



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña anual

A n a l i s t a

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Cesce Chile Aseguradora S.A.

Junio 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01

ratings@humphreys.cl

www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Pólizas Tendencia	A- Estable
Estados financieros base	Marzo 2013

Balance				
(Cifras en Miles de Pesos)	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Inversiones	2.150.030	2.311.434	2.518.238	2.633.778
Deudores por Primas	50.398	301.980	450.574	560.191
Deudores por Reaseguros	58.791	40.407	157.402	394.292
Otros Activos	76.069	276.297	242.716	93.009
Total Activos	2.335.288	2.930.118	3.368.930	3.681.270
Reservas Técnicas	282.953	589.688	841.238	1.056.196
Obligaciones Financiera	0	0	0	0
Otros Pasivos	73.703	161.908	261.697	292.368
Patrimonio	1.978.632	2.178.522	2.265.995	2.332.706
Total Pasivos	2.335.288	2.930.118	3.368.930	3.681.270

Estado de Resultados				
(Cifras en Miles de Pesos)	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Prima Directa	513.976	1.413.199	1.993.911	3.170.394
Prima Cedida	-456.802	-1.271.880	-1.756.315	-2.783.831
Prima Retenida Neta	57.174	141.319	237.596	386.563
Siniestros Netos	-6.535	-8.351	-96.228	-120.584
R. Intermediación	126.212	356.288	540.831	763.432
Margen de Contribución	132.134	429.161	580.650	874.634
Costo de Administración	-380.515	-624.987	-744.296	-822.066
Resultado Operacional	-248.381	-195.826	-163.646	52.568
Resultado de Inversión	27.945	56.340	186.398	44.595
Resultado Final	-230.540	-46.358	21.953	-18.608

Balance general consolidado IFRS	Dic-12	Mar-13
M\$		
Inversiones	2.887.853	3.230.129
Cuentas por cobrar de seguros	1.166.061	1.273.128
Participación del reaseguro en las reservas técnicas	3.532.146	3.338.288
Otros activos	341.976	328.245
Total activos	7.928.036	8.169.790
Reservas técnicas	4.100.654	3.925.359
Deudas por operaciones de seguro	1.025.983	1.575.920
Otros pasivos	361.738	270.048
Patrimonio	2.439.661	2.398.463
Total pasivos y patrimonio	7.928.036	8.169.790

Estado de resultado consolidado IFRS	Dic-12	Mar-13
Prima directa	4.067.271	796.087
Prima cedida	3.376.205	622.378
Prima retenida	691.066	173.709
Costo de siniestros	-142.529	-6.129
R. intermediación	621.661	68.746
Costo de administración	-933.321	-267.688
Resultado de inversiones	99.647	13.084
Resultado final	106.956	-41.198

Opinión

Cesce Chile Aseguradora S.A. (Cesce) es una sociedad especializada en la comercialización de seguros de garantías y seguros de crédito, tanto en el ámbito local como en el sector exportador. De acuerdo con el marco legal chileno, la compañía sólo puede participar en estas líneas de negocios y en la venta de seguros de fidelidad. Pertenece al grupo español Consorcio Internacional de Aseguradora de Crédito (CIAC), con experiencia a nivel internacional en este tipo de productos financieros, dependiente de Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación S.A (Cesce España).

Durante 2012 la compañía alcanzó un primaje total anual del orden de los \$ 4.067 millones. A marzo de 2013 presentaba inversiones por \$ 3.230 millones, un nivel de reservas del orden de los \$ 3.925 millones y un patrimonio de \$2.398 millones.

La calificación de sus pólizas en “*Categoría A-*” se sustenta en que la empresa forma parte del grupo Cesce, conglomerado asegurador internacional solvente y con capacidad de apoyar efectivamente las eventuales necesidades de capital que la sociedad tenga en el futuro. También se reconoce su experiencia internacional en el segmento y su capacidad de proporcionar información crediticia de deudores en el ramo de seguros de crédito a la exportación. No menos relevante es la posibilidad que existe de acceder al *know how* de la matriz, especialmente en materias de control. Complementariamente, se valora su estructura de reaseguros, así como el nivel y la alta cobertura de sus reservas, elementos que en su conjunto entregan un adecuado respaldo para responder a las obligaciones contraídas hasta la fecha y sostener el crecimiento.

Asimismo, la estructura profesional y operativa de la compañía -junto con el nivel de endeudamiento y de protección de las reservas- ha demostrado tener la capacidad para manejar el crecimiento en el nivel de ventas observado para los primeros años de funcionamiento. Sin embargo, se espera que la estructura organizacional siga fortaleciéndose junto al crecimiento que debiera experimentar la compañía y el mercado.

Otros elementos de juicio que inciden en la categoría de riesgo asignada, son los menores accesos a economías de escala y la baja diversificación en los ingresos, factor inherente a una empresa que participa en un nicho específico, pero en este caso intensificado por la concentración en seguros de garantías. Paralelamente, se considera como una necesidad y un desafío para la compañía el reforzar las instancias de control interno a medida que el nivel de ventas vaya creciendo y se haga más compleja la estructura operativa y organizacional.

La tendencia de la clasificación se estima “*Estable*”¹, dado que no se visualizan cambios en el corto plazo en los factores de relevancia que inciden de manera favorable o desfavorable en la solvencia de sus pólizas, especialmente porque no se esperan cambios significativos en su modelo de negocios.

A futuro la nota de riesgo de la compañía podría verse favorecida si alcanza un mayor volumen de operaciones, favoreciendo la mantención de resultados más estables y menos volátiles, además de permitir el desarrollo de economías de escala y un comportamiento normal de los siniestros, o se observen fortalecimientos relevantes en sus controles internos y estructura operativa. De la misma forma, la clasificación podría ser revisada en la medida que se incremente la calidad del apoyo del grupo controlador (ya sea por una mejora en su solvencia o una mayor participación de éste en las decisiones locales).

Asimismo, el respaldo aportado por el controlador es relevante en el mantenimiento de la clasificación y se espera que la compañía no debilite su exposición ante siniestros individuales o eventos catastróficos. También es de esperar que la cartera de inversiones mantenga una adecuada relación entre nivel, rentabilidad y riesgo asumido, proporcionando una adecuada cobertura de sus obligaciones. Junto a ello

¹ Corresponde a aquellos instrumentos que muestran una alta probabilidad de que su clasificación no presente variaciones a futuro.

existe la expectativa de que los sistemas de control de los riesgos operativos se ajusten a las necesidades que se deriven del crecimiento.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Forma parte del grupo Cesce: *know how* y apoyo patrimonial

Fortalezas complementarias

- Buena estructura de reaseguros
- Adecuada cobertura de reservas (para soportar crecimiento)

Riesgos considerados

- Reducida escala de la sociedad (impacto moderado)
- Concentración en pocos productos, especialmente en seguros de garantía (impacto medio)

Definición de categorías de riesgo

Categoría A-

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.

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

Hechos recientes

A marzo de 2013 la prima directa presenta una disminución nominal del 18,4% respecto del mismo periodo del año anterior, alcanzando un monto de \$ 796 millones, en tanto su siniestros a la misma fecha alcanzaron un monto de \$ 160 millones, lo que representa un 7,7% menos que lo alcanzado a marzo de 2012. Por su parte los costos de administración fueron de 267 millones (20,1% mayor al mismo trimestre del año anterior). Dado lo anterior el margen de contribución disminuyó en un 23,9% en relación a marzo de 2012.

Con todo el resultado de la compañía, a marzo de 2013, alcanzó un monto negativo de \$ 41,2 millones, lo que se compara negativamente a los \$ 25,3 millones del mismo periodo del año anterior. El patrimonio de la sociedad fue de \$ 2.398 millones para un nivel de reservas técnicas \$ 3.925 millones y obligaciones a invertir de \$ 3.880 millones,

Oportunidades y fortalezas

Apoyo de la matriz: Se considera que el grupo Cesce tiene una adecuada capacidad de responder a las eventuales necesidades de capital de la sociedad evaluada. En la práctica, se observa que Cesce España, cabeza del grupo, en términos consolidados mantiene un patrimonio neto cercano a € 319 millones, mientras que el patrimonio de la local representa en torno al 1% de este monto. Adicionalmente, se reconoce el prestigio del grupo y su capacidad de proporcionar información comercial y financiera de deudores a nivel global a través de la empresa Informa D&B. Se toma en cuenta que la clasificación en escala de global de la cabeza del grupo se encuentra con tendencia positiva por parte del clasificador internacional.

Solvencia reaseguradores: Dado que **Cesce** retiene a marzo de 2013 un 22% de la prima directa, cobra relevancia la solvencia de sus reaseguros. A la fecha la compañía mantiene un contrato proporcionales en el que participan Munich Re (AA-), Swiss Re (A), MAPFRE Re (BBB+) y Hannover Re (A), todos ellos con adecuada solvencia en escala local. Además del contrato proporcional, tomó un contrato de exceso de pérdida que limita la exposición de su patrimonio (actualmente, participan en dicho contrato los mismos reaseguradores que en el proporcional pero en distintas proporciones).

Factores de riesgo

Baja escala: La compañía presenta una baja escala de operaciones respecto a compañías de seguros generales y otras compañías de garantía y crédito (a marzo de 2013 posee el 7,1% de las ventas dentro de este nicho), aunque este riesgo se ha ido atenuando en los últimos periodos, con el crecimiento de la cartera de operaciones. De igual forma, se espera que en la medida que la compañía siga aumentando su volumen de operaciones, especialmente en el segmento de seguros de crédito, sus indicadores de siniestralidad y rendimiento técnico debiesen deteriorarse en relación a lo observado históricamente, alcanzando niveles más cercanos a los registrados en otras entidades del segmento.

Riesgo operativo: Sus operaciones, tanto sus sistemas como sus mecanismos de control se encuentran aún en etapa de desarrollo, considerando también la entrada en nuevos productos. Si bien hasta ahora esto no presenta un riesgo de alta gravedad, si se espera que existan avances importantes en el mediano plazo, especialmente en materias de sistematización y automatización de los controles. Adicionalmente, se considera la inexistencia de una unidad interna de auditoría, situación que, según la información proporcionada por la administración, sería subsanada vía uso del departamento de auditoría de la matriz, la cual tendría un plan definido para el año 2013.

Concentración de la cartera: Actualmente los ingresos de la compañía se concentran en el negocio de pólizas de garantía, lo que implica una mayor exposición a fluctuaciones en su desempeño, considerando, además, que éste presenta menores grados de fidelización de los clientes en comparación con los seguros de crédito.

Proveedores de información: La compañía depende fuertemente de la oferta de información relevante que exista en el mercado para poder analizar los riesgos asumidos en su cartera de crédito. En lo que respecta a deudores internacionales, se apoya en servicios entregados por el grupo. Sin embargo, dentro del ámbito local, dado que aún maneja una reducida base de datos propia, depende exclusivamente de los antecedentes que puede adquirir en el mercado.

Antecedentes generales

Historia y propiedad

Nombre	Cargo
Julio Espinoza	Presidente del directorio
Manuel Alves Antúnes	Director
Beatriz Reguero Naredo	Director
Luis Antonio Ibañez	Director
Mariano Arnaiz Mateo	Director
Francisco Gea Barbera	Director

Nombre	Cargo
Germán Pacheco	Gerente General
Freddy Salgado	Gerente de Administración y Finanzas
Marcelo Martínez	Gerente Técnico

Cesce fue constituida en Chile en febrero de 2008. Conforme a su giro, puede suscribir pólizas de seguros de crédito (domésticos y de exportación), pólizas de garantía y pólizas de fidelidad.

Hasta el 24 de junio de 2010 la propiedad de la compañía se distribuía entre dos accionistas: Consorcio Internacional de Aseguradores de Crédito (C.I.A.C), con el 85% de la propiedad, e Urespa S.A. (relacionada con un grupo de profesionales chilenos), con el 15% restante. En la

actualidad el controlador presenta una participación del 100%² de la propiedad.

Cabe destacar que C.I.A.C. pertenece en un 51,78% a Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación S.A (Cesce España), en un 14,36% a los bancos españoles BBVA y Santander, y en un 19,5% a la reaseguradora Alemana Munich Re.

Cesce España se desempeña en el negocio de seguros y reaseguros. La propiedad de la entidad pertenece mayoritariamente al gobierno español. La aseguradora se encuentra clasificada en “BBB” con tendencia estable a escala global.

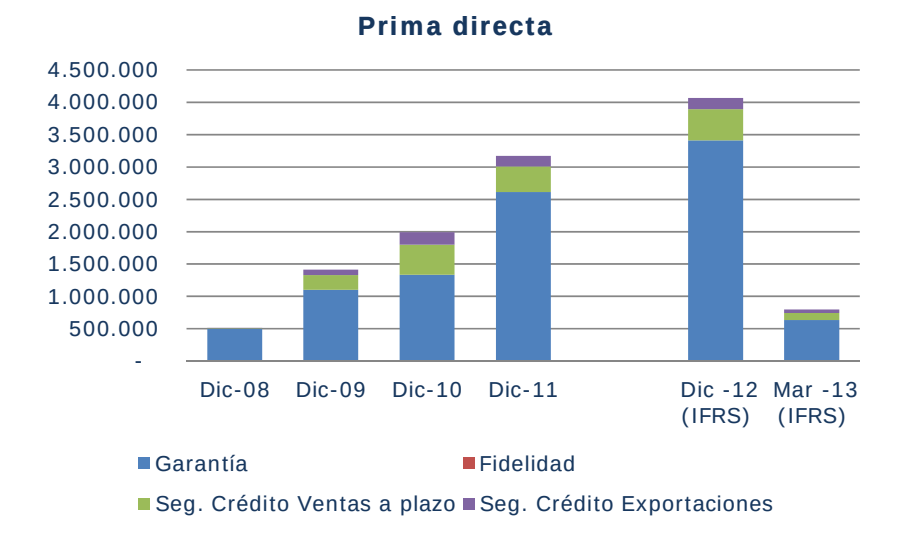
C.I.A.C. se constituyó en 2001 con el fin de desarrollar el Seguro de Crédito y Caucción en el mercado americano. A la fecha de la clasificación, esta compañía tiene presencia en México, Venezuela, Colombia, Brasil, Perú, Uruguay y Argentina.

² Julio Espinoza, actual gerente general de la compañía, mantiene una acción, que representa el 0,0008% de la propiedad.

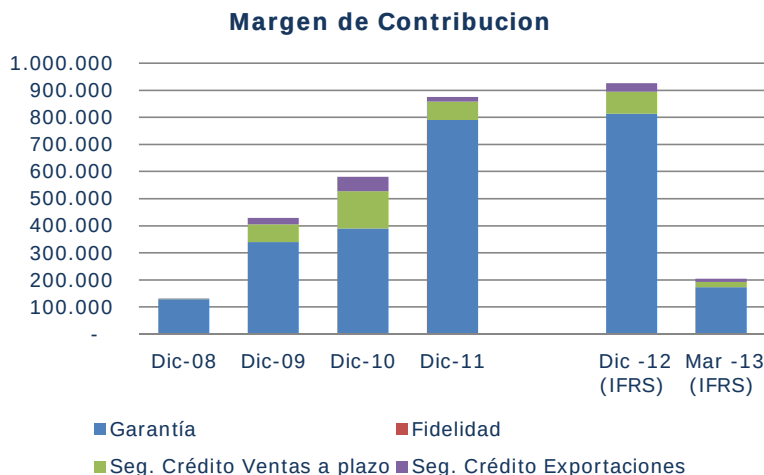
Cartera de productos

Los seguros de crédito destacan por ser un tipo de pólizas que pueden ser emitidas exclusivamente por sociedades de giro específico, característica que en la actualidad reduce la oferta a sólo seis compañías.

En contraposición, los seguros de garantías pueden ser comercializados por cualquier compañía de seguros generales. Además, este tipo de producto compite con las boletas bancarias, instrumentos de amplia difusión en el mercado nacional y, más recientemente, pero en mucha menor escala, los certificados de las sociedades de garantía recíproca. A la fecha, la compañía se ha concentrado en la venta de seguros de garantía, los cuales representan un 79% del total de la prima. A continuación se muestra la evolución en la distribución de la prima directa:



Con respecto al margen de contribución de la compañía, éste se distribuye de manera similar al primaje. Los seguros de garantía representan el mayor porcentaje del margen de contribución.



Capitales asegurados

A marzo de 2013, la compañía contaba con 15.755 ítems vigentes, concentrados fuertemente en seguros de garantía. A su vez, presentaba \$554.542 millones en capitales asegurados directo y 83.060 millones como capitales asegurados retenidos.

La compañía expone en promedio menos de un 1% de su patrimonio por cada ítem asegurado, lo que se reduce si se consideran los reaseguros proporcionales (sobre los cuales operan además los contratos de excesos de pérdidas).

Reaseguros

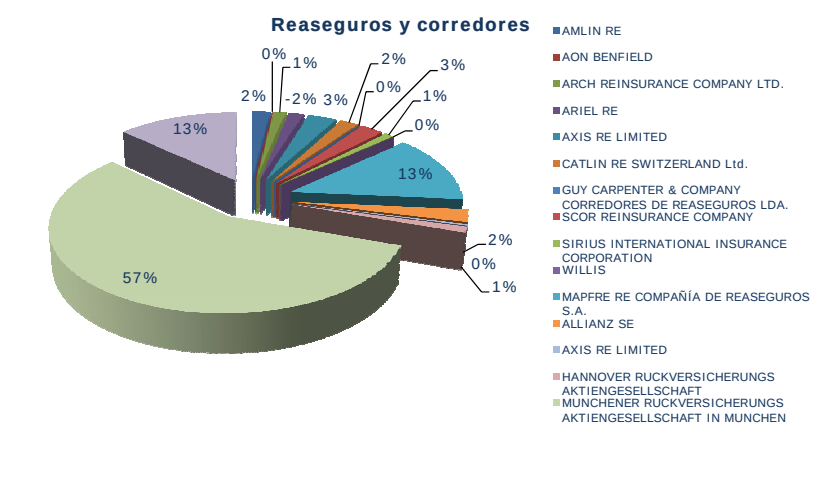
Cesce retiene sólo un 21% de la prima directa (a marzo de 2013), por lo tanto su capacidad de pago descansa fuertemente en su política de reaseguros, que es estructurada por la matriz en España, sin perjuicio que en Chile la compañía tenga la facultad para negociar algunos de estos contratos. En este sentido, es destacable la cesión de prima a compañías de prestigio mundial en el mercado de reaseguros y con buena clasificación de riesgo.

Adicionalmente, la compañía cuenta un contrato catastrófico con capacidad de US\$ 1,7 millones cuya prioridad alcanza US\$ 100 mil, lo que acota la exposición ante eventos particulares a alrededor 2% de su patrimonio³ (más el costo de reinstalación del exceso de pérdida).

Por otro lado, los reaseguradores de la compañía presentan una elevada solvencia, concentrándose sus clasificaciones de riesgo en categorías superiores a "BBB+" en escala global.

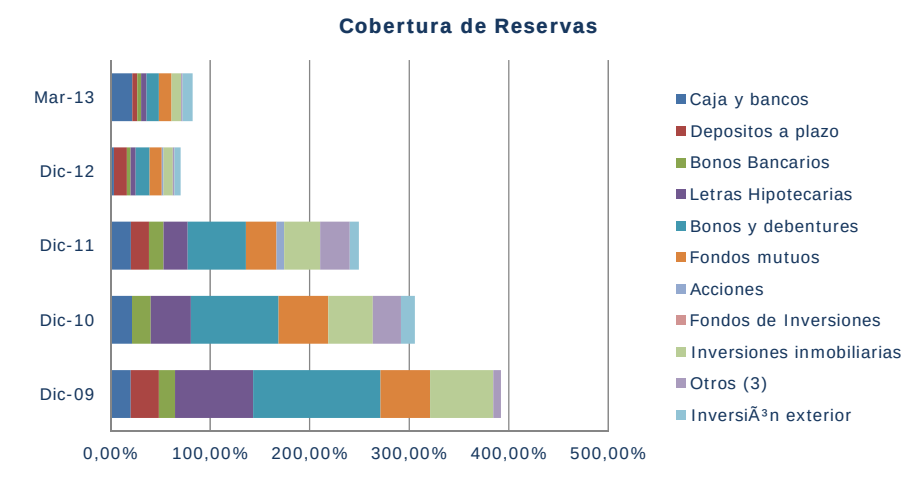
³ Considerando el valor de su patrimonio al 31 de marzo de 2012.

La distribución de la cesión de prima a marzo de 2013, se muestra a continuación:



Inversiones

A marzo de 2013, la compañía poseía reservas técnicas por un total de \$ 3.925 millones, las cuales se encontraban cubiertas en un 82% por inversiones. De éstas, el 48% se materializó en instrumentos de renta fija y caja. Las inversiones en renta variable⁴ se concentraban en torno al 13% de la cartera. Por otra parte, la empresa presentaba un 10% de sus inversiones en instrumentos extranjeros y casi un 10% en inversiones inmobiliarias.



⁴ Incluye fondos mutuos, fondos de inversión y acciones

Generación de caja⁵

Durante los tres años anteriores, la empresa había mostrado una generación de caja negativa, debido a gastos elevados en relación con su tamaño reducido y los desembolsos propios del inicio de sus operaciones. Sin embargo, durante 2011 se logró revertir esta situación, mostrando un flujo de caja neto positivo. El total de ingresos está compuesto principalmente venta a través de intermediario (46%), seguido por apoyo de reaseguros (43%). Por el lado de los egresos, los costos reaseguro representan el 53% de éstos y los costos de siniestros representan un 27%.

A continuación se presenta un cuadro que detalla la generación de caja:

Flujos (M\$)	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Venta Total	513.976	1.413.199	1.993.911	3.170.394
Venta Directa	100.192	269.920	277.407	648.732
Venta Intermediarios	413.784	1.143.279	1.716.504	2.521.662
Prima Aceptada	0	0	0	0
Apoyo de Reaseguro	235.560	565.015	1.098.991	2.366.814
Siniestros Cedidos	58.791	73.007	383.555	1.325.999
Reaseguro Cedido	176.769	492.008	715.436	1.040.815
Total Ingresos	749.536	1.978.214	3.092.902	5.537.208
Costo de Siniestros	-65.326	-81.358	-479.783	-1.446.583
Siniestros Directos	-65.326	-81.358	-479.783	-1.446.583
Siniestros Aceptados	0	0	0	0
Reaseguro Aceptado	0	0	0	0
Costo Reaseguros	-463.911	-1.282.503	-1.786.002	-2.819.759
Prima Cedida	-456.802	-1.271.880	-1.756.315	-2.783.831
Exceso de Pérdidas	-7.109	-10.623	-29.687	-35.928
Gastos + Intermediación	-431.072	-760.707	-918.901	-1.099.449
Intermediación Directa	-50.557	-135.720	-174.605	-277.383
Costo de Administración	-380.515	-624.987	-744.296	-822.066
Total Egresos	-960.309	-2.124.568	-3.184.686	-5.365.791
Flujos Netos	-210.773	-146.354	-91.784	171.417
Otros Ingresos	-850	14.189	-7.498	-21.563
Flujo Neto + Otros Ingresos	-211.623	-132.165	-99.282	149.854

A diciembre de 2012, el flujo neto de actividades de operación fue negativo, producto de mayores pagos por siniestros y comisiones en relación a sus ingreso por prima y coaseguro. Efecto que se ve revertido en marzo de 2013, por un mejor desempeño de la cartera y gastos de administración controlados.

⁵ Flujo de caja estimado por **Humphreys**, en base a información pública.

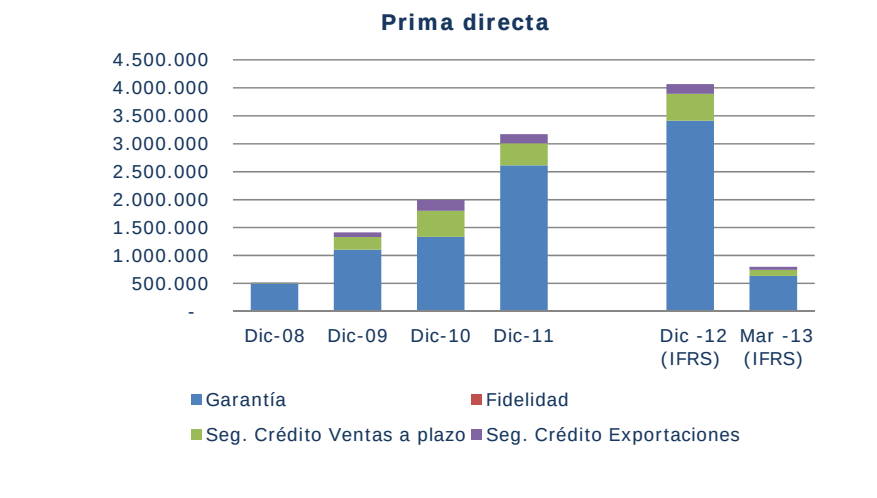
A continuación se presenta el flujo de efectivo a diciembre de 2012 y marzo de 2013:

Flujo de efectivo	Dic-12	Mar-13
Ingreso por prima de seguro y coaseguro	3.863.751	854.279
total ingresos de efectivo de la actividad aseguradora	5.990.567	1.436.195
pago de rentas y siniestros	781.449	193.563
comisiones seguro directo	304.405	115.463
gasto por impuesto	793.622	28.149
gasto de administración	733.534	149.525
total egresos de efectivo de la actividad aseguradora	6.089.285	719.438
Flujo neto de actividades de operación	-98.718	716.757
ingresos de efectivo de actividades de inversión	0	0
egreso de efectivo de actividades de inversión	0	0
total de flujo de actividades de inversión	0	0
ingresos de actividades de financiamiento	0	0
egreso de efectivo de actividades de financiamiento	0	0
total egresos de actividades de financiamiento	0	0
Total aumento (Disminución) de efectivo y equivalentes	-84.812	719.306
Efectivo y Efectivo equivalente al inicio del periodo	0	130.252
Efectivo y Efectivo equivalente al final del periodo	130.252	849.558

Análisis financiero

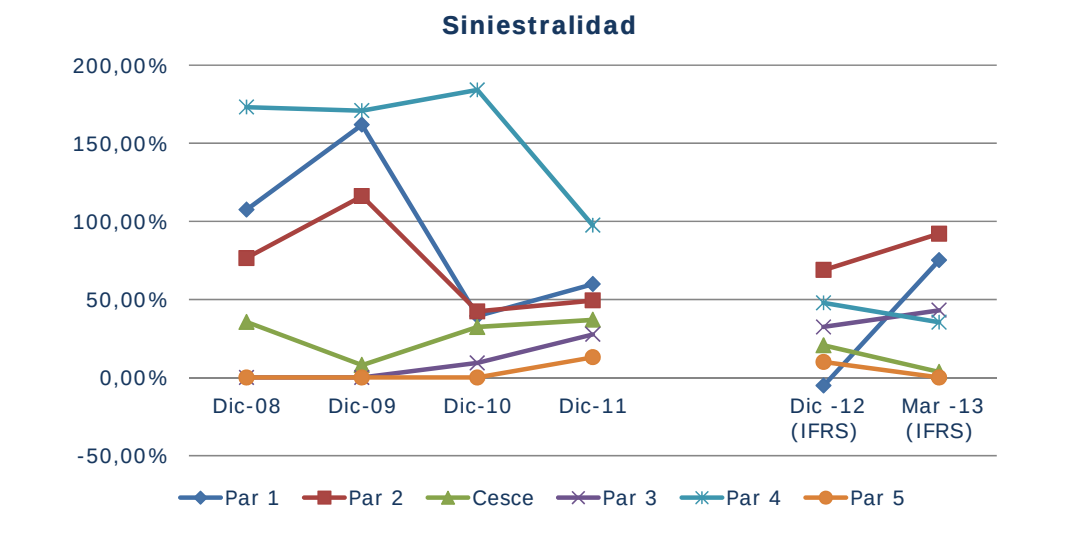
Evolución del primaje

A continuación se muestra la evolución y distribución del primaje de la compañía. Durante 2012, la prima directa creció 28% respecto del año anterior. Si bien años anteriores hubo un esfuerzo en diversificar el primaje, se sigue presentando una alta concentración en el ramo de garantía, el cual representa un 84% del total. A marzo de 2013, la prima directa alcanzaba los \$ 7960.87 millones.



Rendimiento técnico⁶ y siniestralidad⁷

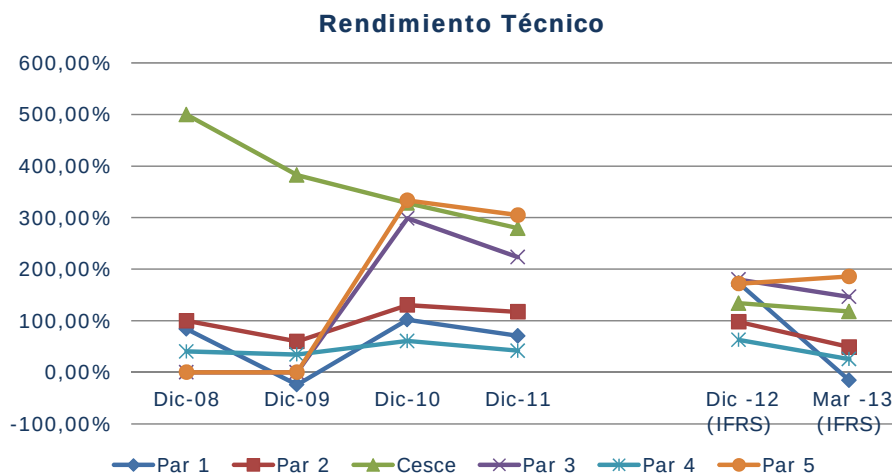
Los indicadores históricos de rendimiento técnico y de siniestralidad, considerando los años de operación de la compañía en el mercado local, no son considerados como totalmente representativos de su comportamiento en el largo plazo, aunque se reconoce que al año 2012 los indicadores se acercan a los niveles exhibidos por el mercado. A continuación podemos ver los indicadores de **Cesce** en comparación a sus pares:



⁶ El rendimiento técnico de las compañías de seguros es calculado con el margen de contribución del periodo sobre el ingreso de explotación, bajo norma chilena. Con la norma IFRS es calculado como margen de contribución sobre prima retenida.

⁷ El indicador de siniestralidad es calculado como costo de siniestro sobre prima retenida neta ganada, bajo norma chilena. Con la norma IFRS es calculado como costo de siniestro sobre prime retenida.

Indicadores	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Mar-13
Garantía	7,02%	41,36%	14,39%	17,28%	1,49%
Fidelidad					
Seguro de crédito por ventas a plazo	11,63%	10,27%	125,95%	43,61%	34,01%
Seguro de crédito a la exportación	10,19%	17,95%	192,98%	45,56%	-20,81%



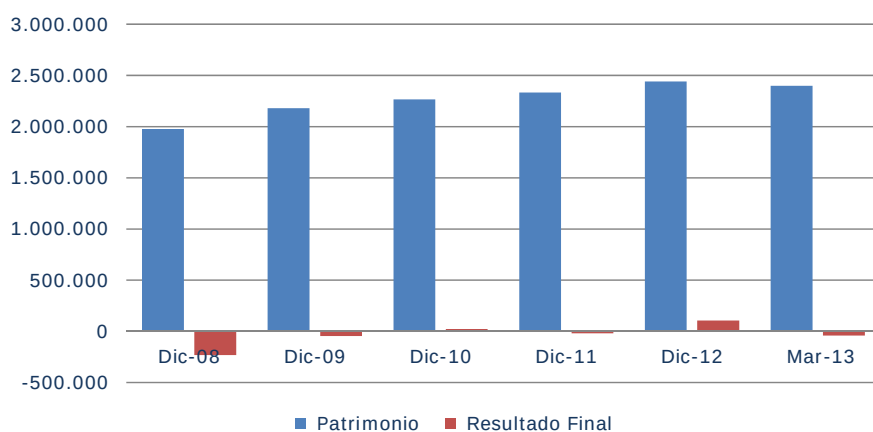
Indicadores	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Mar-13
Garantía	395,88%	350,36%	347,00%	134,36%	115,06%
Fidelidad					
Seguro de crédito por ventas a plazo	337,97%	297,45%	171,37%	128,83%	126,90%
Seguro de crédito a la exportación	341,21%	273,64%	97,55%	138,64%	156,33%

Endeudamiento y posición patrimonial

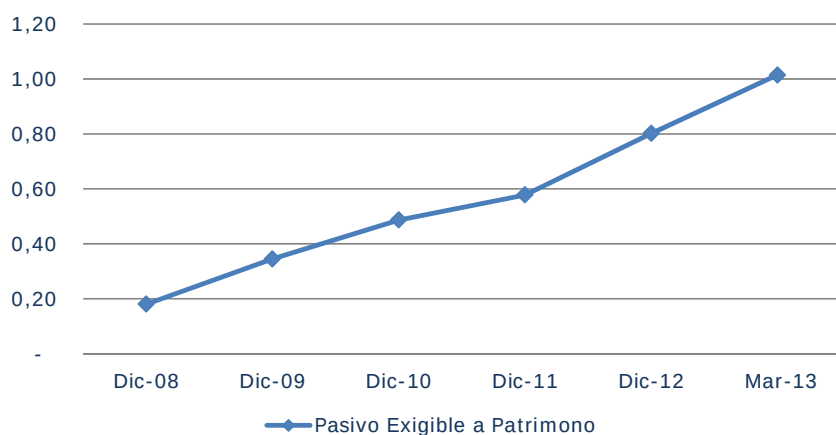
Cesce ha ido incrementado sus niveles de endeudamiento a medida que ha aumentado el volumen de sus operaciones. Dado ello, a marzo de 2013 se observa un nivel de endeudamiento total de 1,01 veces, aunque el indicador aún es bajo comparativamente. Su endeudamiento financiero alcanza a 0,28 veces.

En tanto, su patrimonio se ha ido fortaleciendo en los años de operación, alcanzado a marzo de 2013 un monto de \$ 2.398 millones. Sus resultados han sido ajustados, presentado ganancias durante el año 2012, las cuales a marzo de 2013 se han revertido. Con todo es esperable este comportamiento por los años de operación de la compañía, estimándose a futuro resultados menos volátiles.

Patrimonio y Resultado (M\$)



Pasivo Exigible a Patrimonio



Indicadores

Cesce	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12
Gasto Ad./ Prima Directa	44%	37%	26%	23%
Gasto Ad. / Margen Contribución	146%	128%	94%	101%
Margen Cont / Prima Directa	-30%	-29%	-28%	23%
Result. Final/ Prima Directa	-3%	1%	-1%	3%

Mercado	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12
Gasto Ad./ Prima Directa	22%	20%	19%	18%
Gasto Ad. / Margen Contribución	104%	99%	90%	99%
Margen Cont / Prima Directa	-21%	-20%	-21%	18%
Result. Final/ Prima Directa	2%	1%	3%	3%

“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.”