

Compañía de Seguros de Créditos Coface Chile S.A.

Coface Chile
Resumen Ejecutivo

Clasificación

| | |
|-------------|---------|
| Largo Plazo | AA-(cl) |
| Perspectiva | Estable |

Resumen Financiero

| USD (Millones) | 30/06/2013 usd (507,16) |
|-------------------------|----------------------------|
| Activo Total | 44,3 |
| Inversiones Financieras | 19,4 |
| Reservas Técnicas | 27,9 |
| Patrimonio | 9,1 |
| Prima Suscrita | 9,4 |
| Utilidad Neta | -1,2 |
| ROEA (%)* | -22,9 |
| ROAA (%)* | -6,3 |

* Anualizado
Estados Financieros Trimestrales publicados por la Superintendencia de Valores y Seguros. No Auditados

Informes Relacionados

- Seguros Latinoamérica Cono Sur – 2013 Outlook, Enero 30, 2013
- Coface S.A., Marzo 15, 2013

Analistas

Rodrigo Salas
+56 2 499 3309
rodrigo.salas@fitchratings.com

Carolina Alvarez
+56 2 499 3321
Carolina.alvarez@fitchratings.com

Factores claves de la clasificación

Sólido posicionamiento en un segmento especializado. Coface mantiene una sólida y estable posición en un mercado concentrado, de características de nicho y altamente competitivo, concentrando un 26,1% del primaje del segmento. La compañía se beneficia de la presencia y posicionamiento global del grupo en un segmento altamente especializado.

Clasificación se beneficia por soporte del grupo controlador. En opinión de Fitch Coface S.A., controlador último de la compañía clasificado en escala internacional en Categoría AA-(IFS) / Outlook Estable, cuenta con la capacidad y disposición de soportar patrimonialmente la operación de Coface Chile en caso de ser necesario (soporte implícito), favoreciendo la clasificación asignada. La estrategia de negocios de la compañía se enmarca en la estrategia y especialización del grupo Coface a nivel mundial, beneficiándose a su vez de sinergias con otras filiales y capacidad de reaseguro, características propias de una subsidiaria considerada como “importante” dentro de los criterios usados por Fitch.

Severidad de riesgo impacta en volatilidad de retorno. Similar a la industria, Coface Chile evidencia volatilidad en sus indicadores de retorno producto de la injerencia de severidades sobre la siniestralidad e índice combinado. Si bien la compañía registró elevados indicadores de retorno al cierre de 2012 (ROAA de 13,3% y ROAE de 38,2%), principalmente por efecto de liberación de reservas y cambio en la posición de retención, el desempeño técnico en lo que va del 2013 se vio deteriorado como consecuencia de una mayor severidad en siniestros domésticos, coyunturalmente coincidente con la mayor retención.

Menor holgura patrimonial. La compañía históricamente ha mantenido un nivel de apalancamiento por encima que el subgrupo de entidades que operan el segmento de crédito (2,28x vs. 0,76x el subgrupo comparativo a jun-13). Si bien ello responde a una política amplia de distribución de dividendos en una industria madura, Fitch valora una conservadora constitución de reservas de siniestros y la consideración de soporte en la clasificación.

Mayor retención bajo una estructura de reaseguro de grupo. La compañía históricamente ha operado con niveles de retención de prima bastante superiores a su peer, intensificándose a partir del segundo semestre de 2012. Su índice de retención de 75% (peer 14%) responde a una estructura de contrato proporcional que se complementa con un stop loss, cedido en su totalidad a su matriz –Coface S.A.- como parte de la estructura global de reaseguro.

Sensibilidad de la clasificación

La perspectiva estable incorpora la también estable solvencia en de su matriz en calidad de soportador, Coface S.A., la capacidad de la compañía de afrontar un desempeño técnico temporal más ajustado y la expectativa de mantenimiento en su posicionamiento de mercado.

La agencia estima que la clasificación se podría ver favorecida ante un perfil de apalancamiento en un rango en torno a 1x, mayor estabilidad de retorno o bien un alza en la solvencia de su matriz. En tanto, la clasificación se podría verse desfavorecida ante cambios negativos en el perfil de riesgo de su matriz, un mayor nivel de apalancamiento sostenido por encima del histórico así como una reducción importante de su posición de mercado.

Compañía de Seguros de Créditos Coface Chile S.A.

Coface Chile

Informe de clasificación

Clasificación

| | |
|-------------|---------|
| Largo Plazo | AA-(cl) |
| Perspectiva | Estable |

Resumen Financiero

| USD (Millones) | 30/06/2013 usd (507,16) |
|-------------------------|----------------------------|
| Activo Total | 44,3 |
| Inversiones Financieras | 19,4 |
| Reservas Técnicas | 27,9 |
| Patrimonio | 9,1 |
| Prima Suscrita | 9,4 |
| Utilidad Neta | -1,2 |
| ROEA (%)* | -22,9 |
| ROAA (%)* | -6,3 |

* Anualizado
Estados Financieros Trimestrales publicados por la Superintendencia de Valores y Seguros. No Auditados

Informes Relacionados

- Seguros Latinoamérica Cono Sur – 2013 Outlook, Enero 30, 2013
- Coface S.A., Marzo 15, 2013

Analistas

Rodrigo Salas
+56 2 499 3309
rodrigo.salas@fitchratings.com

Carolina Alvarez
+56 2 499 3321
Carolina.alvarez@fitchratings.com

Factores claves de la clasificación

Sólido posicionamiento en un segmento especializado. Coface mantiene una sólida y estable posición en un mercado concentrado, de características de nicho y altamente competitivo, concentrando un 26,1% del primaje del segmento. La compañía se beneficia de la presencia y posicionamiento global del grupo en un segmento altamente especializado.

Clasificación se beneficia por soporte del grupo controlador. En opinión de Fitch Coface S.A., controlador último de la compañía clasificado en escala internacional en Categoría AA-(IFS) / Outlook Estable, cuenta con la capacidad y disposición de soportar patrimonialmente la operación de Coface Chile en caso de ser necesario (soporte implícito), favoreciendo la clasificación asignada. La estrategia de negocios de la compañía se enmarca en la estrategia y especialización del grupo Coface a nivel mundial, beneficiándose a su vez de sinergias con otras filiales y capacidad de reaseguro, características propias de una subsidiaria considerada como “importante” dentro de los criterios usados por Fitch.

Severidad de riesgo impacta en volatilidad de retorno. Similar a la industria, Coface Chile evidencia volatilidad en sus indicadores de retorno producto de la injerencia de severidades sobre la siniestralidad e índice combinado. Si bien la compañía registró elevados indicadores de retorno al cierre de 2012 (ROAA de 13,3% y ROAE de 38,2%), principalmente por efecto de liberación de reservas y cambio en la posición de retención, el desempeño técnico en lo que va del 2013 se vio deteriorado como consecuencia de una mayor severidad en siniestros domésticos, coyunturalmente coincidente con la mayor retención.

Menor holgura patrimonial. La compañía históricamente ha mantenido un nivel de apalancamiento por encima que el subgrupo de entidades que operan el segmento de crédito (2,28x vs. 0,76x el subgrupo comparativo a jun-13). Si bien ello responde a una política amplia de distribución de dividendos en una industria madura, Fitch valora una conservadora constitución de reservas de siniestros y la consideración de soporte en la clasificación.

Mayor retención bajo una estructura de reaseguro de grupo. La compañía históricamente ha operado con niveles de retención de prima bastante superiores a su peer, intensificándose a partir del segundo semestre de 2012. Su índice de retención de 75% (peer 14%) responde a una estructura de contrato proporcional que se complementa con un stop loss, cedido en su totalidad a su matriz –Coface S.A.- como parte de la estructura global de reaseguro.

Sensibilidad de la clasificación

La perspectiva estable incorpora la también estable solvencia en de su matriz en calidad de soportador, Coface S.A., la capacidad de la compañía de afrontar un desempeño técnico temporal más ajustado y la expectativa de mantenimiento en su posicionamiento de mercado.

La agencia estima que la clasificación se podría ver favorecida ante un perfil de apalancamiento en un rango en torno a 1x, mayor estabilidad de retorno o bien un alza en la solvencia de su matriz. En tanto, la clasificación se podría verse desfavorecida ante cambios negativos en el perfil de riesgo de su matriz, un mayor nivel de apalancamiento sostenido por encima del histórico así como una reducción importante de su posición de mercado.

Gobiernos Corporativos

En base a los criterios de Fitch, las políticas de gobierno corporativo no generan un beneficio en la clasificación asignada, sin embargo pueden presionar a la baja en caso de ser deficientes.

Coface Chile al ser parte de un grupo internacional se beneficia de las mejores prácticas de gobierno corporativo, presentando: un cuerpo directivo que se encuentra alineado con la estrategia de su matriz.

Los estados financieros a dic-12 fueron auditados por la firma auditora externa KPMG, sin observaciones. Los estados financieros interinos (jun-13 y jun-12) se presentan no-auditados.

Perfil y Posición de Mercado

Perfil monoprodutor y sólido posicionamiento en el segmento de crédito

A pesar de la incorporación de nuevos actores al mercado de seguros de crédito, éste continúa manteniendo un perfil concentrado y de precios presionados en un contexto de alta madurez. Coface Chile mantiene una consolidada posición en términos de prima suscrita (2°), concentrando a jun-13 un 26,1% de la prima suscrita en su segmento de actividad (exclusivamente crédito). Cabe destacar la posición de la compañía en el segmento de crédito de exportación (48,5% de mercado), favorecida por la estructura analítica y de suscripción integral del grupo a nivel regional y mundial.

El segmento de crédito mantiene una amplitud limitada a nivel de industria, situación que explica niveles de atomización de deudores de mayor limitación, tanto a nivel de industria como para la operación de Coface Chile. Así su cartera mantiene una exposición de deudores más marcada en sectores económicos como agricultura, minería, retail, exportación vinícola y químico entre otros. Su mix de primaje mantiene una posición balanceada, levemente más concentrada en coberturas de créditos para exportación (54,9% a jun-13), destacando una suficiente atomización de cartera.

La compañía se beneficia del soporte técnico de suscripción y reaseguro de su grupo, el reconocimiento de la marca Coface y su presencia internacional, constituyéndose en una ventaja competitiva. La compañía mantiene su estructura liviana (1 sucursal), cuya plataforma se basa en alianzas estratégicas y corredores de seguros, permitiéndole mantener indicadores de eficiencia estables y competitivos.

Propiedad Favorece la Clasificación

La clasificación asignada a Coface Chile se beneficia de la percepción de soporte que la agencia incorpora en su análisis (soporte Implícito). Fitch considera que su controlador – Coface S.A.- contaría con la capacidad y disposición de respaldar patrimonialmente a Coface Chile para el cumplimiento de sus obligaciones en caso de ser necesario. A su vez, Fitch valora el soporte operativo, de negocios y reaseguro de Coface Chile a nivel Latinoamericano y con su casa matriz.

La propiedad de Coface Chile se mantiene ligada en su totalidad a la sociedad francesa Coface S.A., por medio de las sociedades Coface Agencia en Chile S.A. (99,84%) y Coface Holding Latin America S.A de CV (0,16%). Coface S.A. mantiene un perfil especializado en el segmento de seguros de crédito, con una amplia presencia internacional (clientes en más de 200 países) y sólida posición nivel mundial. Fitch clasifica la fortaleza financiera de Coface S.A. en Categoría AA- (IFS) / Outlook Estable, en escala internacional.

Perfil de la Industria y Ambiente Operativo

Industria madura, fuerte competencia presionada en precios y susceptible a los ciclos económicos

La industria de seguros en Chile presenta un alto grado de madurez en el contexto regional, un ambiente de alta competencia, aunque sin debilitar criterios eminentemente técnicos de tarificación y suscripción, y un mix de productos balanceado. En Chile participan 59 entidades aseguradoras (31 de Vida y 28 de Generales), con un volumen de primaje consolidado a dic-12 por \$5.493.798 millones (USD 11.293 millones), manteniendo atractivas tasas de crecimiento.

La operación de seguros de crédito forma parte de la industria de seguros generales, sin embargo responde a limitaciones regulatorias adicionales, como es su operación de giro exclusivo que solo puede ser complementada con coberturas de garantía. Hasta el 2007 el mercado de seguros de crédito se concentró en tres compañías, sin embargo el número de partícipes se amplió abruptamente a seis (4 extranjeras y 2 locales) como consecuencia de los buenos resultados históricos del segmento, e implicó un presión en márgenes como consecuencia de una reducción de tasas.

El desempeño de las compañías de seguros de crédito mantiene una estrecha relación con la evolución que presenta la actividad económica del país y el comercio internacional, evidenciando una mayor volatilidad en márgenes desde el 2008, coincidente con la crisis financiera internacional y la entrada de nuevos actores al mercado, en un contexto de suscripción más laxa.

Si bien el segmento de crédito mantiene una participación pequeña respecto de la prima global de la industria de seguros generales (2,0% a Jun-13), el primaje del segmento muestra un crecimiento promedio de 8,2% anual en los últimos 5 ejercicios anuales, mermado por la caída de 3,2% del primaje el 2009 post crisis financiera internacional. La mayor intensidad competitiva en lo que va del 2013 se ha traducido en un incremento de primaje muy moderado en comparación al histórico (2,3% a jun-13), aunque su mix no presenta alteraciones significativas (68,5% crédito doméstico y 31,5% crédito exportación).

El segmento ha visto presionado el perfil de suscripción y tarificación frente a una mayor intensidad competitiva, donde si bien los retornos operacionales históricamente han sido volátiles, a jun-13 el índice de siniestralidad evidencia un alza significativa. Cabe destacar que los ingresos del segmento se complementan adecuadamente con los ingresos provenientes de informes técnicos de riesgo, los que si bien se reflejan como no operacionales, forman parte integral del negocio de crédito. A jun-13 la utilidad neta del subgrupo de compañías de garantías y crédito alcanzó los \$773 millones, evidenciando una disminución de 80,8% respecto del período anterior acusando los efectos conjuntos sobre el margen de contribución por un mayor ajuste de reservas por insuficiencia de prima y un aumento significativo en los costos de siniestros del período.

El perfil de inversiones del subgrupo de seguros de crédito mantiene un perfil conservador y de corta duración, limitando cualquier presión sobre su base patrimonial.

Metodologías Utilizadas

Metodología de Seguros informada a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

Análisis Comparativo

Peer Group

| Junio-2013 (MM\$) | Rating | Leverage | Combinado | Operacional | ROAA | ROAE | Prima Directa | Utilidad Neta | Siniestralidad Neta | Retención |
|-------------------|----------|----------|-----------|-------------|-------|--------|---------------|---------------|---------------------|-----------|
| Coface | AA- (cl) | 2,28x | 152,8% | 146,8% | -6,3% | -22,9% | 4.475 | -622 | 91,9% | 74,5% |
| Continental | AA- (cl) | 0,63x | 207,2% | 149,3% | 5,0% | 10,6% | 11.361 | 1.171 | 86,2% | 17,9% |
| Magallanes G&C | A+ (cl) | 0,94x | 24,4% | 15,1% | 8,6% | 25,5% | 3.483 | 478 | 39,6% | 15,0% |
| Euler | AA- (cl) | 0,93x | 491,5% | 348,4% | -3,1% | -6,9% | 385 | -76 | 59,5% | 7,2% |
| Cesce | NDF | 1,05x | 115,2% | 98,2% | 0,1% | 0,5% | 1.881 | 6 | 17,1% | 19,6% |
| Mapfre G&C | NDF | 1,06x | -103,9% | -52,2% | -3,4% | -11,6% | 992 | -184 | 175,7% | -42,0% |

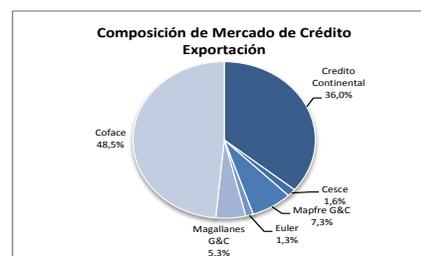
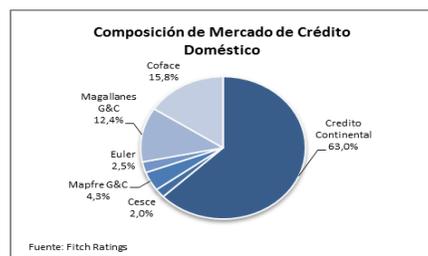
NDF; No Disponible por Fitch

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros

A diferencia de Coface Chile, que mantiene una estructura de retención relativamente alta, el segmento de compañías de seguros de crédito, históricamente presenta elevados niveles de cesión (84,1% sin incluir a Coface Chile), por lo que en opinión de Fitch la relación estratégica con el reasegurador es fundamental para sostener ventajas comparativas. A pesar de ello la definición de la estrategia de retención de la compañía responde a lineamientos regionales, toda vez que su estructura de reaseguros se sustenta en la capacidad de gestión de riesgos a nivel de grupo.

La industria presenta un adecuado manejo de suscripción frente a mayores presiones competitivas y volatilidad de los mercados internacionales, sin embargo el nivel de siniestralidad a jun-13, principalmente de la cartera doméstica, ha enfrentado tanto una mayor frecuencia como severidad, en parte afectado por el mayor nivel de retención. El segmento evidencia un índice combinado de mayor volatilidad, afectado tradicionalmente por costos siniestrales expuestos a severidad. Al mismo tiempo, si bien la industria ha incorporado nuevos actores en los últimos años, el segmento mantiene una alta concentración del primaje, razón por la cual las tendencias de mercado mantienen desviaciones respecto de comportamientos particulares.

En términos de inversiones, Coface concentra sus inversiones en instrumentos de renta fija de bajo riesgo crediticio y alta liquidez, presentando una rentabilidad de sus inversiones menor que su peer, coherente con una estrategia de inversiones conservadora.



Capitalización y Apalancamiento

| Ratios | Jun 13 | Jun 12 | Dic 12 | Dic 11 | Dic 10 | Expectativas de Fitch |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| Pasivo Exigible /Patrimonio (veces)* | 2,28 | 1,94 | 1,19 | 2,1 | 1,7 | Fitch espera que el nivel de apalancamiento se mantenga superior a la industria, afecto a una política de distribución de utilidades alta. |
| Reservas / Pasivo Exigible (veces)* | 0,79 | 0,65 | 0,72 | 0,81 | 0,87 | |
| % Obliga. Bancos / Pasivo Exig* | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| % Patrimonio / Activos | 20,5 | 34,0 | 37,3 | 32,1 | 36,9 | |
| PRNG / Patrimonio | 1,15 | 0,96 | 1,02 | 0,46 | 0,17 | |

Fuente: SVS, Fitch

*Corresponde al Pasivo descontado la participación de reservas por reaseguro

Nivel de apalancamiento más elevado que el peer

- Política de dividendos amplia, madurez del negocio
- Nivel de apalancamiento creciente

Política de dividendos amplia, madurez del negocio

Coface Chile mantiene una base patrimonial estable, sustentada fundamentalmente por una amplia base de capital pagado (83,6% del patrimonio total a jun-13) e incorpora una política de dividendos amplia. Ello involucró el 100% de la utilidad de cada ejercicio en los últimos años, con excepción del 2013 donde la distribución aprobada por el directorio representó el 50% de las utilidades registradas al cierre de 2012, explicado principalmente por la mayor presión siniestral registrada en el año.

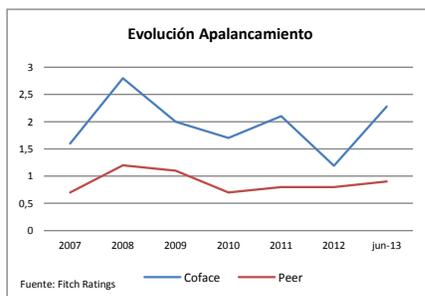
Si bien la administración no vislumbra cambios en la política de dividendos, esta podría estar limitada por requerimientos que surjan de la aplicación del modelo de supervisión basado en riesgo que se encuentra desarrollando el regulador. En tanto la política de leverage está supeditada al cumplimiento de los márgenes de solvencia requeridos, registrando a jun-13 un margen de solvencia por \$1.643 millones y un superávit de inversiones representativas de reservas técnicas y patrimonio de riesgo de \$2.607 millones (representativos del 35,7% y 56,6% de su patrimonio total respectivamente).

Nivel de apalancamiento creciente

El progresivo crecimiento de su primaje frente a una base patrimonial relativamente estable, si bien ha implicado un alza de su nivel de apalancamiento respecto de la primera mitad de la década del 2000, se mantiene en rangos acotados y en opinión de Fitch no generan presión sobre su solvencia.

Coface Chile ha registrado un índice de pasivo exigible sobre patrimonio promedio de 2,0 veces en los últimos 5 años, influido favorablemente por los resultados netos al cierre de cada ejercicio. En opinión de Fitch, es precisamente la mayor volatilidad de las utilidades netas de la compañía a partir del 2010 lo que ha determinado índices de apalancamiento de mayor oscilación (entre 1,2x y 2,2x). Paralelamente el índice de prima retenida neta ganada sobre patrimonio evidencia una tendencia rápidamente creciente para el período 2010-2012 (0,17x y 1,02x respectivamente).

Dichos índices de apalancamiento se mantienen bastante por encima del subgrupo de compañías que operan el segmento de crédito, las que a jun-13 registraron un índice de pasivo exigible a patrimonio de 0.76x y un índice de prima retenida neta ganada sobre patrimonio de 0.15x, destacando a su vez que los indicadores interanuales de Coface Chile se ven mayormente influenciados por la mayor porción de dividendos distribuidos.



Desempeño Operativo

| Ratios | Jun 13 | Jun 12 | Dic 12 | Dic 11 | Dic 10 | Expectativas de Fitch |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------------|
| Índice Combinado % | 152,8 | 93,2 | 76,9 | 122,0 | 76,6 | |
| Índice Operacional % | 146,8 | 88,3 | 72,1 | 116,2 | 79,6 | |
| Ingreso Finan Neto / Activo % | 3,4 | 2,5 | 3,4 | 1,6 | -0,9 | |
| Gastos de admin. / Prima Directa % | 26,2 | 24,11 | 23,1 | 25,2 | 20,0 | |
| ROAA* % | -22,9 | 5,6 | 38,2 | 2,0 | 6,4 | |
| ROEA* % | -6,3 | 20,5 | 13,3 | 5,8 | 18,2 | |

Fitch estima una mayor presión sobre los resultados de Coface Chile al cierre de 2013, aun cuando en opinión de Fitch mantiene un perfil conservador en términos de suscripción.

Fuente: SVS, Cálculos Fitch (*) Anualizado

Rentabilidad volátil en los últimos años

- Amplia variabilidad siniestral determina volatilidad de retorno
- 'Otros ingresos' forman parte integral del negocio
- Margen de contribución originado mayormente por seguros de crédito a exportación
- Adecuados indicadores de eficiencia

Amplia variabilidad siniestral determina volatilidad de retorno

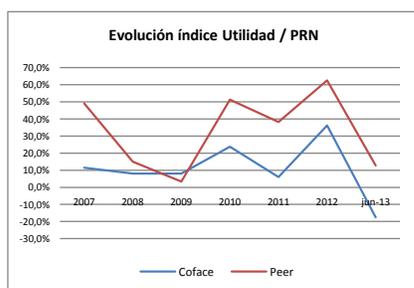
Coface cuenta con estrictos y eficientes procesos de tarificación y suscripción, soportados en la plataforma del grupo a nivel mundial. Sin embargo, y al igual que la industria, el segmento de coberturas de crédito se ve influenciado por una volatilidad siniestral inherente a un negocio de acotado volumen relativo, fundamentalmente como consecuencia de severidades.

Con posterioridad a la crisis financiera internacional del 2008, la compañía rigidizó los procesos de suscripción y a la vez impulsó una serie de cambios en su estructura de negocio en Latinoamérica, influyendo en la estructura de gastos, reaseguro e ingresos complementarios.

A dic-12 la compañía registró indicadores de retorno elevados en comparación con los promedios históricos (ROAA de 13,3% y ROAE de 38,2% vs un promedio de 3,2% y 9,8% respectivamente en los últimos 4 años), impulsado principalmente por el favorable efecto de una mayor retención de prima a partir del segundo semestre del año así como la liberación de la reserva voluntaria. Sin embargo, a jun-13 Coface Chile registró una abrupta disminución de su resultado neto, registrando una pérdida por \$622 millones con el consecuente impacto negativo en sus principales indicadores de retorno. Lo anterior se explica principalmente por mayores costos medios de siniestro, atribuibles a una mayor severidad y frecuencia de siniestros de su cartera de crédito doméstico, efectos extensivos al mercado. Fitch estima que durante el 2014 la compañía sea capaz de revertir la mayor presión en resultados, sin embargo se mantendría una alta injerencia de la fuerte competitividad en tarifas a nivel de industria.

Otros ingresos forman parte integral del negocio

Los ingresos provenientes de los servicios de análisis de riesgo, contabilizados como otros ingresos, continúan representando un pilar central de la actividad de la compañía y la industria. Si bien los procesos de reorganización de Coface a nivel internacional incluyeron entre otros que el servicio de generación de reportes financieros se enfocara solo a asegurados, ello tuvo



un efecto acotado en la generación de ingresos localmente. A jun-13 los otros ingresos representaron un 17,3% de la prima suscrita, coherente con rangos históricos.

Margen de contribución originado mayormente por seguros de crédito a exportación

Históricamente la compañía origina la mayor parte de su margen de contribución en el ramo de seguros de crédito a exportación. Si bien la compañía tradicionalmente ha registrado márgenes de contribución positivos en ambas líneas de negocio, a jun-13 el mayor margen de contribución en las líneas de exportación (\$1.841 millones) no fue suficiente para compensar un magro desempeño en el segmento de crédito doméstico (-\$1.977 millones). Fitch espera que la compañía logre revertir durante el 2014 el mayor efecto siniestral que ha influido los resultados en el 2013, sin embargo la agencia no prevé cambios en la presión de tarifas en el corto plazo.

Adecuados indicadores de eficiencia

Coface Chile mantiene adecuados y competitivos indicadores de eficiencia, reflejándose a jun-13 en un índice de gastos de administración sobre prima suscrita en rangos relativamente estables (26,2%). Paralelamente, dada la nueva estructura de retención los ingresos por prima cedida muestran una disminución, aun cuando sigue siendo determinante en resultado, y paralelamente la compañía evidencia un alza en el costo del reaseguro no proporcional registrando un índice de costo reaseguro no proporcional sobre prima retenida de 7,6%.

Inversiones / Liquidez

| Ratios | Jun 13 | Jun 12 | Dic 12 | Dic 11 | Dic 10 | Expectativas de Fitch |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| Inv. Acciones / Inversiones % | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Rotación primas por cobrar | | 120 | | 129 | 149 | |
| Inv. Inmobiliarias / Activo % | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | Fitch espera que el portafolio de inversiones mantenga su perfil conservador, sin efectos relevante en su perfil financiero. |
| Inversiones / Reservas* | 1,45 | 1,48 | 1,94 | 1,24 | 1,27 | |
| Activo Fijo / Total Activo % | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,9 | 0,3 | |

Fuente: SVS, Cálculos Fitch
* Sin reaseguro

Administración de Inversiones Conservadora

- Estructura de activos que favorece la liquidez
- Concentración de inversiones por emisor, aunque exposición a riesgo crediticio muy acotado
- Retorno financiero reducido, coherente con la baja duración y riesgo del portafolio

Estructura de activos que favorece la liquidez

La compañía mantiene una estructura de activos simple, el cual se ha concentrado mayoritariamente en inversiones financieras y cuentas por cobrar de seguros (43,8% y 19,1% del total de activos a Jun-13 respectivamente). Si bien el mix de activos varió de manera significativa a partir del 2012 como consecuencia de la incorporación IFRS, particularmente el reconocimiento de la participación del reaseguro en las reservas técnicas, Fitch estima que la solidez de sus activos no presenta mayores alteraciones.

La cartera de inversiones de la compañía presenta una reducida duración (menor a un año), coherente con la duración de sus obligaciones, manteniendo indicadores holgados de liquidez y cobertura respecto de la industria y el subgrupo de entidades especializadas en crédito. Coface Chile mantiene un índice de inversiones financieras sobre reservas ajustadas estable aun cuando se mantiene por debajo de los niveles registrados por su peer (1,45 vs. 3,9x a jun-13), acusando el efecto de una menor holgura patrimonial.

Concentración de inversiones por emisor, aunque exposición a riesgo crediticio muy acotado

Si bien su portafolio de inversiones mantiene una concentración más marcada en instrumentos emitidos por el Estado (BTU) y depósitos a plazo emitidos por bancos en Chile, ello mismo favorece una exposición muy acotada a riesgo crediticio. A jun-13 la compañía registró un índice de riesgo ponderado de AAA (cl), en el rango más bajo de mercado, en tanto la mayor concentración de inversiones responde a las limitaciones de inversión por emisor definidas por su casa matriz.

La gestión de su portafolio de inversiones se mantiene externalizada bajo un mandato de administración alineado a las políticas y estrategias definidas por Coface S.A. (matriz) para sus filiales. Política conservadora con límites estrictos de riesgo así como un exigente security list de emisores, excluyendo inversiones en instrumentos de renta variable.

Retorno financiero reducido, alineado a la duración y riesgo del portafolio

El portafolio de inversiones de la compañía mantiene un devengo de ingresos financieros estables y de acotada volatilidad en línea con una cartera de inversiones de perfil altamente conservador. Sin embargo, es importante mencionar que el efecto de la diferencia de cambio en el producto financiero neto se traduce en un índice de retorno de mayor volatilidad al cierre de cada ejercicio. Fitch estima que la compañía mantiene un calce de monedas suficiente, aún cuando a jun-2013 mantiene una posición pasiva en USD más marcada (\$2.671 millones y 0,6x su patrimonio), sustentada principalmente en la valorización de prima por cobrar en moneda extranjera. El retorno neto de inversiones alcanzó un 3,4% al cierre 2012 y se mantiene en ese rango en sobre una base anualizada a jun-13.



Adecuación de Reservas

| Ratios | Jun 13 | Jun 12 | Dic 12 | Dic 11 | Dic 10 | Expectativas de Fitch |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| Prima Retenida* / Reserva x Siniestro | 0,64 | 0,96 | 0,99 | 1,28 | 1,35 | |
| Res. Riesgo Curso / Reservas (x) | 0,19 | 0,27 | 0,26 | 0,19 | 0,09 | Fitch espera que la compañía mantenga su perfil conservador y estable respecto de la oportuna y suficiente constitución de reservas. |
| Res. Siniestro / Reservas (x) | 0,78 | 0,64 | 0,74 | 0,46 | 0,37 | |
| Reserva Ajustada / Prima Neta Ganada (x) | 1,28 | 1,32 | 0,71 | 2,08 | 1,89 | |
| Inversiones / Reservas (x) | 0,70 | 0,95 | 1,15 | 1,22 | 1,27 | |
| Deudores Prima / Reservas | 0,25 | 0,34 | 0,41 | 0,42 | 0,41 | |

Fuente: SVS, Cálculos Fitch
*Anualizada

Conservadora constitución de reservas

- Reservas cubiertas por inversiones de bajo riesgo
- Indicadores de constitución de reservas estables
- Constitución de reservas delineada por requerimientos normativos

Reservas cubiertas por portafolio de inversiones de bajo riesgo

La constitución de reservas esta respaldada por un portafolio de inversiones de bajo riesgo, la relación de inversiones sobre reservas asciende a 1,5 veces (jun-13). Por su parte las reservas se concentran en reservas por siniestros representando un 77,8% del total de reservas, mientras las reservas de riesgo en curso un 18,5%. La compañía presenta un superávit de inversiones representativas de pasivo y patrimonio que a jun-13 representa un 38,5% del total de reservas ajustadas.

Indicadores de constitución de reservas estables

La relación de reservas sobre monto asegurado se ha mantenido estable, reflejando una oportuna constitución de reservas respecto de los riesgos suscritos. A jun-13 la compañía presenta reservas por insuficiencia de prima que asciende a \$ 525 millones (0.1x su patrimonio), posición que si bien se incrementó respecto del período anterior, ésta se mantiene dentro de los estándares de volatilidad siniestral definida por la compañía que históricamente incluían una partida de reservas voluntarias que se liberó en el segundo semestre de 2012.

Constitución de reservas delineada por requerimientos normativos

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

Retención y Reaseguro

- Estrategia de retención elevada
- Coface S.A. centraliza su estructura de reaseguros
- Moderada exposición a severidades

Estrategia de retención elevada

La compañía históricamente ha operado con niveles de retención de prima más elevados que el subgrupo de entidades que abordan el segmento de crédito. A partir del segundo semestre de 2012 la estrategia de retención de Coface Chile se modificó, incrementando la tasa de retención a 75% de la prima suscrita (crédito doméstico y exportación), en comparación con el rango de 14% del peer.

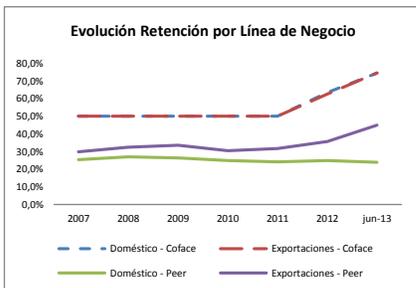
La estrategia de retención de riesgos se enmarca en la estrategia global del grupo Coface a nivel Latinoamericano, en tanto Coface Chile se beneficia de la alta capacidad de suscripción que le ofrece su relación de reaseguro con casa matriz.

Coface S.A. centraliza su estructura de reaseguros

La estrategia de Coface define la posición global de la compañía en el mercado Latinoamericano, incorporando una estructura de cesión y reaseguro completamente integrada a la operación global del grupo. Así, Coface Francia, clasificada por Fitch en Categoría 'AA-' (IFS) con Outlook Estable en escala internacional, acepta la totalidad de la prima cedida y a su vez retrocede a un pool de reaseguradoras a nivel grupal, manteniendo un alto involucramiento en la operación local y limitando con ello el riesgo de contraparte.

Moderada exposición a severidades

La estrategia de reaseguro incorpora un contrato cuota parte similar para ambas líneas de negocios (crédito doméstico y exportación), más un contrato no proporcional 'stop loss'. En opinión de Fitch dicha estrategia limita adecuadamente la exposición patrimonial de la compañía a riesgos de severidad y brinda protección a su estructura financiera.



Apéndice A: Información Financiera Resumida

| Resumen Financiero | | | | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| COMPA#IA DE SEGUROS DE CREDITOS COFACE CHILE S.A. | | | | | | | |
| BALANCE GENERAL (millones pesos) | jun-13 | jun-12 | dic-12 | dic-11 | dic-10 | dic-09 | dic-08 |
| Activos Liquidables | 9.830 | 8.749 | 8.776 | 9.204 | 8.876 | 6.655 | 7.069 |
| Efectivo equivalente | 133 | 759 | 339 | 125 | 168 | 271 | 177 |
| Instrumentos financieros | 9.697 | 7.990 | 8.436 | 9.079 | 8.708 | 6.384 | 6.892 |
| Otras Inversiones | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Avance polizas | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cuenta Unica de Inversión | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Participaciones grupo | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Inversiones Inmobiliarias | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Propiedades de Inversión | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Leasing | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otras Financieras | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cuentas de Seguros | 11.657 | 7.322 | 7.236 | 3.720 | 3.427 | 5.518 | 8.146 |
| Deudores prima | 3.595 | 3.141 | 3.089 | 3.180 | 2.851 | 3.004 | 3.265 |
| Deudores reaseguro | 702 | 917 | 1.065 | 539 | 576 | 2.514 | 4.881 |
| Deudores coaseguro | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Participación reaseguro en reservas | 7.360 | 3.264 | 3.082 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Activo Fijo | 109 | 110 | 96 | 128 | 37 | 44 | 57 |
| Otros activos | 872 | 887 | 664 | 729 | 469 | 645 | 841 |
| TOTAL ACTIVOS | 22.468 | 17.069 | 16.771 | 13.780 | 12.809 | 12.862 | 16.112 |
| Reservas Técnicas | 14.131 | 9.187 | 7.611 | 5.661 | 3.974 | 5.571 | 6.723 |
| Riesgo en Curso | 2.609 | 2.467 | 1.956 | 1.438 | 649 | 926 | 1.033 |
| Matemáticas | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Matemáticas Seguro SIS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Rentas Vitalicias | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Rentas Privada | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Reserva de Siniestros | 10.997 | 5.890 | 5.655 | 3.468 | 2.571 | 3.883 | 4.782 |
| Reservas CUI | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otras Reservas | 525 | 830 | 0 | 754 | 755 | 762 | 908 |
| Pasivo Financiero | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cuentas de Seguros | 1.486 | 1.468 | 1.334 | 1.871 | 3.033 | 1.762 | 4.077 |
| Deudas por reaseguro | 1.375 | 1.429 | 1.302 | 1.871 | 3.033 | 1.762 | 4.077 |
| Prima por pagar coaseguro | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros | 112 | 39 | 32 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros Pasivos | 2.243 | 1.723 | 1.577 | 1.822 | 1.070 | 1.223 | 1.072 |
| TOTAL PASIVOS | 17.860 | 12.378 | 10.523 | 9.354 | 8.076 | 8.556 | 11.872 |
| Capital Pagado | 3.854 | 3.854 | 3.854 | 3.854 | 3.855 | 3.891 | 3.893 |
| Reservas | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Utilidad (Pérdida) Retenida | 753 | 837 | 2.394 | 622 | 918 | 411 | 429 |
| Otros ajustes | 0 | 0 | 0 | (49) | (40) | 4 | (81) |
| PATRIMONIO | 4.607 | 4.691 | 6.248 | 4.427 | 4.732 | 4.306 | 4.240 |

Resumen Financiero

Participación del Reaseguro en la Reserva Seguro Invalidez y Sobrevivencia

| ESTADO DE RESULTADO (millones pesos) | jun-13 | jun-12 | dic-12 | dic-11 | dic-10 | dic-09 | dic-08 |
|--------------------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Prima Retenida | 3.537 | 2.823 | 5.623 | 4.443 | 3.453 | 3.907 | 4.072 |
| Prima Directa y Aceptada | 4.745 | 4.703 | 8.945 | 8.886 | 6.905 | 7.814 | 8.145 |
| Prima Cedida | 1.208 | 1.880 | 3.321 | 4.443 | 3.453 | 3.907 | 4.072 |
| Variación Reservas | 895 | 581 | (749) | 1.383 | 241 | 171 | (50) |
| Costo de Siniesto | 2.428 | 1.123 | 2.688 | 2.205 | 1.388 | 3.178 | 3.489 |
| Siniestro Directo y Aceptado | 7.125 | 1.839 | 4.562 | 4.409 | 2.776 | 9.185 | 10.244 |
| Siniestro Cedido | 4.697 | 716 | 1.874 | 2.205 | 1.388 | 6.007 | 6.755 |
| Resultado Intermediación | (1) | (115) | (361) | (585) | (421) | (837) | (857) |
| Costo de suscripción | 313 | 274 | 599 | 573 | 473 | 530 | 568 |
| Ingresos por reaseguro | 314 | 389 | 959 | 1.158 | 894 | 1.367 | 1.425 |
| Otros gastos | 364 | 177 | 508 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Margen de Contribución | (149) | 1.056 | 3.537 | 1.440 | 2.245 | 1.395 | 1.490 |
| Costo de Administración | 1.245 | 1.134 | 2.065 | 2.238 | 1.380 | 1.474 | 1.517 |
| Resultado inversiones | 157 | 112 | 309 | 138 | 76 | 129 | 155 |
| Resultado Técnico de Seguros | (1.236) | 35 | 1.780 | (659) | 941 | 50 | 129 |
| Otros Ingresos y Gastos | 427 | 466 | 816 | 466 | 701 | 613 | 589 |
| Neto unidades reajustables | 36 | 91 | (92) | 70 | (186) | 0 | 5 |
| Corrección monetaria | | | | 460 | (490) | (297) | (329) |
| Resultado Antes de Impuesto | (774) | 591 | 2.504 | 337 | 966 | 366 | 394 |
| Impuestos | (152) | 111 | 467 | 72 | 142 | 49 | 66 |
| Resultado Neto | (622) | 480 | 2.037 | 265 | 823 | 317 | 328 |

Apéndice B: Consideraciones Adicionales para la Calificación

Enfoque de Grupo de Calificación IFS

La metodología de calificación de grupo se implementa únicamente entre compañías que operan como parte de un conjunto de aseguradoras familiares entre sí. Fitch elige uno de los tres enfoques diferentes para determinar la calificación de Fortaleza Financiera (IFS) o el IDR de una compañía aseguradora que sea miembro de un grupo:

- Enfoque individual o “stand alone”: la aseguradora filial es calificada teniendo en cuenta únicamente su propio perfil financiero, sin ningún efecto sobre su calificación proveniente de su afiliación al grupo asegurador.
- Atribución Parcial: la aseguradora filial es calificada reflejando parte de las fortalezas o debilidades de otros miembros del grupo. En este caso, la calificación IFS/IDR se encuentra entre la del grupo y la individual.
- Enfoque de Grupo: las calificaciones IFS/IDR de cualquier miembro del grupo son igualadas a la calificación del grupo.

Partiendo de la calificación individual, Coface Chile recibe un beneficio parcial sobre su IDR considerando que es una subsidiaria importante para su matriz de acuerdo con los siguientes factores:

El nombre del grupo está presente en el nombre de las aseguradoras en Chile y manejan el mismo branding. Esto crea un vínculo reputacional importante entre el grupo y la compañía basada en Chile.

Existen importantes sinergias entre la matriz y las subsidiarias en materia de riesgos, gobierno corporativo, actuaría, inversiones y negociaciones comerciales.

La importancia estratégica de Latinoamérica dentro de la estrategia global de Coface S.A. es alta. Chile es una operación importante y rentable para su controlador en Latinoamérica.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/](http://FITCHRATINGS.COM/) UNDERSTANDINGCREDITRATINGS. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, 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 que se cuente con el consentimiento de Fitch. Todos los derechos son reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información 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 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 y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación. La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida por otros riesgos que no estén relacionados con el riesgo crediticio, 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 sólo 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, y en ningún caso constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 10.000 y USD 1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes del 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.