Humphreys
CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Reseña anual

A n a l i s t a s
Ignacio Quiroz L.
Hernán Jiménez A.
Tel. (56) 22433 5200
ignacio.quiroz@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

Cesce Chile Aseguradora S.A.

Junio 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	**Categoría**
Pólizas Tendencia	A+[1] Estable
Estados financieros base	Marzo 2018

Estado de Situación IFRS					
M$	**dic-14**	**dic-15**	**dic-16**	**dic-17**	**mar-18**
Inversiones	2.831.363	3.946.156	4.598.036	4.496.029	4.745.625
Total cuenta de seguros	5.413.220	4.899.594	5.134.500	10.137.201	7.392.524
Participación del reaseguro en las reservas técnicas	3.610.699	3.642.840	4.435.200	8.608.293	6.303.565
Otros activos	371.747	346.562	504.346	713.576	743.993
Total activos	8.616.330	9.192.312	10.236.882	15.346.806	12.882.142
Reservas técnicas	4.462.184	4.519.346	5.380.664	9.431.263	7.097.436
Deudas por operaciones de seguro	1.244.714	1.665.493	1.370.973	2.371.767	2.507.510
Otros pasivos	283.818	374.350	394.484	434.279	340.792
Patrimonio	2.625.614	2.633.123	3.090.761	3.109.497	2.936.404

Estado de Resultado IFRS					
M$	**dic-14**	**dic-15**	**dic-16**	**dic-17**	**mar-18**
Prima directa	3.618.750	4.491.776	3.847.517	7.004.842	901.162
Prima cedida	2.904.831	3.491.013	3.084.647	6.284.956	754.686
Prima retenida	713.919	1.000.763	762.870	719.886	146.476
Costo de siniestros	488.758	365.817	363.709	763.263	301.634
R. de intermediación	-544.688	-639.511	-860.757	-983.380	-205.958
Costos de administración	995.183	1.119.354	1.164.419	1.168.180	249.384
Resultado de inversiones	195.320	65.056	120.383	224.407	60.501
Resultado final	-24.846	7.509	197.153	18.736	-173.093

[1] Clasificación anterior: Categoría A.

Opinión

Fundamento de clasificación

Cesce Chile Aseguradora S.A. (**Cesce**) es una sociedad especializada en la comercialización de seguros de garantías y 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 2017 la compañía alcanzó un primaje total anual del orden de los $ 7.005 millones, un 82% más que el año 2016. A marzo de 2018 presentaba inversiones por $ 4.746 millones, un nivel de reservas del orden de los $ 7.097 millones y un patrimonio de $ 2.936 millones.

La clasificación de riesgo de **Cesce** se modifica desde *"Categoría A"* a *"Categoría A+"* como consecuencia del aumento en el *rating* de su matriz desde *BBB+* a *A-* en escala global (equivalente a *categoría AA/AA+* en escala local, según criterio ***Humphreys***). Cabe señalar que el grupo Cesce presenta una estructura matricial, que implica un apoyo activo desde la matriz a sus filiales.

La clasificación de riesgo 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 eventuales necesidades de capital que la sociedad tenga en el futuro. También se reconoce la experiencia internacional del *holding* en el segmento, su capacidad para proporcionar información crediticia de deudores en el ramo de seguros de crédito a la exportación y la posibilidad que existe de acceder al *know how* de la matriz, especialmente en materias de control.

Complementariamente, se valora de manera positiva su estructura de reaseguros, elemento que entrega un adecuado respaldo para responder a las obligaciones contraídas hasta la fecha y sostener el crecimiento. Asimismo, como elemento favorable, la clasificación incorpora las instancias de control interno que ha establecido la sociedad, tanto en su organización interna como aquella provista por el grupo controlador. Tampoco es ajeno a la clasificación los progresos en materia de sistema de la compañía.

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.
También se reconoce el carácter procíclico de su actividad y la alta correlación entre la siniestralidad de sus productos y el desempeño de la economía local.

La tendencia es "*Estable*", ya que en el corto plazo no se visualizan cambios significativos en los elementos que determinan las fortalezas y riesgos estructurales de la compañía.

Tanto la consolidación de los aspectos que favorecieron esta revisión, como el respaldo aportado por el controlador, son relevantes para el mantenimiento de la clasificación y se espera que la compañía no deteriore significativamente su exposición frente a 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.
- Adecuado instancias de control interno.

Fortalezas de apoyo

- Fortalecimientos de sistemas para apoyar el crecimiento esperado.

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).
- Alta siniestralidad.

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.

(+) El signo "+" corresponde a aquellas obligaciones de seguros con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Hechos recientes

Durante los tres primeros meses de 2018, la prima directa de la compañía presentó una disminución nominal de 61,7% respecto del mismo período del año anterior, alcanzando un monto de $ 901 millones. Los costos de siniestros subieron 191,2%, sumando $ 302 millones.

Por su parte, los costos de administración fueron de $ 249 millones (6,4% menos que el mismo trimestre del año anterior), representando el 27,7% de la prima directa (16,7% y 11,3% en diciembre y marzo de 2017, respectivamente). Con todo, el margen de contribución se redujo en un 125% en relación a marzo de 2017.

Así, el resultado de la compañía a marzo de 2018 registró pérdidas por $ 173 millones, lo que se contrasta con los $ 119 millones de ganancia del mismo período del año anterior. El patrimonio de la sociedad fue de $ 2.936 millones para un nivel de reservas técnicas de $ 7.097 millones y obligaciones a invertir de $ 4.050 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 € 431 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 ha subido su *rating* de largo plazo durante el 2018, siendo aumentada desde *BBB+* a *A-*, con perspectiva estable.

Solvencia reaseguradores: Dado que **Cesce** retiene, a marzo de 2018, un 16,3% de la prima directa, cobra relevancia la solvencia de sus reaseguros. A la fecha, la compañía mantiene contratos proporcionales en el que los partícipes más importantes (81% de la prima cedida entre los tres) son Munchener (AA- global), Swiss Re (A+ global) y MAPFRE Re (A 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).

Control Interno: La empresa ha ido consolidando su instancia de control interno la cual, por medio de una estructura matricial, reporta a la unidad de la matriz la cual también participa en procesos de auditoría de la compañía local.

Factores de riesgo

Baja escala de operación: La compañía presenta un volumen de operaciones reducidos comparado con compañías de seguros generales (a marzo de 2018, tiene una participación del 0,2% dentro de los seguros generales). En relación con las otras compañías de garantía y crédito posee el 4,4% de las ventas dentro de este nicho, a marzo de 2018, pero esta cifra baja a 0,3% 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.

Ciclos del negocio: En períodos recesivos, las exposiciones se manifiestan en una mayor magnitud, es así como una inadecuada suscripción de los riesgos o una concentración excesiva de los mismos e incluso fallas en las políticas de reaseguros, pueden llevar a que los resultados se vean mermados en épocas de crisis económicas.

Antecedentes generales

Historia y propiedad

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

El controlador de la sociedad, Consorcio Internacional de Aseguradores de Crédito (C.I.A.C, posee, directa e indirectamente, una participación del 100%[2] de la propiedad. La Tabla *1* y Tabla *2* presenta el directorio y los ejecutivos de la compañía.

[2] Germán Pacheco, actual gerente general, mantiene una acción, que representa el 0,0008% de la propiedad.

Tabla 1: Composición directorio de Cesce

Nombre	Cargo
Julio Espinoza	Presidente del directorio
Alejandro Gandía Alapont	Director
Francisco Sacristán Chicar	Director
María Isabel Torremocha Baranda	Director
Henar Pinilla Nieto	Director

Tabla 2: Plana ejecutiva de Cesce

Nombre	Cargo
Germán Pacheco	Gerente General
Freddy Salgado	Gerente de Administración y Finanzas
María Alejandra Lafuentes	Gerente Técnico

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% a los bancos españoles BBVA y Santander.

Cesce España se desempeña en el negocio de seguros y reaseguros y su propiedad pertenece mayoritariamente al gobierno español. La aseguradora se encuentra clasificada en "A-" con tendencia Estable a escala global.

A la fecha de la clasificación, la compañía tiene presencia en diez países, de los cuales siete son latinoamericanos y tres europeos.

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 ocho compañías.

En contraposición, los seguros de garantías pueden ser comercializados por cualquier compañía de seguros generales. Además, este tipo de producto compite con las boletas bancarias, instrumentos de amplia difusión en el mercado nacional y con 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 95,6% del total de la prima (a diciembre de 17). La Ilustración *1* muestra la evolución en la distribución de la prima directa.

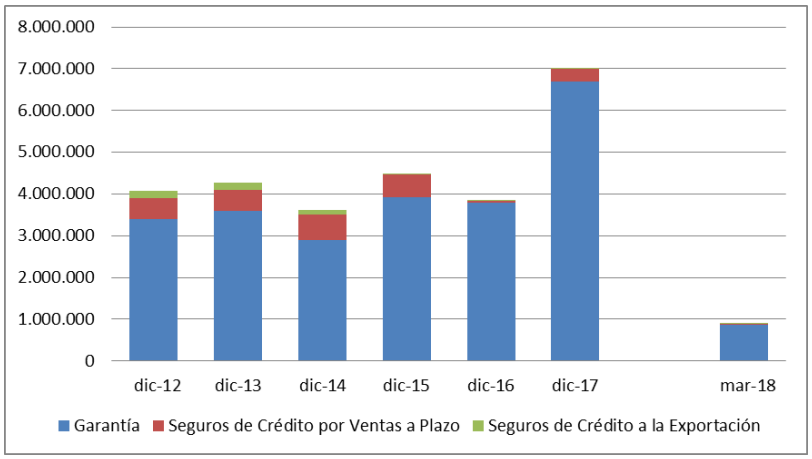


Ilustración 1: Evolución de prima directa (M$)

El margen de contribución de la compañía se distribuye de manera similar al primaje, siendo los seguros de garantía los de mayor importancia relativa, tal como queda reflejado en la Ilustración *2*.

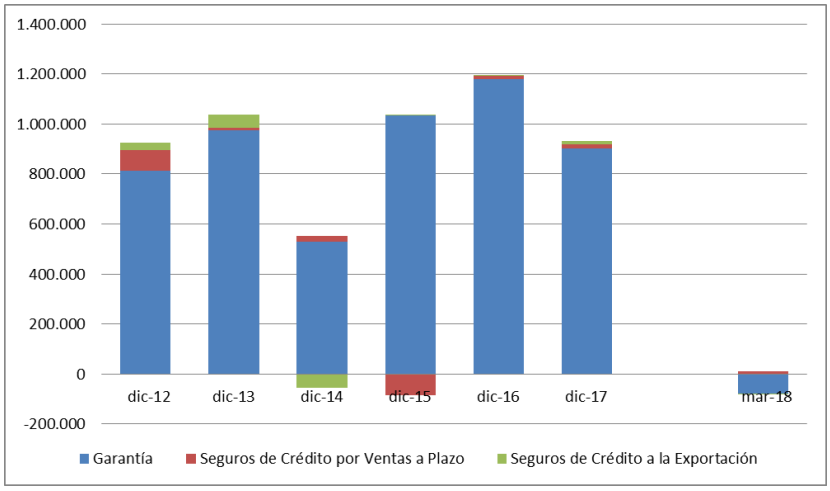


Ilustración 2: Evolución del margen de contribución (M$)

Capitales asegurados

A marzo de 2018, la compañía contaba con 3.111 ítems vigentes, concentrados mayormente en seguros de garantía y de crédito de ventas a plazo. A su vez, presentaba $ 379 mil millones en capitales asegurados directos y $ 69 mil millones en capitales asegurados retenidos. La compañía expone, en promedio, cerca de un 4% 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), a cerca del 0,8%.

Reaseguros

Cesce retiene un 16,3% de la prima directa (considerando las cifras a marzo de 2018), 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 empresas 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 "*A+*" en escala global.

La distribución de la cesión de prima, a marzo de 2018, se muestra en la Ilustración *3*:

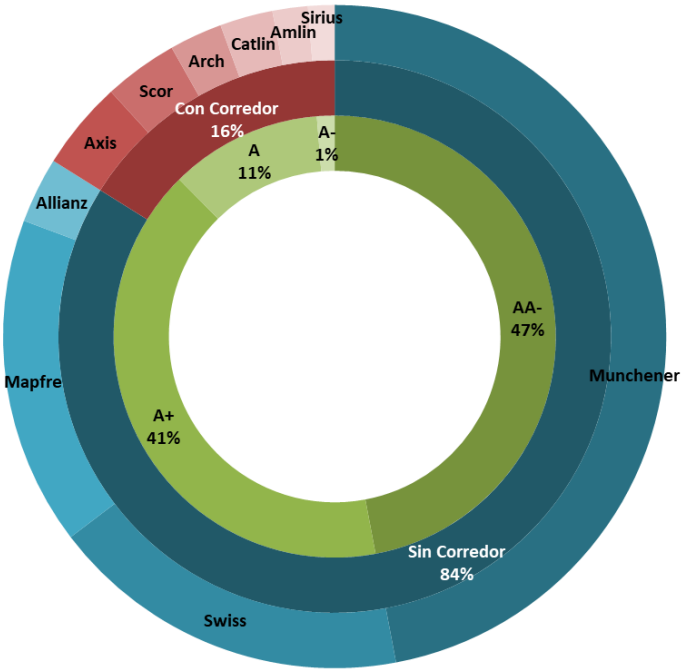


Ilustración 3: Distribución de reaseguradores por prima cedida

Inversiones

A marzo de 2018, la compañía poseía reservas técnicas por un total de $ 7.097 millones, las cuales se encontraban cubiertas, de forma neta, en un 598% por el total de inversiones. De estas, el 285% se materializó en instrumentos de renta fija y caja, otro 105% en renta variable[3], un 32% en instrumentos extranjeros, un 125% en cuentas corrientes y un 51% en inversiones inmobiliarias.

[3] Incluye fondos mutuos, fondos de inversión y acciones

Cabe señalar, que las obligaciones por reservas técnicas y patrimonio de riesgo, a marzo de 2018, fueron de $ 4.050 millones, mientras que sus inversiones representativas fueron de $ 5.802 millones, cubriendo el 143% de las primeras, de acuerdo con la normativa.

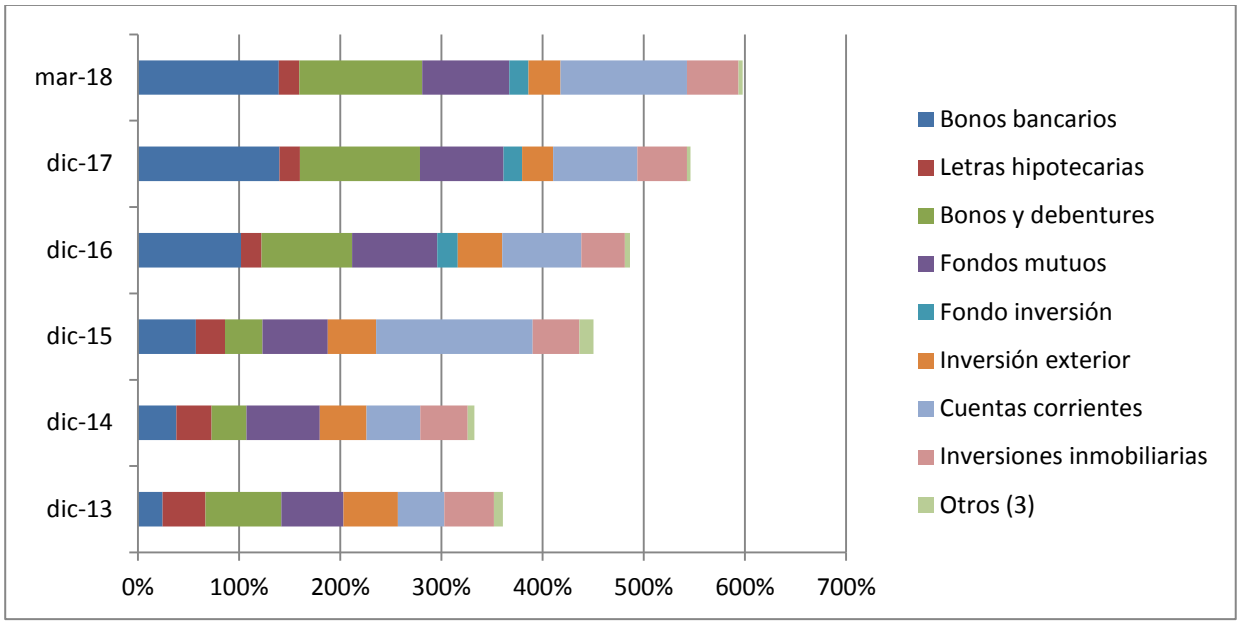


Ilustración 4: Cobertura de reservas netas

Generación de caja[4]

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 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 por venta a través de intermediario (46%), seguido por apoyo de reaseguros (43%).

Por el lado de los egresos, los costos de reaseguro representan el 53% de estos y los costos de siniestros representan un 27%. La Tabla 3 presenta el detalle de la generación de caja entre el 2008 y 2011.

[4] Flujo de caja estimado por ***Humphreys***, en base a información pública.

Tabla 3: Flujo de efectivo bajo PCGA

Flujo de efectivo PCGA				
Flujos (M$)	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**
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**

El flujo de efectivo proveniente de la operación fue negativo en los años 2014, 2016 y 2017, pero la diferencia de cambio jugó a favor para el 2014, haciendo aumentar el saldo de efectivo y equivalentes. En el primer trimestre de 2018 el flujo de las actividades de operación fue positivo, a pesar de la caída en los ingresos por prima de seguro y coaseguro de 46% (a igual período de 2017), esto por los ingresos por rentas y siniestros reasegurados, que alcanzaron los $ 3.546 millones. Los egresos de efectivo de la actividad aseguradora crecieron en 230% en comparación con el mismo trimestre del año anterior. La Tabla 4 presenta los flujos de efectivo entre diciembre de 2013 y marzo de 2018.

Tabla 4: Flujo de efectivo bajo IFRS

Estado de flujos de efectivo IFRS						
M$	**dic-13**	**dic-14**	**dic-15**	**dic-16**	**dic-17**	**mar-18**
Ingreso por prima de seguro y coaseguro	4.100.875	4.029.978	499.170	4.041.412	7.335.058	774.436
Total ingresos de efectivo de la actividad seguradora	6.902.828	6.066.005	8.116.024	5.787.351	11.473.023	4.929.256
Pago de rentas y siniestros	1.654.190	2.835.178	3.273.861	1.097.276	5.290.877	3.913.451
Comisiones seguro directo	394.607	251.939	478.448	328.453	546.229	57.722
Gasto por impuesto	822.005	852.541	931.693	791.646	1.453.468	247.528
Gasto de administración	1.257.442	1.215.974	1.190.984	1.252.989	1.275.607	358.475
Total egresos de efectivo de la actividad aseguradora	6.767.816	6.129.969	7.154.762	6.663.174	11.480.233	4.631.371
Total de flujo neto de actividades de operación	**135.012**	**-63.964**	**961.262**	**-875.823**	**-7.210**	**297.885**
Ingresos de efectivo de actividades de inversión	11.988	0	0	0	0	0
Egreso de efectivo de actividades de inversión	0	0	0	0	0	0
Total de flujo neto de actividades de inversión	**11.988**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Ingresos de actividades de financiamiento	0	0	0	260.485	0	0
Egreso de efectivo de actividades de financiamiento	0	0	0	0	0	0
Total egresos de actividades de financiamiento	**0**	**0**	**0**	**260.485**	**0**	**0**
Total aumento (Disminución) de efectivo y equivalentes	**228.327**	**95.580**	**1.013.679**	**-729.622**	**-53.535**	**49.927**
Efectivo y Efectivo equivalente al inicio del período	130.252	358.579	454.160	1.467.839	738.216	684.681
Efectivo y Efectivo equivalente al final del período	358.579	454.160	1.467.839	738.216	684.681	992.537

Análisis financiero

Rendimiento técnico[5] y siniestralidad[6]

Históricamente, hasta comienzos de 2016, la siniestralidad permaneció en niveles bajos respecto al mercado. Incluso en 2014 cuando hubo un fuerte deterioro producto de siniestros que afectaron la cartera de créditos a la exportación, situación que dañó a toda la industria. A diciembre de 2017, la siniestralidad alcanzó un 106%, muy sobre el 64% que presentó el mercado de seguros de crédito en el mismo período. A marzo de 2018 este indicador se elevó hasta un 206%, separándose aún más del promedio de mercado, que registró un 76% en este período, tal como lo muestra la Ilustración *5*.

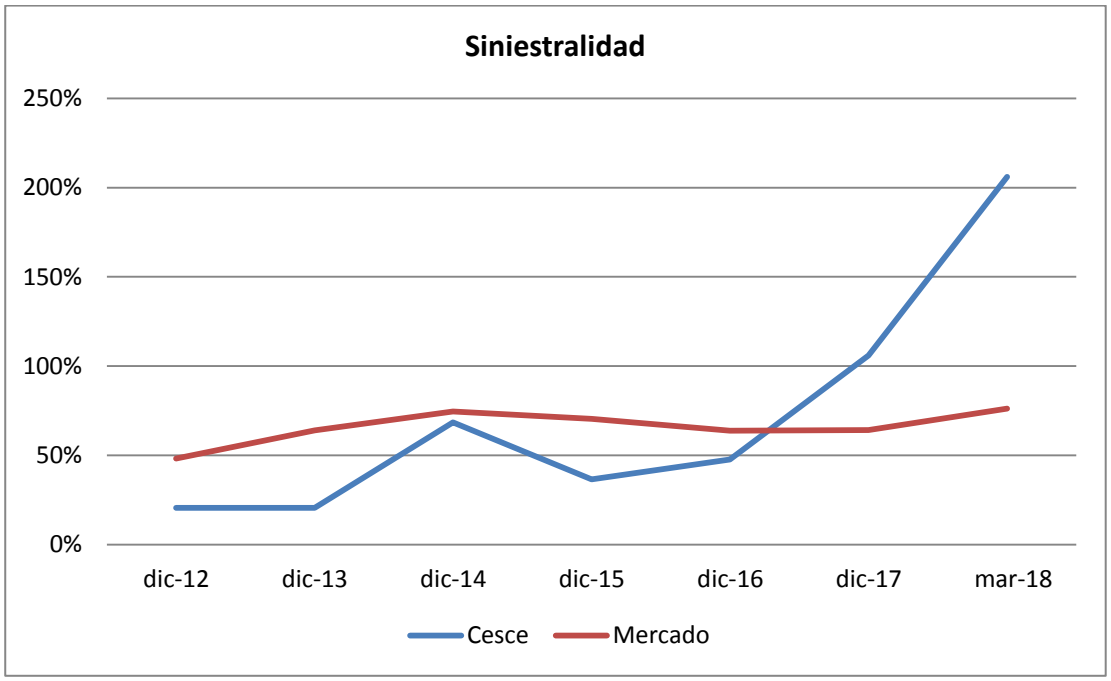


Ilustración 5: Siniestralidad

[5] 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.
[6] 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 ganada.

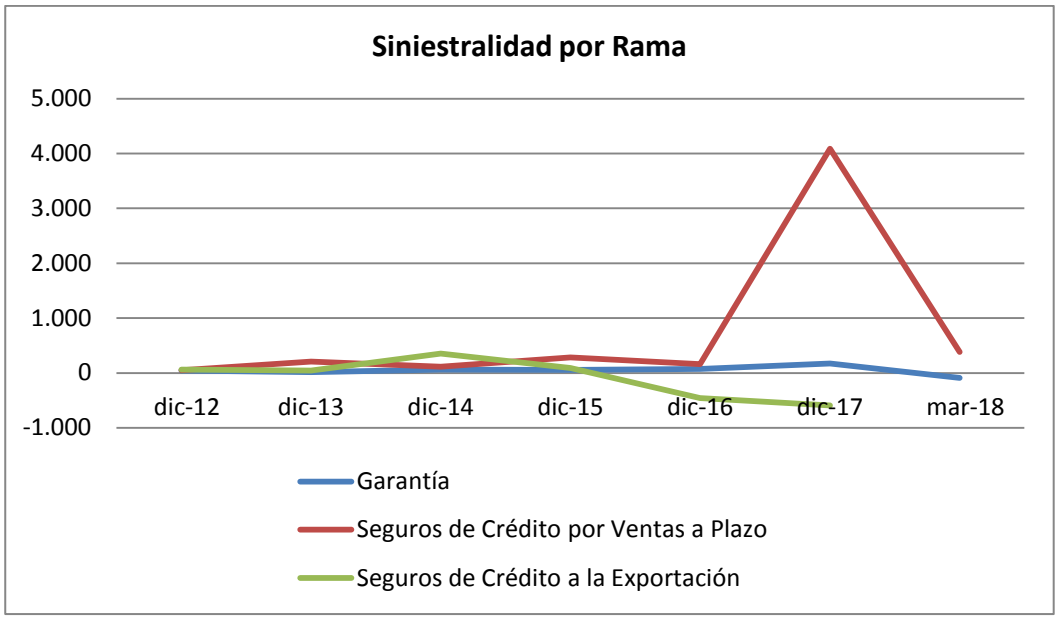


Ilustración7: Desglose de siniestralidad (%)

En cuanto al rendimiento técnico, a marzo de 2018, la compañía presentó un indicador de -46%, esto por un margen de contribución negativo en este período. Si bien a diciembre de 2017 este porcentaje fue positivo (129%), presentó una caída con respecto al año anterior (157%). En la Ilustración se puede ver el indicador de **Cesce** en comparación al mercado y en la **¡Error! No se encuentra el origen de la referencia.** el desglose por rama.

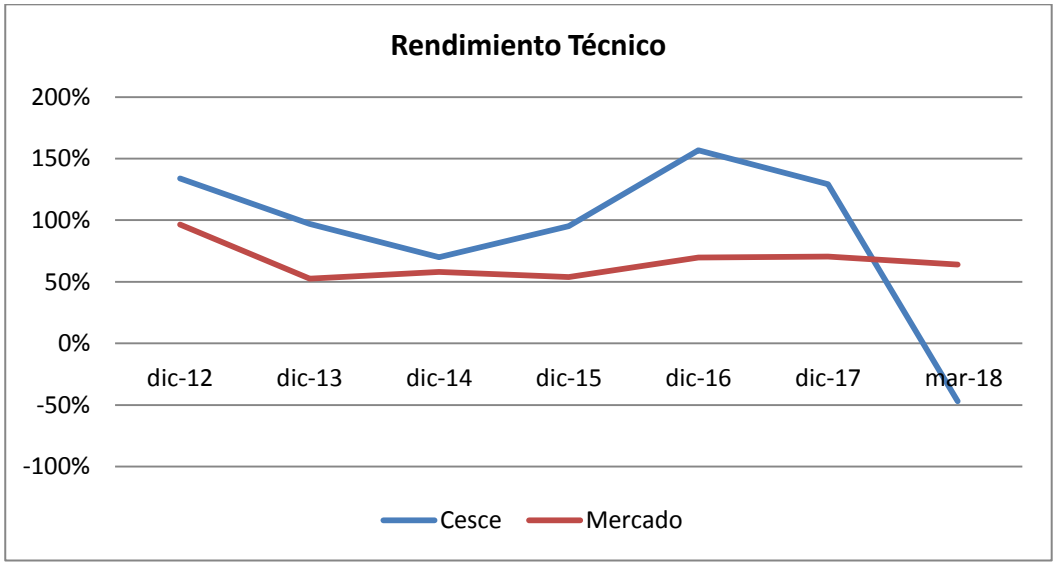


Ilustración 7: Rendimiento técnico

Endeudamiento y posición patrimonial

Cesce, como era predecible, ha ido incrementado sus niveles de endeudamiento a medida que sube el volumen de sus operaciones; dado ello, a marzo de 2018 se observa un endeudamiento relativo, en relación con su patrimonio de 1,2 veces, por sobre el 0,9 de las compañías de seguros de crédito aunque todavía cercano.

En tanto, su patrimonio se ha ido fortaleciendo en los años de operación. Sin embargo, a marzo de 2018 presentó una caída (5,6% con respecto a diciembre de 2017 y 7,5% a marzo de 2017), registrando un monto de $ 2.936 millones. Sus resultados, en general, han sido acotados en el período de evaluación. A marzo de 2018, la compañía registró pérdidas por $ 173 millones. La Ilustración 8 el presenta nivel de endeudamiento, mientras que la Ilustración 9, el patrimonio y resultado de **Cesce**.

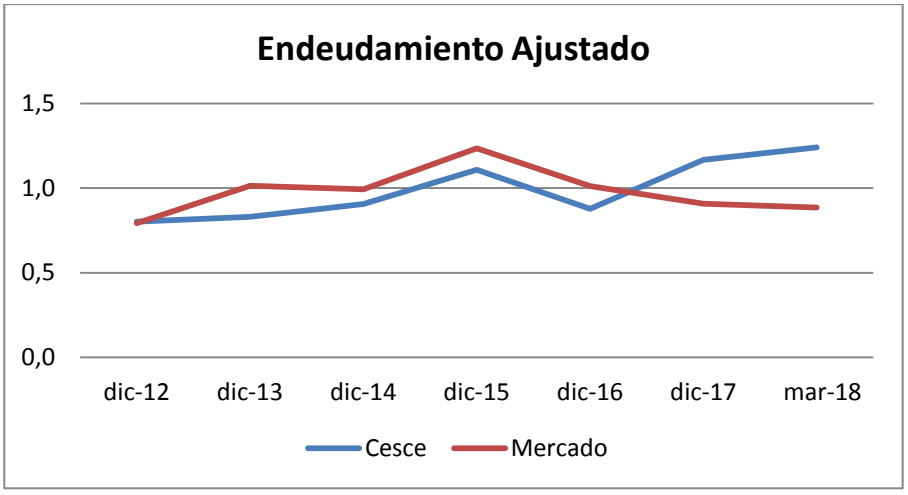


Ilustración 8: Endeudamiento ajustado

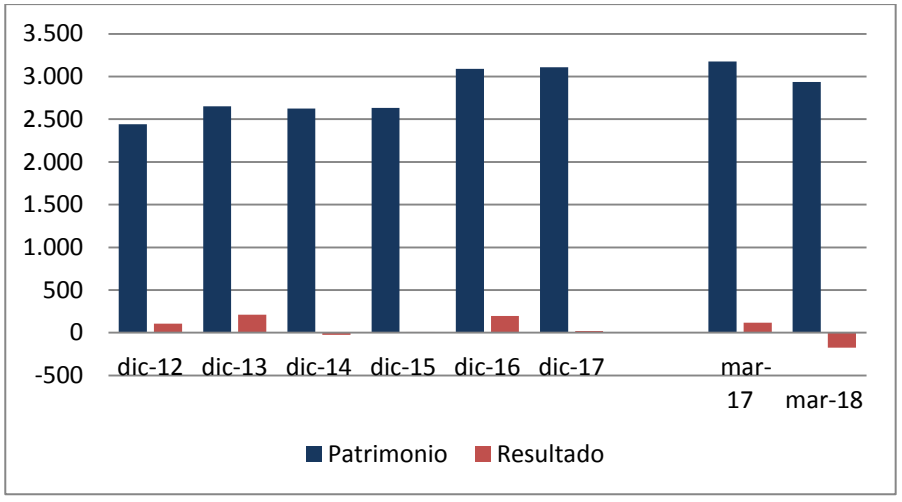
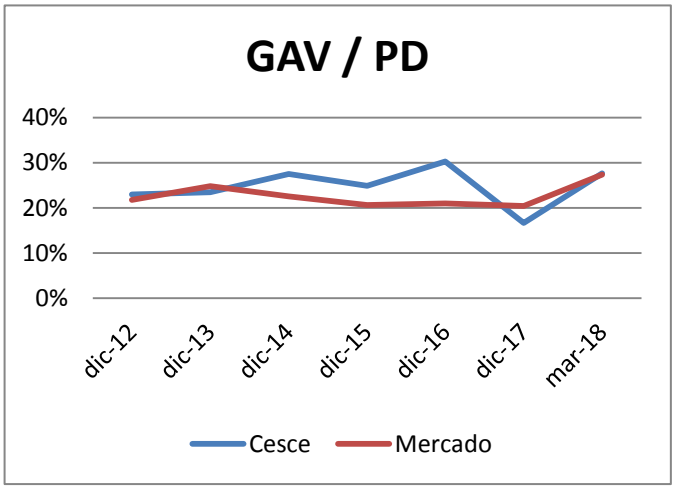


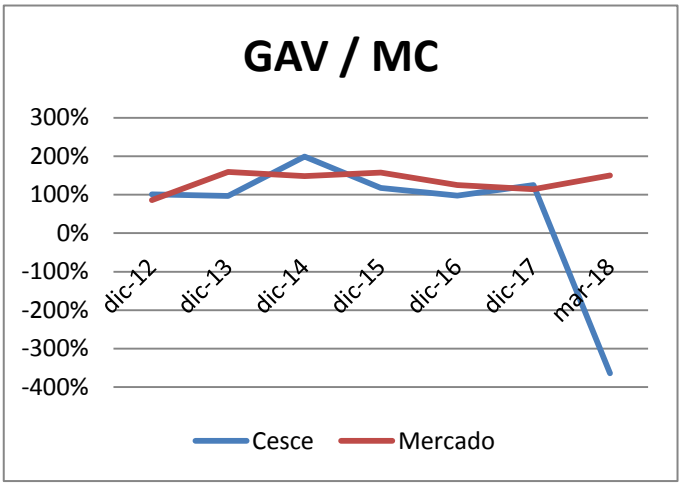
Ilustración 9: Patrimonio y resultados (MM$)

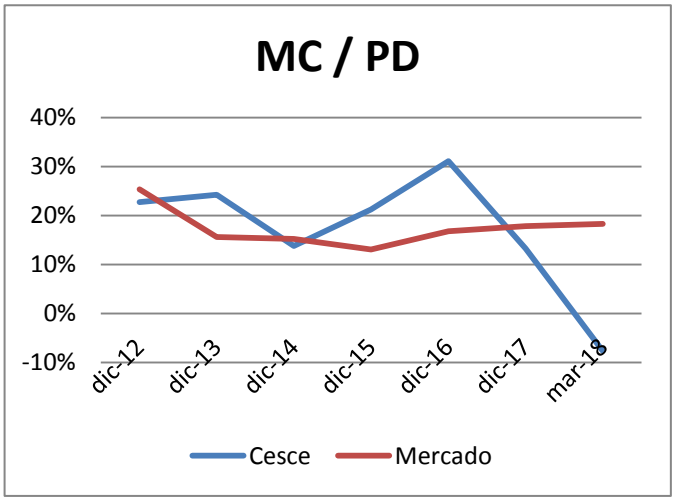
Indicadores

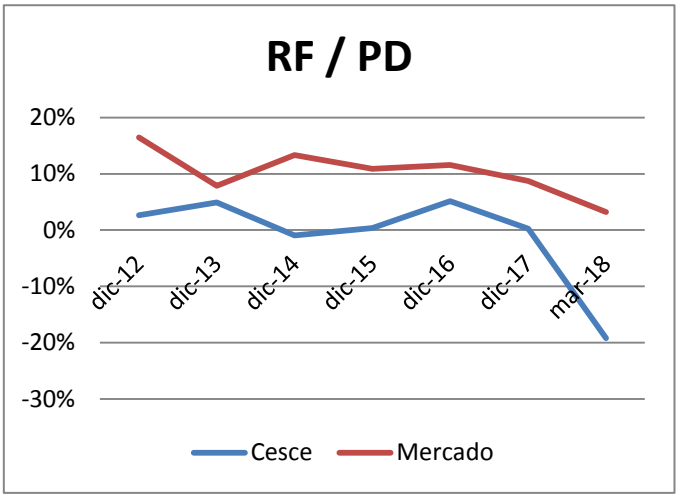
	Cesce Chile						
	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	mar-18
Gastos Adm. / Prima directa	22,9%	23,4%	27,5%	24,9%	30,3%	16,7%	27,7%
Gastos Adm. / Mg. de contribución	100,8%	96,6%	199,4%	117,4%	97,4%	125,5%	-363,8%
Margen de Contribución / Prima Directa	22,8%	24,3%	13,8%	21,2%	31,1%	13,3%	-7,6%
Resultado Final / Prima Directa	2,6%	4,9%	-0,9%	0,3%	5,1%	0,3%	-19,2%

	Mercado						
	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	mar-18
Gastos Adm. / Prima directa	21,8%	24,8%	22,6%	20,6%	21,0%	20,4%	27,4%
Gastos Adm. / Mg. de contribución	85,8%	158,8%	148,4%	157,8%	124,8%	114,4%	150,0%
Margen de Contribución / Prima Directa	25,4%	15,6%	15,2%	13,1%	16,8%	17,8%	18,3%
Resultado Final / Prima Directa	16,5%	7,9%	13,4%	10,9%	11,6%	8,7%	3,2%









"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 Comisión para el Mercado Financiero 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."