Humphreys
CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Reseña anual

A n a l i s t a
Ignacio Peñaloza F.
Tel. 56 – 2 – 2433 52 00
ignacio.penaloza@humphreys.cl

Cesce Chile Aseguradora S.A.

Junio 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	**Categoría**
Pólizas	**A-**
Tendencia	Favorable
Estados financieros base	31 marzo 2014

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 Financieras	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			
M$	dic-12	dic-13	mar-14
Inversiones	2.887.853	2.826.052	3.154.533
Cuentas por cobrar de seguros	1.166.061	1.719.854	2.083.591
Participación del reaseguro en las reservas técnicas	3.532.146	3.625.394	4.259.905
Otros activos	341.976	304.841	346.487
Total activos	7.928.036	8.476.141	9.844.516
Reservas técnicas	4.100.654	4.408.752	5.176.936
Deudas por operaciones de seguro	1.025.983	956.563	1.673.289
Otros pasivos	361.738	460.366	357.581
Patrimonio	2.439.661	2.650.460	2.636.710
Total pasivos y patrimonio	7.928.036	8.476.141	9.844.516

Estado de resultado consolidado IFRS			
	dic-12	dic-13	mar-14
Prima directa	4.067.271	4.276.318	1.091.298
Prima cedida	3.376.205	3.206.354	878.167
Prima retenida	691.066	1.069.964	213.131
Costo de siniestros	-142.529	-221.858	-185.716
R. intermediación	621.661	525.634	68.814
Costo de administración	-933.321	-1.002.725	-215.483
Resultado de inversiones	99.647	137.265	74.473
Resultado final	106.956	210.799	-13.750

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. La entidad 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 2013 la compañía alcanzó un primaje total anual del orden de los $ 4.276 millones. A marzo de 2014 presentaba inversiones por $ 3.155 millones, un nivel de reservas del orden de los $ 5.177 millones y un patrimonio de $2.637 millones.

El cambio de tendencia a la clasificación de los contratos de seguros de **Cesce**, desde "*Estable*" a "*Favorable*" se fundamenta en la mayor automatización que presenta la empresa en sus procesos operativos, es así como se valora positivamente la incorporación de SAP para su contabilidad y la implementación de sistemas para el curse y seguimiento de pólizas. También se evaluó positivamente la reciente auditoría interna efectuada por la matriz, confirmando el lineamiento operacional que se tenía presumido con su matriz. Con todo, es importante señalar que algunas de las mejoras son de corta data y por lo tanto se espera aún que se consoliden dentro de la organización.

La clasificación de riego en "*Categoría* A-" se apoya en el hecho que la empresa forma parte del grupo Cesce España, 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 la experiencia internacional del *holding* en el segmento y su capacidad para 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, para efecto de la asignación de la categoría de riesgo, se valora positivamente su estructura de reaseguros, elemento que entrega 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 ha demostrado 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.

Desde otra perspectiva, los elementos que restringen la clasificación de riesgo, 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 seguir reforzando las instancias de control interno a medida que el nivel de ventas vaya creciendo y se haga más compleja la estructura operativa y organizacional.

A futuro la nota de riesgo de los contratos de seguro de la compañía podría verse favorecida en la medida que los aspecto considerados para calificar la tendencia como "*Favorable*" alcancen mayores niveles de consolidación. En un horizonte de mediano plazo, la calificación podría verse beneficiada si la compañía 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.

Asimismo, el respaldo aportado por el controlador es relevante para el mantenimiento de la clasificación y se espera que la compañía no debilite su exposición ante siniestros individuales o eventos catastróficos.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales
- Pertenencia al grupo Cesce*: know how* y apoyo patrimonial.

Fortalezas complementarias
- Apropiada estructura de reaseguros.

Riesgos considerados
- Reducida escala de la sociedad (impacto moderado).
- Concentración en pocos productos, especialmente en seguros de garantía (impacto medio).
- Necesidad de incrementar base de información en mercado crediticio local (riesgo que debiera ir disminuyendo con el crecimiento de las operaciones).

Definición de categoría 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.

"-"*:* Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Hechos recientes

Durante los tres primeros meses de 2014 la prima directa presentó un aumento nominal del 37,1% respecto del mismo periodo del año anterior, alcanzando un monto de $ 1.091 millones. Por otra parte, la siniestralidad, en línea con lo que sucedió con el mercado, sufrió un importante aumento, lo cual de acuerdo por lo señalado por la empresa es de carácter transitorio y debiese regularizarse en los próximos estados financieros.

Por su parte los costos de administración fueron de 215 millones (19,5% menor al mismo trimestre del año anterior). Dado lo anterior el margen de contribución disminuyó en un 73,9% en relación a marzo de 2013.

Con todo el resultado de la compañía, a marzo de 2014, alcanzó un monto negativo de $ 13,8 millones, lo que se compara negativamente a los $ 41,2 millones del mismo periodo del año anterior. El patrimonio de la sociedad fue de $ 2.637 millones para un nivel de reservas técnicas $ 5.177 millones y obligaciones a invertir de $ 3.949 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 € 336,5 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 podría verse favorecida, dado que las cifras del gobierno español tienden al alza luego de la fuerte crisis sufrida, de hecho su clasificación fue recientemente subida a "BBB" en escala global.

Solvencia reaseguradores: Dado que **Cesce** retiene a marzo de 2014 un 20% de la prima directa, cobra relevancia la solvencia de sus reaseguros. A la fecha la compañía mantiene un contrato proporcionales en el que los partícipes más importantes (83% de la prima cedida entre los tres) son Munich Re (AA- global), Swiss Re (A+ global), MAPFRE Re (BBB+ global), 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 de operación: La compañía presenta un volumen de operaciones reducidos comparado con compañías de seguros generales (a marzo de 2014 tiene una participación del 0,2% dentro de los seguros generales); en relación con las otras compañías de garantía y crédito si se excluye el ramo garantía, a marzo de 2014 posee el 7,6% de las ventas dentro de este nicho, pero se reduce a 1,3% si se considera sólo el seguro de crédito, que presenta mayor grado de fidelidad, aunque este riesgo se ha ido atenuando en los últimos periodos, con el crecimiento de la cartera de operaciones.

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
Felipe Jaen	Gerente Comercial

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%[1] de la propiedad.

Cabe destacar que C.I.A.C. pertenece en 63,12% a Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación S.A (Cesce España), en 15,04% a la reaseguradora Alemana Munich Re. y en 10,92% cada uno, a los bancos españoles BBVA y Santander.

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 Caución en el mercado americano. A la fecha de la clasificación, esta compañía tiene presencia en once países.

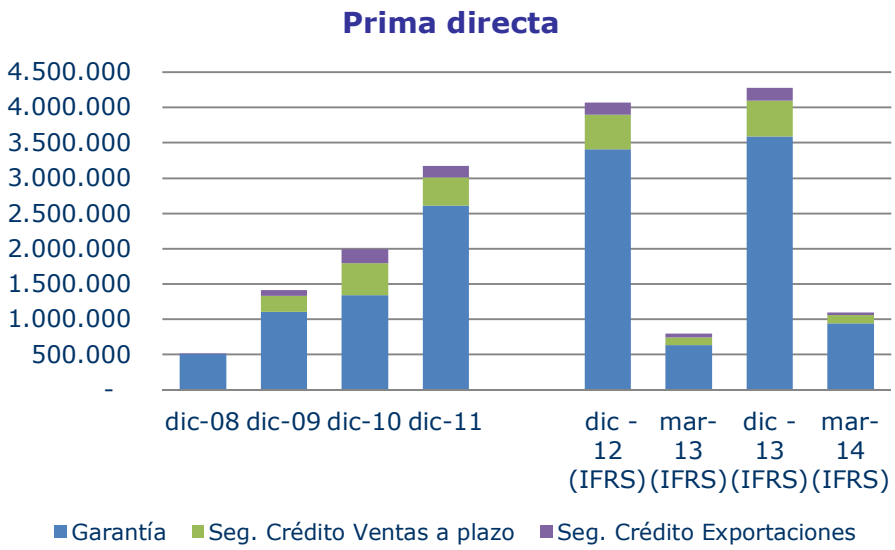
El Gobierno español actualmente se encuentra preparando la privatización de la compañía con la venta del paquete de acciones que hasta la fecha del informe está en manos del Estado.

Cartera de productos

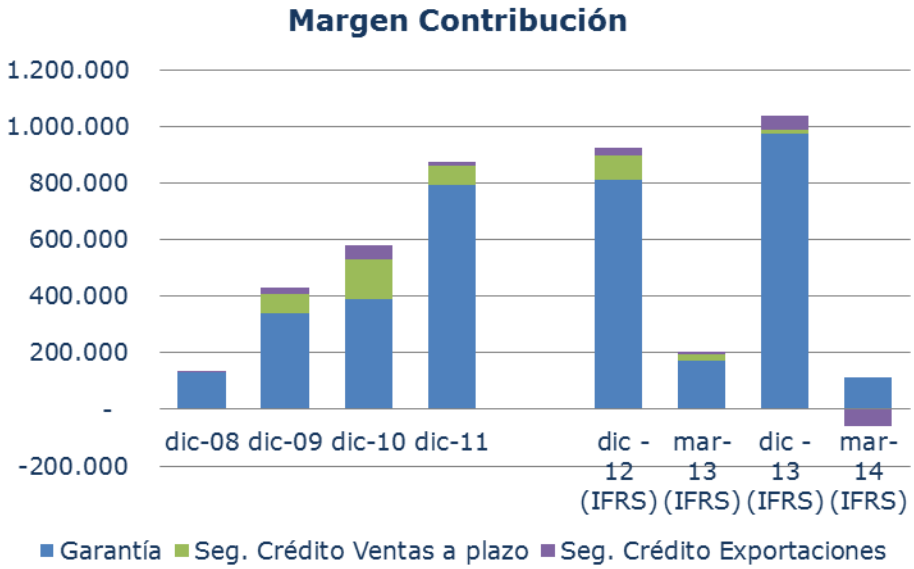
Los seguros de crédito destacan por ser un tipo de pólizas que pueden ser emitidas exclusivamente por sociedades de giro específico, característica que en la actualidad reduce la oferta a sólo seis compañías.

[1] Julio Espinoza, actual presidente del directorio, mantiene una acción, que representa el 0,0008% de la propiedad.

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 86% 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 2014, la compañía contaba con 15.206 ítems vigentes, concentrados mayormente en seguros de garantía y de crédito de ventas a plazo. A su vez, presentaba $570 millones en capitales asegurados directo y $106 millones como capitales asegurados retenidos.

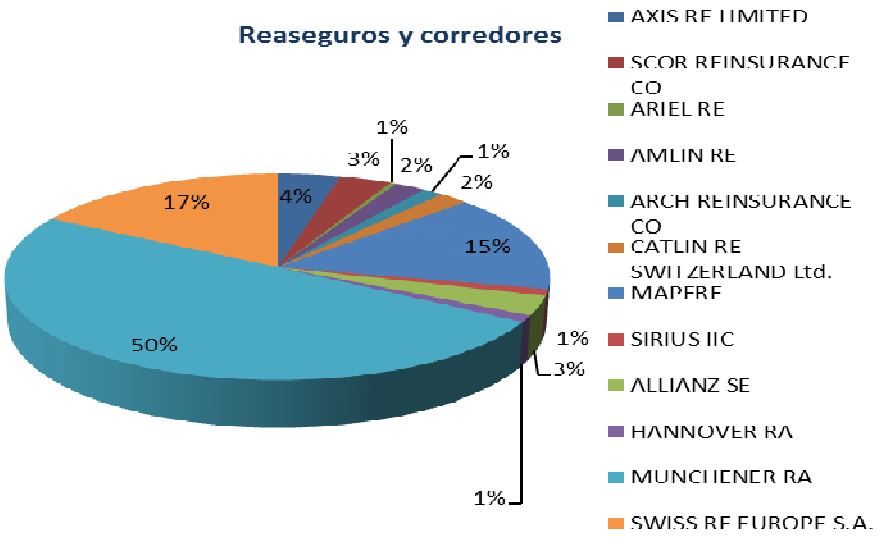
La compañía expone en promedio menos de un 1% de su patrimonio por cada ítem asegurado, lo que se reduce si se consideran los reaseguros proporcionales (sobre los cuales operan además los contratos de excesos de pérdidas).

Reaseguros

Cesce retiene sólo un 20% de la prima directa (a marzo de 2014), 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.

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

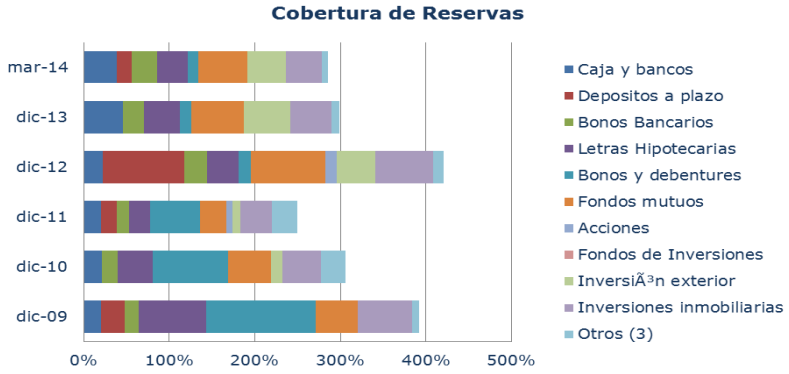
La distribución de la cesión de prima a marzo de 2014, se muestra a continuación:



Inversiones

A marzo de 2014, la compañía poseía reservas técnicas retenidas por un total de $ 917 millones, las cuales se encontraban cubiertas en un 344% por inversiones financieras o efectivo. De éstas, el 134% se

materializó en instrumentos de renta fija y caja. Las inversiones en renta variable[2] se concentraban en torno al 57% de la cartera. Por otra parte, la empresa presentaba un 45% de sus inversiones en instrumentos extranjeros y casi un 42% en inversiones inmobiliarias.



Cabe señalar, que las obligaciones de invertir las reservas técnicas y patrimonio de riesgo, a marzo de 2014, fueron de $ 3.949 millones, mientras que sus inversiones representativas de reservas técnicas y patrimonio de riesgo fueron de $ 4.346 millones, cubriendo el 112% de las primeras, cumpliendo cabalmente con la normativa.

Generación de caja[3]

En el período 2008 a 2010, la empresa mostró una generación de caja negativa, debido a gastos elevados en relación con su tamaño reducido y a 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 re reaseguro representan el 53% de éstos y los costos de siniestros representan un 27%.

[2] Incluye fondos mutuos, fondos de inversión y acciones
[3] Flujo de caja estimado por ***Humphreys***, en base a información pública.

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 también 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 diciembre de 2013 por un mejor desempeño de la cartera. A marzo de 2014, la actividad de operación generó un flujo de efectivo negativo, dado el alto pago de siniestros, no obstante se vio compensado por las diferencias de cambio.

A continuación se presenta el flujo de efectivo de diciembre de 2012, de 2013 y marzo de 2014:

Flujo de efectivo	dic-12	dic-13	mar-14
Ingreso por prima de seguro y coaseguro	3.863.751	4.100.875	1.242.510
total ingresos de efectivo de la actividad seguradora	5.990.567	6.902.828	2.021.646
pago de rentas y siniestros	781.449	1.654.190	577.438
comisiones seguro directo	304.405	394.607	46.086
gasto por impuesto	793.622	822.005	297.599
gasto de administración	733.534	1.257.442	390.269
total egresos de efectivo de la actividad aseguradora	6.089.285	6.767.816	2.079.995
Flujo neto de actividades de operación	**-98.718**	**135.012**	**-58.349**
ingresos de efectivo de actividades de inversión	0	11988	0
egreso de efectivo de actividades de inversión	0	0	0
total de flujo de actividades de inversión	0	11988	0
ingresos de actividades de financiamiento	0	0	0
egreso de efectivo de actividades de financiamiento	0	0	0
total egresos de actividades de financiamiento	0	0	0
Total aumento (Disminución) de efectivo y equivalentes	-84.812	228.327	493
Efectivo y Efectivo equivalente al inicio del periodo	215.067	130.252	358.579
Efectivo y Efectivo equivalente al final del periodo	130.252	358.579	359.073

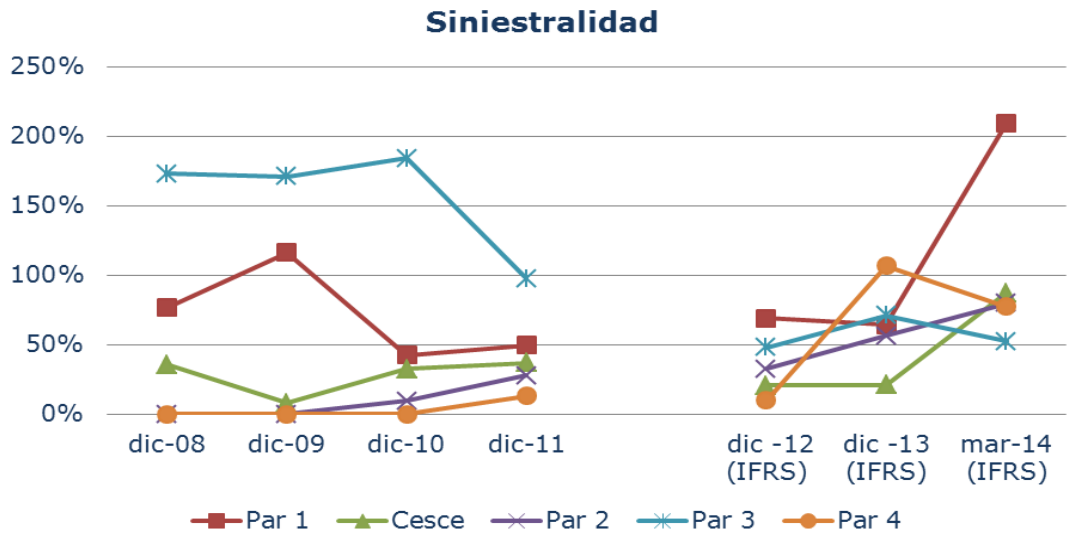
Análisis financiero

Rendimiento técnico[4] y siniestralidad[5]

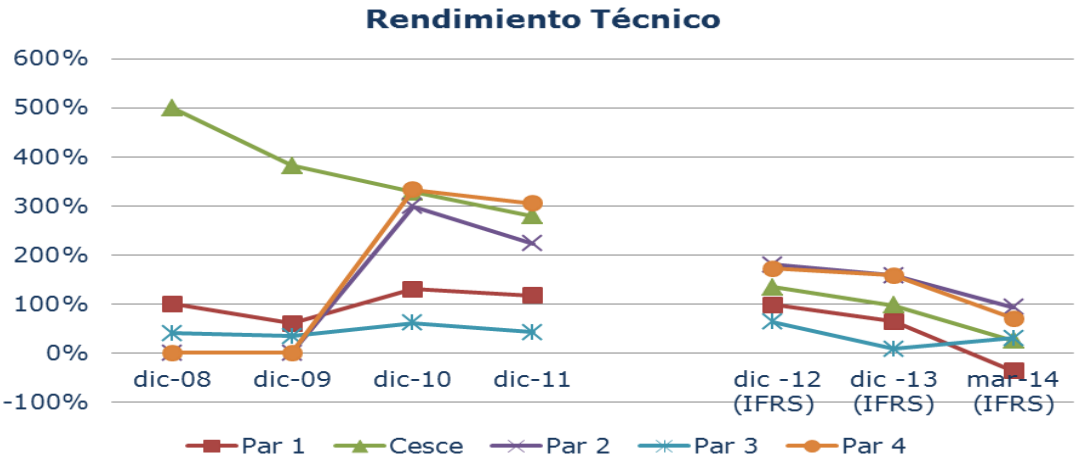
Los indicadores históricos de rendimiento técnico y de siniestralidad, dado los años de operación de la compañía en el mercado local, no son considerados como totalmente representativos de su comportamiento en el largo plazo. Históricamente, hasta diciembre de 2013, la siniestralidad permaneció en niveles bajos respecto al mercado, sin embargo, a marzo de 2014 hubo un fuerte deterioro producto de siniestros que afectaron la cartera de créditos de ventas a plazo, situación que o se presume natural en este tipo de negocio, en especial si se mide en un breve período de tiempo (trimestre) y, por lo tanto, debiese esperarse una disminución de la siniestralidad en la medida que el indicador se evalúa en un plazo más extenso.

[4] 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.
[5] 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.

En cuanto al rendimiento técnico, a marzo de 2014 se tienen indicadores que muestran un bajo nivel de desempeño, tanto por el efecto del cambio en la contabilidad como por los elevados siniestros del primer trimestre.. A continuación se puede ver los indicadores de **Cesce** en comparación a sus pares:



Indicadores	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Mar-14
Garantía	7,02%	41,36%	14,39%	17,28%	8,04%	49,10%
Fidelidad						
Seguro de crédito por ventas a plazo	11,63%	10,27%	125,95%	43,61%	130,74%	123,96%
Seguro de crédito a la exportación	10,19%	17,95%	192,98%	45,56%	9,61%	1295,91%

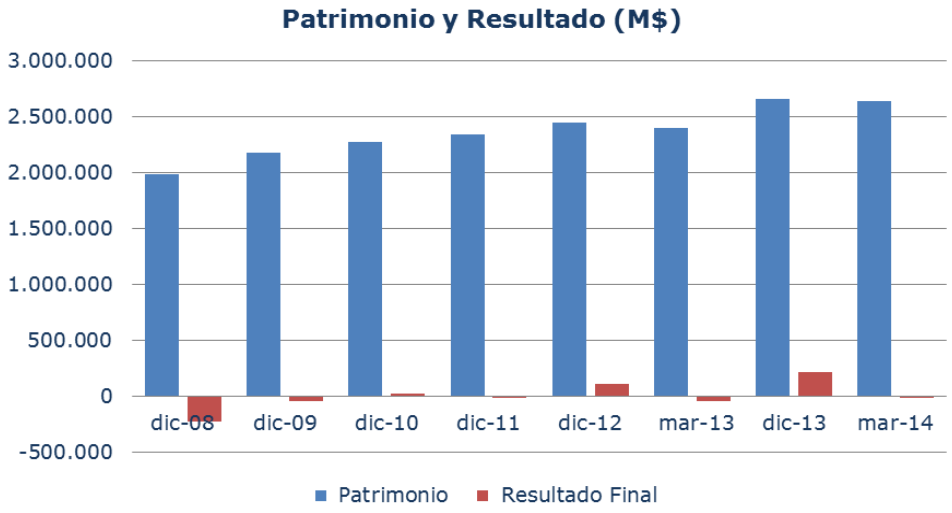


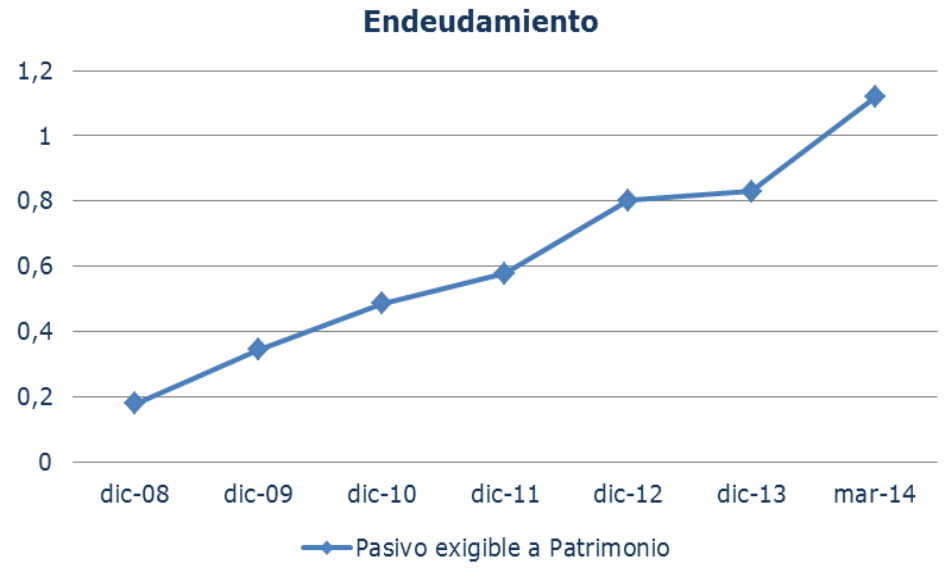
Indicadores	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Mar-14
Garantía	395,88%	350,36%	347,00%	134,36%	105,96%	61,52%
Fidelidad						
Seguro de crédito por ventas a plazo	337,97%	297,45%	171,37%	128,83%	8,82%	-5,99%
Seguro de crédito a la exportación	341,21%	273,64%	97,55%	138,64%	133,84%	-1151,87%

Endeudamiento y posición patrimonial

Cesce, como era predecible, ha ido incrementado sus niveles de endeudamiento a medida que ha aumentado el volumen de sus operaciones; dado ello, a marzo de 2014 se observa un nivel de endeudamiento total de 1,12 veces, aunque el indicador aún se mantiene bajo en términos comparativos . Su endeudamiento financiero alcanza a 0,42 veces.

En tanto, su patrimonio se ha ido fortaleciendo en los años de operación, alcanzado a marzo de 2014 un monto de $ 2.637 millones. Sus resultados han sido ajustados, presentando ganancias durante el año 2012 y 2013 y pérdidas a marzo de 2014, pero menores que en igual período del año anterior. Con todo es esperable este comportamiento por los años de operación de la compañía, estimándose a futuro resultados menos volátiles.





Indicadores

Cesce	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Gasto Ad./ Prima Directa	44%	37%	26%	23%	23%
Gasto Ad. / Margen Contribución	146%	128%	94%	101%	97%
Margen Cont / Prima Directa	-30%	-29%	-28%	23%	24%
Result. Final/ Prima Directa	-3%	1%	-1%	3%	5%

Mercado	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Gasto Ad./ Prima Directa	22%	20%	19%	18%	19%
Gasto Ad. / Margen Contribución	104%	99%	90%	99%	98%
Margen Cont / Prima Directa	-21%	-20%	-21%	18%	19%
Result. Final/ Prima Directa	2%	1%	3%	3%	4%

"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."