

INFORME DE CLASIFICACION

SEGUROS DE VIDA SURA S.A.

DICIEMBRE 2014

ACTUALIZACIÓN DE CLASIFICACIÓN
CLASIFICACION ASIGNADA EL 04.12.14
ESTADOS FINANCIEROS REFERIDOS AL 30.09.14

	Dic. 2013	Nov. 2014
Solvencia	AA	AA
Perspectivas	Estables	Estables

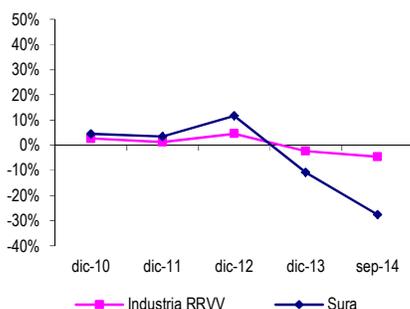
* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Cifras relevantes

Millones de pesos

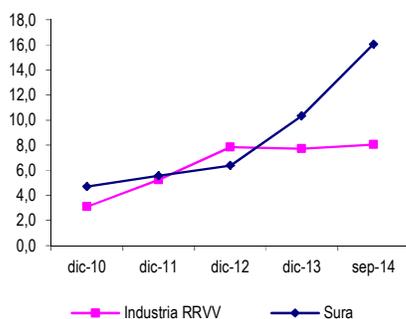
	2012	2013	sep-14
Prima Directa	172.949	277.249	232.748
Resultado de Operación	-15.274	-50.151	-55.701
Resultado del Ejercicio	7.832	-6.570	-10.685
Total Activos	509.832	699.187	888.026
Inversiones	475.977	663.913	858.549
Patrimonio	67.244	60.453	51.572
Part. Mercado	2,5%	6,9%	8,7%
Siniestralidad	54,0%	38,9%	31,6%
Margen Técnico	2,3%	-12,2%	-18,2%
Retorno Inversiones	6,2%	4,7%	5,1%
Gasto Neto	17,6%	13,3%	11,3%

Rentabilidad patrimonial



Endeudamiento bruto

Nº veces



Analista: Eduardo Ferretti
eduardo.ferretti@feller-rate.cl
(56-2) 2757-0423

Fundamentos

La solvencia de las obligaciones de seguros comercializados por Seguros de Vida SURA S.A. es sólida, sustentada en un coherente plan de crecimiento, una conservadora estructura y administración de riesgos y, un desempeño competitivo en línea con el foco estratégico del grupo controlador.

La compañía pertenece al Grupo SURA, inversionista regional focalizado en la gestión de activos financieros de respaldo del ahorro de largo plazo, constituyéndose en uno de los procesos de expansión regional más importantes de los últimos años.

En Chile, bajo el control de Grupo Sura la entidad aseguradora ha ido integrando operaciones de seguros, de ahorro y más recientemente, de rentas vitalicias.

Seguros de Vida SURA se caracteriza por participaciones de importancia en el ahorro de largo plazo, en seguros colectivos de vida y salud, siendo actualmente un actor relevante en rentas vitalicias. Ello le ha permitido acumular activos y pasivos de largo plazo, de relevancia.

La capacidad operacional de la compañía es una de sus fortalezas, permitiéndole ampliar su foco de negocios y apalancarse sin realizar inversiones internas relevantes. Destaca este año el traslado a nueva casa matriz, una de las inversiones operacionales más visibles efectuadas por el grupo desde su llegada a Chile.

Producto de la importante inserción en el segmento de rentas vitalicias la rentabilidad de la aseguradora ha caído fuertemente, generándose pérdidas de origen contable, propias del ciclo de ventas de seguros previsionales. Lograr retornos positivos requiere alcanzar una masa crítica de activos administrados que permitan, sujeto a la

generación de un spread adecuado, respaldar los recursos necesarios para la reserva regulatoria de la venta nueva. Por su parte, el desempeño técnico de los seguros tradicionales es ajustado, propio de su participación en segmentos muy competitivos o, donde la contribución depende del logro de escalas de operaciones adecuadas. Con el ingreso a rentas vitalicias, el perfil financiero y de riesgos se comienza a asimilar a los estándares del mercado.

La estructura financiera actual está respaldada por un endeudamiento regulatorio conservador, un riesgo de reinversión también bajo, pero que no refleja necesariamente el perfil de largo plazo que debiera alcanzar la aseguradora. Por ello, las proyecciones de la administración y, el plan desarrollado para llegar a ellas son a juicio de Feller Rate muy relevantes en el contexto de la clasificación actualmente asignada. Ella contempla alcanzar perfiles de riesgo similares a la media de la industria de rentas vitalicias. Por ello, la velocidad de crecimiento va necesariamente aparejada de la disponibilidad de recursos patrimoniales, lo que se espera sea coherente con el perfil objetivo.

Los factores de riesgo de Vida Sura se van asimilando al mercado de largo plazo. Se vinculan al comportamiento actuarial de los pasivos, a la rentabilidad y calce de las inversiones, y al desempeño de los segmentos de seguros tradicionales.

Perspectivas: Estables

Las perspectivas son "Estables". La clasificación asignada está basada en la solidez financiera que actualmente reporta la aseguradora y que globalmente se espera mantener en el mediano plazo.

FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION

FORTALEZAS

- Controlador fuertemente comprometido en la eficiencia, rentabilidad y desarrollo de sinergias.
- Fuerte control de costos y presupuestos.
- Importante posicionamiento en ahorro de largo plazo.
- Amplia capacidad de soporte operacional.
- Sólida fuerza de ventas, madura y altamente capacitada en seguros individuales.
- Ventaja competitiva actuarial en venta de rentas vitalicias.

RIESGOS

- Estructura financiera en proceso de cambios.
- Superávit de inversiones más ajustado.
- Alta competitividad del segmento de seguros tradicionales.
- Riesgo de mortalidad y sobrevivencia en rentas vitalicias.
- Presiones de márgenes en carteras colectivas.
- Normativa en desarrollo pudieran generar nuevos requerimientos regulatorios.

Solvencia	AA
Perspectivas	Estables

PERFIL DE NEGOCIOS

Alineado con el foco regional que le imprime el grupo controlador.

Propiedad

A fines de 2011 el Grupo SURA adquirió los activos que ING administraba hasta esa fecha en Chile, que incluían la administración de fondos de pensiones, de fondos mutuos, operaciones de seguros de vida con ahorro, APV y salud, entre lo más significativo. Paralelamente adquirió los activos de ING en América Latina relacionados fundamentalmente con la administración de fondos previsionales. Actualmente el grupo cuenta con una extensa base de operaciones de servicios financieros en la región, respaldando la capacidad gerencial del equipo local.

Grupo Sura mantiene clasificaciones en grado de inversión, BBB con Perspectivas Estables. Se caracteriza por la búsqueda constante del crecimiento inorgánico, lo que la ha expuesto a algunas presiones operacionales y de financiamiento.

Propiedad

Grupo SURA: ala financiera del grupo latinoamericano está fuertemente posicionada localmente en el sector previsional y del ahorro de largo plazo.

Grupo SURA ha expandido su diversificación territorial y base de clientes permitiéndole desarrollar importantes sinergias de negocios vinculados a la administración de servicios financieros, sobre la base de una marca común. Durante 2013/2014 el grupo financiero ha continuado integrando y consolidando el conjunto de operaciones de la región, dando paso en Chile a su traslado a nuevas oficinas corporativas y reorganizando sus equipos gerenciales, manifestando amplio apoyo corporativo a la capacidad estratégica del equipo local.

Hoy los activos en Chile son administrados financieramente desde el holding local Sura S.A, entidad que pertenece indirectamente al Grupo Sura, a través de Sura Asset Management. Algunos activos poseen mayor flexibilidad para liberar dividendos, lo que podría ser utilizado internamente como fuente de capitalización para otras entidades del grupo a nivel local, particularmente en el caso de Seguros de Vida Sura, que por su perfil de negocios es demandante de aportes adicionales.

Administración y estructura operacional

Después de una etapa de evaluación y preparación interna, durante 2014 el proyecto de rentas vitalicias enfrentó una etapa de fuerte crecimiento. Por ello, la estructura administrativa y de operaciones destinada a esa línea enfrentó un ajuste interno de menor relevancia. Los desafíos operacionales y comerciales más complejos están presentes en el segmento de los seguros tradicionales individuales, donde no sólo se enfrenta una fuerte competencia sino también costos operacionales elevados.

Entre las fortalezas comerciales que SURA SV mantiene se encuentra su fuerza de ventas de seguros individuales, la que continuará jugando un importante rol en la distribución de negocios y proyectos actuales.

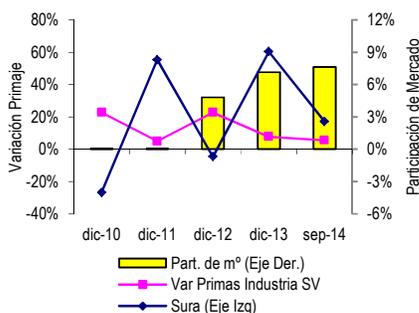
A juicio de Feller Rate la aplicación de nuevas normas de solvencia, algunas orientadas a formalizar el desempeño de los gobiernos corporativos de las aseguradoras, colaboran a tangibilizar las políticas de riesgo aplicadas por el grupo regional.

Consolidar el proyecto de rentas vitalicias, actualmente en plena etapa de crecimiento, es un desafío estratégico importante, especialmente en un entorno de bajas rentabilidades de activos de largo plazo, que configura una fuerte presión de gestión sobre el diseño de portafolios de inversión objetivos.

Los importantes compromisos crediticios y regulatorios que supone una activa participación en rentas vitalicias previsionales requieren de una sólida operatividad y manejo de los riesgos de largo plazo, aspectos en que el Grupo Sura manifiesta un marcado compromiso.

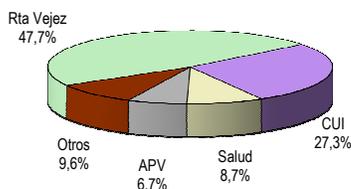
Solvencia	AA
Perspectivas	Estables

Participación de Mercado y Variación en Prima Directa



Diversificación de Cartera (Prima Directa)

Sept. de 2014



Estrategia

Fuerte crecimiento en rentas vitalicias y segmentos de ahorro, complementan su oferta en el ciclo activo/pasivo de la fuerza laboral.

Desde su división y hasta mediados de 2012 la compañía se concentró sólo en seguros de vida tradicional, tanto individuales como colectivos, segmento donde venía participando desde sus inicios.

El ahorro privado sigue siendo parte fundamental de la estrategia de posicionamiento global del grupo, complementando la madurez alcanzada en la industria del ahorro previsional obligatorio con las oportunidades generadas normativamente en el segmento del ahorro voluntario, tanto previsional como privado. La aseguradora se focaliza en segmentos de captación del ahorro de rentas altas, a través de fuerzas de venta de alta calificación, y segmentos de rentas medias, captadas a través de canales de afinidad con empresas y empleadores.

En seguros colectivos se comercializan coberturas de vida y salud complementaria, a través de canales de corredores independientes.

En 2012 el Grupo Sura decidió iniciar el proyecto de rentas vitalicias en Chile, integrando la oferta de productos tradicionales. La comercialización se realiza fundamentalmente a través del canal Agentes.

Los productos de ahorro que la industria de seguros entrega permiten a los asegurados participar más activamente en la administración del perfil de sus fondos, además de otras ventajas como la designación de beneficiarios, liquidez, coberturas de invalidez, entre otras, lo que los convierte en un producto altamente competitivo, en especial en los actuales escenarios de volatilidad financiera. Diversas franquicias tributarias colaboran también al desempeño competitivo, especialmente en el caso del APV, segmento en que las aseguradoras han ido ganando terreno consistentemente.

Otro soporte relevante de la estrategia competitiva de SURA lo constituye su amplia red de oficinas, distribuidas a lo largo del país, desde Arica a Punta Arenas.

Posición competitiva

Fuerte en APV y CUI, creciente participación en rentas vitalicias vejez. 18% de crecimiento.

— INDIVIDUALES

El segmento de seguros individuales se sustenta fundamentalmente en dos negocios relevantes y de características relativamente similares. El seguro con ahorro CUI con el 27% de la producción y un 19% de participación de mercado, y el seguro con APV, que alcanza al 7% de la cartera y al 9% de participación en el marco comercializado sólo por aseguradoras. Entre ambos representan el 36% de la producción total. Durante 2014 la cartera CUI reportó un significativo crecimiento, de 68% en términos interanuales, contrastando con la ralentización reportada por los seguros con APV. Ambas carteras manifiestan presión respecto de la rotación de cuentas y seguros. A septiembre 2014 los pagos por concepto de rescate alcanzaron a unos \$25.500 millones, cerca del 50% de los siniestros totales de seguros tradicionales y un 10% del primaje total del año. Es importante notar que en el caso de los seguros CUI alrededor del 60% del primaje es calificado como prima de primer año, es decir, la productividad de la fuerza de ventas es crucial para mantener el volumen de operación necesaria y en equilibrio, recuperando la reducción por rescates.

— COLECTIVOS

La cartera de Seguros Colectivos de salud representa el 9% de la producción total, y reporta un 8% de participación de mercado. Ha manifestado reducciones de cierta relevancia, en línea con una posición estratégica conservadora y orientada a mejorar sus retornos.

La aseguradora ha participado en algunas licitaciones de desgravamen hipotecario, pero sin llegar a adjudicárselas finalmente, por lo ajustado de sus tarifas de mercado. Comercializa seguros de desgravamen colectivo para créditos de consumo.

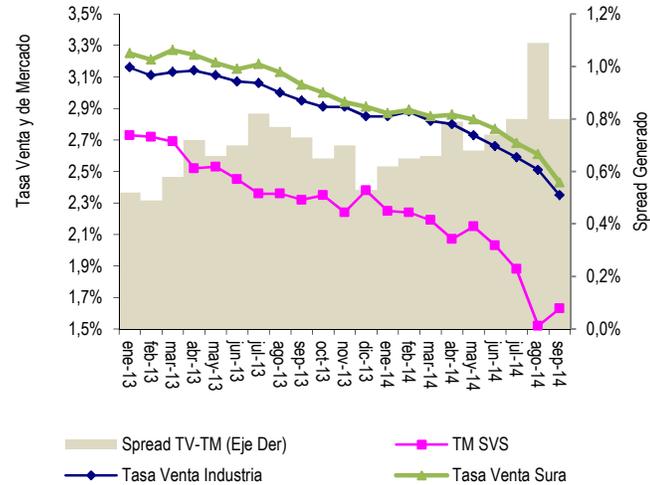
Solvencia
Perspectivas

AA
Estables

— RENTAS VITALICIAS

La compañía inició la comercialización de Rentas Vitalicias en marzo del año 2012, sólo con vejez normal, en junio del mismo año incorporó rentas anticipadas para finalmente, en junio 2013 comenzar a participar en el segmento de invalidez total. A través de sus más de 30 meses de participación ha alcanzado máximos de UF 750 mil de producción mensual.

Entre enero y octubre de 2014 había comercializado casi UF 5,5 millones, fundamentalmente de vejez normal, alcanzando una participación del 9%. SURA se focaliza en un segmento de primas más bien por sobre la media de mercado, en línea con la segmentación que caracteriza la estrategia de la aseguradora en otros nichos.



El cuadro anterior permite apreciar la correlación existente entre la tendencia seguida por las tasas de mercado libres de riesgo, representadas por la TM, con efecto en una caída persistente en las tasas de venta. No obstante, sólo parte del efecto se traspassa a precio, de forma que el spread entre ambas ha estado aumentando, lo que se refleja finalmente en mayor costo de reservas de la venta nueva.

La industria viene registrando un proceso de consolidación, que, junto a mayores costos de reservas y bajas tasas de largo plazo están presionando a toda la industria. Compañías como Sura, no expuestas a ajustes a la sobrevivencia de un portafolio de antigua data, disponen de cierta ventaja de costos.

Las reducidas tasas de venta han desincentivado marginalmente la renta vitalicia esperándose cierta ralentización en los volúmenes de venta de mediano plazo. Otro factor que presiona tanto la demanda como la tarificación es la presión que se observa en la coyuntura socioeconómica, en relación con la revisión de las expectativas de vida de la población de rentistas. Las proposiciones que entregue la esperada reforma previsional podrían incluir aumentar el ahorro individual, lo que podría colaborar a desarrollar el segmento del ahorro privado y APV. Por otra parte, la industria está a la espera de un pronunciamiento del regulador en miras a modificar el mecanismo de cálculo de la tasa técnica de descuento de reservas, con el objetivo de reflejar más certeramente los factores de incidencia en la tasa libre de riesgo de largo plazo. Ello podría inducir a una reducción en los costos de reservas con efecto positivo en las pensiones ofertadas.

Solvencia
Perspectivas

AA
Estables

PERFIL FINANCIERO

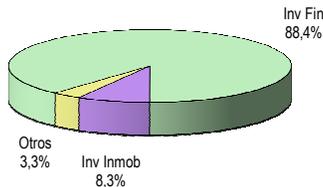
En proceso de consolidación y maduración.

Estructura Financiera

Muy conservadora, pero migrando hacia estructuras comparables a las aseguradoras con alta presencia en rentas vitalicias.

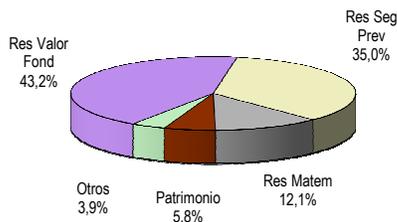
Activos

Septiembre 2014



Pasivos

Septiembre 2014



Desde su origen en 2009, post división de la cartera de rentas vitalicias (traspasada a un grupo financiero nacional) y hasta 2012 la aseguradora estuvo focalizada sólo en seguros de vida tradicionales, administrando además, algunas reservas del antiguo seguro de Invalidez y Sobrevivencia. La base de reservas técnicas estuvo configurada fundamentalmente por los seguros con ahorro, APV, reservas matemáticas tradicionales y el run-off ex Seguro AFP. Así, su endeudamiento regulatorio era muy acotado creciendo ligeramente a través de los años, en tanto que el fuerte superávit de inversiones de arrastre estaba destinado a cubrir necesidades de capital de trabajo de la etapa de reestructuración interna, generando un perfil muy sólido de respaldo para enfrentar los riesgos asociados a su etapa de redefiniciones.

La reducción de los pasivos con riesgos de mediano plazo (fundamentalmente el ex Seguro AFP) y el incremento de los pasivos de seguros con ahorro, no exigieron un soporte relevante de patrimonio adicional. Por ello, hasta 2012 la estructura financiera soportó algunos repartos de dividendos, sin ningún efecto relevante sobre su perfil crediticio.

En 2012 el proyecto de comercialización de rentas vitalicias se materializa, con un presupuesto inicialmente conservador, utilizando sus resultados financieros para el financiamiento de los costos técnicos y de la operación. Durante 2013 se aprecia un crecimiento importante en la venta de rentas vitalicias, requiriendo alrededor de \$15 mil millones de inversión neta en margen operacional, siendo respaldado por el rendimiento de inversiones devengadas, que alcanzó a unos \$17 mil millones, sin considerar sus ingresos por diferencia tipo de cambio.

En los primeros nueve meses de 2014 la venta de rentas vitalicias ha aumentado fuertemente, generando una pérdida contable operacional de \$37.500 millones, muy superior al ingreso devengado de inversiones, que alcanzó a unos \$14.600 millones. De esta forma, bajo el nivel actual de producción de rentas vitalicias la aseguradora ha debido utilizar recursos de patrimonio. El leverage regulatorio de la aseguradora ha aumentado hasta 9,8 veces a septiembre 2014, en línea con lo proyectado por la administración. En respaldo al futuro crecimiento el directorio de SURA (renovado recientemente a principios de septiembre) informó en revelaciones a sus estados financieros, su decisión de solicitar a junta de accionistas un aumento de capital del orden de \$20 mil millones, estando a la espera de las decisiones de la respectiva junta respecto a la forma en que se podría concretar dicho aporte, de ser aprobado.

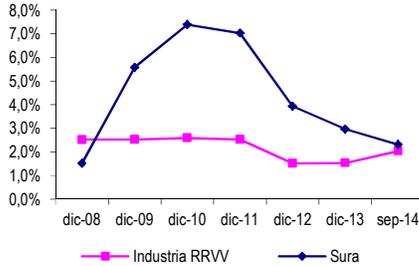
La compañía no registra deuda con instituciones financieras. Su flujo de caja operacional es ajustado, pero a septiembre 2014 era superavitario, propio del importante ingreso de caja generada por la venta nueva, utilizada en inversión de respaldo. Con el incremento de operaciones de rentas vitalicias se destinará una alta proporción de los ingresos a inversión de renta fija o inmobiliaria y una menor base de recursos al pago de siniestros y pensiones. Al cierre de septiembre de 2014 el superávit de inversiones de respaldo llegó a \$7.500 millones, apenas un 0,9% de su obligación de invertir de tipo regulatorio. La flexibilidad patrimonial medida como Patrimonio neto a patrimonio de riesgo llegó a 1,65 veces. Cabe señalar que el patrimonio de riesgo está determinado por el margen de solvencia de los seguros de vida individual y colectiva, en tanto que por endeudamiento total o financiero hay flexibilidad. Con todo, la reducida cartera de inversiones excedentarias genera presión temporal y escasa flexibilidad para tomar posiciones a firme en tasas de interés, por lo que es coherente contar con una base adicional de inversiones y patrimonio de respaldo.

Se reportan diversas transacciones entre partes relacionadas, correspondientes al ciclo de negocios con la AFP, la Agencia de Valores y la Administradora General de Fondos. Se reportó también algunas transacciones efectuadas con SURA Chile S.A. por ciclos operacionales. Se reportan algunas operaciones de financiamiento con relacionados, propias del ciclo de corto plazo de algunas inversiones.

La clasificación asignada actualmente por Feller Rate supone que el perfil financiero global, la cartera de inversiones, el riesgo de reinversión y los superávits de resguardo, evaluados en su conjunto, se mantendrán dentro de parámetros conservadores y coherentes con la media de la

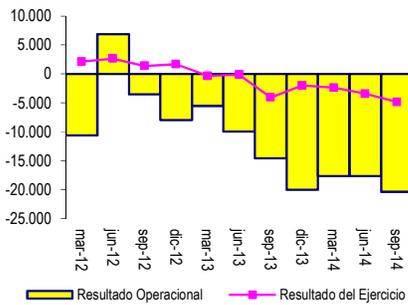
Solvencia	AA
Perspectivas	Estables

Gasto Administración / Inversiones



Retorno Operacional Trimestral

Millones de cada periodo



industria. Por ello, contar con un adecuado soporte patrimonial es una variable relevante de respaldo crediticio así como de visibilidad del compromiso del accionista.

Eficiencia y Rentabilidad

Crecimiento de negocios previsionales mejora la distribución de gastos pero presiona los resultados finales.

Con posterioridad a la venta de su cartera de rentas vitalicias, efectuado en 2009, la aseguradora debió realizar una serie de ajustes internos, adaptando su capacidad operacional a las nuevas necesidades y proyecciones de negocios. No obstante ello, previendo la proyección hacia futuras etapas de negocios se determinó mantener cierta capacidad operacional y de experiencia, en segmentos de alto potencial. Así, con la llegada del nuevo controlador, a fines de 2011, la plataforma para nuevos proyectos no requirió de fuertes correcciones de costos, sino más bien, de redefiniciones internas y de rediseño de la plataforma comercial.

Puesto que el foco competitivo es el seguro tradicional, el ahorro voluntario y, desde 2012, la renta vitalicia, alcanzar indicadores de rentabilidad de cruce requiere una base de activos adecuada, alta focalización en la eficiencia y políticas de suscripción conservadoras. Reiniciar la comercialización de rentas vitalicias junto al fuerte crecimiento en ahorro privado ha permitido incrementar significativamente la base de activos en administración, aunque de paso generando presión de capital adicional. La estructura de costos de una aseguradora, cuya fortaleza comercial depende significativamente de su marca, presencia regional y calidad de su fuerza de ventas, es fuertemente fija, por lo que la rentabilidad está asociada en buena medida a lograr un apalancamiento satisfactorio de su capacidad operativa y del logro de sinergias competitivas.

A 2014 la plataforma de agentes de ventas y la red de sucursales se encuentra bastante madura. La orientación a seguros colectivos de vida/salud requiere capacidad operacional para la gestión de siniestros. La aseguradora ha debido además asumir los costos de las modificaciones necesarias para dar cumplimiento a nuevas normativas y reglamentaciones de la industria, como por ejemplo la ley 20.667 de aplicación desde fines de 2013. El segmento colectivos consume alrededor de un tercio de los gastos de administración, aunque sólo contribuye con el 10% de la producción, lo que presiona los retornos operacionales globales. En contraposición los gastos asignados al segmento previsional son proporcionalmente acotados, con lo que los indicadores de eficiencia globales reflejan mejoras.

El control de la siniestralidad de los seguros colectivos, del volumen de los rescates y la rotación de agentes comerciales, son parte relevante de los riesgos operacionales. En tanto que la rentabilidad de inversiones, y los costos técnicos de rentas vitalicias forman parte de los riesgos financieros y técnicos de mayor impacto.

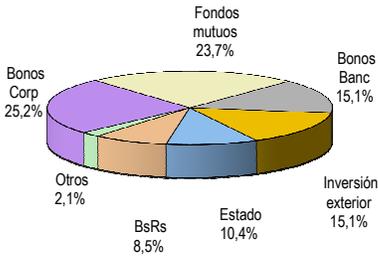
A septiembre de 2014 producto del incremento en la venta de rentas vitalicias, sumado a mayores costos de reservas, el retorno patrimonial de SURA fue nuevamente negativo, marcando lo que se espera será el cierre del año completo.

Los resultados de la aseguradora están fundamentalmente condicionados a las decisiones de participación en el segmento de rentas vitalicias. Por ello, tanto la estrategia comercial como su financiamiento están necesariamente vinculados.

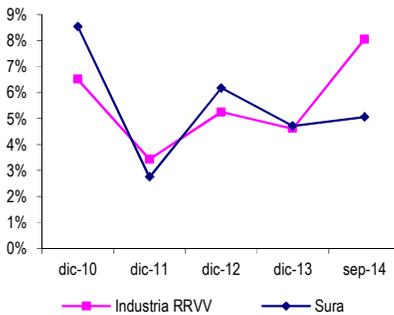
Solvencia	AA
Perspectivas	Estables

Inversiones

Septiembre 2014



Retorno de Inversiones



Inversiones

Gestión de inversiones debe complementar respaldo de reservas de rentas vitalicias y de pólizas con componente de ahorro

La cartera de inversiones de SURA Seguros de Vida alcanza a septiembre de 2014 a unos \$860 mil millones, poco más del 3% del total del mercado. En tres años prácticamente se ha duplicado de tamaño, tanto en inversiones propias como de respaldo de seguros con ahorro.

Bajo la administración del Grupo SURA la política de inversiones propias ha mantenido conservadores lineamientos, focalizándose en inversiones de renta fija e inmobiliaria también de renta. Con todo, en el actual escenario de inversiones de largo plazo, respaldar adecuadamente las rentas vitalicias genera presiones. Con todo, durante el año 2014 la aseguradora había reportado un volumen excedentario de inversiones que le permitían cierta flexibilidad temporal y, que entre otras fortalezas se había reflejado en un conservador nivel de riesgo de reinversión. No obstante, con el incremento de la venta de rentas vitalicias los excedentes se han reducido, al punto que a septiembre el superávit efectivo es significativamente inferior a lo reportado anteriormente.

La cartera de inversiones de respaldo de los seguros CUI+APV alcanza a unos \$381 mil millones, y está compuesta fundamentalmente por fondos de renta variable extranjeros, fondos mutuos locales y renta fija local.

Por su parte, la cartera de respaldo de obligaciones de rentas vitalicias, otros pasivos técnicos y patrimonio alcanza a unos \$481 mil millones, cartera que neta de activos no representativos, por unos \$17 mil millones se reduce a \$464 mil millones. Mantener la administración de una cartera relativamente relevante de activos no representativos representa también un factor de presión sobre el superávit de inversiones reglamentario.

Los resultados de inversiones de respaldo de seguros con Ahorro y APV suelen ser significativos, representando en 2014 el 42% del producto total de inversiones. Dado su ciclo contable se contrarrestan con la revalorización de la respectiva reserva de valor fondo, cuyo efecto se visibiliza en el margen técnico de los respectivos seguros.

Por su parte, la cartera de bienes raíces está constituida fundamentalmente por oficinas y estacionamientos, más algunos locales comerciales, destinados prácticamente en su mayoría a arrendamiento. El nuevo edificio para uso propio, al que se trasladó el grupo durante 2014 se arrienda a un tercero. Actualmente se observa en el mercado una percepción de mayor riesgo en la industria inmobiliaria. Por ello, mantener tasaciones actualizadas es entre otras variables un factor relevante de respaldo. Según lo observado, la aseguradora no ha efectuado cargos relevantes por deterioro de bienes raíces y, según lo informado dispone de un excedente de sobrevaloración del orden de los \$36 mil millones, lo que representa un 70% del patrimonio reportado.

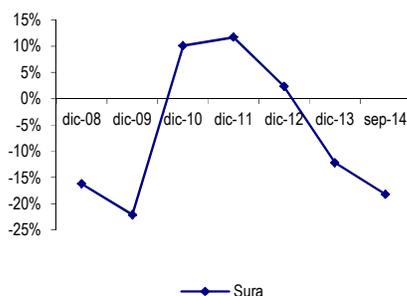
El desempeño medio del portafolio reporta retornos similares a los del mercado, apreciándose mayor exposición a la evolución de mercado de los activos CUI/APV, especialmente desde 2010 en adelante. El arrendamiento de oficinas constituye un ingreso relevante para SURA, dada su activa gestión inversionista.

Solvencia	AA
Perspectivas	Estables

RESULTADOS TECNICOS

Pérdidas técnicas en aumento, vinculado a un presupuesto creciente de venta de rentas vitalicias.

Mg Técnico Seg Tradicionales



Resultado Técnico

Actualmente y, a nivel de la cartera global, el desempeño técnico de Sura Seguros de Vida está fuertemente condicionado por las pérdidas contables de rentas vitalicias y, en segundo lugar, por la volatilidad del efecto contable de la revalorización de la Reserva Valor Fondo. La creciente venta de rentas vitalicias junto a elevados costos unitarios de reserva, afectados por las reducidas tasas de interés técnico han presionado adicionalmente el ciclo de costos de estos seguros. Un alto conservantismo regulatorio obliga a reconocer pérdidas contables al momento de la venta de modo de inducir a respaldar una gestión comercial potencialmente agresiva con capital propio, de modo de proteger al asegurado de conductas competitivas que expongan a la industria a alto riesgo crediticio de largo plazo. Bajo un modelo conservador la inversión inicial del accionista es recuperada al término de la cobertura, junto con la respectiva rentabilidad que este espera como retribución por haber asumido el riesgo de aumento en la expectativa de vida del asegurado. Por ello, a medida que se incrementó la venta de seguros de largo plazo fueron aumentando los resultados negativos. Durante 2014 las tasas de costo de las rentas vitalicias nuevas se han situado por debajo del 2,5% anual (en UF). El interés técnico medio del periodo alcanzó a unos \$4.200 millones, lo que equivale a una tasa media de costo del orden de 2,3% anual para el stock vigente. El retorno medio de la cartera de activos de respaldo es muy superior, en torno al 3,8% anual en UF, lo que estaría entregando un spread favorable, aunque todavía muy insuficiente para respaldar por sí sólo los costos de venta nueva. Por ello, lograr equilibrio en el resultado técnico de seguros de rentas vitalicias requiere aumentar la cartera de negocios.

Seguros Individuales

El margen técnico contable de la cartera de seguros individuales es muy variable. Los resultados técnicos están marcadamente influenciados por aspectos como la venta nueva, las comisiones de primer año, los rescates y, el ajuste de las inversiones que respaldan sus reservas. Este último suele ser relevante, especialmente ante el peso relativo de sus activos de respaldo, pero son compensados contablemente con el producto de inversiones sin generar impacto patrimonial. De esta forma la volatilidad de mercado de las inversiones no afecta al endeudamiento regulatorio. El mayor riesgo está relacionado con la alta rotación, de la cartera de clientes y de los agentes de venta. Afecta la recuperación de las comisiones y el volumen de activos administrados. Los rescates que reportan son muy significativos, representando alrededor del 80% de los egresos por siniestros y el 20% de las primas del año. Aun cuando los gastos por rescates se compensan con ingresos contables por liberaciones de reservas y costos de cargo de los asegurados, impactan el valor económico de la cartera y presionan la productividad de los canales.

Parte relevante del riesgo asociado a este segmento se debe al volumen de gastos necesarios para dotar a la compañía de una fuerza de ventas de alta capacidad profesional y productividad coherente con el plan de negocios y el ciclo de la industria. En este sentido SURA mantiene una sólida fuerza de ventas de seguros individuales, uno de los canales propios de mayor eficiencia de la industria. La integración con los diversos vehículos de negocios que constituyen la oferta integral del ahorro privado enfrenta otros riesgos propios de la competitividad de los productos de ahorro. Por ello, contar con una amplia oferta colabora a cubrir los espacios de competencia posibilitando captar parte de los rescates de cartera.

Los costos operacionales del segmento de seguros individuales son elevados, consumiendo alrededor de un tercio de los costos totales de la aseguradora. A septiembre 2014 ajustando el margen de contribución por el retorno de la cartera de inversiones respectiva se reporta un resultado operacional negativo de \$1.500 millones.

Por otra parte, sólo un 14% de los pasivos por obligaciones CUI y APV obedece a coberturas contingentes en que la aseguradora asume el riesgo de valor póliza, es decir, ante un potencial rescate se debe liquidar como mínimo lo establecido en la respectiva póliza, la que contiene rentabilidades mínimas garantizadas. Con todo, en el caso de los seguros privados, los rescates

Solvencia	AA
Perspectivas	Estables

anticipados obligan al asegurado a asumir algunos costos, lo que tiende a compensar eventuales riesgos de descalce.

Seguros Colectivos

Históricamente, el retorno técnico de los seguros colectivos de Sura se ha visto influenciado por el peso relativo de cuentas de seguros de salud de alta siniestralidad, algunas operadas bajo el concepto de cuentas en administración, que ha mantenido muy acotados los márgenes técnicos.

Sura se ha enfrentado a la necesidad de racionalizar sus contratos, reevaluando la suscripción y tarificación, con impacto en la producción. A septiembre 2014 el resultado operacional del segmento de los seguros colectivos es deficitario y alcanza a unos \$3.142 millones, en tanto que el aporte de inversiones de respaldo de sus reservas es acotado. El comportamiento negativo es propio de varias aseguradoras de alta participación en el mercado, lo que refleja la exposición a un canal muy competitivo y la búsqueda obligada de mayor racionalización.

Reaseguro

Las carteras de seguros colectivos e individuales cuentan con resguardos de reaseguro, utilizando combinaciones de reaseguro proporcional, de excedente, cuota parte y coberturas catastróficas. Sus reaseguradores mantienen un sólido riesgo crediticio. La retención por riesgo o evento es acotada y conservadora.

Suficiencia de capital de riesgo y reservas técnicas

Altos niveles de solvencia stand alone, en régimen de ajuste hacia una etapa de consolidación.

El modelo de análisis aplicado por Feller Rate tiene como objetivo determinar la solvencia base de cada aseguradora, sometida a los diversos escenarios de riesgo y exigencias regulatorias de patrimonio por solvencia. El índice desarrollado consiste en determinar el grado de cobertura que los activos totales, ajustados por riesgo, logran respecto de los pasivos ajustados por riesgo.

El conjunto de riesgos relevantes que afecta a los seguros de vida está vinculado a riesgos de sus inversiones, riesgos técnicos de sus pasivos de seguros tradicionales y rentas vitalicias y, riesgos operacionales.

La medición del riesgo de mercado y crediticio de los activos aplica sólo para la cartera propia, que respalda las reservas de rentas vitalicias, matemática y riesgo en curso. La cartera CUI asociada a seguros con ahorro no genera riesgos patrimoniales relevantes, puesto que en sólo un 14% de esos seguros la compañía asume riesgo de valor póliza.

La creciente participación en rentas vitalicias está incrementando los activos y pasivos expuestos a riesgos y a cobertura patrimonial incorporando nuevas exigencias a la solvencia regulatoria, como cambios en la estimación de la mortalidad y riesgo de reinversión.

No obstante, la aseguradora mantiene una ventaja en relación a sus pares, vinculada con la ausencia de la carga de déficit de reservas reglamentarias atribuibles al stock de pasivos vigentes.

Las obligaciones de rentas vitalicias, reservas matemáticas y otros pasivos alcanzan a unos \$401 mil millones, en tanto que los activos financieros e inversiones inmobiliarias y otros relevantes suman \$481 mil millones. El ajuste estimado por Feller Rate a los activos es muy acotado, dado el perfil conservador de su composición con renta fija nacional más un portafolio de inversiones inmobiliarias destinado a renta (la renta variable local e internacional se destina a respaldar las reservas valor fondo). En relación a los ajustes sobre los pasivos es el margen de solvencia regulatorio el de mayor relevancia. Así determinado, el índice de cobertura de SURA es muy favorable, en torno a 1,11 veces, en línea con el conservantismo de su test de reinversión, que a septiembre 2014 reportaba una tasa negativa de -1.42%.

A juicio de Feller Rate la actual estructura financiera y de solvencia es altamente conservadora y no representa necesariamente el perfil de largo plazo que una aseguradora muy intensiva en rentas vitalicias debiera reportar, en comparación a los estándares de la industria. Con todo, el Grupo SURA ha aplicado satisfactorias políticas de gestión de riesgos, manifestado en carteras de inversiones de respaldo coherente con el perfil que la aseguradora ha venido manifestando históricamente. Adicionalmente, el directorio de la aseguradora ha comprometido la solicitud de

Solvencia
Perspectivas

AA
Estables

aportes de capital, lo que debiera colaborar a mejorar el superávit de inversiones, hoy bastante presionado por la presencia de una cartera de activos no representativos por alrededor de \$17.400 millones.

Solvencia	6/01/2012	3/01/2013	6/12/2013	5/12/2014
Perspectivas	AA	AA	AA	AA
	En desarrollo	En desarrollo	Estables	Estables

Resumen financiero

Cifras en Millones de Pesos

Balance	Dic-2011PCGA	Dic-2012IFRS	Dic-2013IFRS	Sep-2013IFRS	Sep-2014IFRS
Total Activo	431.841	509.832	699.187	632.537	888.026
Inversiones financieras	354.622	417.918	604.269	540.177	784.863
Inversiones inmobiliarias	58.385	58.058	59.644	58.959	73.686
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar asegurados	4.143	4.295	4.908	4.749	1.586
Deudores por operaciones de reaseguro	5.289	4.350	4.705	4.309	2.439
Deudores por operaciones de coaseguro	-	-	-	-	-
Part reaseguro en las reservas técnicas	-	13.761	13.683	12.966	8.364
Otros activos	9.402	11.449	11.978	11.377	17.088
Pasivos financieros	0	0	13	14	9
Reservas Seguros Previsionales	18.733	47.374	175.095	141.741	310.878
Reservas Seguros No Previsionales	318.591	365.863	433.212	400.182	510.021
Deudas por Operaciones de Seguros	13.058	13.758	15.004	13.748	4.305
Otros pasivos	18.263	15.592	15.410	14.629	11.242
Total patrimonio	65.748	67.244	60.453	62.223	51.572
Total pasivo y patrimonio	434.392	509.832	699.187	632.537	888.026
EERR					
Prima directa	181.234	172.949	277.249	198.782	232.748
Prima retenida	156.717	146.651	249.912	178.437	223.933
Var reservas técnicas	-76.368	-28.930	-59.068	-30.450	-65.659
Costo Rentas	-	-43.510	-133.370	-99.439	-138.678
Costo de siniestros	-56.343	-63.491	-74.172	-55.038	-49.991
Resultado de intermediación	-5.593	-6.961	-13.524	-9.819	-10.445
Gastos por reaseguro no proporcional	-53	-54	-55	-41	-39
Gastos Médicos	-47	-39	-35	-28	-18
Deterioro de seguros	-	-243	-172	-144	89
Margen de contribución	18.312	3.424	-30.484	-16.522	-40.807
Costos de administración	-29.018	-18.697	-19.667	-13.574	-14.894
Resultado de inversiones	11.346	29.400	31.301	18.842	32.562
Resultado técnico de seguros	640	14.126	-18.850	-11.254	-23.139
Otros ingresos y egresos	1.198	673	976	706	506
Corrección Monetaria	94				
Diferencia de cambio	3.885	-4.936	9.423	4.829	11.320
Utilidad (pérdida) por unidades reajustables	-	-891	200	257	-2.604
Impuesto renta	-3.570	-1.141	1.681	892	3.231
Total del resultado integral	2.246	7.832	-6.570	-4.571	-10.685

Indicadores

	Dic-2011 PCGA	Dic-2012 IFRS	Dic-2013 IFRS	Sep-2013 IFRS	Sep-2014 IFRS
Solvencia					
Endeudamiento	5,6	6,4	10,3	9,0	16,1
Prima Retenida a Patrimonio	2,4	2,2	4,1	3,8	5,8
Operación					
Costo de Adm. / Prima Directa	16,0%	10,8%	7,1%	6,8%	6,4%
Costo de Adm. / Inversiones	7,0%	3,9%	3,0%	3,0%	2,3%
Result. de interm. / Prima Directa	3,1%	4,0%	4,9%	4,9%	4,5%
Gasto Neto	22,1%	17,6%	13,3%	13,1%	11,3%
Margen Técnico	11,7%	2,3%	-12,2%	-9,3%	-18,2%
Result. Inversiones / Result. explotación	195,1%	327,6%	-379,4%	-344,9%	-234,0%
Siniestralidad	70,2%	54,0%	38,9%	37,2%	31,6%
Retención Neta	86,5%	84,8%	90,1%	89,8%	96,2%
Rentabilidad					
Utilidad / Activos	0,5%	1,5%	-0,9%	-1,0%	-1,6%
Utilidad / Prima directa	1,2%	4,5%	-2,4%	-2,3%	-4,6%
Utilidad / Patrimonio	3,4%	11,6%	-10,9%	-9,8%	-27,6%
Inversiones					
Inv. financieras / Act. total	82,1%	82,0%	86,4%	85,4%	88,4%
Inv. inmobiliarias/ Act. total	13,5%	11,4%	8,5%	9,3%	8,3%
Deudores por prima / Act. total	1,0%	0,8%	0,7%	0,8%	0,2%
Deudores por reaseguro / Act. total	1,2%	0,9%	0,7%	0,7%	0,3%
Otros Activos / Act. total	2,2%	2,2%	1,7%	1,8%	1,9%
Rentabilidad de Inversiones	2,7%	6,2%	4,7%	4,2%	5,1%

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 pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.