



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Cambio de Clasificación

Analistas
Felipe Guerra T.
Hernán Jimenez A.
Tel. (56) 22433 52 00
felipe.guerra@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

Colmena Compañía de Seguros de Vida S.A.

Septiembre 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	BBB- En Observación
Estados Financieros Base	30 junio 2018

Estado de Situación Financiera IFRS					
M\$	2014	2015	2016	2017	jun-18
Inversiones	2.910.655	3.591.076	4.952.527	5.718.975	7.085.795
Total cuentas de seguros	13.204	465.290	733.886	834.452	937.271
Participación del reaseguro en las reservas técnicas	-	-	43.794	67.884	92.889
Otros activos	106.120	822.183	1.829.607	3.543.789	4.044.072
Total activos	3.029.979	4.878.549	7.516.020	10.097.216	12.067.138
Reservas técnicas	15.198	997.276	2.292.459	2.925.514	3.896.993
Deudas por operaciones de seguro	316	41.655	147.721	184.378	134.505
Otros pasivos	183.334	1.443.423	2.640.970	2.105.528	1.478.737
Patrimonio	2.831.131	2.396.195	2.434.870	4.881.796	6.556.903
Total pasivos y patrimonio	3.029.979	4.878.549	7.516.020	10.097.216	12.067.138

Estado de Resultado IFRS					
M\$	2014	2015	2016	2017	jun-18
Margen de contribución	-22.589	-838.547	-1.112.795	-723.928	-265.088
Prima directa	11.517	1.925.697	4.588.256	8.287.859	5.028.154
Prima cedida	0	10.112	33.722	106.093	57.972
Prima retenida	11.517	1.915.585	4.554.534	8.181.859	4.970.182
Costo de siniestros	4.067	1.113.984	3.108.760	6.097.234	3.682.781
R. intermediación	18.522	903.210	1.503.423	2.733.320	1.520.094
Costo de administración	333.550	1.224.939	2.479.842	3.759.527	1.780.979
Resultado de inversiones	123.123	50.152	212.041	142.820	156.571
Resultado final	-168.869	-1.434.936	-2.430.805	-3.100.597	-1.324.896

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Colmena Compañía de Seguros de Vida S.A. (Colmena Seguros de Vida) es una entidad que se dedica al negocio de seguros de vida bajo la comercialización y distribución de productos de los segmentos individuales, colectivos y masivos, enfocándose en pólizas de los ramos temporales de vida, salud, de accidentes personales y de asistencia. Al cierre de 2017 la aseguradora contaba con más de 230 trabajadores, 163.355 asegurados y había emitido 5.997 pólizas.

Al 31 de diciembre la compañía registró un nivel de reserva técnica de \$ 2.925 millones; inversiones por \$ 5.718 millones; un patrimonio de \$ 4.881 millones; un primaje directo de \$ 8.287 millones y un resultado final negativo de \$ 3.100 millones. A junio de 2018 la prima directa ascendió a \$ 5.028 millones, teniéndose una pérdida final por \$ 1.324 millones.

La clasificación de riesgo en "*Categoría BBB-*" asignada a los contratos de seguros emitidos por **Colmena Seguros de Vida**, se basa en el apoyo recibido por parte de su matriz Colmena Salud S.A. (matriz de la isapre Colmena), en términos operacionales y de gestión de riesgo, sumado al respaldo financiero que esta podría entregar a su filial, a lo menos en sus primeros años de operación. A esto se agrega la experiencia de los profesionales que administran la compañía, la que junto al alineamiento del directorio con la estrategia, les permite controlar y gestionar adecuadamente las principales áreas de la empresa.

La compañía ha desarrollado un plan de negocios orientado, en general, a todo tipo de beneficios o asistencias, cuyo objetivo sea proveer soluciones a las consecuencias económicas derivadas del fallecimiento, invalidez o gastos médicos de la cartera de clientes. Para lo anterior, la aseguradora ha identificado a su segmento objetivo como aquel de ingresos medios y altos de la población, de las principales ciudades de Chile. Para la comercialización de las pólizas se trabaja con corredores de seguros y con fuerza de venta propia, disponiéndose de una red de sucursales en las principales ciudades del país.

Según la última información disponible en la Superintendencia de Salud, a marzo del presente año, la aseguradora poseía un patrimonio de \$ 6.660 millones (\$6.556 millones a junio) y representaba un 3,9% del patrimonio de la Isapre Colmena (filial de la misma matriz). **Colmena Seguros de Vida** espera trabajar, tal como lo ha hecho hasta la fecha, con altos niveles de retención de prima, enfocado en su conocimiento del mercado al cual abordará y al apoyo que le aporta el grupo de empresas Colmena.

Sin perjuicio de lo anterior, entre los factores que restringen la clasificación está la limitada historia que posee la empresa, en el sentido que aún le queda crecimiento y no se ha logrado observar su desempeño en situaciones desfavorables. También está el hecho de que la entidad ha mostrado desde su inicio resultados finales negativos, aunque se reconoce que fueron proyectados y que reflejan la tendencia de la industria de presentar pérdidas durante los primeros años.

La compañía posee una participación de mercado limitada, aunque acorde con su estrategia, que en vez de buscar un máximo crecimiento apunta en una primera instancia a entregar un valor agregado a sus productos de forma personalizada, controlando los respectivos riesgos que no expongan el patrimonio de la empresa. No queda fuera el hecho que la concentración de sus productos sea elevada, lo que provoca una alta dependencia de los resultados de algunos de ellos. Si bien lo anterior se enmarca en la estrategia de la aseguradora, se espera que en el futuro pueda ir incorporando una mayor cantidad de ramos, para diversificar sus ingresos y siniestros.

Para mantener o mejorar la clasificación, se espera que la compañía revierta sus pérdidas, además de aumentar su prima directa con un riesgo controlado, a través por ejemplo de contratos de reaseguros que limiten sus pérdidas. En caso contrario, se podría ver deteriorada su clasificación.

La tendencia de la clasificación se mantiene “*En Observación*”, ya que existen situaciones que podrían afectar positiva o negativamente. En particular, se tendrá bajo monitoreo la capacidad de la compañía para alcanzar su punto de equilibrio, el volumen de operación de la compañía y la información que de ella se desprenda, lo que permitirá pronunciarse de mejor forma respecto al funcionamiento de la compañía y a los riesgos que conlleva su modelo de negocio.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas complementarias

- Apoyo de la matriz en términos operacionales y de gestión de riesgo.
- Administración bajo profesionales de alta experiencia en el negocio.

Fortalezas de apoyo

- Política de inversiones moderada.
- Nivel de endeudamiento bajo.
- Apropiada cobertura de inversiones representativas sobre reservas técnicas y patrimonio de riesgo.

Riesgos considerados

- Elevada concentración de su cartera de productos (riesgo moderado).
- Disminuida historia que no permite ver el comportamiento en distintos escenarios económicos.
- Resultados negativos desde su creación.
- Baja participación de mercado y bajo volumen de operaciones.

Hechos recientes

A diciembre de 2017 la compañía presentó una prima directa por \$ 8.287 millones, lo que significó un crecimiento de un 80,6% respecto al periodo anterior. La prima retenida aumentó un 79,6% y representó un 98,7% de la prima directa. Los costos de siniestros se ubicaron en \$ 6.097 millones, lo que implicó un creciendo de un 96,1%. El margen de contribución alcanzó un resultado negativo por \$ 723 millones, con una disminución de un 34,9% en relación al año anterior. El resultado final siguió siendo negativo y se situó en \$ 3.100 millones al cierre del ejercicio, implicando un aumento de la pérdida de un 27,6%, lo que se

relaciona principalmente con el resultado negativo de intermediación y con los costos de administración, cuyas alzas se explican por los esfuerzos desplegados por la empresa para alcanzar un mayor primaje.

Según los estados financieros, a junio de 2018 la compañía alcanzó una prima directa de \$ 5.028 millones, reteniendo el 98,9%. La composición del primaje directo se distribuyó entre los ramos individuales temporal vida, de salud y accidente personales, con una participación de un 8,63%; de un 22,97% y de un 0,61% de la prima total, respectivamente, mientras que en los ramos colectivos temporal vida mostró una participación relativa de un 4,77%; salud de un 45,87%; accidentes personales, de un 0,73%, y desgravámenes de consumo y otros, de un 16,43%.

Para el mismo periodo, se obtuvo un margen de contribución negativo por \$ 265 millones, lo que representa una caída de un 507% con respecto a junio de 2017. El gasto de administración ascendió a \$1.780 millones, obteniéndose un resultado de operaciones continuas antes de impuesto a la renta negativo por \$ 1.892 millones. El impuesto a la renta implicó un ingreso contable por \$ 567 millones, por lo que el resultado final de la compañía fue una pérdida por \$ 1.324 millones.

Definición de categoría de riesgo

Categoría BBB

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.

El signo “-” corresponde a aquellas obligaciones de seguros con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y fortalezas

Apoyo de la matriz: el holding Colmena Salud S.A. proporciona un respaldo operativo y de control de gestión a la filial Colmena Seguros de Vida. Esto se materializa mediante la administración compartida de cuatro áreas relevantes, las cuales son recursos humanos, fiscalía, contraloría y gestión y el área de finanzas. El patrimonio¹ de la aseguradora representa un 3,9% de la Isapre Colmena (filial de Colmena Salud S.A.) y un 22% de la cuenta de efectivo de esta misma. Además, la isapre presentó una utilidad a marzo de 2018 por \$ 7.121 millones (mayor al patrimonio de la aseguradora), lo cual muestra el eventual apoyo financiero al pertenecer a la misma matriz.

Ejecutivos de alta experiencia: la empresa se ha preocupado por colocar en la administración a personas con experiencia en el rubro de seguros, lo que constituye un aspecto importante para el correcto manejo de las distintas unidades de negocios de la compañía, en particular al considerar que se encuentra en una etapa

¹ Última información disponible de la Superintendencia de Salud corresponde a marzo de 2018.

temprana de crecimiento. Lo anterior ha permitido ir aumentando la dotación de la empresa, lo que eventualmente permitirá alcanzar economías de escala.

Endeudamiento: la aseguradora posee un *leverage* por debajo del mercado, el cual se ubicaba en 0,84 a junio de 2018 y ha promediado 1,32 veces en los últimos tres años. Esto en parte se debe al aumento de capital efectuado por la empresa, lo que le da una holgura y un potencial para seguir creciendo mediante endeudamiento, para converger a los niveles de la industria.

Portafolio de inversión: la política de inversión de la empresa se considera moderada y muestra una preferencia por activos de renta fija, lo que se traduce en un menor riesgo para las inversiones. En la práctica, la cartera se encuentra distribuida en un 59,2% para renta fija, lo que sumado a cuentas corrientes da un total de 81,1%.

Factores de riesgo

Elevada concentración de la cartera de productos: si bien la cartera ha mostrado una evolución de su prima directa, la aseguradora aún presenta un bajo grado de diversificación y, por ende, una elevada dependencia de los ingresos que obtiene de sus productos de salud, que entre individual y colectivos representan un 68,84% de la prima directa total (riesgo que podría disminuir con el nuevo enfoque de la empresa en cuanto a explotar con más intensidad los seguros de vida). La oferta de la compañía a junio de 2018 se limitaba a la venta de productos en siete ramos, correspondiendo las mayores participaciones en el total de la prima directa a salud colectivo, salud individual y desgravamen consumos y otros, con un 45,9%; un 22,9% y un 16,4%. Por su parte, el temporal vida (incluido individual y colectivo) alcanzaba un 13,4% de la prima.

Disminuida historia: la empresa inició sus operaciones en el año 2014 por lo que aún no se consolida en su cartera de productos, lo cual se evidencia en el crecimiento que posee en cada uno de los ramos que comercializa. Esta poca información no permite dilucidar como sería el comportamiento de la aseguradora frente a escenarios pocos favorables. A medida que posea más historia, este riesgo ira disminuyendo permitiendo normalizar datos relevantes como el riesgo.

Baja participación de mercado: la compañía muestra una participación por prima directa inferior al 1% del mercado total. Desde la perspectiva de la clasificadora, la baja participación genera mayores dificultades para alcanzar economías de escala en la operación del negocio. Como atenuante está el apoyo que entrega la matriz en importantes áreas de la empresa, además de tener una estrategia enfocada más en un crecimiento con un riesgo moderado y controlado.

Resultados negativos: desde el inicio de operaciones, la empresa ha presentado márgenes de contribución negativos que han derivado en resultados negativos (la importancia del resultado de inversiones es

despreciable.) Teniendo en cuenta que la empresa presentó insuficiencia de patrimonio en periodos pasados, mantener pérdidas podría afectar directamente al patrimonio y generar de nuevo déficits en su nivel.

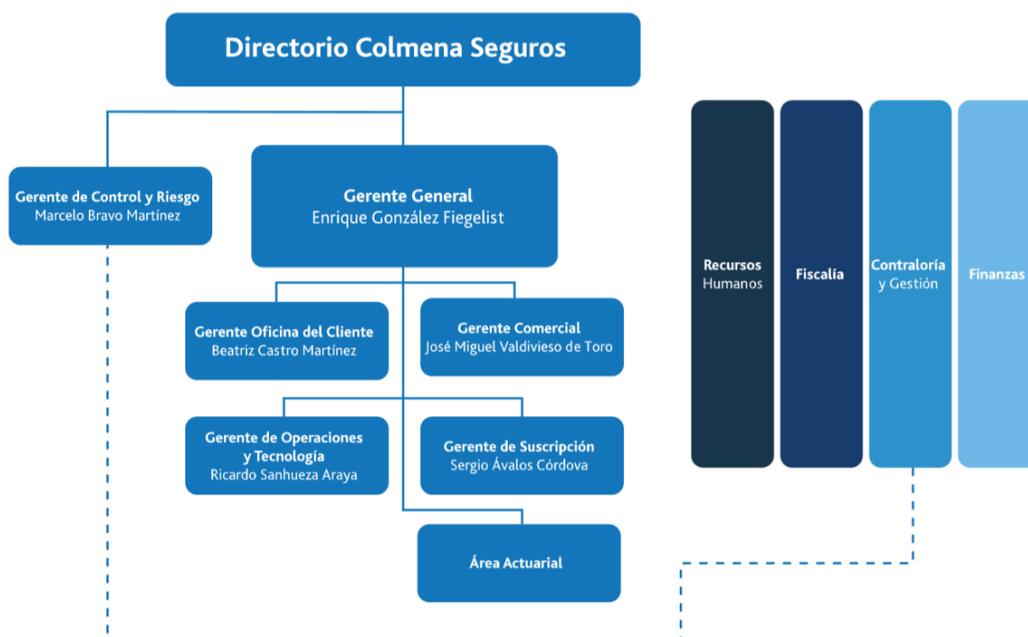
Antecedentes generales

Historia y propiedad

Colmena Seguros de Vida fue constituida el 12 de diciembre de 2013, siendo su objetivo el desarrollo de los seguros individuales y colectivos, enfocados principalmente en las líneas de seguros temporales, de salud, de accidentes personales y de asistencia. En la actualidad se encuentra presente en Santiago, Viña del mar y Concepción, con tres agencias profesionales para la venta de seguros individuales y corredores de seguros para ramos de colectivos. La aseguradora es parte del grupo Colmena, siendo Colmena Salud S.A. su controlador, con el 99,99% de la propiedad.

Colmena Salud S.A. se constituye como un *holding* de empresas con más de 30 años de experiencia en el mercado de las isapres y negocios afines, perteneciendo en un 46% al grupo *Bethia*, reconocido grupo empresarial local. A marzo de 2018 Colmena Golden Cross S.A. era una de las principales isapres en el mercado chileno, con 374.636 cotizantes y 244.899 cargas. De acuerdo a los estados financieros, a marzo de 2018 la isapre administraba activos por \$ 336.044 millones, con un nivel de patrimonio por \$ 170.367 millones.

Si bien la sociedad se encuentra en sus primeros años de operación, ya presenta una adecuada y formalizada estructura organizacional, en conformidad con el modelo de negocio que está desarrollando. En el organigrama se aprecia como la compañía de seguros comparte cuatro áreas con su matriz Colmena Salud S.A., lo cual se toma como una ventaja ya que la sinergia entre ambas entidades le permite tener un mayor respaldo operativo.



Fuente: Memoria Anual 2017 **Colmena Seguros de Vida**

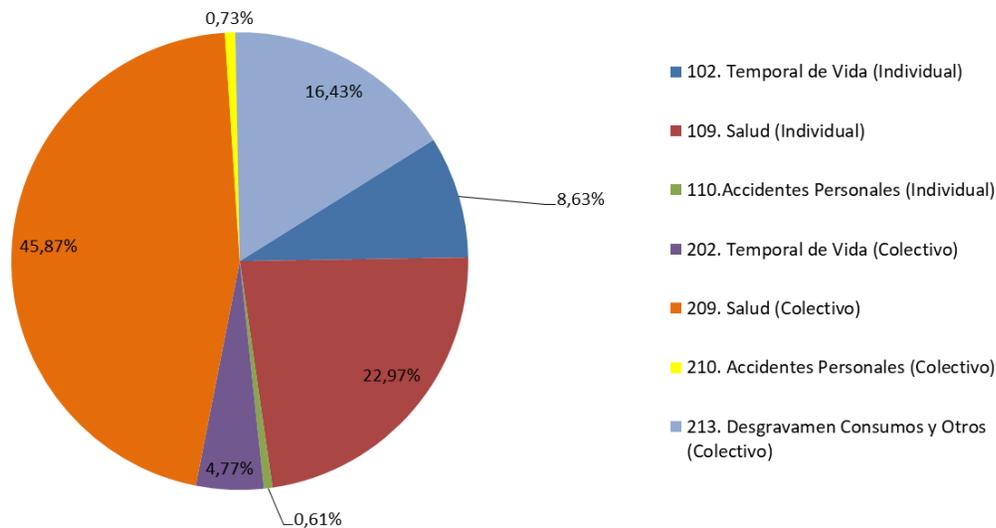
En el siguiente cuadro se detallan los directores de la compañía:

Nombre	Cargo
Ricardo García Holtz	Presidente
Rodrigo Veloso Castiglione	Director
Ramiro Sánchez Tuculet	Director
Ana Soledad Bull Zúñiga	Director
Luis Fernando Mackenna Dorr	Director
Gonzalo Rojas Vildósola	Director
Pablo Trucco Brito	Director

Cartera de productos

Dentro de los objetivos de la compañía está la comercialización de pólizas ligadas al área de la salud y del ramo temporal vida, que se encuentren dentro de aquellos definidos como tradicionales (seguros colectivos e individuales). A junio de 2018 la prima directa de la compañía se distribuía en seguros individuales, con un 32,21% de la prima directa, y en seguros colectivos, con el 67,79% restante. Visto de forma más desagregada, las pólizas del colectivo salud corresponden al 45,87% de la prima directa, seguido por individual salud con un 22,97%, siendo estos dos los más relevantes en términos de primaje directo. En el siguiente grafico se encuentra la distribución de la prima directa a junio de 2018.

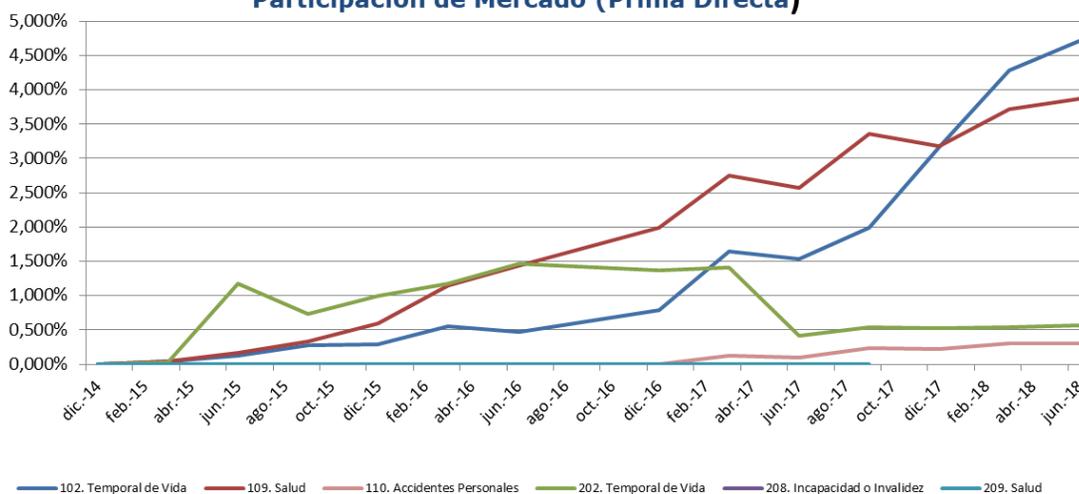
Cartera de productos (Prima Directa)



Fuente: Informe y Resumen Trimestral Seguros Generales y de Vida junio 2018, AACH.

Con respecto a la participación de mercado de cada uno de sus productos (tomando en cuenta la prima directa), la empresa posee en los seguros de desgravamen, consumos y otros una participación del 16,64%, aunque el primaje de este ramo no representa más del 0,2% del primaje total de mercado. Sus otras participaciones son relativamente bajas aunque han ido aumentando. A continuación se puede observar la evolución de la participación de mercado de cada línea de negocio (sin incluir desgravamen consumos y otros) en relación a la prima directa de mercado para cada ramo respectivamente.

Participación de Mercado (Prima Directa)



Fuente: Informe y Resumen Trimestral Seguros Generales y de Vida junio 2018, AACH.

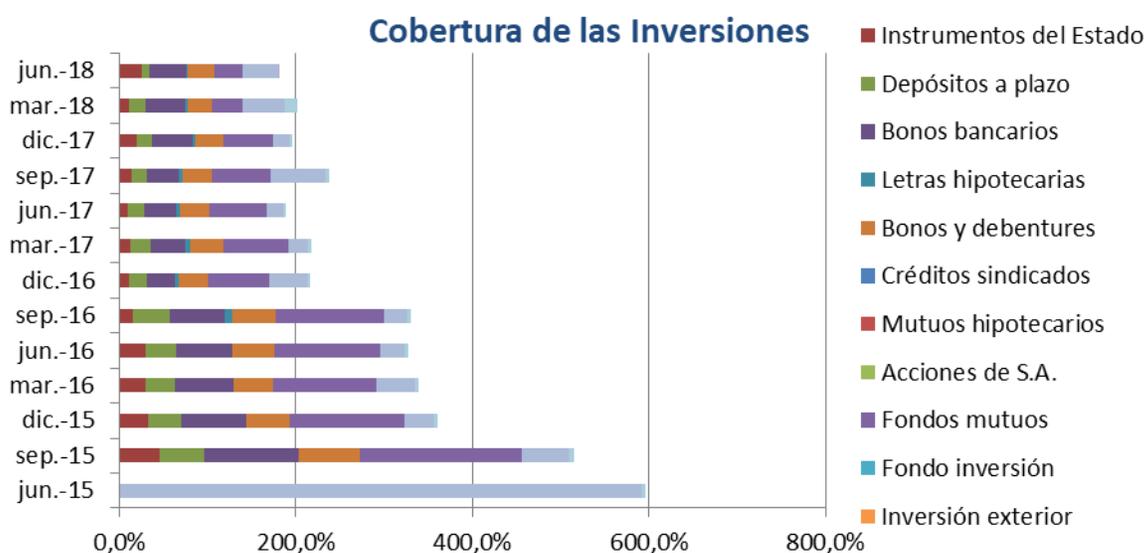
Inversiones

A continuación se presenta la evolución que ha presentado el portafolio de inversiones de la compañía, desde diciembre de 2014 a la fecha, el cual a junio de 2018 ascendía a \$ 7.085 millones.

Tabla 1: Distribución de las inversiones por instrumentos

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	mar-18	jun-18
Instrumentos del Estado	0,0%	9,1%	5,2%	10,2%	5,3%	14,0%
Depósitos a plazo	0,0%	10,5%	9,4%	9,0%	9,7%	4,9%
Bonos bancarios	0,0%	20,2%	14,8%	23,5%	21,9%	22,8%
Letras hipotecarias	0,0%	0,0%	2,0%	1,7%	1,3%	1,3%
Bonos y Deventures	0,0%	13,7%	14,9%	15,8%	14,0%	16,3%
Fondos mutuos	0,0%	36,2%	32,6%	28,9%	17,3%	17,8%
Cuentas corrientes	100,0%	9,0%	19,7%	9,5%	23,7%	21,9%
Préstamos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%
Otros	0,0%	1,2%	1,4%	1,4%	6,9%	0,0%

Adicionalmente, se puede constatar que a junio de 2018 la empresa presentaba una cobertura de 1,8 veces sobre las reservas técnicas. En 2017 presentó un déficit de inversiones representativas de reservas técnicas y patrimonio, pero esta situación ya fue subsanada. A continuación se presenta un gráfico donde se aprecia la cobertura de las inversiones sobre las reservas técnicas (Datos de la CMF).

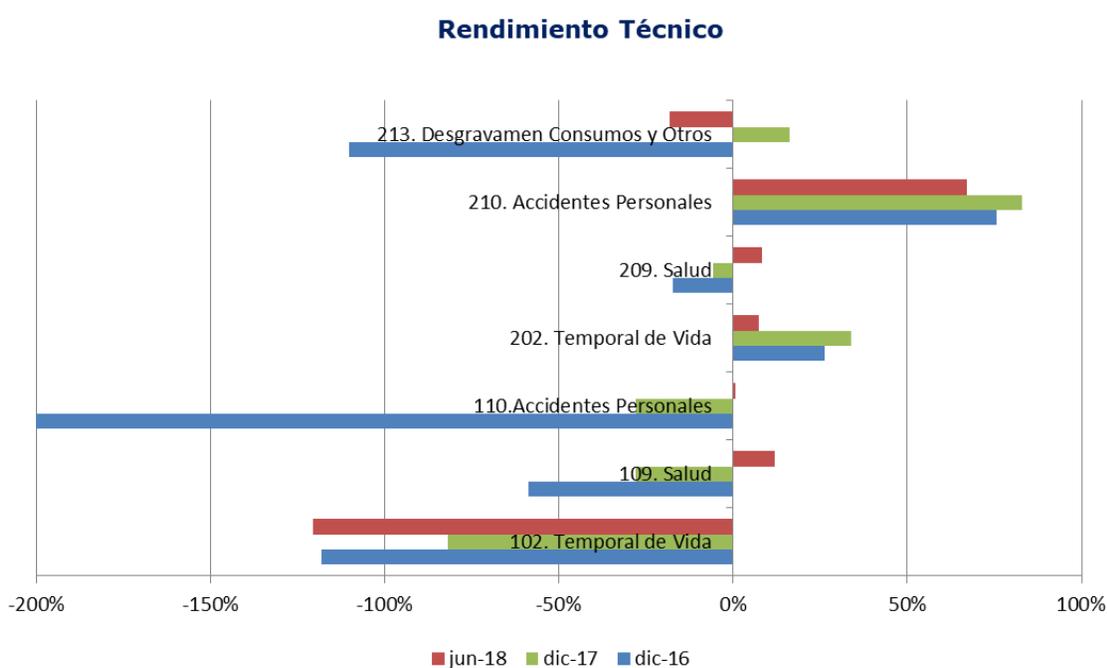


Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

Análisis financiero

Rendimiento técnico y siniestralidad

Para el segundo trimestre de 2018 el rendimiento técnico de la compañía, medido como margen de contribución sobre prima retenida, resultó negativo en un 5,53%. En el ejercicio anual de 2017 el ratio también fue negativo, alcanzando un 8,85%. Se espera que en el futuro, en la medida que se incremente el volumen de operación y maduren las líneas de negocios, este indicador tienda a mejorar para llegar a los niveles que tiene la industria. En el siguiente gráfico se observa el comportamiento del rendimiento técnico² para diciembre 2016, diciembre de 2017 y junio de 2018.



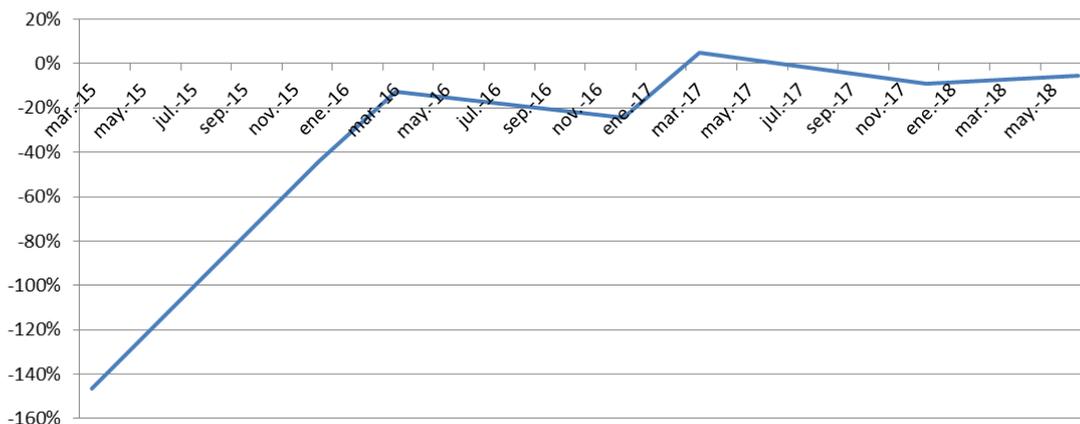
Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

Al medir el rendimiento técnico por ramo, se observa a junio de 2018 valores negativos para los segmentos temporal vida individual y desgravámenes consumos. En contraposición, presentan un rendimiento positivo en salud individual, accidentes personales individual, temporal vida colectivos, salud colectivos y accidentes personales colectivos.

En la siguiente ilustración se aprecia el comportamiento del rendimiento técnico global, es decir, el margen de contribución total de la compañía sobre su prima retenida. Se puede observar que la mayor parte del tiempo se encuentra en valores negativos.

² Datos obtenidos de la CMF.

Rendimiento Técnico Total

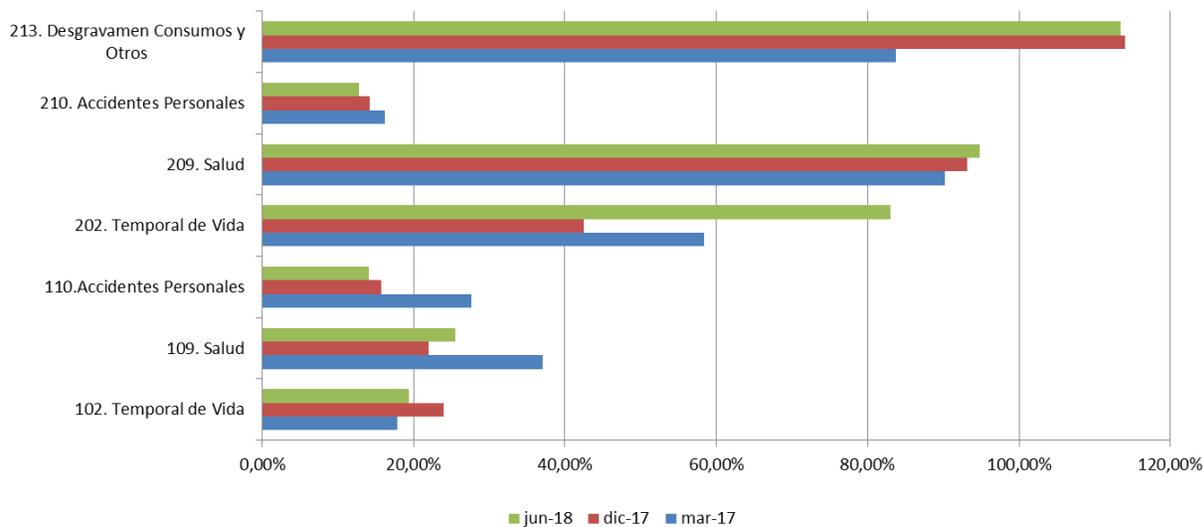


Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

En cuanto a la siniestralidad, a junio de 2018 (datos de la CMF) el seguro colectivo de desgravamen consumos y otros alcanzó una siniestralidad de 113,45% (114,0% en diciembre de 2017). Los seguros colectivos de temporal de vida tuvieron una siniestralidad de 83,07%; los de salud un 94,83% y el de accidentes personales un 12,82%. En tanto, la siniestralidad para los seguros individual temporal de vida tuvo un 19,35%; el de salud un 25,48% y accidentes personales un 14,11%.

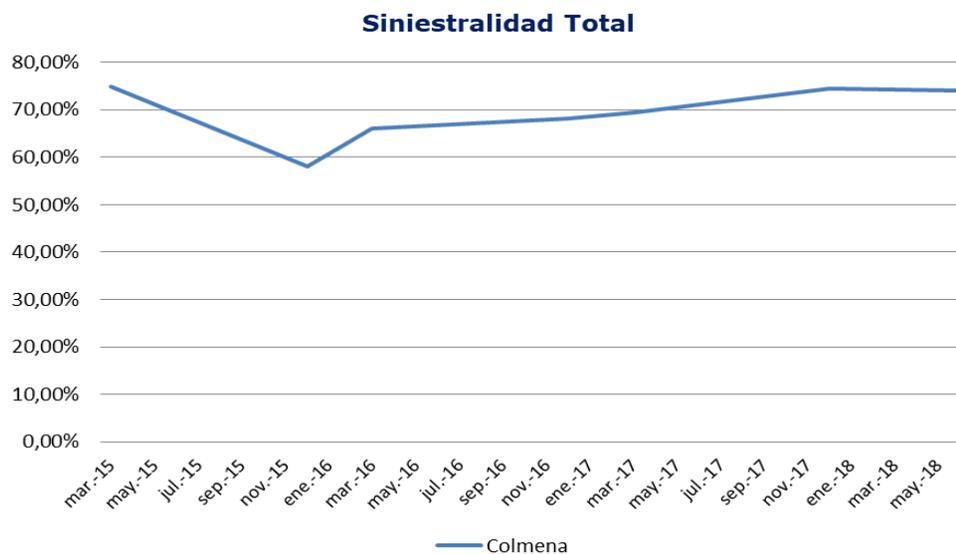
A continuación se puede observar la siniestralidad para los periodos de diciembre 2016 y diciembre de 2017, además de junio 2018.

Siniestralidad



Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

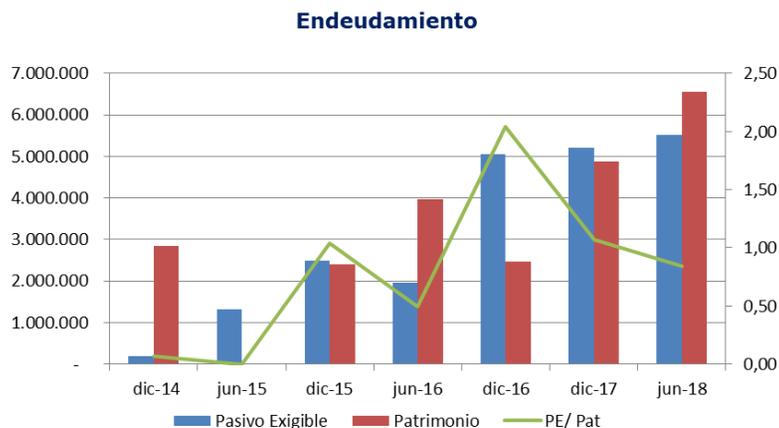
En términos de siniestralidad de la compañía, a junio de 2018 se encuentra por sobre el mercado³ (70,10%) y se observa un comportamiento al alza:



Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

Eficiencia y endeudamiento

Se puede apreciar que el endeudamiento ha venido cayendo desde diciembre de 2016, cuando la relación pasivo exigible a patrimonio se encontraba en 2,04 veces, para llegar a 0,84 veces en junio de 2018. Esto se debe al aumento de capital aprobado el 30 de noviembre de 2017. Se espera que, producto del crecimiento en las ventas, el nivel de *leverage* aumente y tienda hacia el promedio del mercado, al margen que se reviertan los resultados negativos y, por esta vía, crezca el patrimonio.

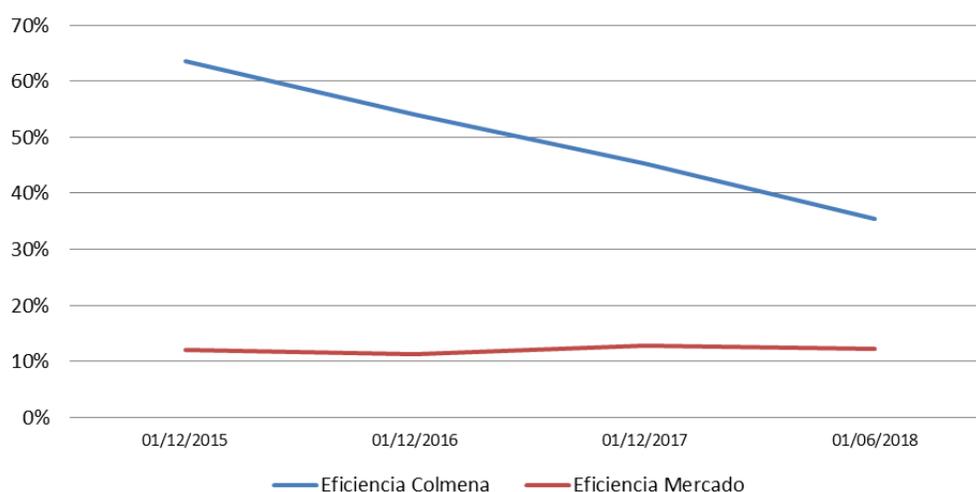


Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

³ Tomando en cuenta solo los ramos que posee **Colmena Seguros de Vida**.

En relación a la eficiencia de la compañía, medida como gasto de administración sobre prima directa, se puede observar que el indicador va confluyendo hacia valores de mercado, aunque todavía presenta ratios muy superiores a los del sistema.

	01/12/2015	01/12/2016	01/12/2017	01/06/2018
Eficiencia Colmena	64%	54%	45%	35%
Eficiencia Mercado	12%	11%	13%	12%



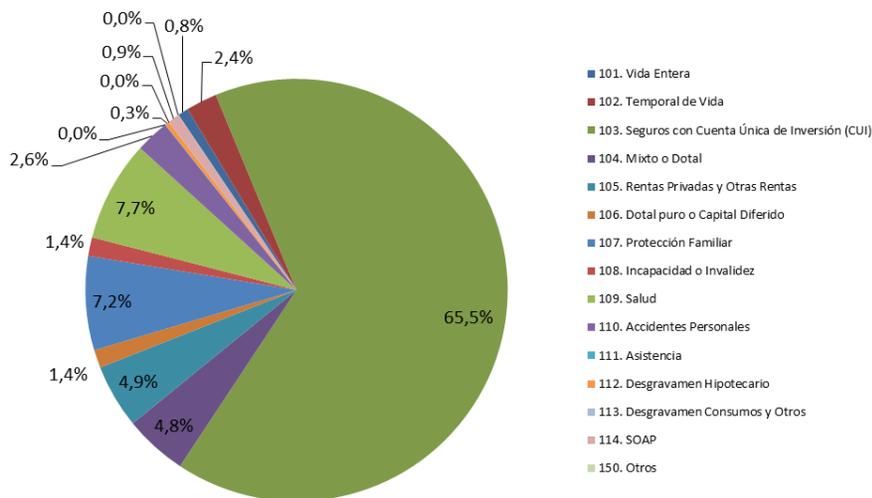
Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

Mercado objetivo

A junio de 2018 el mercado de seguros de vida estaba compuesto por 36 compañías, de las cuales 28 participan en los ramos temporal vida, 28 en seguros de salud, 29 en accidentes personales y once en seguros de asistencia.

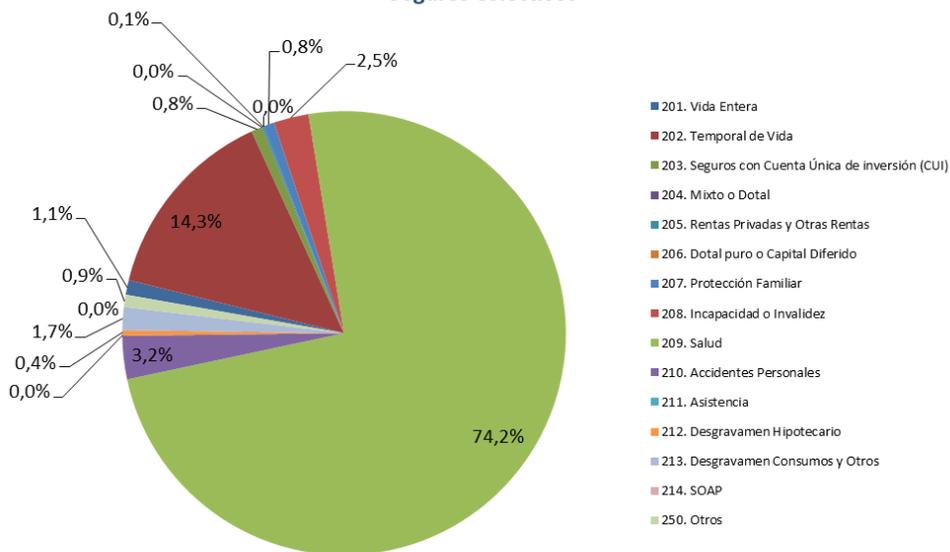
El primaje directo (mercado) de los ramos de seguros temporales de vida y salud ascendió a UF 5.219.218 y UF 10.550.901, respectivamente, en tanto el primaje para los ramos de accidentes personales y seguros de asistencia ascendió a UF 2.598.270 y UF 80.944, respectivamente. A continuación se presentan dos gráficos, los que muestran la importancia de los ramos que comercializa la compañía en el primaje de seguros individuales y colectivos.

Seguros Individuales



Fuente: Informe y Resumen Trimestral Seguros Generales y de Vida junio 2018, AACH.

Seguros Colectivos



Fuente: Informe y Resumen Trimestral Seguros Generales y de Vida junio 2018, AACH.

“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 este 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.”