

INFORME DE CLASIFICACION

**CESCE CHILE ASEGURADORA
S.A.**

MARZO 2016

ACTUALIZACIÓN DE CLASIFICACIÓN
CLASIFICACION ASIGNADA EL 06.04.16
ESTADOS FINANCIEROS REFERIDOS AL 31.12.15

Solvencia	Abr. 2015	Abr. 2016
Perspectivas	A	A
	Estables	Positivas

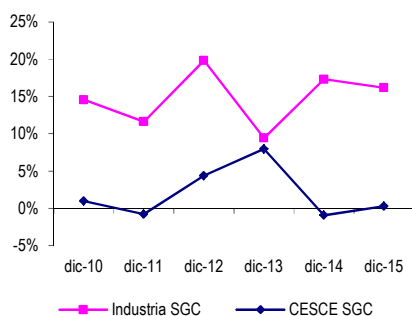
* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Cifras relevantes

Millones de pesos

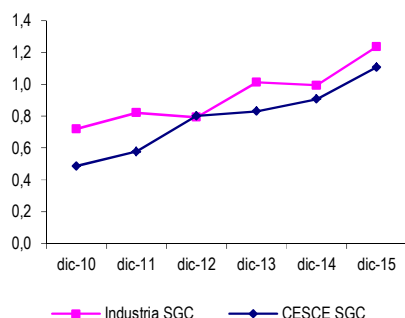
	2013	2014	2015
Prima Directa	4.276	3.619	4.492
Resultado de Operación	35	-496	-166
Resultado del Ejercicio	211	-25	8
Total Activos	8.476	8.616	9.192
Inversiones	2.826	2.831	3.946
Patrimonio	2.650	2.626	2.633
Part. Mercado	8,7%	6,1%	5,8%
Siniestralidad	30,7%	105,2%	57,0%
Margen Técnico	97,0%	69,9%	95,3%
Gasto Neto	51,6%	85,7%	61,4%

Rentabilidad Patrimonial



Endeudamiento

Nº veces



Analista: Eduardo Ferretti
eduardo.ferretti@feller-rate.cl
(562) 2757-0423

Fundamentos

La solvencia de las obligaciones de seguros de Cesce Chile SA es sólida. Se sustenta en el apoyo operacional y de gestión de CESCE España, en una satisfactoria estrategia de crecimiento y formación de cartera y, en una conservadora estructura financiera y de soporte de sus principales riesgos.

La aseguradora es controlada por CESCE España, entidad que otorga protección contra créditos impagos, perteneciente mayoritariamente al Estado Español. El control matricial evidencia un creciente compromiso, tanto de gestión de negocios como de sus principales riesgos técnicos y operacionales.

El perfil de negocios de la aseguradora local se orienta a comercializar principalmente seguros de Garantía logrando participaciones de relevancia. En menor escala participa en seguros de Crédito local. Su distribución se canaliza a través de una cartera diversificada de corredores especializados.

La industria de seguros de garantías y créditos se caracteriza por alta competitividad, riesgos de cúmulos y alta exposición a los escenarios crediticios internos y externos. Por ello, en los últimos años ha recrudecido la siniestralidad, tanto bruta como neta, impactando los resultados técnicos de cargo de los reaseguradores.

De estas presiones no ha estado ajena la actividad comercial de Cesce Chile ralentizando el desarrollo de una estrategia más agresiva.

CESCE manifiesta resultados todavía muy acotados y volatilidad técnica, propios de la etapa de consolidación de cartera. La capacidad operacional es coherente con el plan estratégico y exigencias del accionista, restando apalancarse y dar forma a un portafolio de negocios de mayor diversificación y profundidad.

Los fundamentos del modelo de negocios se sustentan en una sólida suscripción de riesgos, un programa de reaseguro consistente y de

alta calidad crediticia, importantes ingresos de reaseguro y una alta capacidad comercial y operacional.

El respaldo de inversiones es muy relevante, dando soporte de liquidez y de mitigación patrimonial ante potenciales escenarios de volatilidad en los resultados técnicos trimestrales.

La solvencia en base local es muy satisfactoria, respaldada por un bajo nivel de endeudamiento regulatorio, un robusto superávit de inversiones y, un patrimonio neto suficientemente excedentario. En suma, los respaldos financieros y de reaseguro cubren muy adecuadamente los escenarios de crecimiento o de potenciales pérdidas técnicas retenidas.

Perspectivas: positivas

Una estrategia coherente, basada en sólidos fundamentos técnicos y comerciales, unido al soporte matricial que entrega CESCE España, actualmente calificada "BBB+/Estables" en escala global, dan un amplio apoyo a la red de filiales y las alinean a los objetivos consolidados. Los principales cambios modernizadores están hechos, restando dar forma al impulso competitivo, a la diversificación y a una rentabilidad patrimonial coherente con los riesgos asumidos, necesario para configurar un modelo de negocio plenamente identificado con el perfil de su matriz.

FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION

Fortalezas

- Administración con experiencia.
- Eficiente organización interna.
- Programa de reaseguro muy eficiente.
- Fuerte posición en seguros de garantía.
- Creciente alineación a metas corporativas.
- Alta calidad de cartera de inversiones.
- Sólidos respaldos patrimoniales ante escenarios de volatilidad técnica.

Riesgos

- Etapa de diversificación de cartera.
- Rentabilidad patrimonial en proceso de formación.
- Fuerte competencia en segmentos locales.
- Dependencia al ciclo de tarifas internacionales y de capacidades de reaseguro.
- Ciclos económicos presionan el desempeño de los rubros de seguros financieros.
- Resultados técnicos presentan volatilidad ante severidad de sus siniestros.

Solvencia
Perspectivas

A
Positivas

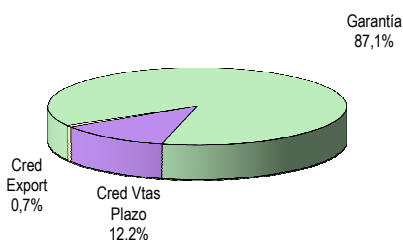
Propiedad

La compañía, pertenece al grupo asegurador CESCE España. Su objetivo es desarrollar el proyecto de seguros de crédito y caución en el continente americano, apoyando de paso la actividad exportadora española.

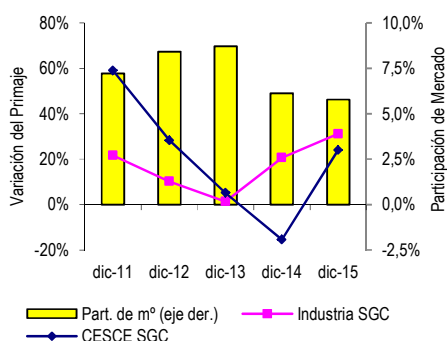
CESCE España (Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación) es controlada en un 50,25% por el Estado español, el resto yace en entidades bancarias y aseguradoras europeas.

Diversificación de Cartera (Prima Directa)

Diciembre 2015



Variación de Prima directa y Participación de Mercado



PERFIL DE NEGOCIOS

Orientado al segmento de Garantías y con amplios esfuerzos para fortalecer sus seguros de Crédito.

Soporte Matricial

Red latinoamericana presente en México, Colombia, Brasil, Perú, Chile y Venezuela, se caracteriza por una amplia vinculación estratégica y comercial con Cesce España.

— MATRIZ

Cesce España es un soporte fundamental de la red de compañías regionales. A su vez, la red de filiales presentes desde México hasta Chile, contribuyen a dar solidez al modelo de negocios que caracteriza a Cesce España, apoyando al sector exportador español. Lineamientos estratégicos, comerciales, de redes de información, de suscripción y reaseguro, son funcionalidades integradas al modelo global, y que dan forma a la gestión aseguradora de Cesce y sus filiales de habla hispana.

Los resultados matriciales son positivos, reflejo de mejoras al escenario de riesgo global, y dado también su amplia exposición al desempeño crediticio de la economía española, que viene mejorando paulatinamente, después de la crisis de deuda y empleo, visible desde 2008.

— ADMINISTRACIÓN

El grupo español ha estado efectuando diversas mejoras orgánicas a lo ancho de su red de filiales, con el objetivo de dotarla de una alta solidez corporativa. La presencia de socios locales, unido a las presiones económicas y definiciones estratégicas matriciales (proceso privatizador desechado) ha ralentizado el proceso global de expansión. Fuertes pérdidas en la filial de Argentina obligaron a reevaluar la inversión y proceder a su run off de obligaciones. En el caso chileno enfrenta su tercer año de modernizaciones, restando todavía algunas etapas de unificación e integración de sistemas de producción, técnicos y de información para gestión. Con todo, la consolidación de las estructuras organizacionales, la integración de sistemas de información globales y la aplicación de nuevas plataformas tecnológicas, está incrementando el control matricial de sus coberturas, generando fortalezas operacionales y de control interno.

A partir de 2013 se rediseñaron las estructuras de gobernabilidad locales con cambios más visibles a nivel de la administración superior. Durante 2014 se dio inicio al proceso de integración de sistemas de gestión, con énfasis en los negocios de crédito. Finalmente, en 2015 se dio el punto de partida al sistema SAP de gestión financiera. La dotación de personal ha alcanzado estabilidad y consolidación, de cara a sus desafíos estratégicos a futuro.

A nivel regional la plataforma operacional de CESCE España está siendo replicada funcionalmente, otro hito significativo en la integración matricial, siendo el segmento de crédito exportación un nicho ampliamente beneficiado, del que Cesce Chile espera lograr una favorable acogida a nivel de sus corredores. El soporte operacional de los seguros de garantía está siendo desarrollado fundamentalmente a partir de la experiencia chilena y peruana, mercados donde CESCE goza de una buena posición de mercado. En relación a la estructura de Gobierno Corporativo, Cesce Chile manifiesta un fuerte compromiso en fortalecer sus procesos de decisiones y control de riesgos, basado no sólo en las políticas del grupo sino también de cara al marco de exigencias y conocimiento experto existente en el mercado local.

Estrategia

Plan de expansión contempla apalancarse sobre la experiencia de la administración local en el segmento de garantía, más la capacidad de suscripción de seguros de crédito a la exportación.

El proyecto de la aseguradora local se inició en 2008 coincidiendo con la crisis económica mundial, lo que ralentizó el proyecto de seguros de crédito y lo relegó a un segundo plano, enfocándose en seguros de garantía, cobertura donde la administración local pudo desarrollar una sólida base de negocios de la mano de sus relaciones de negocios y canales de distribución tradicionales. A medida que el país se ha ido recuperando los esfuerzos han ido reposicionándose en lograr crecer y diversificarse. El proceso ha sido lento, enfrentando algunos ciclos competitivos

Solvencia	A
Perspectivas	Positivas

muy presionados, además de etapas de redefiniciones internas y modernizaciones de sistemas de información.

A nivel corporativo y regional, la cartera de seguros de crédito forma parte relevante del plan de negocios, en línea con la experiencia, sistemas de tarificación y redes de información desarrollados por la casa matriz. Por ello, se espera mayor potencialidad para este polo de actividad competitiva, particularmente en seguros de crédito para la exportación, donde en 2015 no hubo presencia relevante.

El proceso de crecimiento estratégico no está exento de complejidades y rigideces, propios de una estructura matricial que necesita mantener una alta percepción del riesgo patrimonial asociado a sus suscripciones y retenciones, especialmente en un entorno económico mundial de alta volatilidad e incremento del riesgo crediticio. Por ello, la presión matricial por homogeneizar procedimientos y simplificar el control ha sido alta y permanente. La concentración y cautividad de algunos segmentos del mercado y su distribución, unidos a sus desfavorables resultados técnicos tampoco colaboran a mejorar la diversificación.

La aseguradora no requiere de sucursales, realizando la venta principalmente a través de corredores especializados, apoyados por una gestión comercial y de servicio muy activa y por una cobertura de soporte territorial liviana, que le ha permitido captar canales de regiones. La venta directa es acotada, en tanto que, la fuerte dependencia al canal de corredores especializados hace aún más complejo crecer, especialmente en el segmento de seguros de crédito donde cerca del 90% de la producción está concentrado en sólo tres aseguradoras de las seis vigentes.

Posición competitiva

Segmento de garantía se recupera, respondiendo a un mercado ávido de coberturas de apoyo a un sector inmobiliario de sólido desempeño.

Desde su inicio la compañía registró fuertes tasas de crecimiento, muy por sobre el mercado relevante, sustentado en el sólido desempeño competitivo del seguro de Garantía. Así, la participación de mercado global fue aumentando hasta llegar a diciembre 2015 a comercializar primas por \$4.500 millones con un incremento del 24%.

El 87% son seguros de garantía, logrando una participación del 18% del sub segmento (y del 13,5% incluyendo a seguros generales), incluyendo este último el primaje del mercado de Garantía sumó \$18.900 millones, un 36% superior a igual periodo del año anterior.

En 2014 el primaje de Cesce se había reducido un 15%, afectado por caídas en ambas líneas de negocios. Tanto los seguros de garantía como de créditos sufrieron los efectos de presiones de mercado e internas, cerrándose algunos negocios tradicionalmente importantes, obligando a reevaluar coberturas locales, canales, cobertura regional, entre otros aspectos.

En 2015 Cesce logró fortalecer nuevamente la cartera de seguros de garantía, aprovechando un escenario inmobiliario muy expansivo en respuesta a reformas tributarias que van a encarecer la compra de propiedades además de otros focos financieros. Así, logró reposicionarse competitivamente, con apoyo de solidez técnica, capacidad de reaseguro y rapidez de respuesta. En seguros de crédito está empeñado en aumentar su posición relativa, mediante la búsqueda de nuevos nichos y creación de valor, explotando más ampliamente la experiencia y soporte técnico que otorga su red de información crediticia y matricial.

La industria del seguro de crédito interno viene manifestando reajustes de tarifas y aumento de demanda, que en 2015 se reflejaban en alzas en torno al 15% anual. Escenarios crediticios de mayor percepción de riesgo y, una seguidilla de alta siniestralidad recurrente, caracterizada por eventos mezcla de severidad y frecuencia, afectaron no sólo a la retención sino también a los contratos de reaseguro, presionando las tarifas al alza. El mercado potencial se encuentra relativamente limitado, lo que dificulta el crecimiento.

El seguro de crédito a la exportación manifestó incrementos del orden del 20% en las primas de cierre 2015, respuesta a reajustes de precios, ante una elevada siniestralidad para el año 2015. De Cesce se espera mayor proactividad de negocios, con una matriz que presenta capacidad para incentivar una mayor incidencia estratégica y apoyo competitivo, en línea con un escenario cambiario que debiera colaborar a la exportación aunque expuesta a la demanda externa, pero por sobre todo, dotada de una amplia capacidad de generar información crediticia y para suscripción de riesgos globales.

Solvencia
Perspectivas

A
Positivas

PERFIL FINANCIERO

Estructura muy conservadora, en línea con una industria que se apalanca en el reaseguro.

Estructura Financiera

Soporte regulatorio sujeto a algunos vaivenes propios de la severidad de los ciclos de siniestros. Liquidez se fortalece frente a ciclos financieros de alta volatilidad.

Como resultado de un crecimiento sostenido y, sobre la base de una conservadora retención, los activos de Cesce Chile reportan una evolución estable, alcanzando un volumen total de \$9.200 millones a diciembre 2015. En términos absolutos se distingue el alza relevante en la liquidez de la aseguradora, incrementando en un \$1.000 millones su stock efectivo respecto de 12 meses atrás. Después de un tercer trimestre relativamente presionado por pagos de siniestros de magnitud, durante el cuarto trimestre se obtiene el recupero del reaseguro logrando acumular una caja de relevancia, a la espera de tomar algunas decisiones de inversiones de mediano plazo. La mayor presión reportada el tercer trimestre obedece al aumento de la cartera de siniestros por recuperar, una porción de ellos no considerada inversión representativa.

Así, el perfil financiero se muestra coherente con el marco de la industria, donde su acotada retención se visibiliza en la alta participación del activo de reaseguro en las reservas técnicas. Un apalancamiento total muy acotado, de 1,17 veces y de 0,56 veces para el leverage financiero, junto a un amplio excedente de recursos en inversiones representativas, del 29% sobre la obligación regulatoria, dan configuración a una estructura financiera que soporta crecimiento y siniestralidad volátil. El patrimonio neto/patrimonio de riesgo alcanza una cobertura de 1,13 veces, no demasiado impresionante pero en línea con una exigencia de patrimonio de riesgo que todavía está muy lejos de ser alcanzada por el requisito de margen de solvencia.

Ante potenciales escenarios de alto stress de liquidez por pérdidas técnicas el reaseguro está llamado a apoyar a la aseguradora, contando no sólo con la liquidez de inversiones representativas, sino también con algunas líneas de crédito bancarias de complemento, para casos de retrasos del reaseguro.

La estructura patrimonial está constituida principalmente por capital pagado, el que supera al capital mínimo de UF 90 mil, que constituye en definitiva su exigencia de patrimonio de riesgo. En comparación, el margen de solvencia alcanza a apenas \$528 millones, sólo la quinta parte del capital mínimo exigido. Sin duda, que esta mayor exigencia mínima es coherente como medida de cautela ante la etapa de configuración de cartera y de diversificación de riesgos que se suele enfrentar en las etapas de crecimiento y penetración.

En 2015 el flujo de caja operacional fue superavitario en \$961 millones, reflejando el importante recupero de siniestros del último cuarto del año, después de una mitad de año altamente pagadora de siniestros.

Por su parte, la cartera de inversiones financieras aumentó escasamente, en unos \$140 millones. En 2016 la cartera de inversiones debiera fortalecerse, traspasando parte del exceso de liquidez a inversiones en bonos de mediano plazo.

Las transacciones con relacionados comprenden gastos en asesorías técnicas y operacionales, además del costo de los informes de riesgo de seguros comercializados.

Los pasivos relevantes están respaldando primas no ganadas, siniestros en proceso y primas de reaseguro. Los ingresos anticipados por reaseguro continúan aumentando, aunque en forma paulatina constituyendo parte relevante del endeudamiento financiero. No obstante que se esperan nuevos cambios a la normativa de reservas técnicas del rubro, la administración espera que el stock de ingresos diferidos alcance un régimen estable a partir de 2016, lo que ayudará al leverage.

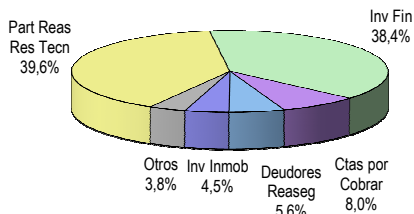
Eficiencia y Rentabilidad

Resultados operacionales siguen presionados por la volatilidad técnica.

La eficiencia de la aseguradora viene manifestando correcciones, que se relacionan más que nada con la volatilidad que ha reportado el primaje. En 2015 el costo de administración informa ciertas alzas, desde una media trimestral de \$250 millones en 2014 a una media de \$280 millones en 2015. El alza se vincula más que nada a la mayor alineación a los estándares corporativos, que han

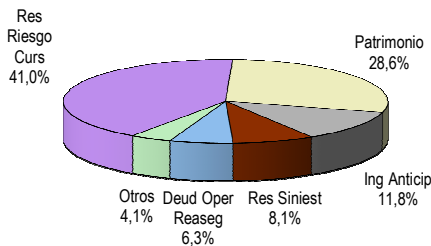
Estructura de activos

Diciembre 2015

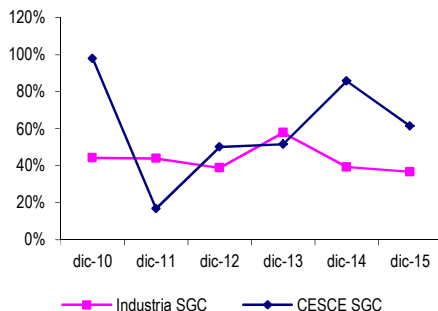


Estructura de pasivos

Diciembre 2015

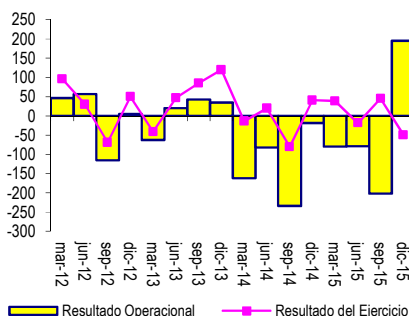


Gasto Neto



Retorno Operacional Trimestral

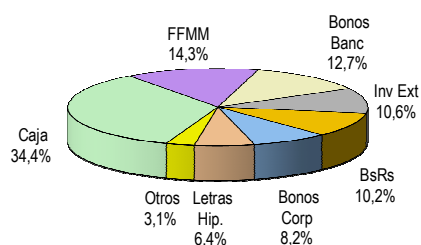
Cifras en Millones de Pesos



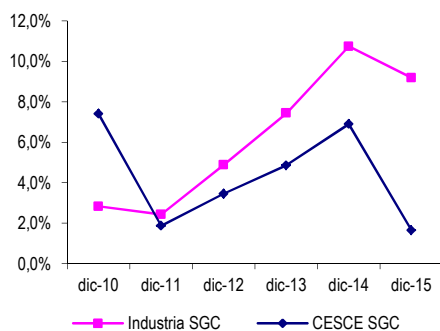
Solvencia	A
Perspectivas	Positivas

Cartera de Inversiones

Diciembre 2015



Retorno de Inversiones



exigido sumar plataformas tecnológicas, e incurrir en gastos por asesorías y servicios matriciales. El resultado operacional sigue manifestando volatilidad, propia de la siniestralidad de una cartera expuesta a riesgos de severidad. Con todo, durante el último trimestre de 2015 se logró una importante recuperación de la siniestralidad, colaborando a generar un margen de contribución por cerca de \$500 millones más de la mitad del acumulado del año. Durante el año 2014 se había generado un fuerte déficit operacional, reflejo de caídas en el primaje, aumento de siniestralidad y cierta rigidez de los gastos operacionales, para adaptarse a la caída de ingresos. Esto último refleja las características del modelo de negocios de la industria de garantías y créditos, configurada por la base de costos fijos propios de una estructura aseguradora, que debe cumplir con estándares mínimos impuestos por la industria, la regulación y la casa matriz, sobre la que se apalancan las operaciones.

Los gastos de operación son bastante estables, en torno a los \$90 millones mensuales. En tanto que los ingresos de reaseguro son importantes aportes al gasto neto. Los ingresos no realizados de una cartera de inversiones a valor razonable, son muy acotados y reportan volatilidad, ante ajustes de mercado y correcciones en la regla de contabilización de reajustes. Por ello, ante el escenario de volatilidad cambiaria, en 2015 se hicieron muy visibles los ingresos por diferencias de cambio y por unidades reajustables que, en el neto contribuyeron con \$122 millones a respaldar un resultado final antes de impuesto de \$18 millones.

Para 2016, producto de la aplicabilidad del sistema SAP se esperan mejoras paulatinas al control del costo, con beneficio en la búsqueda de equilibrio operacional, que, en todo caso sigue muy vinculado a la evolución de la siniestralidad y del crecimiento de negocios, esto último menos expectante para 2016 que lo observado en 2015.

Inversiones

Cartera diversificada y liquidez fuerte constituye un soporte relevante en periodos de presión operacional.

La cartera de inversiones alcanza a unos \$3.534 millones, de los que \$1.500 corresponden a activos de alta liquidez, contando además con inversiones inmobiliarias por \$412 millones, fundamentalmente de uso propio. La política de inversiones de la compañía es conservadora, gestionada localmente bajo las directrices de la matriz, que establece límites de inversión más estrictos que la propia norma vigente de inversiones y apoyada por gestión de asesores de inversiones. De esta forma, la gestión se basa en los lineamientos del grupo internacional en materia de administración de portafolios, que se enfoca a mantener un nivel de respaldo patrimonial y de sus obligaciones, con bajo riesgo de crédito y de mercado. La custodia se lleva a cabo en el DCV y la gestión es efectuada directamente por la administración.

La cartera está diversificada, en renta fija de buen perfil crediticio y adecuada diversificación. La inversión en bienes raíces está constituida por la planta del edificio en donde operan. La inversión extranjera corresponde a fondos mutuos en dólares, destinados a colaborar a reducir riesgos de su ciclo de cuentas de reaseguro, lo que en algunos escenarios colabora a generar ingresos por diferencias de cambio. En 2015 el ingreso financiero generó cerca de \$65 millones, lastrado por los ajustes a mercado, de la cartera a valor razonable, y por cambios en la contabilización de reajustabilidad, mejorando los ingresos por unidades reajustables o diferencias de cambio.

Test de Estrés

Diversificación en proceso de consolidación y estrés técnico respaldados por amplios superávits de inversiones.

Entre las diversas mediciones de riesgo que lleva a cabo Feller Rate una de las más importantes es la disponibilidad de recursos excedentarios para enfrentar situaciones de estrés técnico y financiero de corto plazo. Para ello se mide la volatilidad histórica de los resultados operacionales y financieros, resultante de la desviación estándar observada en el índice de cobertura histórico para el periodo de existencia de la aseguradora. La volatilidad así determinada, es aplicada sobre la relación entre primas retenidas y patrimonio total, entregando una exposición potencial a pérdidas, la que posteriormente se compara con los niveles de recursos excedentarios de patrimonio no comprometido, también llamado patrimonio libre. De esta forma se somete al patrimonio de cada compañía a un test de simulación de agravamiento de sus resultados operacionales.

Solvencia	A
Perspectivas	Positivas

Dada su acotada historia representativa y, la relativamente limitada diversificación de riesgos de esta etapa, Cesce Chile reporta elevados niveles de volatilidad de retornos operacionales, cubiertos con ingresos financieros, logrando en una vista retrospectiva un ingreso neto medio de unos \$18 millones por trimestre, aunque visiblemente volátil. Por ello, en esta etapa de expansión competitiva requiere contar con resguardos patrimoniales y excedentes de inversiones. En el análisis histórico la pérdida bruta (antes de impuesto) trimestral máxima enfrentada ha alcanzado a \$105 millones, en un escenario en que la siniestralidad neta de ese periodo se elevó hasta un 235% y la bruta alcanzó al 148%. Estos eventos presentan cierta repetitividad, en sept 2015 nuevamente se aprecia un episodio de alta siniestralidad trimestral, con 175% neta y 206% bruta.

Para respaldar escenarios de estrés que pudieran afectar la retención, la aseguradora cuenta con diversos excedentes patrimoniales. A diciembre 2015 el patrimonio neto excedía al patrimonio de riesgo en \$300 millones, constituyendo la limitante regulatoria más estricta, que podría obligar a solicitar aumentos de capital ante un evento negativo de alto impacto. En tanto, el superávit de inversiones representativas llegaba a \$1.095 millones, holgado respecto de potenciales necesidades de caja para financiar siniestros pendientes de recupero del reaseguro. Adicionalmente, las inversiones no representativas alcanzaban a \$346 millones, medianamente líquidos. En suma, cuenta con excedentes que superan ampliamente los escenarios de estrés históricos. Además, otro potencial factor de ajuste en resultados lo constituyen las variaciones del tipo de cambio.

Por otra parte, la aseguradora informó que, evaluado el tercer examen efectuado en 2015 al modelo CBR regulatorio, su requerimiento total ascendió a unos \$590 millones, similar a su patrimonio de riesgo por margen de solvencia y muy inferior a su patrimonio neto.

Solvencia
Perspectivas

A
Positivas

DESEMPEÑO DE LA CARTERA DE RIESGOS

Acotada retención de riesgos mitiga los efectos patrimoniales de una volatilidad técnica muy elevada.

Resultados técnicos

Siniestralidad se recupera, después de un ciclo inusualmente alto.

La rentabilidad técnica de Cesce Chile se ha ido asimilando al comportamiento de la industria, reportando retornos sobre prima neta del 95% en 2015 contra 70% en 2014. Entre 2010 y 2012 el mercado alcanzó retornos de esa envergadura, para posteriormente caer a niveles entre el 50% y el 60%, a medida que la siniestralidad recrudeció. En los años recientes la siniestralidad de mercado de ambos segmentos, de crédito como de garantía, ha sufrido deterioro, reflejo de un escenario económico y crediticio muy presionado, afectando al sector de crédito interno y exportador. La siniestralidad de Cesce Chile ha sufrido deterioro, especialmente en 2014, donde en términos netos se elevó hasta el 105%. Durante 2015 se apreció alta volatilidad cerrando finalmente con un cuarto trimestre favorable y un índice acumulado neto del 57% y bruta del 77%.

Cesce Chile gestiona una combinación de factores técnicos que le permiten configurar una base de ingresos medianamente estables. Una acotada retención, en niveles del orden del 20% promedio anual, similar a sus pares. El uso de protecciones de exceso de pérdidas operativas que reducen fuertemente el impacto en la retención, cuyos costos sobre prima neta alcanzan al 22% contra sólo 11% para la industria. Importantes ingresos por comisiones de reaseguro, cuya tasa de comisiones alcanza al 30% de la prima cedida, similar a la media del mercado (28%) y relativamente estable a lo largo de los años, generando ingresos medios del orden de \$260 millones trimestrales, cubriendo alrededor del 60% del costo de administración del año 2015.

En los dos últimos años el desempeño anual de la siniestralidad retenida global de la aseguradora ha sido volátil, alcanzando acumulado anual del 105% para 2014, bajando a 57% en 2015. En ciertos trimestres ha estado muy por sobre esos niveles.

Debido a la escala todavía acotada de operaciones de los seguros de crédito, la siniestralidad del ramo suele presentar volatilidad. El año 2014 generó pérdidas técnicas, que aunque muy acotadas, no lograron colaborar a cubrir gastos de la operación. En 2015 nuevamente se enfrentaron altas siniestralidades, reflejo de la acotada diversificación y bajo encaje de primas retenidas.

El ciclo de recuperos se está fortaleciendo, en línea con la maduración de la cartera y de los siniestros. En 2015 se contabilizaron \$229 millones de recuperos de costos, netos de reaseguro.

Frente a escenarios de mayor riesgo de pérdidas se revisan las políticas de asignación de líneas de crédito, apoyándose en información de mercado y en los sistemas de suscripción de la matriz. Además, mediante comités de aprobación matricial se revisan los niveles más altos de cobertura de riesgo y cúmulos expuestos, al igual que ocurre con el segmento de garantías. En general, a nivel de la industria las coberturas de seguros de crédito son bastantes estándares, diferenciándose por servicio y precio. En el ramo Garantías es posible focalizarse en nichos y coberturas más a la medida de las necesidades de asegurados de muy diverso perfil, lo que permite mayor diferenciación de tarifas.

Reaseguro

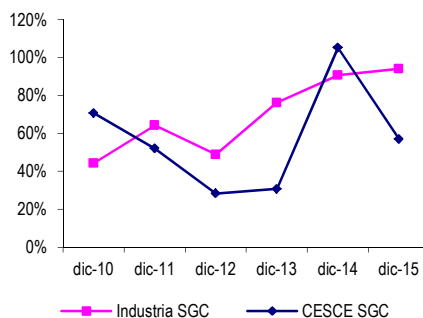
Programa de reaseguro negociado por la matriz para todas sus filiales en el mundo, da alto respaldo y eficiencia.

El programa de reaseguro es colocado fuera de la matriz, y consiste en protección proporcional "cuota parte", unido a resguardo de exceso de pérdida operativo, que le permite mantener un equilibrio adecuado con los niveles de ingresos de primas de la etapa competitiva actual. La retención neta después de protecciones operativas es muy acotada y no expone al patrimonio en forma significativa.

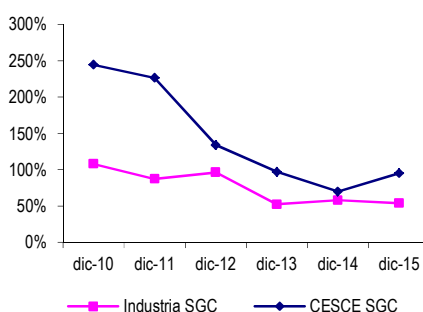
Cuenta además, con capacidad facultativa, otorgada generalmente por el mismo programa de reaseguro, aunque es utilizada muy marginalmente.

No obstante la presencia de siniestros de severidad, la estructura de retención de riesgos, el volumen de patrimonio local y sus excedentes, son suficientes para no exponer significativamente

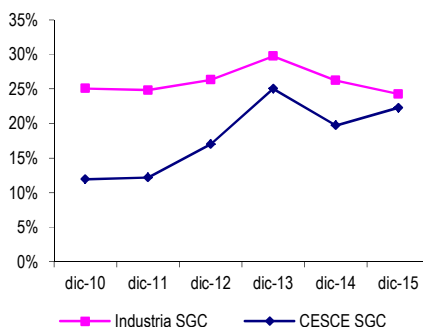
Siniestralidad



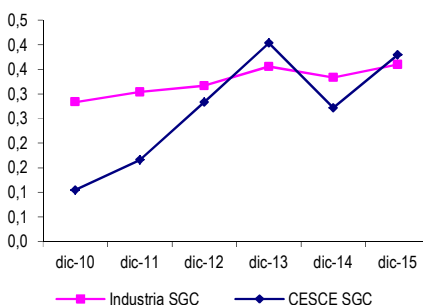
Margen Técnico



Retención de primas



Prima Retenida/ Patrimonio



Solvencia	A
Perspectivas	Positivas

el resultado trimestral. Contribuye a ello la protección operativa y calidad crediticia del reaseguro. La negociación centralizada en el grupo apoya la gestión de recupero de siniestros cedidos.

Las cesiones de reaseguro se distribuyen fundamentalmente a Munchener, Allianz-Re, Swiss-Re, Hannover, entidades que cuentan con sólida calidad crediticia y experiencia en el segmento. Dichas compañías comparten tanto los reaseguros proporcionales como protección operativa.

	05 Junio 2012	19 Octubre 2012	01 Abril 2013	04 Abril 2014	08 Abril 2015	06 Abril 2016
Solvencia	A	A	A	A	A	A
Perspectivas	Estable	Negativas	Negativas	Estables	Estables	Positivas

Resumen financiero

Millones de pesos de cada periodo

	Dic-2011	Dic-2012	Dic-2013	Dic-2014	Dic-2015
Balance					
Total Activo	6.043	7.928	8.476	8.616	9.192
Inversiones financieras	1.965	2.477	2.422	2.420	3.534
Inversiones inmobiliarias	416	411	404	411	412
Activos no corrientes mantenidos para la venta	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar asegurados	560	883	1.058	647	739
Deudores por operaciones de reaseguro	394	283	662	1.156	517
Deudores por operaciones de coaseguro	-	-	-	-	-
Part reaseguro en las reservas técnicas	2.362	3.532	3.625	3.611	3.643
Otros activos	346	342	305	372	347
Pasivos financieros	-	-	-	-	-
Total cuentas de seguros	3.418	5.127	5.365	5.707	6.185
Otros pasivos	292	362	460	284	374
Total patrimonio	2.333	2.440	2.650	2.626	2.633
Total pasivo y patrimonio	6.043	7.928	8.476	8.616	9.192
Estado de Resultados					
Prima directa	3.170	4.067	4.276	3.619	4.492
Prima retenida	387	691	1.070	714	1.001
Var reservas técnicas	-	119	120	61	140
Costo de siniestros	-	121	143	489	366
Resultado de intermediación	763	622	526	545	640
Gastos por reaseguro no proporcional	-	36	69	188	219
Deterioro de seguros	-	55	11	21	39
Margen de contribución	875	926	1.038	499	954
Costos de administración	-	822	933	995	1.119
Resultado de inversiones	45	100	137	195	65
Resultado técnico de seguros	97	92	172	301	101
Otros ingresos y egresos	-	22	1	11	3
Corrección Monetaria	-	95			
Diferencia de cambio		14	81	160	52
Utilidad (pérdida) por unidades reajustables		-	-	31	69
Impuesto renta	1	0	44	65	2
Total del resultado integral	-	19	107	25	8

Indicadores

	Dic-2011	Dic-2012	Dic-2013	Dic-2014	Dic-2015
Solvencia					
Endeudamiento	0,6	0,8	0,8	0,9	1,1
Prima Retenida a Patrimonio	0,2	0,3	0,4	0,3	0,4
Operación					
Costo de Adm. / Prima Directa	25,9%	22,9%	23,4%	27,5%	24,9%
Result. de interm. / Prima ret	-197,5%	-90,0%	-49,1%	-76,3%	-63,9%
Gasto Neto	16,7%	50,1%	51,6%	85,7%	61,4%
Margen Técnico	226,3%	134,0%	97,0%	69,9%	95,3%
Result. inversiones / Result. explotación	-230,6%	92,8%	53,8%	-216,6%	692,2%
Siniestralidad	52,0%	28,4%	30,7%	105,2%	57,0%
Retención Neta	12,2%	17,0%	25,0%	19,7%	22,3%
Rentabilidad					
Utilidad / Activos	-0,3%	1,3%	2,5%	-0,3%	0,1%
Utilidad / Prima directa	-0,6%	2,6%	4,9%	-0,7%	0,2%
Utilidad / Patrimonio	-0,8%	4,4%	8,0%	-0,9%	0,3%
Inversiones					
Inv. financieras / Act. total	32,5%	31,2%	28,6%	28,1%	38,4%
Inv. inmobiliarias/ Act. total	6,9%	5,2%	4,8%	4,8%	4,5%
Deudores por prima / Act. total	9,3%	11,1%	12,5%	7,5%	8,0%
Deudores por reaseguro / Act. total	6,5%	3,6%	7,8%	13,4%	5,6%
Otros Activos / Act. total	5,7%	4,3%	3,6%	4,3%	3,8%
Rentabilidad de Inversiones	1,9%	3,5%	4,9%	6,9%	1,6%

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.