



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Cambio de clasificación

A n a l i s t a

Ignacio Peñaloza F.

Tel. 56 – 22433 52 00

ignacio.penalaza@humphreys.cl

Cesce Chile Aseguradora S.A.

Enero 2015

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	A
Tendencia	Estable
Estados financieros base	Septiembre de 2014

Balance				
(Cifras en Miles de Pesos)	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11
Inversiones	2.150.030	2.311.434	2.518.238	2.633.778
Deudores por Primas	50.398	301.980	450.574	560.191
Deudores por Reaseguros	58.791	40.407	157.402	394.292
Otros Activos	76.069	276.297	242.716	93.009
Total Activos	2.335.288	2.930.118	3.368.930	3.681.270
Reservas Técnicas	282.953	589.688	841.238	1.056.196
Obligaciones Financieras	0	0	0	0
Otros Pasivos	73.703	161.908	261.697	292.368
Patrimonio	1.978.632	2.178.522	2.265.995	2.332.706
Total Pasivos	2.335.288	2.930.118	3.368.930	3.681.270

Estado de Resultados				
(Cifras en Miles de Pesos)	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11
Prima Directa	513.976	1.413.199	1.993.911	3.170.394
Prima Cedida	-456.802	-1.271.880	-1.756.315	-2.783.831
Prima Retenida Neta	57.174	141.319	237.596	386.563
Siniestros Netos	-6.535	-8.351	-96.228	-120.584
R. Intermediación	126.212	356.288	540.831	763.432
Margen de Contribución	132.134	429.161	580.650	874.634
Costo de Administración	-380.515	-624.987	-744.296	-822.066
Resultado Operacional	-248.381	-195.826	-163.646	52.568
Resultado de Inversión	27.945	56.340	186.398	44.595
Resultado Final	-230.540	-46.358	21.953	-18.608

Balance general consolidado IFRS			
M\$	dic-12	dic-13	sep-14
Inversiones	2.887.853	2.826.052	2.800.410
Cuentas por cobrar de seguros	1.166.061	1.719.854	1.195.943
Participación del reaseguro en las reservas técnicas	3.532.146	3.625.394	3.703.383
Otros activos	341.976	304.841	344.526
Total activos	7.928.036	8.476.141	8.044.262
Reservas técnicas	4.100.654	4.408.752	4.571.642
Deudas por operaciones de seguro	1.025.983	956.563	629.543
Otros pasivos	361.738	460.366	258.396
Patrimonio	2.439.661	2.650.460	2.584.681
Total pasivos y patrimonio	7.928.036	8.476.141	8.044.262

Estado de resultado consolidado IFRS			
M\$	dic-12	dic-13	sep-14
Prima directa	4.067.271	4.276.318	2.556.544
Prima cedida	3.376.205	3.206.354	2.056.537
Prima retenida	691.066	1.069.964	500.007
Costo de siniestros	-142.529	-221.858	-406.240
R. intermediación	621.661	525.634	370.518
Margen de contribución	925.930	1.037.672	273.185
Costo de administración	-933.321	-1.002.725	-750.698
Resultado de inversiones	99.647	137.265	193.154
Resultado final	106.956	210.799	-65.779

Opinión

Cesce Chile Aseguradora S.A. (Cesce) es una sociedad especializada en la comercialización de seguros de garantías y seguros 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 2013 la compañía alcanzó un primaje total anual del orden de los \$ 4.276 millones. A septiembre de 2014 presentaba inversiones por \$ 2.800 millones, un nivel de reservas del orden de los \$ 4.572 millones y un patrimonio de \$2.585 millones.

No obstante, las pérdidas que exhibe la compañía a septiembre de 2014, el cambio de clasificación de los contratos de seguros de **Cesce**, desde “*Categoría A-*” a “*Categoría A*”, se fundamenta en el mayor grado de automatización e integración que presentan sus procesos operativos. En esto influyó de manera importante la incorporación de SAP para su contabilidad y la implementación de sistemas para el curse y seguimiento de pólizas. También se evaluó positivamente la reciente auditoría interna efectuada por la matriz, confirmando el lineamiento operacional que se tenía presumido con su matriz. Es importante señalar que se espera la consolidación definitiva dentro de la organización de todos los sistemas, así como de la capacidad de uso por parte de todo el personal. A juicio de la clasificadora, ha habido un fortalecimiento relevante en el control de los riesgos operativos.

Uno de los sustentos principales de la categoría de riesgo asignada a la compañía es el hecho que forma parte del grupo Cesce España, conglomerado asegurador internacional solvente y con capacidad de apoyar efectivamente las eventuales necesidades de capital que la sociedad tenga en el futuro. También se reconoce la experiencia internacional del *holding* en el segmento y su capacidad para proporcionar información crediticia de deudores en el ramo de seguros de crédito a la exportación. No menos relevante es la posibilidad que existe de acceder al *know how* de la matriz, especialmente en materias de control.

Complementariamente, para efecto de la asignación de la categoría de riesgo, se valora positivamente su estructura de reaseguros, elemento que entrega un adecuado respaldo para responder a las obligaciones contraídas hasta la fecha y sostener el crecimiento.

Asimismo, la estructura profesional y operativa de la compañía ha demostrado capacidad para manejar el crecimiento en el nivel de ventas observado para los primeros años de funcionamiento. Sin embargo, se espera que la estructura organizacional siga fortaleciéndose junto al crecimiento que debiera experimentar la compañía y el mercado.

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.

La tendencia queda en “*Estable*”, producto 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 elementos 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 debilite su exposición ante siniestros individuales o eventos catastróficos.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Pertenencia al grupo Cesce: *know how* y apoyo patrimonial.

Fortalezas complementarias

- Apropiaada estructura de reaseguros.

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).

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.

Hechos recientes

Durante los nueve primeros meses de 2014 la prima directa presentó una disminución nominal del 16,5% respecto del mismo periodo del año anterior, alcanzando un monto de \$ 2.557 millones. Por otra parte, la siniestralidad, en línea con lo que sucedió con el mercado, sufrió un importante aumento, lo cual de acuerdo con la opinión de la aseguradora, correspondería al mayor grado de penetración de la industria que implicaría la cobertura de empresas menos seguras.

Dado lo anterior el margen de contribución disminuyó en un 58,8% en relación a septiembre de 2013. Por su parte los costos de administración fueron de 751 millones (13,2% mayor al mismo período del año anterior).

Con todo, el resultado de la compañía a septiembre de 2014, alcanzó un monto negativo de \$ 65,8 millones, lo que se compara negativamente a los \$ 90,8 millones del mismo periodo del año anterior. El patrimonio de la sociedad fue de \$ 2.585 millones, para un nivel de reservas técnicas de \$ 4.572 millones y obligaciones a invertir de \$ 2.904 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 € 336,5 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 podría verse favorecida, dado que las cifras del gobierno español tienden al alza luego de la fuerte crisis sufrida, de hecho su clasificación fue recientemente subida a “BBB” en escala global.

Solvencia reaseguradores: Dado que **Cesce** retiene a septiembre de 2014 un 20% 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 (83% de la prima cedida entre los tres) son Munich Re (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).

Factores de riesgo

Baja escala de operación: La compañía presenta un volumen de operaciones reducidos comparado con compañías de seguros generales (a septiembre de 2014 tiene una participación del 0,2% dentro de los seguros generales); en relación con las otras compañías de garantía y crédito si se excluye el ramo garantía, a septiembre de 2014 posee el 6,1% de las ventas dentro de este nicho, pero se reduce a 1,7% 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.

Antecedentes generales

Historia y propiedad

Nombre	Cargo
Julio Espinoza	Presidente del directorio
Ricardo Santamaría Burgos	Director
Beatriz Reguero Naredo	Director
Luis Antonio Ibañez	Director
Mariano Arnaiz Mateo	Director
Francisco Gea Barbera	Director

Nombre	Cargo
Germán Pacheco	Gerente General
Freddy Salgado	Gerente de Administración y Finanzas
Marcelo Martínez	Gerente Técnico
Felipe Jaen	Gerente Comercial

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

Hasta el 24 de junio de 2010 la propiedad de la compañía se distribuía entre dos accionistas: Consorcio Internacional de Aseguradores de Crédito (C.I.A.C), con el 85% de la propiedad, e Urespa S.A. (relacionada con un grupo de profesionales chilenos), con el 15% restante. En la actualidad el controlador presenta una

participación del 100%¹ de la propiedad.

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. La propiedad de la entidad pertenece mayoritariamente al gobierno español. La aseguradora se encuentra clasificada en “BBB” con tendencia Estable a escala global.

C.I.A.C. se constituyó en 2001 con el fin de desarrollar el Seguro de Crédito y Caucción en el mercado americano. A la fecha de la clasificación, esta compañía tiene presencia en once países.

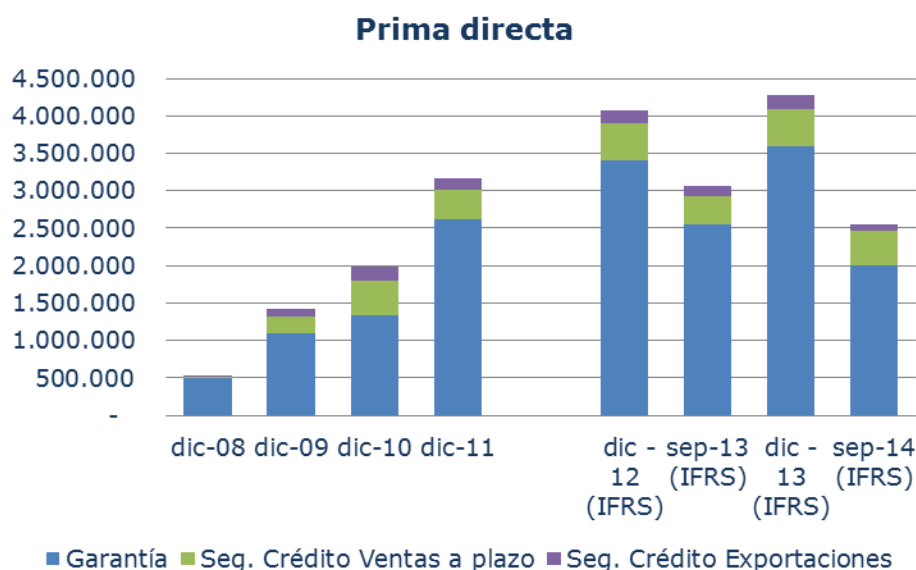
El Gobierno español actualmente se encuentra preparando la privatización de la compañía con la venta del paquete de acciones que está en manos del Estado.

Cartera de productos

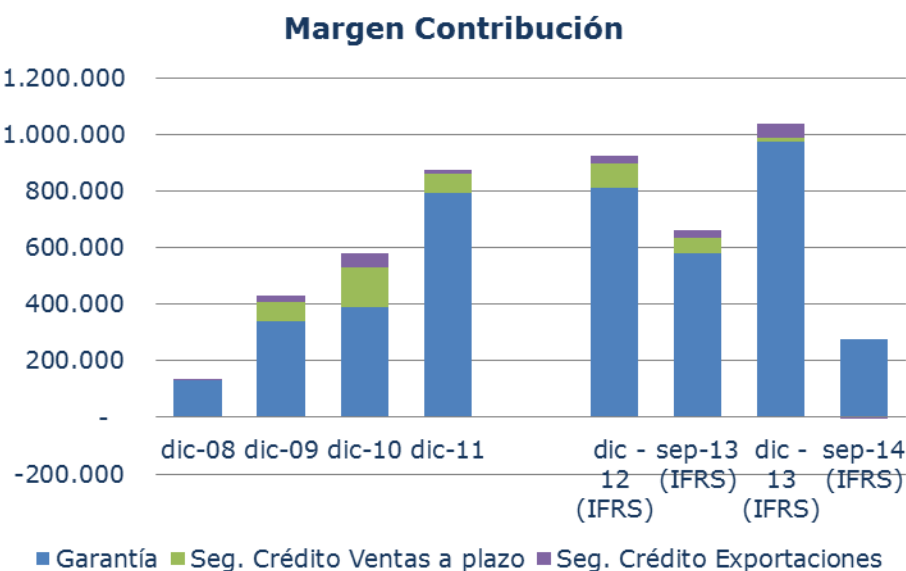
Los seguros de crédito destacan por ser un tipo de pólizas que pueden ser emitidas exclusivamente por sociedades de giro específico, característica que en la actualidad reduce la oferta a sólo seis compañías.

¹ Germán Pacheco, actual gerente general, mantiene una acción, que representa el 0,0008% de la propiedad.

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, más recientemente, pero en mucha menor escala, 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 78% del total de la prima. A continuación se muestra la evolución en la distribución de la prima directa:



Con respecto al margen de contribución de la compañía, éste se distribuye de manera similar al primaje. Los seguros de garantía representan el mayor porcentaje del margen de contribución.



Capitales asegurados

A septiembre de 2014, la compañía contaba con 2.912 ítems vigentes, concentrados mayormente en seguros de garantía y de crédito de ventas a plazo. A su vez, presentaba \$ 590 millones en capitales asegurados directos y \$ 93 millones como capitales asegurados retenidos.

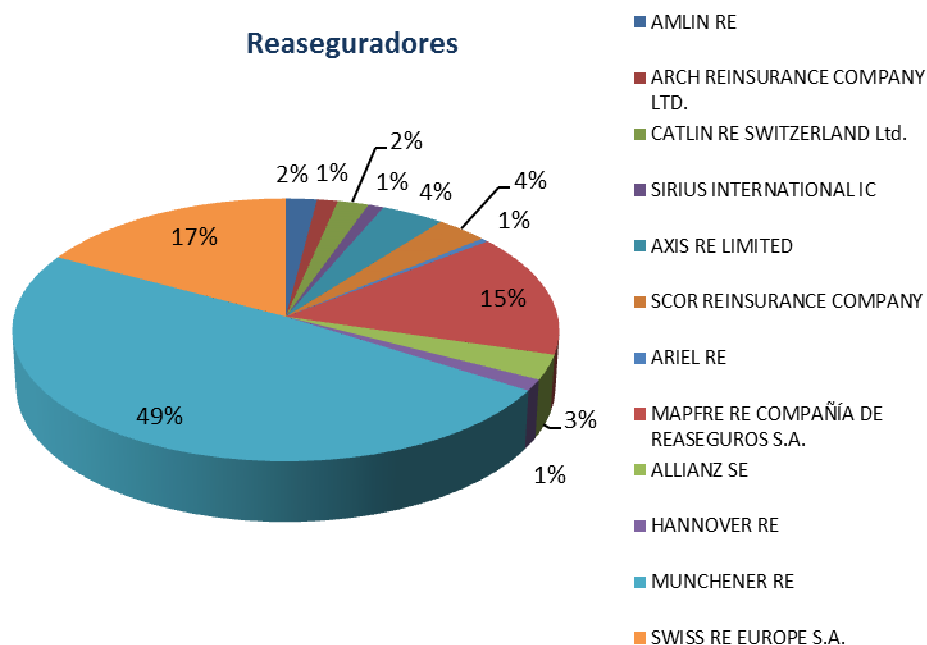
La compañía expone en promedio menos de un 1% de su patrimonio por cada ítem asegurado, lo que se reduce si se consideran los reaseguros proporcionales (sobre los cuales operan además los contratos de excesos de pérdidas).

Reaseguros

Cesce retiene sólo un 20% de la prima directa (a septiembre de 2014), 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 compañías de prestigio mundial en el mercado de reaseguros y con buena clasificación de riesgo.

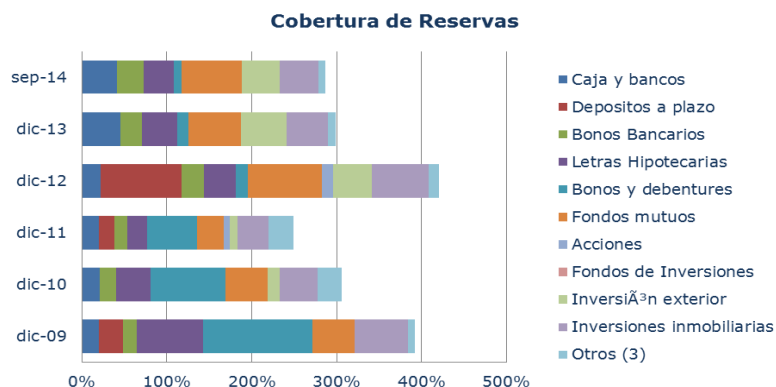
Los reaseguradores de la compañía presentan una elevada solvencia, concentrándose sus clasificaciones de riesgo en categorías superiores a "BBB+" en escala global.

La distribución de la cesión de prima a septiembre de 2014, se muestra a continuación:



Inversiones

A septiembre de 2014, la compañía poseía reservas técnicas retenidas por un total de \$ 868 millones, las cuales se encontraban cubiertas en un 323% por inversiones financieras o efectivo. De éstas, el 117% se materializó en instrumentos de renta fija y caja. Las inversiones en renta variable² se concentraban en torno al 71% de la cartera. Por otra parte, la empresa presentaba un 45% de sus inversiones en instrumentos extranjeros y otro 45% en inversiones inmobiliarias.



A septiembre de 2014 las obligaciones de invertir las reservas técnicas y patrimonio de riesgo, fueron de \$ 2.904 millones, mientras que sus inversiones representativas de reservas técnicas y patrimonio de riesgo fueron de \$ 3.397 millones, cubriendo el 117% de las primeras, cumpliendo cabalmente con la normativa.

Generación de caja³

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 a 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 estuvo compuesto principalmente venta a través de intermediario (46%), seguido por apoyo de reaseguros (43%). Por el lado de los egresos, los costos reaseguro representaron el 53% de éstos y los costos de siniestros un 27%.

² Incluye fondos mutuos, fondos de inversión y acciones

³ Flujo de caja estimado por **Humphreys**, en base a información pública.

A continuación se presenta un cuadro que detalla la generación de caja:

Flujos (M\$)	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
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

A diciembre de 2012, el flujo neto de actividades de operación también fue negativo, producto de mayores pagos por siniestros y comisiones en relación a sus ingreso por prima y coaseguro, efecto que se ve revertido en diciembre de 2013 por un mejor desempeño de la cartera. A septiembre de 2014, la actividad de operación generó un flujo de efectivo negativo, dado el alto pago de siniestros, no obstante se vio compensado por las diferencias de tipo de cambio.

A continuación se presenta el flujo de efectivo de diciembre de 2012, de 2013 y septiembre de 2014:

Flujo de efectivo	dic-12	dic-13	sep-14
Ingreso por prima de seguro y coaseguro	3.863.751	4.100.875	3.038.176
total ingresos de efectivo de la actividad aseguradora	5.990.567	6.902.828	4.748.426
pago de rentas y siniestros	781.449	1.654.190	2.193.550
comisiones seguro directo	304.405	394.607	151.745
gasto por impuesto	793.622	822.005	635.815
gasto de administración	733.534	1.257.442	937.385
total egresos de efectivo de la actividad aseguradora	6.089.285	6.767.816	4.885.706
Flujo neto de actividades de operación	-98.718	135.012	-137.280
ingresos de efectivo de actividades de inversión	0	11988	0
egreso de efectivo de actividades de inversión	0	0	0
total de flujo de actividades de inversión	0	11988	0
ingresos de actividades de financiamiento	0	0	0
egreso de efectivo de actividades de financiamiento	0	0	0
total egresos de actividades de financiamiento	0	0	0
Efecto de las variaciones de los tipo de cambio	13906	81327	141170
Total aumento (Disminución) de efectivo y equivalentes	-84.812	228.327	3.890
Efectivo y Efectivo equivalente al inicio del periodo	215.067	130.252	358.579
Efectivo y Efectivo equivalente al final del periodo	130.252	358.579	362.470

Análisis financiero

Rendimiento técnico⁴ y siniestralidad⁵

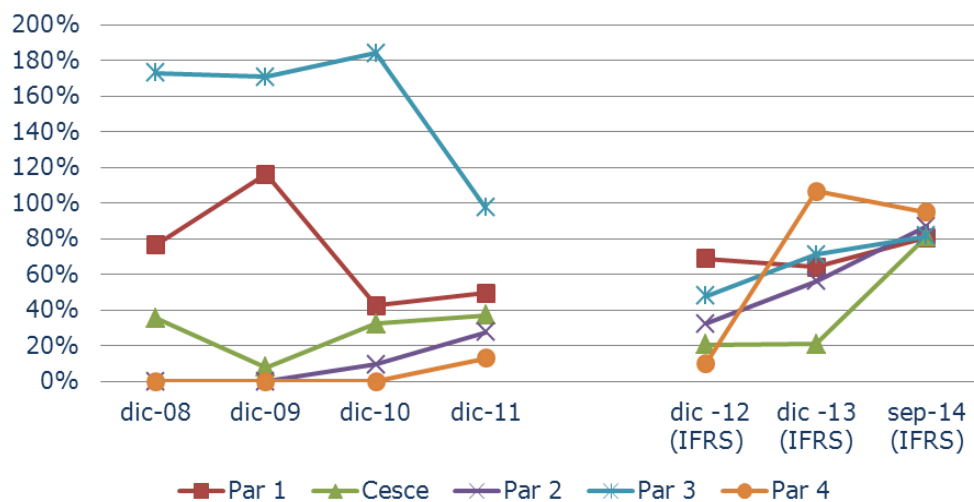
Los indicadores históricos de rendimiento técnico y de siniestralidad, dado los años de operación de la compañía en el mercado local, no son considerados como totalmente representativos de su comportamiento en el largo plazo. Históricamente, hasta diciembre de 2013, la siniestralidad permaneció en niveles bajos respecto al mercado, sin embargo, a septiembre de 2014 hubo un fuerte deterioro y la industria convergió a un nivel similar de siniestralidad global entre 80% y 90%.

En cuanto al rendimiento técnico, a septiembre de 2014 se observan indicadores que muestran que la compañía converge con las demás empresas del mercado (anteriormente exhibida mejores indicadores). A continuación se puede ver los indicadores de **Cesce** en comparación a sus pares:

⁴ 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.

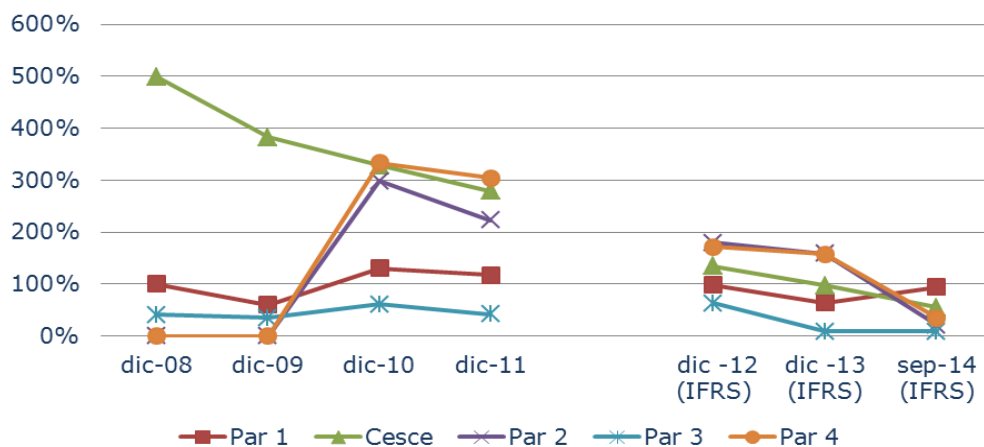
⁵ El indicador de siniestralidad es calculado como costo de siniestro sobre prima retenida neta ganada, bajo norma chilena. Con la norma IFRS es calculado como costo de siniestro sobre prime retenida.

Siniestralidad



Indicadores	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Sep-14
Garantía	7,02%	41,36%	14,39%	17,28%	8,04%	71,07%
Fidelidad						
Seguro de crédito por ventas a plazo	11,63%	10,27%	125,95%	43,61%	130,74%	107,26%
Seguro de crédito a la exportación	10,19%	17,95%	192,98%	45,56%	9,61%	184,08%

Rendimiento Técnico

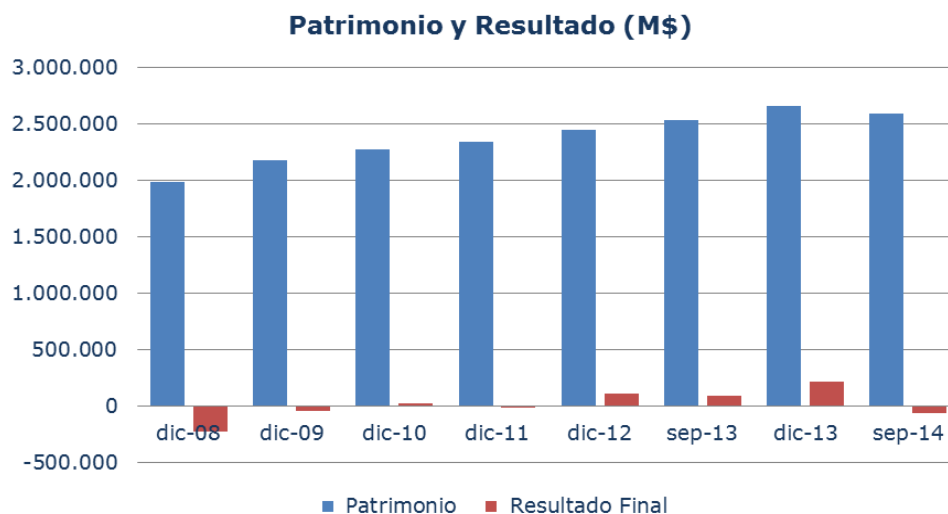


Indicadores	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Sep-14
Garantía	395,88%	350,36%	347,00%	134,36%	105,96%	69,72%
Fidelidad						
Seguro de crédito por ventas a plazo	337,97%	297,45%	171,37%	128,83%	8,82%	0,00%
Seguro de crédito a la exportación	341,21%	273,64%	97,55%	138,64%	133,84%	-10,59%

Endeudamiento y posición patrimonial

Cesce, como era predecible, ha ido incrementado sus niveles de endeudamiento a medida que ha aumentado el volumen de sus operaciones; con esto, a septiembre de 2014 se observa un nivel de endeudamiento total de 0,68 veces, aunque el indicador aún se mantiene bajo en términos comparativos. Su endeudamiento financiero alcanza a 0,4 veces.

En tanto, su patrimonio se ha ido fortaleciendo en los años de operación, alcanzado a septiembre de 2014 un monto de \$ 2.585 millones. Sus resultados han sido ajustados, presentando ganancias durante el año 2012 y 2013 y pérdidas a septiembre de 2014, pero menores que en igual período del año anterior. Con todo es esperable este comportamiento por los reducidos años de operación de la compañía, estimándose a futuro resultados menos volátiles.



Endeudamiento



Indicadores

Cesce	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Gasto Ad./ Prima Directa	44%	37%	26%	23%	23%
Gasto Ad. / Margen Contribución	146%	128%	94%	101%	97%
Margen Cont / Prima Directa	-30%	-29%	-28%	23%	24%
Result. Final/ Prima Directa	-3%	1%	-1%	3%	5%

Mercado	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Gasto Ad./ Prima Directa	22%	20%	19%	18%	19%
Gasto Ad. / Margen Contribución	104%	99%	90%	99%	98%
Margen Cont / Prima Directa	-21%	-20%	-21%	18%	19%
Result. Final/ Prima Directa	2%	1%	3%	3%	4%

"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 Superintendencia de Valores y Seguros 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."