

## CF Seguros de Vida S.A

## Resumen Ejecutivo

## Clasificación

## Escala Nacional

Fortaleza Financiera de Seguros Ei(cl)

## Resumen Financiero

## CF Seguros de Vida S.A.

(CLP millones)	30 jun 2017	30 jun 2018
Activos <sup>a</sup>	18.035	21.545
Inversiones Financieras	8.263	11.997
Reservas Técnicas	19.276	19.038
Prima Suscrita	20.169	21.327
Índice Operacional <sup>b</sup> (%)	571,9	434,8
Pasivo Exigible/ Patrimonio (veces)	0,6	0,5
ROAE <sup>c</sup> (%)	139,9	100,1
ROAA <sup>a,c,d</sup> (%)	103,6	81,0

<sup>a</sup> Activos no consideran la participación del reaseguro en las reservas técnicas. <sup>b</sup>

No considera inversiones no realizadas.

Además incluye negocios CUI. <sup>c</sup>

Anualizado. <sup>d</sup> Considera resultados antes de impuestos.

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF), Fitch Ratings y Fitch Solutions.

## Informes Relacionados

[Panorama de Seguros de Vida Chile \(Agosto 15, 2018\).](#)

[Perspectivas 2018: Sector Asegurador Chilena \(Diciembre 5, 2017\).](#)

## Analistas

Lucas Howard  
+ 56 2 2499 3324  
[lucas.howard@fitchratings.com](mailto:lucas.howard@fitchratings.com)

Carolina Alvarez  
+ 56 2 2499 3321  
[carolina.alvarez@fitchratings.com](mailto:carolina.alvarez@fitchratings.com)

## Factores Clave de la Clasificación

**Información Financiera Limitada:** La ratificación de la clasificación de CF Seguros de Vida S.A (CF Seguros) en la categoría Ei(cl) considera que, al haber iniciado operaciones en 2016, la información histórica, financiera y operacional de la compañía es limitada, lo que dificulta prever su comportamiento en el largo plazo.

**Estrategia de Cesión Total:** CF Seguros mantiene una política de cesión de 100% de la prima, lo que provoca que no exista un riesgo propio en el negocio asegurador. La prima cedida es aceptada por su socio estratégico, BNP Paribas Cardif Seguros de Vida S.A (BNP) que, a su vez, es propietaria de 10% de CF Seguros. Por otro lado, BNP aporta a la compañía desde el inicio de sus operaciones con experiencia y conocimiento sobre el negocio asegurador.

**Indicadores Operacionales No Representativos:** Al operar con una estrategia de cesión total, CF Seguros tiene índices operacionales altos y no representativos del comportamiento real de los negocios suscritos. Fitch considera que estos y los niveles altos de rentabilidad son coherentes con un negocio de intermediación (descuentos por cesión y participación en resultados del reasegurador) más que con un negocio de seguros. Debido a ello, los indicadores no son comparables con los presentados por aseguradores similares. Asimismo, los indicadores netos y operacionales deberían tender al promedio del grupo comparable una vez que la compañía inicie la retención de negocios.

**Apalancamiento Bajo:** Los indicadores de apalancamiento de CF Seguros son bajos en término absoluto, así como también en un contexto de industria. El índice de pasivos exigibles sobre patrimonio de la compañía, de 0,54 veces (x), es significativamente inferior al promedio del grupo de pares (3,3x), explicado por la cesión de 100% de los riesgos de la compañía y apoyado por un fortalecimiento patrimonial orgánico. CF Seguros mantiene una política de reparto de resultados amplia, pese a lo cual, a junio de 2018, el patrimonio mostró un crecimiento de 25,5%. La acumulación de resultados y el consiguiente crecimiento patrimonial favorecerían la estabilidad de sus indicadores principales una vez que aumentarían los niveles de retención.

**Compañía Dependiente de Entidades Relacionadas:** CF Seguros pertenece en 90% al grupo S.A.C.I. Falabella, a través de su filial Falabella Inversiones Financiera S.A. El grupo tiene un posicionamiento sólido en el segmento de *retail* en Chile y Latinoamérica, el cual incluye, entre otros, participación en el segmento financiero tanto bancario (Banco Falabella) como no bancario (Promotora CMR). Estos últimos, son los que entregan la totalidad de la masa de negocio a la aseguradora, funcionando como sus únicos canales de distribución. Por esta razón, el crecimiento de CF Seguros está supeditado a la ampliación del negocio de sus entidades relacionadas, o bien, al desarrollo de nuevos productos que le permitan diversificar sus líneas de negocio.

**Equilibrio Operacional Sustentado en Absorción de Cartera Madura:** A pesar de que la constitución de CF Seguros y el inicio de sus operaciones cuentan con un historial acotado, la compañía ha logrado alcanzar rápidamente un equilibrio operacional, dada la madurez y el volumen de las carteras de negocio absorbidas de Promotora CMR y Banco Falabella.

## Sensibilidad de la Clasificación

Cambios en la clasificación de la compañía estarían sujetos a la obtención de un historial mayor de operaciones que permitiera prever comportamientos a largo plazo. Además, en la medida en que la compañía tomara mayor relevancia en el mercado asegurador y en el grupo, Fitch evaluará la visión de importancia estratégica de esta para su matriz, lo cual podría tener un efecto en la clasificación.

# CF Seguros de Vida S.A

## Informe de Clasificación

### Clasificación

#### Escala Nacional

Fortaleza Financiera de Seguros Ei(cl)

### Resumen Financiero

#### CF Seguros de Vida S.A.

(CLP millones)	30 jun 2017	30 jun 2018
Activos <sup>a</sup>	18.035	21.545
Inversiones Financieras	8.263	11.997
Reservas Técnicas	19.276	19.038
Prima Suscrita	20.169	21.327
Índice Operacional <sup>b</sup> (%)	571,9	434,8
Pasivo Exigible/ Patrimonio (veces)	0,6	0,5
ROAE <sup>c</sup> (%)	139,9	100,1
ROAA <sup>a,c,d</sup> (%)	103,6	81,0

<sup>a</sup> Activos no consideran la participación del reaseguro en las reservas técnicas. <sup>b</sup>

No considera inversiones no realizadas.

Además incluye negocios CUI. <sup>c</sup>

Anualizado. <sup>d</sup> Considera resultados antes de impuestos.

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF), Fitch Ratings y Fitch Solutions.

### Informes Relacionados

[Panorama de Seguros de Vida Chile \(Agosto 15, 2018\).](#)

[Perspectivas 2018: Sector Asegurador Chilena \(Diciembre 5, 2017\).](#)

### Analistas

Lucas Howard  
+ 56 2 2499 3324  
[lucas.howard@fitchratings.com](mailto:lucas.howard@fitchratings.com)

Carolina Alvarez  
+ 56 2 2499 3321  
[carolina.alvarez@fitchratings.com](mailto:carolina.alvarez@fitchratings.com)

### Factores Clave de la Clasificación

**Información Financiera Limitada:** La ratificación de la clasificación de CF Seguros de Vida S.A (CF Seguros) en la categoría Ei(cl) considera que, al haber iniciado operaciones en 2016, la información histórica, financiera y operacional de la compañía es limitada, lo que dificulta prever su comportamiento en el largo plazo.

**Estrategia de Cesión Total:** CF Seguros mantiene una política de cesión de 100% de la prima, lo que provoca que no exista un riesgo propio en el negocio asegurador. La prima cedida es aceptada por su socio estratégico, BNP Paribas Cardif Seguros de Vida S.A (BNP) que, a su vez, es propietaria de 10% de CF Seguros. Por otro lado, BNP aporta a la compañía desde el inicio de sus operaciones con experiencia y conocimiento sobre el negocio asegurador.

**Indicadores Operacionales No Representativos:** Al operar con una estrategia de cesión total, CF Seguros tiene índices operacionales altos y no representativos del comportamiento real de los negocios suscritos. Fitch considera que estos y los niveles altos de rentabilidad son coherentes con un negocio de intermediación (descuentos por cesión y participación en resultados del reasegurador) más que con un negocio de seguros. Debido a ello, los indicadores no son comparables con los presentados por aseguradores similares. Asimismo, los indicadores netos y operacionales deberían tender al promedio del grupo comparable una vez que la compañía inicie la retención de negocios.

**Apalancamiento Bajo:** Los indicadores de apalancamiento de CF Seguros son bajos en término absoluto, así como también en un contexto de industria. El índice de pasivos exigibles sobre patrimonio de la compañía, de 0,54 veces (x), es significativamente inferior al promedio del grupo de pares (3,3x), explicado por la cesión de 100% de los riesgos de la compañía y apoyado por un fortalecimiento patrimonial orgánico. CF Seguros mantiene una política de reparto de resultados amplia, pese a lo cual, a junio de 2018, el patrimonio mostró un crecimiento de 25,5%. La acumulación de resultados y el consiguiente crecimiento patrimonial favorecerían la estabilidad de sus indicadores principales una vez que aumentaran los niveles de retención.

**Compañía Dependiente de Entidades Relacionadas:** CF Seguros pertenece en 90% al grupo S.A.C.I. Falabella, a través de su filial Falabella Inversiones Financiera S.A. El grupo tiene un posicionamiento sólido en el segmento de *retail* en Chile y Latinoamérica, el cual incluye, entre otros, participación en el segmento financiero tanto bancario (Banco Falabella) como no bancario (Promotora CMR). Estos últimos, son los que entregan la totalidad de la masa de negocio a la aseguradora, funcionando como sus únicos canales de distribución. Por esta razón, el crecimiento de CF Seguros está supeditado a la ampliación del negocio de sus entidades relacionadas, o bien, al desarrollo de nuevos productos que le permitan diversificar sus líneas de negocio.

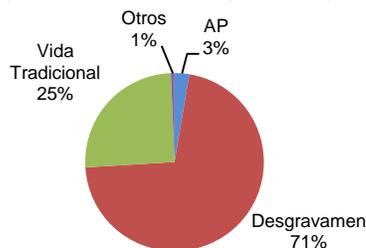
**Equilibrio Operacional Sustentado en Absorción de Cartera Madura:** A pesar de que la constitución de CF Seguros y el inicio de sus operaciones cuentan con un historial acotado, la compañía ha logrado alcanzar rápidamente un equilibrio operacional, dada la madurez y el volumen de las carteras de negocio absorbidas de Promotora CMR y Banco Falabella.

### Sensibilidad de la Clasificación

Cambios en la clasificación de la compañía estarían sujetos a la obtención de un historial mayor de operaciones que permitiera prever comportamientos a largo plazo. Además, en la medida en que la compañía tomara mayor relevancia en el mercado asegurador y en el grupo, Fitch evaluará la visión de importancia estratégica de esta para su matriz, lo cual podría tener un efecto en la clasificación.

## Composición de la Prima Suscrita

(CLP 21.327 millones a junio 2018)



AP – accidentes personales.  
Fuente: CMF, Fitch Ratings y Fitch Solutions.

## Gobierno Corporativo y Administración

Con base en los criterios de Fitch, las políticas de gobierno corporativo no generan un beneficio en las clasificaciones, pero pueden presionarlas a la baja en caso de ser deficientes. En cumplimiento con el marco de gobierno corporativo, la compañía cuenta con los siguientes comités destinados a mantener una gestión de riesgos adecuada: Comité de Auditoría, Gestión de Riesgo, Comité Ejecutivo; Comité de Recursos Humanos; Comité de Inversiones; Comité de Operaciones y Comité de Cobranza.

## Metodología Relacionada

[Metodología para la Clasificación de Riesgo de las Obligaciones de Compañías de Seguros.](#)

## Perfil de Negocio

### Perfil de Negocios Adecuado

- Seguros de Desgravamen y Vida se Mantienen como Foco de Negocios
- Crecimiento de la Compañía Dependiente del Desempeño de las Relacionadas
- Negocio Favorecido por Experiencia de Socio Estratégico

### Seguros de Desgravamen y Vida se Mantienen como Foco de Negocios

Tras casi 3 años de operaciones, la prima suscrita de CF Seguros se mantiene concentrada en segmentos de desgravamen de consumo y seguros de vida temporal, ramos que representaron 71,4% y 25,3%, del total de la prima suscrita, respectivamente. La composición de CF Seguros es coherente con su objetivo de negocios orientado a otorgar protección a los clientes de Promotora CMR y Banco Falabella.

### Crecimiento de la Compañía Dependiente del Desempeño de las Relacionadas

La distribución de negocios a diciembre 2017 se concentra en el canal bancario (Banco Falabella) y *retail* (Promotora CMR), ambos asociados al grupo Falabella, con una participación en la prima directa de 70,9% y 29,1%, respectivamente. Respecto al cierre de 2016, el canal bancario mostró una disminución de 6,6%, la cual fue, en parte, compensada por el crecimiento de 3,8% en el canal *retail*. La relevancia de Banco Falabella en la venta total resultó en una caída en ventas de 3,8% anual a diciembre de 2017.

A junio de 2018, la prima directa tuvo un crecimiento de 5,7% en base anual, alcanzando CLP21.327 millones. Esto se explica por una operación mayor de sus canales, principalmente el de *retail*. Fitch considera que la concentración de los canales de distribución de CF Seguros es coherente con su mezcla de productos y su enfoque de negocios. Asimismo, considera que el crecimiento en primaje depende altamente de la capacidad de crecimiento de las compañías relacionadas, por lo que aumentos en la suscripción se asociarían al desarrollo de dichos canales, o bien, a la incorporación de productos o canales nuevos que permitiesen una fuente mayor de ingresos y diversificación.

### Negocio Favorecido por Experiencia de Socio Estratégico

La aseguradora mantiene una estrategia de cesión de 100% de la prima a su socio estratégico BNP, que, a su vez, dada la vasta experiencia que tiene en la industria, le brinda apoyo técnico y operativo. Durante el último año, CF Seguros ha profesionalizado su equipo, incorporando personas con experiencia en el negocio asegurador, quienes permitirán resolver y absorber de forma adecuada el proceso de retención del negocio asegurador proyectado para los próximos años.

Fitch valora el conocimiento y apoyo entregado por su socio estratégico y la incorporación de profesionales con experiencia en el sector, reconociendo que esto le permite un crecimiento y conocimiento mayor al esperado de una compañía nueva sin apoyo.

## Presentación de Cuentas

Los estados financieros a diciembre de 2017 fueron auditados por EY Chile, sin presentar observaciones. Los estados financieros trimestrales no están auditados y están disponibles en la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

## Estructura de Propiedad Neutral para la Clasificación

La propiedad de la compañía pertenece en 90% a S.A.C.I. Falabella, a través de su filial Falabella Inversiones Financieras S.A., y en 10% a BNP Paribas Cardif, por medio de su aseguradora chilena BNP Paribas Cardif Seguros de Vida S.A.

S.A.C.I. Falabella, clasificado por Fitch en 'AA(cl)' en escala nacional y en 'BBB+' en escala internacional, mantiene un posicionamiento sólido en el segmento de *retail* en Chile y Latinoamérica, el cual incluye tiendas por departamentos (Falabella y Sodimac), supermercados (Tottus), inversiones inmobiliarias y participación en el segmento financiero, tanto bancario (Banco Falabella) como no bancario (Promotora CMR). Dado esto último, CF Seguros nace como complemento al segmento financiero del grupo.

BNP Paribas Cardif es un grupo asegurador internacional con operaciones en más de 37 países y una posición robusta en Europa, Latinoamérica y Asia. Esta compañía, a través de sus filiales en Chile, es especialista y líder en la comercialización de seguros a través de terceras empresas que tienen su propia cartera de clientes, redes de distribución y medios de pago. De esta manera, logra una participación importante de mercado en seguros de desempleo, desgravamen, accidentes personales y robo.

Si bien la compañía se beneficia de sinergias comerciales grupales, Fitch no ha incorporado un beneficio por soporte en la clasificación en consideración del tamaño y la representatividad de los resultados de esta para la matriz. A diciembre de 2017, CF Seguros representaba 0,19% de los activos del grupo y no se proyecta un crecimiento sustancial en el corto plazo.

### Estructura de Propiedad Simplificada



Fuente: CMF.

### Perfil de la Industria y Ambiente Operativo

#### Expectativas Positivas Impulsan la Industria Aseguradora

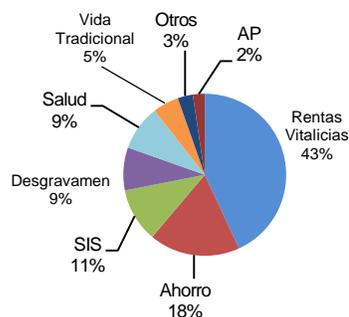
Los niveles de crecimiento de la economía chilena durante 2017 tendieron a la baja, con expectativas económicas que tuvieron ajustes negativos de manera sucesiva durante el año. Fitch proyecta un crecimiento del producto interno bruto (PIB) de 3,9% para el cierre de 2018, lo cual reflejaría una dinámica positiva.

El escenario económico del país durante 2017 tuvo un efecto negativo en la tendencia de crecimiento de la industria aseguradora, lo que provocó una caída leve en el primaje suscrito, de 0,6% agregado anual. El crecimiento menor estuvo influenciado principalmente por el decremento de 11,4% en el negocio de rentas vitalicias, lo que afectó el comportamiento agregado. Pese al crecimiento económico menor, el segmento de seguros generales fue estable, con un incremento en primaje de 2,5%, liderado por las líneas vehiculares, mientras que las líneas ligadas a la actividad económica (transporte, ingeniería y *property*) tuvieron los niveles mayores de bajas en primas.

La composición de negocios agregada de la industria aseguradora chilena fue estable, concentrada, a diciembre de 2017, en 69,4% en el segmento de seguros de vida (liderado por el negocio previsional). El segmento de seguros generales (liderado por negocios de *property* y vehículos) correspondió a 30,6%.

Si bien los niveles de crecimiento en la industria aseguradora fueron acotados durante 2017, el mercado chileno siguió mostrando un desarrollo mayor dentro de la región, con una penetración superior al promedio (diciembre 2016: cercano a 5,0; promedio Latinoamérica: cercano a 3,0%) y densidades promedio también mayores, aunque aún inferiores al promedio de países desarrollados.

### Prima Suscrita de la Industria de Seguros de Vida (CLP5,8 billones a diciembre de 2017)



AP – accidentes personales. SIS – seguro de invalidez y sobrevivencia  
Fuente: CMF, Fitch Ratings y Fitch Solutions.

Esto significa que se mantiene un potencial importante de crecimiento y desarrollo de nuevos productos.

A diciembre de 2017, el resultado neto de la industria fue de CLP620.886 millones, 26,0% superior al nivel del cierre de 2016 y favorecido por el resultado mayor del segmento de seguros de vida (39% de crecimiento), aunque los seguros generales presentaron un retroceso en resultados de 50,7%. El segmento de vida tuvo un resultado neto de CLP585.734 millones, explicado principalmente por resultados de inversiones (CLP2.211.695 millones). Esto se tradujo en un retorno antes de impuestos sobre activos promedio (*pre-tax* ROAA) de 1,5% y en un retorno sobre patrimonio promedio (ROAE) de 17,0%, ambos favorables respecto al cierre de 2016 (1,2% y 13,2%, respectivamente). El ramo de seguros generales tuvo un resultado neto de CLP35.152 millones, traducido en un *pre-tax* ROAA de 1,6% y un ROAE de 4,6%.

Debido a la proporción alta del negocio previsional en el total, los resultados netos de la industria están altamente determinados por los resultados financieros de la misma. Si bien dicho comportamiento fue propio del segmento de seguros de vida hasta hace algunos años, las compañías de seguros generales han comenzado a mostrar una dinámica similar, con resultados de inversiones que han permitido compensar niveles de competencia altos y repercutido en márgenes operacionales muy acotados y, en muchos casos, deficitarios. En términos agregados, el resultado de inversiones estuvo favorecido durante 2017 por los rendimientos positivos de los instrumentos de renta variable, los cuales se prevé que se moderarán durante 2018. Al cierre de 2017, la rentabilidad de inversiones alcanzó 5,9%, superior a la registrada en 2016 de 5,5%.

## Análisis Comparativo

CF Seguros compete a nivel de industria en los segmentos de desgravamen y vida tradicional, con una participación de mercado a junio de 2018 de 5,6% y 3,5%, respectivamente. A nivel de industria de seguros de vida, la compañía se mantiene como un actor pequeño con una suscripción equivalente a 0,7% del total. Producto de la estrategia de cesión de 100% de la prima, los índices presentados por la compañía y la comparación con sus pares están alterados, dificultando el análisis comparativo del asegurador.

Los resultados netos de CF Seguros fueron de CLP6.617 millones a junio de 2018, traduciéndose en un ROAE de 100,1% y en un *pre-tax* ROAA de 81,0%, favorables frente al promedio del segmento de vida tradicional (ROAE: 21,1%; ROAA: 11,1%) y al de sus pares (ROAE: 31,2%; ROAA: 10,2%).

Los indicadores de endeudamiento son favorables dentro de la industria, favorecidos por la baja retención de negocios. A junio de 2018, el indicador de pasivo exigible a patrimonio de CF Seguros fue de 0,5x, inferior al promedio de sus pares (3,3x) y al segmento de vida tradicional (1,3x).

## Compañías de Seguros Comparables en Chile

(CLP millones; cifras a junio de 2018)	Clasificación	Participación de Mercado Seguros Desgravamen		Rentabilidad Inversiones	Índice Operacional <sup>b</sup> (%)	Gasto			Pasivo Exigible/ Patrimonio (veces)	Endeudamiento Normativo (veces)
		(%)	Activos <sup>a</sup>			Neto	ROAE <sup>c</sup>	ROAA <sup>a</sup>		
CF Seguros de Vida S.A	Ei(cl)	5,6	21.545	4,4	434,8	424,7	100,1	81,0	0,5	0,5
BCI Seguros de Vida S.A	AA(cl)	10,5	219.457	3,3	90,2	57,6	19,2	4,2	4,7	4,5
BBVA Seguros de Vida S.A	NCF	2,6	143.435	4,9	50,8	65,2	13,7	6,3	1,6	1,6
BNP Paribas Cardif Seguros de Vida S.A.	NCF	25,5	225.212	5,1	68,9	59,9	33,0	15,2	1,8	1,9
Banchile Seguros de Vida S.A	NCF	17,6	115.778	2,7	82,5	67,4	58,9	15,1	5,1	5,7
Segmento Vida Tradicional	—	81,7	1.311.618	4,4	71,3	47,0	21,1	11,1	1,3	—

<sup>a</sup> No considera la participación del reaseguro en las reservas técnicas. <sup>b</sup> No considera inversiones no realizadas e incluye negocios CUI. <sup>c</sup> Anualizado. <sup>d</sup> Considera rentabilidad antes de impuestos. NCF – no clasificada por Fitch.

Fuente: CMF, Fitch Ratings y Fitch Solutions.

## Capitalización y Apalancamiento

	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2018	Expectativa de Fitch
Pasivo Exigible/Patrimonio (veces)	—	—	1,0	0,8	0,5	Fitch espera que, en la medida en que aumente la retención de negocios, los indicadores muestren una tendencia al alza, ubicándose en un rango similar al de sus aseguradoras comparables.
Prima Retenida/Patrimonio (veces)	—	—	(0,1)	(0,4)	(0,4)	
Utilidad Retenida/Patrimonio (%)	—	—	0,7	0,8	0,8	
Patrimonio/Activos <sup>a</sup> (%)	—	—	49,9	54,3	65,1	
Holgura Patrimonial (veces)	—	—	1,6	1,7	3,0	

<sup>a</sup> Activos no consideran la participación del reaseguro en las reservas técnicas.

Fuente: CMF, Fitch Ratings y Fitch Solutions.

### Crecimiento Patrimonial Orgánico e Indicadores de Apalancamiento Bajos

- Retención de Resultados Favorece Crecimiento Patrimonial
- Política de Distribución de Dividendos Amplia
- Cesión de Negocios Total Determina Apalancamiento

#### Retención de Resultados Favorece Crecimiento Patrimonial

El patrimonio de la compañía ha continuado un proceso de fortalecimiento orgánico, favoreciendo los indicadores de capitalización y apalancamiento. El patrimonio a junio de 2018 fue de CLP14.036 millones, con un crecimiento anual de 25,5%, explicado por el incremento en resultados acumulados (32,9%), los cuales representan 82,3%, mientras el capital aportado representó 17,7%. El crecimiento orgánico del patrimonio le ha permitido a CF Seguros registrar una holgura patrimonial, medida como patrimonio neto a patrimonio en riesgo, de 3,0x a junio de 2018, considerada positiva por Fitch y favorable frente a compañías comparables.

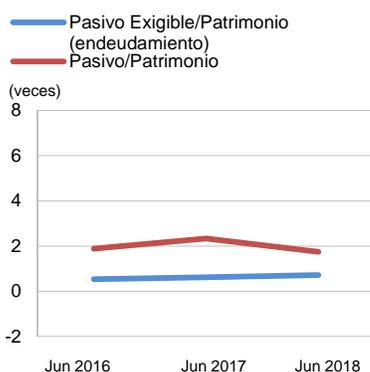
#### Política de Distribución de Dividendos Amplia

A junio de 2018, la compañía presentó un reparto de dividendos con cargo a las utilidades del período anterior de CLP11.000 millones, equivalente a 76,7% de estas. Fitch considera dicha política como amplia en comparación a lo mostrado por la industria. La agencia espera que, en la medida en que la compañía abandone su estrategia de cesión de 100% de la prima, también modifique su política de reparto de utilidades, con el objeto de mantener indicadores de capitalización y apalancamiento acordes al negocio suscrito y a los rangos esperados por Fitch.

#### Cesión de Negocios Total Determina Apalancamiento

Los niveles bajos de apalancamiento de la compañía se explican por la estrategia de cesión del 100% de la prima, conllevando a una prima retenida cercana a cero y a una exposición muy baja de reservas netas. A junio de 2018, el indicador de prima retenida sobre patrimonio fue de 0,4x, muy por debajo del promedio de sus pares (3,5x) y del segmento de vida tradicional (1,2x). Fitch espera que los indicadores de apalancamiento se mantengan estables en los niveles actuales mientras perdure la estrategia de cesión total. En la medida en que la aseguradora incremente la retención de negocios, el indicador de endeudamiento debería tender a aumentar, frente a lo cual la agencia esperaría un fortalecimiento del patrimonio que contuviera dicho aumento.

### Evolución del Endeudamiento



Nota: El pasivo no considera la participación del reaseguro en las reservas técnicas. El pasivo exigible considera participación del reaseguro en las reservas técnicas.

Fuente: CMF, Fitch Ratings y Fitch Solutions.

## Desempeño Financiero y Rentabilidad

	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2018	Expectativa de Fitch
Rentabilidad Inversiones (%)	—	—	4,7	4,7	4,4	La agencia espera que a medida que se reduzca la cesión del 100% de la prima, los indicadores se ajusten al de sus pares comparables.
Índice Operacional <sup>a</sup> (%)	—	—	1395,4	529,7	434,8	
ROAE <sup>b</sup> (%)	—	—	223,7	133,4	100,1	
ROAA <sup>b,c,d</sup> (%)	—	—	162,5	93,4	81,0	
Costos de Administración/Activos (%)	—	—	29,8	23,4	28,1	

<sup>a</sup> No considera inversiones no realizadas e incluye negocios CUI. <sup>b</sup> Anualizado. <sup>c</sup> Considera rentabilidad antes de impuestos. <sup>d</sup> Activos no consideran la participación del reaseguro en las reservas técnicas.

Fuente: CMF, Fitch Ratings y Fitch Solutions.

## Resultados Positivos y Alineados al Comportamiento Esperado

- Resultados Afectados por Menor Actividad de Relacionadas
- Indicadores Operacionales Influidos por Estructura de Cesión

### Resultados Afectados por Menor Actividad de Relacionadas

Los resultados netos del ejercicio de CF Seguros son positivos, pero, a junio de 2018, mostraron una caída de 6,7% respecto al mismo período anterior. La utilidad de CLP6.617 millones a junio de 2018 se tradujo en un ROAE de 100,1%, superior al promedio de sus pares comparables (31,2%) y al segmento tradicional (21,1%). A su vez, el ROAA fue de 81,0%, obteniendo resultados, al igual que el ROAE, superiores a los de las demás aseguradoras de la industria. Ambos indicadores influidos por la estructura de negocios mantenida a la fecha.

La menor utilidad respecto a junio de 2017 se debió a mayores costos de administración, asociados principalmente a los canales de distribución (17,7%). Por su parte, los ingresos financieros, si bien representan una muy baja proporción de los ingresos totales, también mostraron una caída respecto a igual semestre de 2017 (28,2%). Por otra parte, la única fuente de ingresos operacionales, asociada a comisiones de reaseguro cedido, creció en 9,0% debido al aumento en prima cedida.

### Indicadores Operacionales Influidos por Estructura de Cesión

Si bien los resultados netos de la compañía y sus indicadores de rentabilidad son muy favorables frente a sus comparables y al segmento relevante de la industria de seguros de vida, sus indicadores operacionales están ampliamente afectados por la estrategia de cesión de 100% de la prima, donde los ingresos de la compañía provienen de un negocio de intermediación más que de un riesgo asegurador propiamente como tal. El indicador combinado fue de 424,7%, influido por una prima retenida negativa (negativo CLP2.684 millones) y un ingreso por intermediación elevado (CLP14.422 millones). Fitch espera que, en la medida en que la compañía empiece a aumentar sus niveles de retención, tanto sus indicadores de rentabilidad como los operacionales comiencen a tomar una dirección más similar a la del mercado.

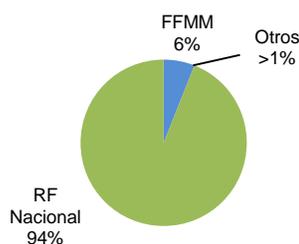
## Inversiones y Liquidez

	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2017	Expectativa de Fitch
Inversiones Financieras/Patrimonio (veces)	—	—	1,5	1,0	0,9	Fitch no espera variaciones sustanciales en la composición estructural de las inversiones. La agencia espera se mantengan inversiones conservadoras en términos de riesgo crediticio y liquidez.
Inversiones Financieras/Reservas Netas (%)	—	—	—	—	—	
Activos Riesgosos/Patrimonio (%)	—	—	0,0	0,0	0,0	
Rentabilidad Inversiones (%)	—	—	4,7	4,7	4,4	

Fuente: CMF, Fitch Ratings y Fitch Solutions.

### Composición de Inversiones

(CLP 11.997 millones a junio de 2018)



RF – renta fija. FFMM – fondos mutuos.

Nota: otros corresponde a 0,04%.

Fuente: CMF, Fitch Ratings y Fitch Solutions.

### Política de Inversiones Conservadora

- Composición de Activos Determinada por Estructura de Cesión
- Estrategia de Inversiones de Liquidez Alta y Riesgo Crediticio Bajo

### Composición de Activos Determinada por Estructura de Cesión

La composición de activos mostrada por CF Seguros es coherente con su estrategia de negocios actual, en la que 46,9% de los activos se explica por la participación del reaseguro en las reservas técnicas y 29,6%, por inversiones financieras; el restante 23,5% corresponde principalmente a cuentas por cobrar asociadas a sus canales de distribución.

### Estrategia de Inversiones de Liquidez Alta y Riesgo Crediticio Bajo

CF Seguros mantiene una política de inversión conservadora, concentrando su portafolio en instrumentos de renta fija emitidos localmente con el objeto único de manejo de liquidez. A junio de 2018, el portafolio de inversiones se compuso principalmente de bonos del banco central (17,9%),

**Constitución de Reservas Delineada por Requerimientos Normativos**

La metodología de constitución de reservas está delineada por los requerimientos regulatorios locales. Estos, en general, comparan favorablemente con la región.

El mantenimiento de tablas de mortalidad actualizadas para el mercado chileno, el uso de supuestos conservadores para el cálculo del valor presente neto de las obligaciones de largo plazo y, en general, el riesgo de reservas bajo de los otros productos de seguros de vida, resultan en una base de reservas técnicas sólida.

depósitos a plazo fijo (32,0%) y bonos de bancos e instituciones financieras (35,6%), todos sobre el grado de inversión en escala nacional y con un riesgo crediticio promedio de AA+(cl).

**Constitución de Reservas Determinada por Normativa**

CF Seguros constituye reservas de acuerdo a la normativa vigente, la cual es considerada estricta por Fitch dentro del contexto regional. Las reservas técnicas de la compañía se componen en 70,0% de reservas matemáticas, en 17,1% en reservas de siniestros, y el restante 12,9% en reservas de riesgo en curso. No obstante, destaca que las reservas netas enfrentadas por la compañía son nulas, ya que, debido a la estrategia de cesión, la participación del reaseguro sobre estas es total.

Fitch no espera variaciones importantes en la composición de reservas de la compañía mientras esta mantenga la estrategia actual de cesión. A su vez, cambios en la retención de negocios deberían de tener un impacto directo en las reservas netas, pese a que la estructura de las reservas técnicas no debería repercutir sustancialmente, debido a que éstas son coherentes con la composición y enfoque de negocios de la compañía.

**Adecuación de Reservas**

	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2018	Expectativa de Fitch
Inversiones Financieras/Reservas Técnicas (%)	—	—	81,9	74,1	63,0	Fitch no espera variaciones relevantes en la estructura de reservas, sin embargo, la agencia espera cambios significativos en esta una vez que comiencen a retener parte del negocio asegurador.
Reservas de Riesgo en Curso/Reservas Técnicas (%)	—	—	11,1	13,5	12,9	
Reservas Matemáticas/Reservas Técnicas (%)	—	—	45,2	69,1	70,0	
Superávit de Inversiones/Obligación de Invertir (%)	—	—	51,2	24,7	65,2	

Fuente: CMF, Fitch Ratings y Fitch Solutions.

**Reaseguro, Mitigación de Riesgos y Riesgo Catastrófico**

La estructura de retención de CF Seguros es consistente con su definición estratégica actual. Lo anterior deriva en una cesión de 100% de la suscripción a su accionista minoritario BNP, con el cual mantiene un contrato proporcional cuota parte.

Apéndice A: Información Financiera Adicional

Balance General — CF Seguros de Vida S.A

(CLP millones)	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2018
Activos Líquidables	—	2.404	13.472	12.493	11.997
Efectivo Equivalente	—	330	1.311	891	2.073
Instrumentos Financieros	—	2.075	12.161	11.602	9.925
Otras Inversiones	—	0	0	0	0
Avance Pólizas	—	0	0	0	0
Cuenta Única de Inversión	—	0	0	0	0
Participaciones Grupo	—	0	0	0	0
Inversiones Inmobiliarias	—	0	0	0	0
Propiedades de Inversión	—	0	0	0	0
Leasing	—	0	0	0	0
Otras Financieras	—	0	0	0	0
Cuentas de Seguros	—	0	20.848	23.958	25.495
Deudores Prima	—	0	3.285	4.198	3.786
Deudores Reaseguro	—	0	1.122	2.893	2.671
Deudores Coaseguro	—	0	0	0	0
Participación Reaseguro en Reservas	—	0	16.441	16.866	19.038
Activo Fijo	—	0	0	0	0
Otros Activos	—	74	327	3.248	3.091
<b>Total Activos</b>	—	<b>2.479</b>	<b>34.647</b>	<b>39.699</b>	<b>40.583</b>
Reservas Técnicas	—	0	16.441	16.866	19.038
Riesgo en Curso	—	0	1.823	2.278	2.459
Matemáticas	—	0	7.433	11.656	13.321
Matemáticas Seguro SIS	—	0	0	0	0
Rentas Vitalicias	—	0	0	0	0
Rentas Privada	—	0	0	0	0
Reserva de Siniestros	—	0	7.184	2.932	3.258
Reservas CUI	—	0	0	0	0
Otras Reservas	—	0	0	0	0
Pasivo Financiero	—	0	0	0	0
Cuentas de Seguros	—	0	3.296	3.326	2.904
Deudas por Reaseguro	—	0	3.296	3.322	2.904
Prima por Pagar Coaseguro	—	0	0	0	0
Otros	—	0	0	4	0
Otros Pasivos	—	161	5.227	6.371	3.747
<b>Total Pasivos</b>	—	<b>161</b>	<b>25.553</b>	<b>27.305</b>	<b>26.548</b>
Capital Pagado	—	2.483	2.483	2.483	2.483
Reservas	—	(3)	12	(20)	4
Utilidad (Pérdida) Retenida	—	(163)	6.599	9.931	11.549
Otros Ajustes	—	0	0	0	0
<b>Patrimonio</b>	—	<b>2.317</b>	<b>9.094</b>	<b>12.394</b>	<b>14.036</b>

Fuente: CMF.

Estado de Resultados — CF Seguros de Vida S.A

(CLP millones)	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Jun 2018
Prima Retenida	—	0	(1.297)	(4.463)	(2.684)
Prima Directa y Aceptada	—	0	42.987	41.362	21.327
Prima Cedida	—	0	44.284	45.825	24.011
Variación Reservas	—	0	0	0	0
Costo de Siniestro y Costo de Rentas	—	0	0	0	0
Directo y Aceptado	—	0	9.920	1.369	3.536
Cedido	—	0	9.920	1.369	3.536
Resultado Intermediación	—	0	(23.153)	(28.375)	(14.422)
Costo de Suscripción	—	0	7.717	6.151	3.681
Ingresos por Reaseguro	—	0	30.870	34.526	18.103
Otros Gastos	—	0	0	0	0
Margen de Contribución	—	0	21.855	23.912	11.739
Costo de Administración	—	239	5.419	5.350	3.024
Resultado inversiones	—	6	371	616	271
Resultado Técnico de Seguros	—	(233)	16.808	19.178	8.986
Otros Ingresos y Gastos	—	0	0	0	0
Neto Unidades Reajustables	—	0	0	(20)	1
Resultado antes de Impuesto	—	(233)	16.808	19.158	8.987
Impuestos	—	(70)	4.046	4.826	2.369
Resultado Neto	—	(163)	12.762	14.333	6.617

Fuente: CMF

## Categorías de Clasificación de Riesgo

Según Norma de Carácter General No. 62, Las obligaciones de compañías de seguros se clasificarán en atención al riesgo de incumplimiento de las mismas, en categorías AAA(cl), AA(cl), A(cl), BBB(cl), BB(cl), B(cl), C(cl), D(cl) y E(cl), conforme a las definiciones establecidas a continuación.

**Categoría AAA(cl):** Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan la más alta capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría AA(cl):** Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una muy alta capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría A(cl):** 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.

**Categoría BBB(cl):** Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una capacidad de cumplimiento suficiente en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría BB(cl):** Corresponde a las obligaciones de seguros que cuentan con capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, pero esta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el cumplimiento de dichas obligaciones.

**Categoría B(cl):** Corresponde a las obligaciones de seguros que cuentan con la mínima capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, pero esta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo el emisor incurrir en incumplimiento de dichas obligaciones.

**Categoría C(cl):** Corresponde a las obligaciones de seguros que no cuentan con una capacidad de cumplimiento suficiente en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de que el emisor incurra en incumplimiento de dichas obligaciones.

**Categoría D(cl):** Corresponde a las obligaciones de seguros que no cuenten con capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, y presentan falta de pago de dichas obligaciones.

**Categoría E(cl):** Corresponde a las obligaciones de seguros cuyo emisor no posee información suficiente o no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación.

Con todo, las entidades clasificadoras podrán distinguir cada categoría con los signos “+” o “-”. El signo “+” se usará para distinguir las obligaciones de los aseguradores con un menor riesgo de incumplimiento, en tanto que el signo “-” se utilizará para designar las obligaciones de mayor riesgo.

En el caso de aquellas compañías que presentan menos de tres años de información suficiente, de acuerdo a los criterios previamente definidos, ya sea por tener una presencia inferior a dicho período en el mercado, por fusión o por división, sus obligaciones serán clasificadas utilizando estos mismos procedimientos. Sin embargo, a continuación de la letra de clasificación asignada se agregará una letra «i» minúscula, indicativa de que se trata de un proceso de evaluación realizado con menos información financiera que la disponible para el resto de las compañías.

**Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [http://WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2018 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".