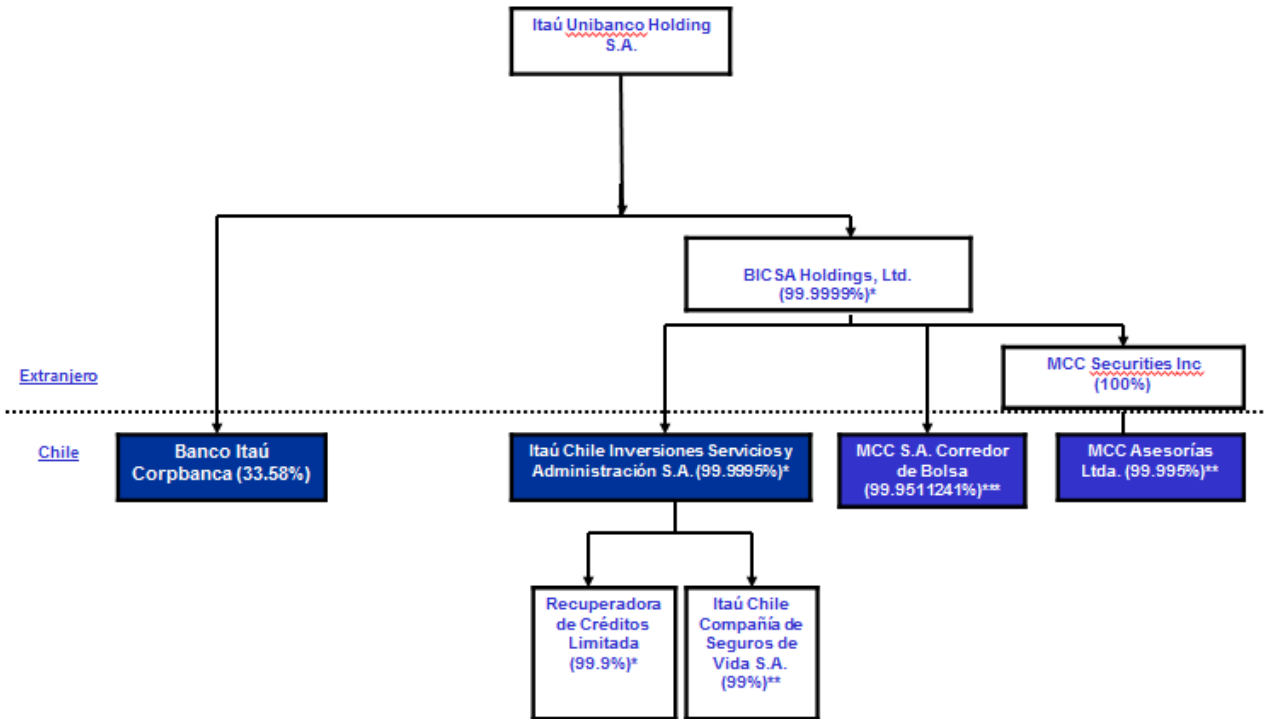
**Itaú Vida** inicia sus actividades durante el año 2008 con la finalidad de cubrir las necesidades de los clientes de Banco Itaú. La aseguradora local cuenta con el apoyo técnico y el control que le brinda su matriz Itaú Unibanco, importante Holding financiero a nivel internacional con casa matriz en Brasil.

La organización es compuesta por 25 personas y su estructura funcional se divide en Gerencia General, Gerencia de Administración y Finanzas, Gerencia Comercial y Gerencia de Operaciones y Tecnología. La dirección máxima de la compañía corresponde a un directorio del cual depende el Gerente General, adicionalmente cuentan con un encargado de control interno que depende de jefatura en Chile y Brasil.

A continuación se presenta el actual organigrama de la compañía:



A continuación se presenta la estructura de propiedad de la compañía:



## Visión del negocio

De acuerdo con los lineamientos de la casa matriz, el modelo de negocio de **Itaú Vida** se enfoca en el crecimiento y en el desarrollo de la línea de seguros masivos. En lo que concierne al negocio de seguros de vida, su estrategia está dirigida a tres segmentos: seguros de desgravamen, seguros temporal de vida y seguros de accidentes personales.

En cuanto a los canales de distribución, la compañía comercializa sus productos mediante otras instituciones que cuenten con una cartera de clientes y un medio de pago válido para su recaudo, siendo la aseguradora un socio estratégico y un apoyo operativo de acuerdo con los requerimientos de cada negocio.

La empresa no participa en seguros previsionales ni de AFP.

## Desempeño cartera de productos

### Seguros tradicionales

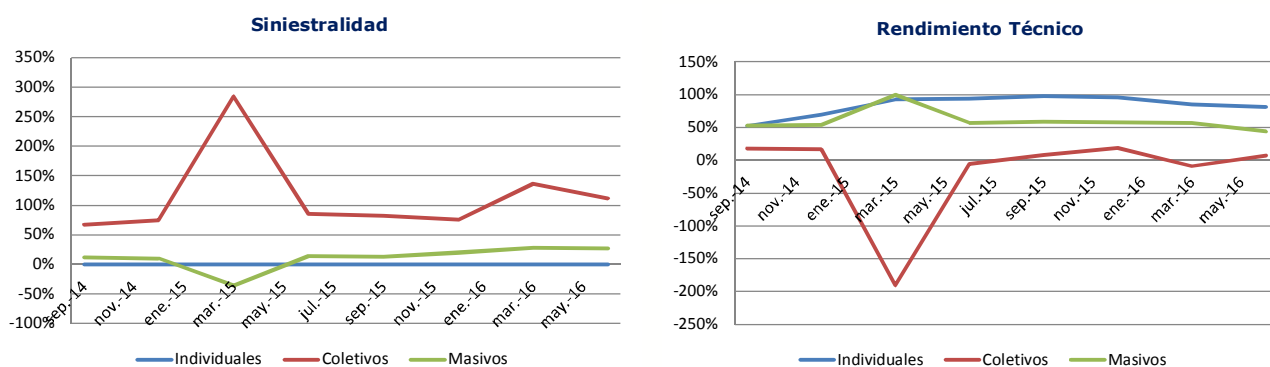
En la línea de los seguros tradicionales, las pólizas de banca seguros y *retail*, correspondientes a ramos de desgravamen consumos, temporal de vida y accidentes personales, son las que exhiben una mayor contribución a las ventas globales (41,35%, 20,10% y 14,80% a junio de 2016).

A junio de 2016 el primaje directo de seguros tradicionales ascendía a \$ 13.752 millones, cifra que implica un aumento de 13,5% con respecto a junio de año anterior.

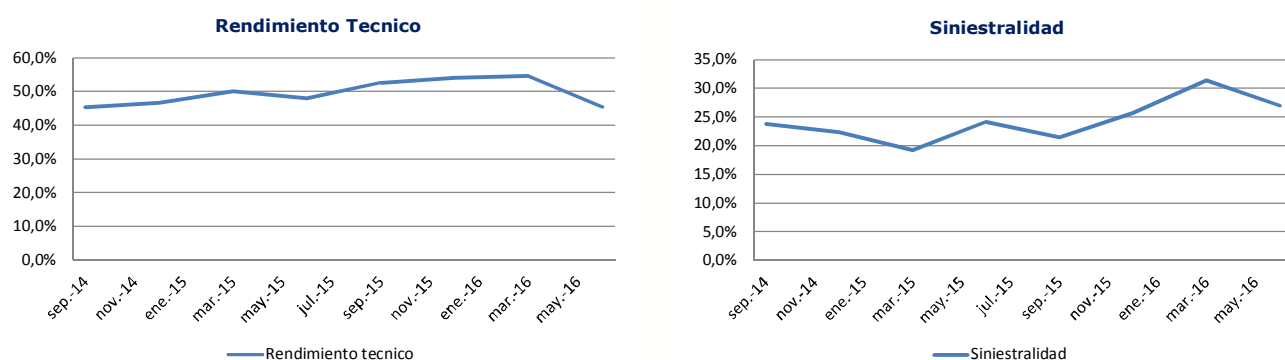


| Aporte al primaje anual                | 2013   | 2014   | 2015   |  | jun-15 | jun-16 |
|--|--------|--------|--------|--|--------|--------|
| Individual Temporal de Vida            | 0,00%  | 0,02%  | 0,00%  |  | 0,00%  | 0,00%  |
| Individual Accidentes Personales       | 0,00%  | 0,08%  | 0,19%  |  | 0,20%  | 6,78%  |
| Colectivo Temporal de Vida             | 5,20%  | 5,87%  | 2,54%  |  | 4,09%  | 0,26%  |
| Colectivo Incapacidad o Invalidez      | 1,51%  | 1,96%  | 0,62%  |  | 0,70%  | 0,06%  |
| Colectivo Accidentes Personales        | 4,15%  | 7,93%  | 4,22%  |  | 6,50%  | 2,00%  |
| Colectivo Desgravamen Consumos y Otros | 0,16%  | 4,04%  | 3,33%  |  | 3,46%  | 0,27%  |
| Masivo Temporal de Vida                | 23,00% | 35,45% | 35,32% |  | 34,07% | 20,10% |
| Masivo Incapacidad o Invalidez         | 5,27%  | 5,45%  | 6,87%  |  | 6,47%  | 6,42%  |
| Masivo Salud                           | 1,25%  | 0,89%  | 0,84%  |  | 0,97%  | 6,82%  |
| Masivo Accidentes Personales           | 3,48%  | 7,98%  | 7,24%  |  | 8,08%  | 14,80% |
| Masivo Desgravamen Hipotecario         | 12,68% | 2,55%  | 1,82%  |  | 1,57%  | 1,15%  |
| Masivo Desgravamen Consumos y Otros    | 43,28% | 27,77% | 37,01% |  | 33,88% | 41,35% |

La empresa presenta un rendimiento técnico<sup>2</sup> global elevado y relativamente estable, pese a mostrar cierta tendencia a la baja en los últimos trimestres; por su parte, la siniestralidad<sup>3</sup> global es reducida y ha variado dentro de rangos acotados. Los gráficos siguientes muestran la evolución de ambos indicadores en términos globales y por ramos individuales y colectivos:



<sup>2</sup> Bajo norma IFRS el rendimiento técnico es medido como margen de contribución / prima retenida.  
<sup>3</sup> Bajo norma IFRS la siniestralidad es medida como costo de siniestros / prima retenida.



## Inversiones

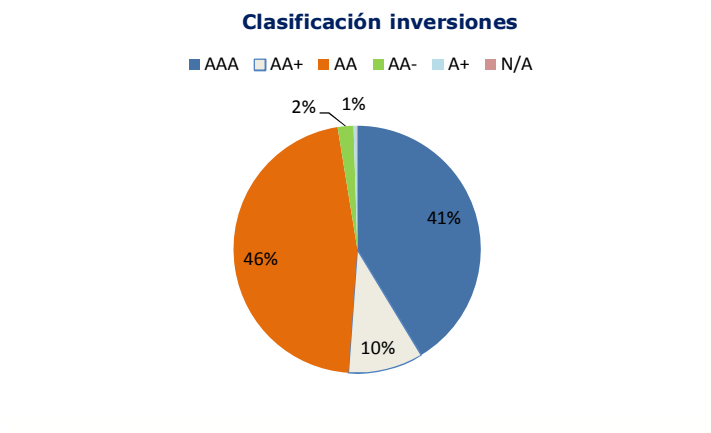
Las inversiones son administradas por la compañía en lineamiento con la política aprobada por el directorio, bajo estándares y criterios conservadores, situación que en la práctica permite disponer de una cartera con una adecuada liquidez y bajo riesgo crediticio y de mercado (100% de la cartera clasificada sobre "Categoría A-" y en instrumentos de corto plazo). A junio de 2016, las inversiones se encontraban colocadas en instrumentos de renta fija.

**Tabla 3. Distribución cartera de inversiones por tipo de instrumento**

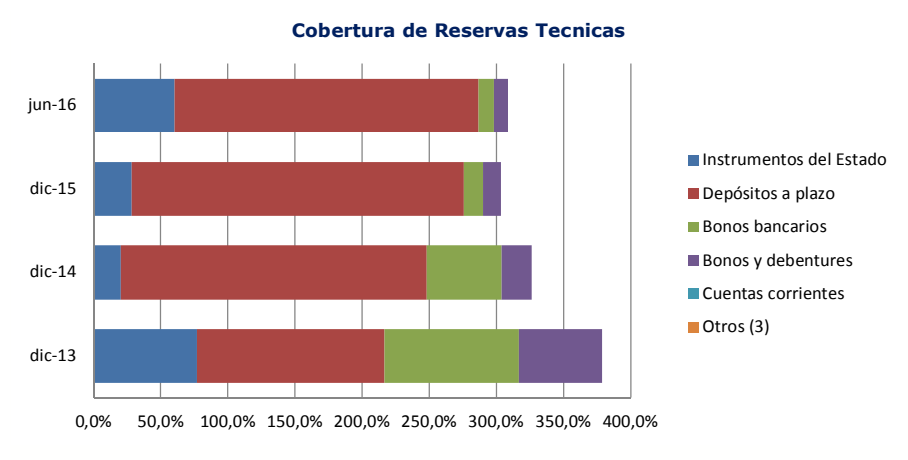
| Diciembre 2015            | Itaú Vida     | Mercado           |
|---------------------------|---------------|-------------------|
| Tipo de instrumento       |               |                   |
| Instrumentos del Estado   | 19,4%         | 3,0%              |
| Depósitos a plazo         | 73,2%         | 2,4%              |
| Bonos bancarios           | 3,7%          | 13,5%             |
| Letras hipotecarias       | 0,0%          | 1,4%              |
| Bonos y debentures        | 3,3%          | 32,1%             |
| Créditos sindicados       | 0,0%          | 1,5%              |
| Mutuos hipotecarios       | 0,0%          | 8,7%              |
| Acciones de S.A.          | 0,0%          | 1,0%              |
| Fondos mutuos             | 0,0%          | 4,6%              |
| Fondo inversión           | 0,0%          | 1,8%              |
| Inversión exterior        | 0,0%          | 12,7%             |
| Cuentas corrientes        | 0,0%          | 0,4%              |
| Avance tened. de pólizas  | 0,0%          | 0,1%              |
| Inversiones inmobiliarias | 0,0%          | 14,2%             |
| Préstamos                 | 0,0%          | 1,3%              |
| Otros <sup>4</sup>        | 0,0%          | 1,3%              |
| <b>Total (MM\$)</b>       | <b>62.309</b> | <b>33.367.830</b> |

<sup>4</sup> Incluye acciones de S.A. cerradas, muebles y útiles, caja, derechos por inversiones en instrumentos derivados.

Dado el perfil de riesgo conservador de la cartera de inversión su rentabilidad es menor a la mostrada por la industria, pero un poco más estable.



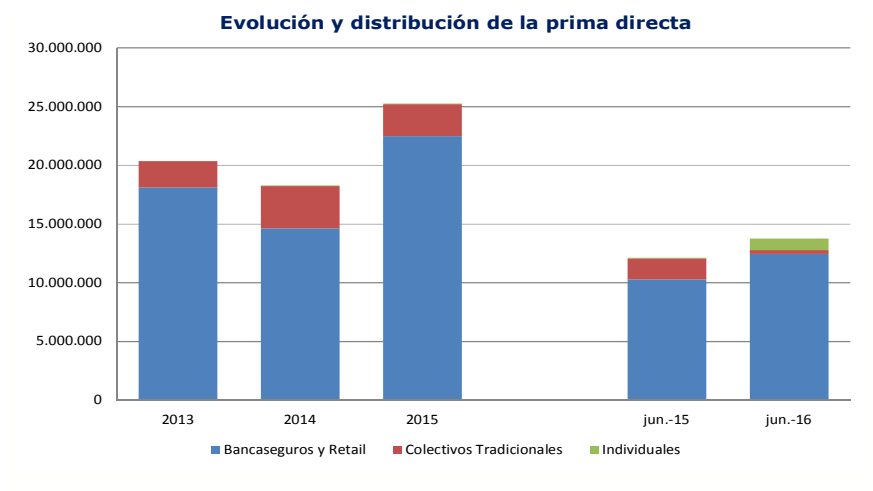
El valor de las inversiones de la aseguradora le permite contar una elevada cobertura de sus reservas técnicas. A junio de 2016 la valorización contable de la cartera representaba el 309% de las reservas técnicas, en tanto que para la misma relación el mercado exhibía un índice 110% . Adicionalmente, a junio de 2016, **Itaú Vida** presentó un superávit de inversiones representativas de reservas técnicas y patrimonio de riesgo de 25,7% (medido en función de la obligación de invertir las reservas técnicas y patrimonio de riesgo). A continuación se presenta su cobertura de reservas según tipo de instrumento:



## Análisis financiero

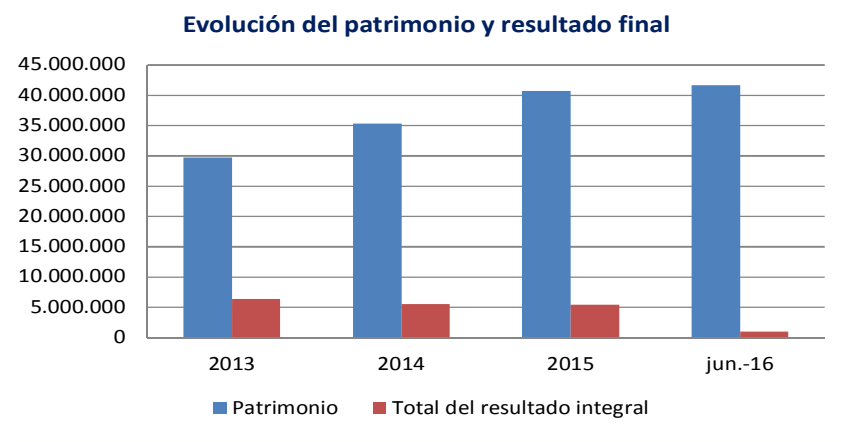
### Evolución de la prima

La prima directa de la compañía ha presentado crecimiento sostenido en los últimos años, con excepción de 2014, en donde exhibe una caída respecto de 2013, debido a la menor venta de seguros masivos en ese año. A diciembre de 2015 sus ventas son 24% más elevadas que las obtenidas en 2013. Entre junio de 2015 y junio 2016 se puede observar un alza en la prima directa de la compañía de un 13,5%. La evolución del primaje se muestra en el gráfico que sigue:

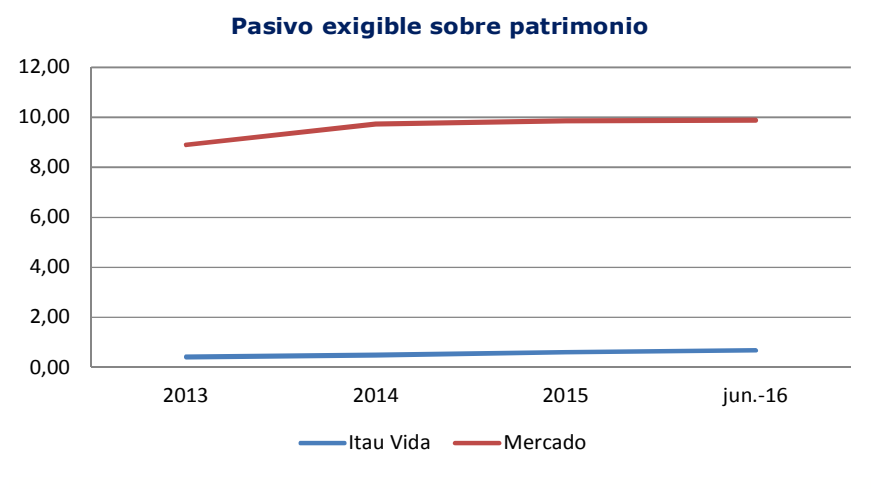


### Endeudamiento y posición patrimonial

Desde el año 2013 a junio de 2016, la empresa ha mostrado un fortalecimiento de su patrimonio mediante la retención de las utilidades obtenidas en los distintos periodos. Se puede observar que ha existido estabilidad en los resultados de la compañía desde el año 2013 a diciembre de 2015, sin embargo a junio de 2016 se aprecia una baja en los resultados de un 62% si se compara con el resultado final a junio de 2015.



Los niveles de endeudamiento de la compañía son comparativamente bajos en relación a los mostrados por el mercado de seguros de vida (este último influenciado por aquellas compañías que participan en rentas vitalicias). A junio de 2016 su relación de pasivo exigible sobre patrimonio alcanzaba a 0,67 veces. Se espera que el endeudamiento tienda a aumentar en la medida que la compañía incremente sus niveles de prima, incrementando así su escala de operación y, por ende, sus reservas técnicas.



## Indicadores

A continuación se presentan cuatro indicadores de la compañía y del mercado, en donde se puede observar que efectivamente su bajo volumen de venta en comparación al mercado influye en que la empresa tenga menor acceso a economías de escala en relación a sus pares. Los márgenes de contribución son positivos debido a que no están en el negocio de seguros previsionales y muestran una buena gestión en la administración de las pólizas de seguros tradicionales. Por su parte, se observa que el resultado final sobre prima directa, es mayor a la exhibida por el mercado.

| <b>Indicadores Itaú Vida</b>    | <b>dic 12 (IFRS)</b> | <b>dic-13 (IFRS)</b> | <b>dic-14 (IFRS)</b> | <b>dic-15 (IFRS)</b> |
|---------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Gasto Ad./ Prima Directa        | -18%                 | -20%                 | -20%                 | -33%                 |
| Gasto Ad. / Margen Contribución | 40%                  | 40%                  | 48%                  | 66%                  |
| Margen Cont / Prima Directa     | 45%                  | 50%                  | 42%                  | 50%                  |
| Result. Final/ Prima Directa    | 28%                  | 31%                  | 30%                  | 21%                  |
| <b>Indicadores Mercado</b>      | <b>dic 12 (IFRS)</b> | <b>dic-13 (IFRS)</b> | <b>dic-14 (IFRS)</b> | <b>dic-15 (IFRS)</b> |
| Gasto Ad./ Prima Directa        | -14%                 | -14%                 | -14%                 | -12%                 |
| Gasto Ad. / Margen Contribución | 197%                 | 140%                 | 80%                  | 122%                 |
| Margen Cont / Prima Directa     | -7%                  | -10%                 | -18%                 | -10%                 |
| Result. Final/ Prima Directa    | 10%                  | 6%                   | 8%                   | 8%                   |

*“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma”.*