



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Reseña anual

Analista
Ignacio Peñaloza F.
Tel. 56 – 22433 5200
ignacio.penaloz@humphreys.cl

Cesce Chile Aseguradora S.A.

Junio 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 24335200 – Fax 24335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Pólizas Tendencia	A Estable
Estados financieros base	Marzo 2015

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	dic-14	mar-15
Inversiones	2.887.853	2.826.052	2.831.363	3.092.820
Cuentas por cobrar de seguros	1.166.061	1.719.854	1.802.521	1.546.652
Participación del reaseguro en las reservas técnicas	3.532.146	3.625.394	3.610.699	3.965.410
Otros activos	341.976	304.841	371.747	447.148
Total activos	7.928.036	8.476.141	8.616.330	9.052.030
Reservas técnicas	4.100.654	4.408.752	4.462.184	4.835.930
Deudas por operaciones de seguro	1.025.983	956.563	1.244.714	1.314.177
Otros pasivos	361.738	460.366	283.818	237.859
Patrimonio	2.439.661	2.650.460	2.625.614	2.664.064
Total pasivos y patrimonio	7.928.036	8.476.141	8.616.330	9.052.030

Estado de resultado consolidado IFRS				
M\$	dic-12	dic-13	dic-14	mar-15
Margen de contribución	925.930	1.037.672	499.170	171.933
Prima directa	4.067.271	4.276.318	3.618.750	1.045.152
Prima cedida	3.376.205	3.206.354	2.904.831	839.719
Prima retenida	691.066	1.069.964	713.919	205.433
Costo de siniestros	142.529	221.858	488.758	126.946
R. intermediación	-621.661	-525.634	-544.688	-118.293
Costo de administración	933.321	1.002.725	995.183	251.505
Resultado de inversiones	99.647	137.265	195.320	50.392

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 2014 la compañía alcanzó un primaje total anual del orden de los \$ 3.619 millones. A marzo de 2015 presentaba inversiones por \$ 3.093 millones, un nivel de reservas del orden de los \$ 4.836 millones y un patrimonio de \$2.664 millones.

La clasificación de riesgo en “*Categoría A*” se apoya en el hecho que la empresa forma parte del grupo Cesce España, conglomerado asegurador internacional solvente y con capacidad de apoyar 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 dinámica organizacional siga fortaleciéndose junto al crecimiento que debiera experimentar la compañía y el mercado. La empresa presenta una adecuada automatización en sus procesos operativos, es así como se valora positivamente la incorporación de SAP para su contabilidad y la implementación de sistemas para el curso y seguimiento de pólizas. También se evalúan de buena forma las auditorías efectuadas por la matriz.

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. Paralelamente, se considera como una necesidad y un desafío para la compañía el seguir reforzando las instancias de control interno a medida que el nivel de ventas vaya creciendo y se haga más compleja la estructura operativa y organizacional.

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

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

- Apropiada estructura de reaseguros.

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).
- El carácter pro cíclico de su actividad y la alta correlación entre la siniestralidad de sus productos y el desempeño de la economía.

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 tres primeros meses de 2015 la prima directa presentó una disminución nominal del 4,2% respecto del mismo período del año anterior, alcanzando un monto de \$ 1.045 millones. Los costos de siniestros disminuyeron un 31,6% alcanzando un monto de \$ 127 millones.

Por su parte los costos de administración fueron de 252 millones (16,7% mayores al mismo trimestre del año anterior). Con todo, el margen de contribución aumentando en un 221,4% en relación a marzo de 2014.

Así, el resultado de la compañía a marzo de 2015, alcanzó un monto de \$ 38 millones, lo que se compara favorablemente a la pérdida de \$ 14 millones del mismo período del año anterior. El patrimonio de la sociedad fue de \$ 2.664 millones para un nivel de reservas técnicas de \$ 4.836 millones y obligaciones a invertir de \$ 3.475 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 € 399,4 millones, mientras que el de la local representa en torno al 1% de ese 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. La matriz ha sido clasificada en BBB en escala global.

Solvencia reaseguradores: Dado que **Cesce** retiene a marzo de 2015 un 20% de la prima directa, cobra relevancia la solvencia de sus reaseguros. A la fecha la compañía mantiene un contrato de seguros proporcionales en el que los partícipes más importantes (85% de la prima cedida entre los tres) son Munchener Ruckver (A+ escala global), Swiss Re (AA- escala global) y MAPFRE Re (A escala global), todos ellos con solvencia muy elevada en su equivalencia de escala local. Además del contrato proporcional, suscribió 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 marzo de 2015 tiene una participación del 0,2% dentro de los seguros generales); en relación con las otras compañías de garantía y crédito, si se incluyen los ramo garantía y fidelidad, a marzo de 2015 posee el 6,5% 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 períodos, con el crecimiento de la cartera de operaciones.

Concentración de la cartera: Actualmente los ingresos de la compañía se concentran en el negocio de pólizas de garantía, lo que implica una mayor exposición a fluctuaciones en su desempeño, considerando, además, que éste presenta menores grados de fidelización de los clientes en comparación con los seguros de crédito.

Proveedores de información: La compañía depende fuertemente de la oferta de información relevante que exista en el mercado para poder analizar los riesgos asumidos en su cartera de crédito. En lo que respecta a deudores internacionales, se apoya en servicios entregados por el grupo. Sin embargo, dentro del ámbito local, dado que aún maneja una reducida base de datos propia, depende exclusivamente de los antecedentes que puede adquirir en el mercado.

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

Antecedentes generales

Historia y propiedad

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

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 y Comercial

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 los bancos españoles BBVA y Santander con 10,92% cada uno.

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.

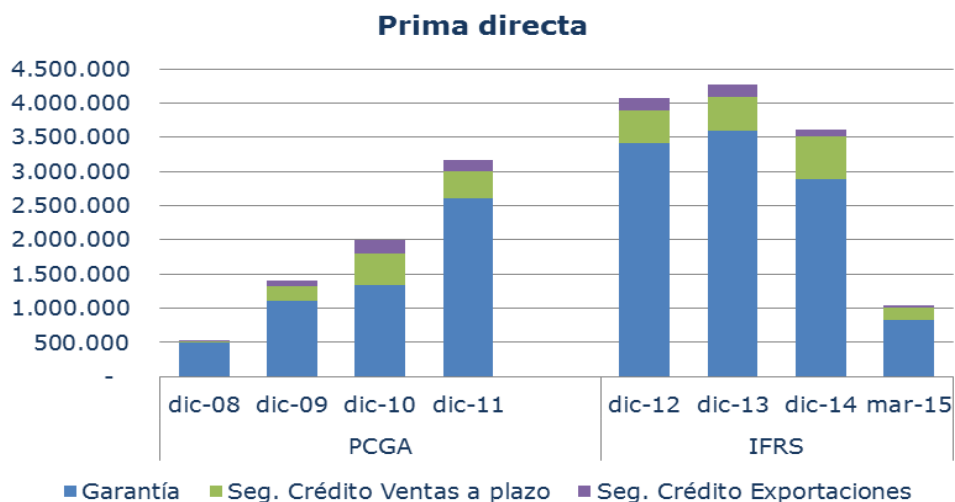
A la fecha de la clasificación, la compañía tiene presencia en diez países, entre los que se cuentan siete latinoamericanos y tres europeos.

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

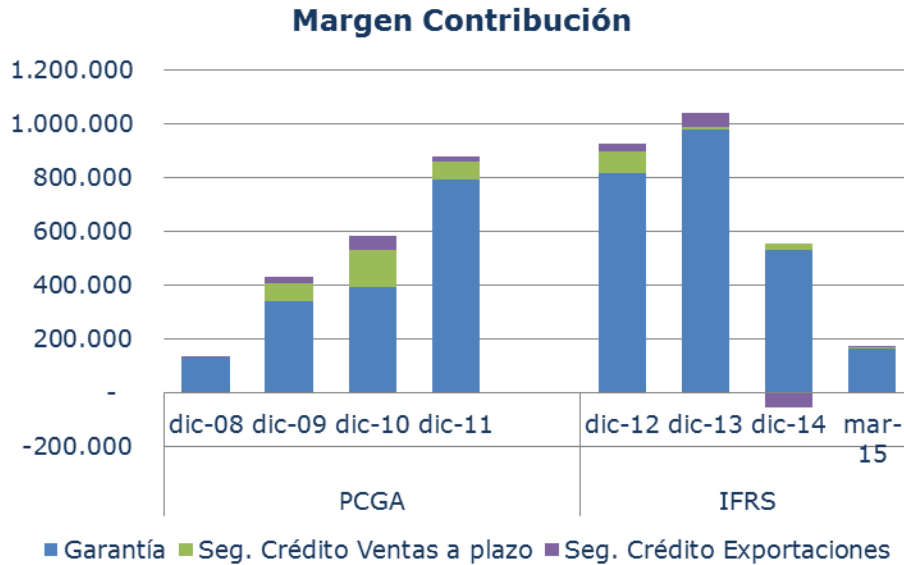
Cartera de productos

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.

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 menor escala, con los certificados de las sociedades de garantía recíproca. A la fecha, la compañía se ha concentrado en la venta de seguros de garantía, los cuales representan un 79% 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

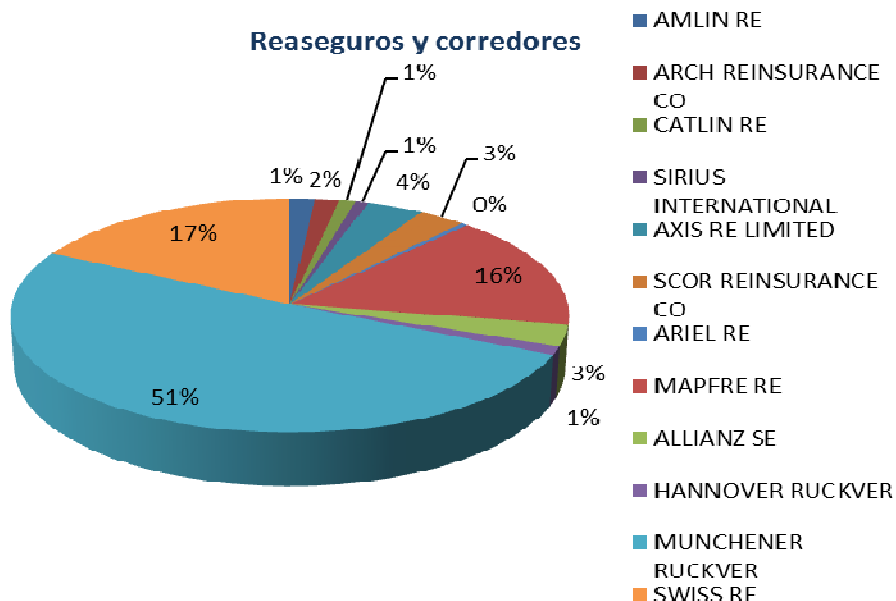
A marzo de 2015, la compañía contaba con 11.360 ítems vigentes, concentrados mayormente en seguros de garantía y de crédito de ventas a plazo. A su vez, presentaba \$ 519 mil millones en capitales asegurados directos y \$ 96 mil millones como capitales asegurados retenidos. La empresa expone en promedio menos de un 1% de su patrimonio por cada ítem asegurado.

Reaseguros

Cesce retiene sólo un 20% de la prima directa (a marzo de 2015), por lo tanto su capacidad de pago descansa fuertemente en su política de reaseguros, que es estructurada por la matriz en España, sin perjuicio que en Chile la compañía tenga la facultad para negociar algunos de estos contratos. En este sentido, es destacable la cesión de prima a empresas de prestigio mundial en el mercado de reaseguros y con buena clasificación de riesgo.

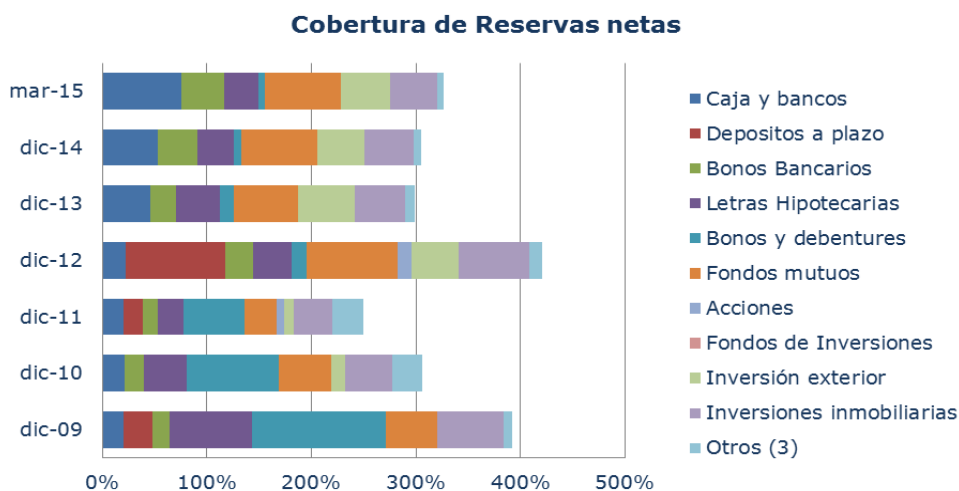
Los reaseguradores de la compañía presentan una elevada solvencia, concentrándose sus clasificaciones de riesgo en categorías superiores a "A-" en escala global.

La distribución de la cesión de prima a marzo de 2015, se muestra a continuación:



Inversiones

A marzo de 2015, la compañía poseía reservas técnicas retenidas por un total de \$ 851 millones, las cuales se encontraban cubiertas en un 355% por inversiones financieras o efectivo. De estas, el 156% se materializó en instrumentos de renta fija y caja, otro 73% en renta variable², un 47% en instrumentos extranjeros y un 45% en inversiones inmobiliarias.



Cabe señalar, que las obligaciones por reservas técnicas y patrimonio de riesgo, a marzo de 2015, fueron de \$ 3.475 millones, mientras que sus inversiones representativas fueron de \$ 3.819 millones, cubriendo el 110% de las primeras, cumpliendo cabalmente con la normativa.

² Incluye fondos mutuos, fondos de inversión y acciones.

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

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

El flujo de efectivo proveniente de la operación fue negativo en los años 2012 y 2014, pero la diferencia de cambio jugó a favor este último año, haciendo aumentar el saldo de efectivo y equivalentes. En el primer trimestre de 2015, en tanto, el flujo de las actividades de operación es positivo, producto de menores pagos por siniestros.

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

A continuación se presenta el flujo de efectivo entre diciembre de 2012 y marzo de 2015:

Flujo de efectivo				
M\$	dic-12	dic-13	dic-14	mar-15
Ingreso por prima de seguro y coaseguro	3.863.751	4.100.875	4.029.978	1.086.063
Total ingresos de efectivo de la actividad aseguradora	5.990.567	6.902.828	6.066.005	1.575.033
Pago de rentas y siniestros	781.449	1.654.190	2.835.178	457.917
Comisiones seguro directo	304.405	394.607	251.939	47.034
Gasto por impuesto	793.622	822.005	852.541	298.084
Gasto de administración	733.534	1.257.442	1.215.974	386.023
Total egresos de efectivo de la actividad aseguradora	6.089.285	6.767.816	6.129.969	1.427.315
Flujo neto de actividades de operación	-98.718	135.012	-63.964	147.718
Ingresos de efectivo de actividades de inversión	0	11988	0	0
Egreso de efectivo de actividades de inversión	0	0	0	0
Total de flujo de actividades de inversión	0	11988	0	0
Ingresos de actividades de financiamiento	0	0	0	0
Egreso de efectivo de actividades de financiamiento	0	0	0	0
Total egresos de actividades de financiamiento	0	0	0	0
Total aumento (Disminución) de efectivo y equivalentes	-84.812	228.327	95.580	207.479
Efectivo y Efectivo equivalente al inicio del período	215.067	130.252	358.579	454.160
Efectivo y Efectivo equivalente al final del período	130.252	358.579	454.160	661.639

Análisis financiero

Rendimiento técnico⁴ y siniestralidad⁵

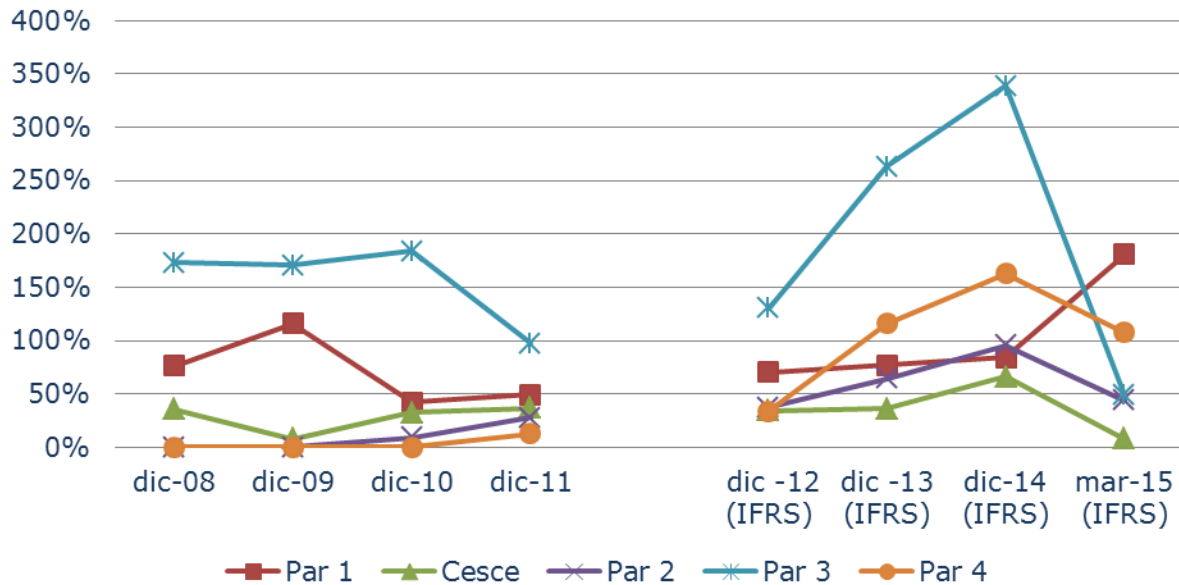
Los indicadores históricos de rendimiento técnico y de siniestralidad, dado los años de operación de la compañía en el mercado local, no son considerados como totalmente representativos de su comportamiento en el largo plazo. Históricamente, hasta diciembre de 2013, la siniestralidad permaneció en niveles bajos respecto al mercado, sin embargo, en 2014 hubo un fuerte deterioro producto de siniestros que afectaron la cartera de créditos a la exportación, situación que afectó a toda la industria, pero se siguió manteniendo baja comparativamente. A marzo de 2015 hay un descenso respecto a lo que se vio a diciembre.

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 ganada.

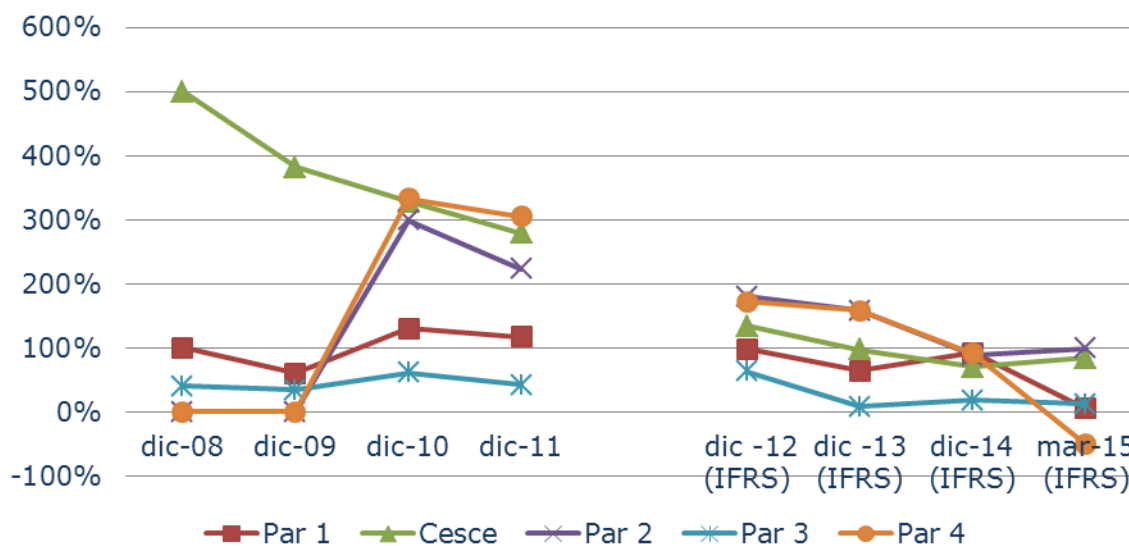
En cuanto al rendimiento técnico, a marzo de 2015, se tienen indicadores que muestran un nivel de desempeño que supera a todas menos una de las empresas asimilables. A continuación se pueden ver los indicadores de **Cesce** en comparación a sus pares:

Siniestralidad



Indicadores	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Mar-15
Garantía	7,02%	41,36%	14,39%	30,38%	14,53%	44,08%	6,02%
Fidelidad							
Seguro de crédito por ventas a plazo	11,63%	10,27%	125,95%	54,80%	183,23%	110,15%	23,50%
Seguro de crédito a la exportación	10,19%	17,95%	192,98%	47,09%	13,20%	359,36%	9,94%

Rendimiento Técnico



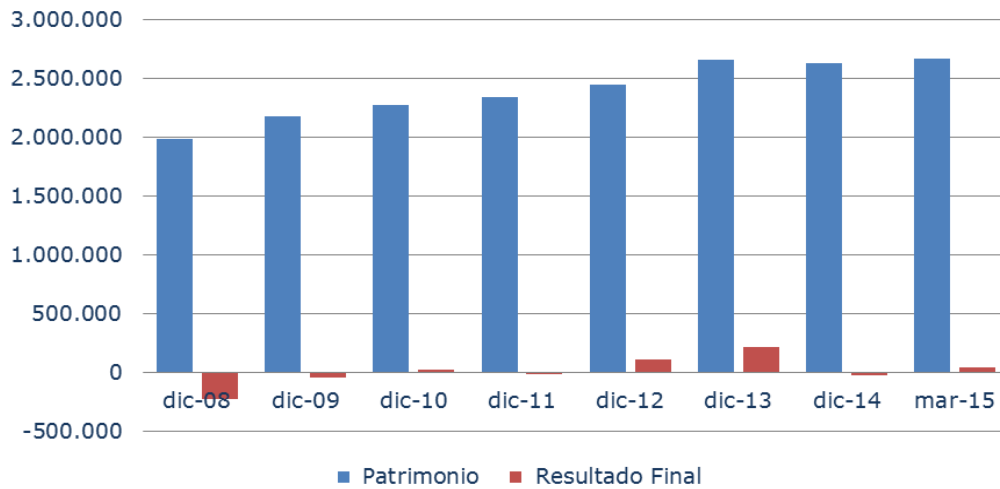
Indicadores	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Mar-14
Garantía	395,88%	350,36%	347,00%	134,36%	105,96%	92,02%	97,70%
Fidelidad							
Seguro de crédito por ventas a plazo	337,97%	297,45%	171,37%	128,83%	8,82%	20,00%	15,22%
Seguro de crédito a la exportación	341,21%	273,64%	97,55%	138,64%	133,84%	-290,78%	79,23%

Endeudamiento y posición patrimonial

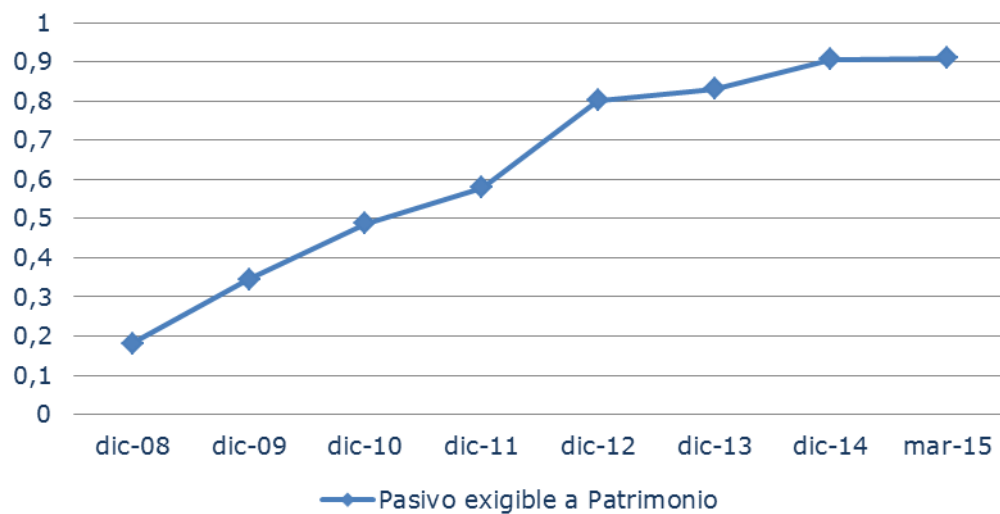
Cesce, como era predecible, ha ido incrementado sus niveles de endeudamiento a medida que aumentó el volumen de sus operaciones; dado ello, a marzo de 2015 se observa un nivel de endeudamiento total de 0,9 veces, aunque el indicador aún se mantiene bajo en términos comparativos. Su endeudamiento financiero alcanza a 0,45 veces.

En tanto, su patrimonio se ha ido fortaleciendo en los años de operación, alcanzando a marzo de 2015 un monto de \$ 2.664 millones. Sus resultados han sido ajustados, presentando ganancias durante el año 2012 y 2013 y pérdidas a diciembre de 2014. A marzo de 2015, por su parte, terminó con ganancias por \$ 38 millones. Con todo es esperable este comportamiento por los años de operación de la compañía, estimándose a futuro resultados más estables.

Patrimonio y Resultado (M\$)



Endeudamiento



Indicadores

Cesce	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14
Gasto Ad./ Prima Directa	44%	37%	26%	23%	23%	28%
Gasto Ad. / Margen Contribución	146%	128%	94%	101%	97%	199%
Margen Cont / Prima Directa	-30%	-29%	-28%	23%	24%	14%
Result. Final/ Prima Directa	-3%	1%	-1%	3%	5%	-1%

Mercado	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14
Gasto Ad./ Prima Directa	22%	20%	19%	18%	19%	18%
Gasto Ad. / Margen Contribución	104%	99%	90%	99%	98%	123%
Margen Cont / Prima Directa	-21%	-20%	-21%	18%	19%	15%
Result. Final/ Prima Directa	2%	1%	3%	3%	4%	1%

"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."