



Ecuador
Análisis de Fortaleza Financiera

Compañía de Seguros EcuatorianoSuiza S.A.

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Ultimo Cambio
Fortaleza Financiera	A+ (ecu)	NR	Ene.08

Definición General de la Calificación:

Fuerte. Las empresas aseguradoras ubicadas dentro de esta categoría tienen una sólida capacidad para cumplir con sus asegurados y con sus obligaciones contractuales. Los factores de riesgo son moderados y se prevé que el impacto de cambios adversos en el negocio y la economía sean bajos.

Las calificaciones pueden ir acompañadas de un "+" o un "-" para denotar la relativa posición dentro de la categoría.

Contactos

Franklin Santarelli
(1 212) 908 07 39
Franklin.santarelli@fitchratings.com

Sebastián Baus
(593 2) 222 23 23
Sebastian.baus@bankwatchratings.com

Perfil

Compañía de Seguros EcuatorianoSuiza S.A. (EcuatorianoSuiza) fue constituida en Guayaquil en el año 1954 y actualmente ofrece servicios de protección de seguros en ramos generales y personas. A pesar que a nivel agregado la empresa ocupa la vigésima posición en términos de primas (2% de la prima cobrada al cierre de septiembre de 2007), EcuatorianoSuiza muestra una participación de mercado mayor dentro de sus principales ramos de operación: transporte (6.7%), incendio (5.2%) y vehículos (2.5%).

Fortalezas y Oportunidades

- Niveles de capitalización superiores al promedio del mercado
- Liquidez adecuada
- Mejora sostenida del resultado técnico apoyado en una apropiada depuración de cartera y procesos

Debilidades y Amenazas

- Niveles de costos operativos superiores a la media del mercado
- Algunas concentraciones de la cartera de riesgos por cliente, inversiones y pool de reaseguro, propio de empresas medianas
- Proceso de maduración propio de los negocios de reciente suscripción
- Volatilidad del entorno operativo del sector

Fundamentos

A lo largo de los años EcuatorianoSuiza ha estado inmersa dentro de una serie de cambios estructurales que han delineado su perfil financiero y desempeño. Desde el punto de vista de su propiedad, la entidad ha pasado de una empresa manejada por capitales extranjeros (hasta la década de los años 70), ha ser una empresa mixta hasta principios de los años 90, mientras que a partir de ese momento la empresa paso a ser una empresa netamente controlada por inversionistas locales. Dichos cambios en la estructura accionaria y gerencial han resultado en una ampliación paulatina del ámbito de negocios de la empresa, dejando de ser una empresa completamente dedicada al mercado corporativo e incursionando en negocios de protección al sector publico, y mas recientemente, al denominado segmento masivo a través de pólizas de cobertura de vehículos y personas. Es importante destacar que desde el año 2000, bajo el liderazgo de un nuevo equipo gerencial, la empresa inicio un ambicioso plan de reorganización de sus negocios y procesos, el cual entre otros aspectos implicó no solo el mejoramiento de su base tecnológica, actualización de la plantilla laboral y una limpieza de la cartera de riesgos suscritos, sino también el diseño y comercialización de nuevos productos destinados al segmento masivo que han sido comercializados desde el año 2006.

En un periodo de seis años la empresa ha logrado revertir cuantiosas pérdidas técnicas relacionadas a una elevada siniestralidad del negocio corporativo, altos gastos de administración y bajos niveles de retención. Así, durante el periodo 2005-Sep07 el indicador combinado mejoro hasta un promedio de 96% (similar a la media del mercado), mientras que el mismo superaba el 130% en el año 2002, siendo que la siniestralidad incurrida neta ha caído en mas de 30 puntos porcentuales y los costos de operación netos en cerca de 14 puntos porcentuales (ambos indicadores como proporción de la prima retenida devengada). La introducción de nuevos productos y la mayor diversificación de la cartera de riesgos suscritos deberían reforzar la tendencia positiva en el desempeño operativo de la empresa.

La mejora en los resultados de operación, una conservadora política de dividendos y una paulatina sustitución de la cartera de inversiones en valores emitidos por el gobierno, han apoyado los indicadores de liquidez de la empresa, los cuales comparan favorablemente con el promedio del mercado. De manera adicional, la reinversión de la mayoría de las utilidades ha permitido más que compensar el crecimiento del negocio y fortalecer la capitalización de la empresa. Al cierre de septiembre de 2007 la relación de pasivo a patrimonio se ubicaba en tan solo 0.7 veces, mientras que la relación de prima retenida a patrimonio era de 0.4 veces, muy por debajo del promedio del mercado.

Perspectivas de la Calificación

Una vez recuperado su perfil financiero, EcuatorianoSuiza se encuentra en una privilegiada posición para continuar su plan de expansión, sin embargo, presiones competitivas y la volatilidad del entorno de operación requerirán de un monitoreo cercano de los nuevos riesgos incurridos. Por otro lado, la maduración de los nuevos negocios suscritos será clave para delinear el perfil financiero de la empresa en el mediano y largo plazo, siendo que el mantenimiento de políticas de suscripción, tarificación y control de reclamos con criterios eminentemente técnicos son claves. La calificación asignada a EcuatorianoSuiza podría beneficiarse de un proceso de expansión de negocios rentable que permita la autogeneración de recursos para mantener su adecuada liquidez y capitalización, toda vez que se logren reducir las concentraciones propias de empresas medianas en términos de clientes, inversiones y pool de reaseguradores.

FECHA COMITÉ: 01/29/2008

ESTADOS FINANCIEROS: Septiembre 2007

La calificación de riesgo otorgada por BankWatch Ratings refleja la habilidad de la compañía para cumplir en forma oportuna sus actuales y futuras obligaciones contractuales derivadas de las coberturas de seguros emitidas por lo cual, éste reporte tiene fines informativos y no representa oferta de venta o compra de un determinado título o producto. Esta información puede ser reproducida únicamente con indicación de la fuente. BankWatch Ratings no es responsable por los errores, omisiones o resultados obtenidos por el uso de tal información. Toda la información incluida en este reporte proviene de fuentes consideradas confiables (emisor, auditores, reguladores, etc.). BankWatch Ratings no verifica ni audita dichas informaciones.

www.bankwatchratings.com



▪ Perfil

Compañía de Seguros Ecuatoriano-Suiza S.A. (EcuatorianoSuiza) fue constituida en Guayaquil en el año 1954 como una asociación estratégica entre inversionistas extranjeros (la antigua empresa aseguradora Basler, ahora Swiss Re; y la empresa Union Ruck Re, también originaria de Suiza) y un grupo de inversionistas locales que manejaban cerca del 40% del capital de EcuatorianoSuiza. Desde sus inicios la empresa mantuvo una actividad concentrada en el denominado sector privado corporativo (empresas de mediano y gran tamaño que operan en el sector privado) apoyada en el prestigio y protección de reaseguro brindado por sus accionistas internacionales. Con el paso del tiempo, los accionistas nacionales lograron incrementar su participación dentro del capital de EcuatorianoSuiza, mientras que cambios organizacionales de los accionistas extranjeros a nivel global resultaron en su paulatina salida de la empresa, siendo que durante la década de los 90's la empresa estaba prácticamente controlada por accionistas locales. Cabe destacar que dada la amplia base accionaria de la empresa y la intención de mantener un sistema de control adecuado, el directorio de EcuatorianoSuiza no solo ha sido bastante estable durante el tiempo, sino también, ha estado integrado en su mayoría por personal no ejecutivo vinculado a sus principales grupos accionarios. A la fecha de un total de 8 directores, solo dos están representados por personal ejecutivo que labora dentro de la empresa. Aunque similar a muchas empresas en el Ecuador, el refinamiento de las políticas de gobierno corporativo aun pueden ser objeto de significativos cambios, a través de la introducción de diversos comités de control a nivel de la junta directiva (auditoria, riesgos, compensación, etc.) y una posible inclusión de directores independientes que no estén vinculados a los principales grupos accionarios, o la institución de políticas que rijan las relaciones de la empresa con terceros de una forma clara, todo esto siguiendo las tendencias a nivel regional e internacional y que permiten un mejor control de las operaciones de la empresa.

Al cierre del año 2007, cerca de 8 grupos familiares con diversos intereses en el sector industrial, medios y financiero, manejan el 70% de las acciones de la empresa, un 12% esta en manos de una aseguradora local (La Unión, la cual hasta el momento solo ha mantenido una participación como capitalista y sin representantes directos en el directorio), mientras que el resto se encuentra distribuido en más de 70 accionistas minoritarios.

Como se comentara anteriormente, la evolución en la base de accionistas y la exploración de nuevos mercados han resultado en diversos cambios en la estructura de operaciones y comercial de la empresa. Así, durante la década de los setenta la empresa incursionó en el mercado de cobertura de riesgos para el sector público, y más recientemente, EcuatorianoSuiza inició su participación en el denominado mercado masivo. Así, al cierre de septiembre de 2007, cerca de un 25% de la prima proviene de sectores diferentes al denominado corporativo privado, el cual representaba el 100% del primaje de la empresa en sus inicios.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma Romero & Asociados (miembro de Grant Thornton) para los años 2001-2003 y por la firma BDO Stern Cia. Ltda. Para los años 2004-2006, de igual forma se consideraron los estados financieros no auditados correspondientes al cierre de septiembre del año 2007. Los estados financieros empleados en la elaboración del presente informe siguen las normas de contabilidad establecidas por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador, las cuales difieren en algunos conceptos con relación a las normas contables de aceptación general.

▪ El Sector Asegurador

Similar a otros países de la región, el bajo nivel de ingresos, la volatilidad de entorno económico y el poco conocimiento sobre las bondades de las protecciones de seguros han resultado en una baja penetración de la actividad aseguradora en la economía nacional. Así, durante el periodo 2002-2006, la relación de primas a Producto Interno Bruto (PIB) se ubicó en 1.7%, una de las más bajas de la región, a pesar del crecimiento sostenido de las primas en dicho periodo (+11% promedio anual). Sin embargo, durante los últimos años se ha evidenciado una mayor actividad en el sector potenciada no sólo por el crecimiento de la economía, sino también por el comportamiento positivo de las ventas de autos a nivel nacional, siendo que las protecciones para automóviles han pasado a representar el 36% de la prima retenida del sector (de acuerdo a los conceptos manejados por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador). Sin embargo, en lo que va del año, al igual que el resto del sistema financiero ecuatoriano, el mercado asegurador está afectado por la situación política que ha frenado el ritmo que venía sosteniendo la económica nacional.

A pesar del crecimiento de las primas de vehículos, las cuales presentan en general un patrón de siniestralidad más alto, las mejoras observadas en los procesos de suscripción y de control de siniestros en las mayores empresas, así como también los beneficios de un programa de reaseguro conservador (mayormente de tipo proporcional) han permitido una paulatina mejora de los indicadores de desempeño, con lo cual las relaciones de siniestralidad, costos y en general el indicador combinado $([\text{Siniestros incurridos netos} + \text{costos de operación netos}] / \text{Prima devengada retenida})$ se han reducido hasta casi mínimos históricos en los últimos cinco años, aunque aun por arriba del promedio latinoamericano. Así, durante el año 2006 la relación de siniestralidad retenida se redujo hasta 54% (Promedio 02-05:57%), mientras que la de costos operativos netos a prima devengada retenida fue de 42% (Promedio 02-05: 44%) y el indicador combinado 97%, por debajo del promedio de 100% registrado en el periodo 2002-2005. El nivel de concentración del sector es moderado, siendo que las principales 10 empresas representan poco más del 56% de la prima devengada, dentro de un mercado de 42 empresas.



Es importante destacar que en general el bajo nivel de retención del sector ha sido no solo una herramienta clave para mantener indicadores de siniestralidad controlados, sino también para limitar en cierta forma el alcance de mayores economías de escala y por ende una rentabilidad mayor.

Es importante destacar, que desde enero 2008 entró en vigencia el Seguro Obligatorio de Accidentes de Tránsito (SOAT), el cual similar a lo que ha ocurrido en otros países de la región, podría convertirse en un motor adicional de la demanda de primas, hasta la fecha aun se encuentran muchos aspectos pendientes de discusión razón por la cual no es posible hacer un análisis más profundo del impacto de dicho producto sobre el perfil de riesgos del sistema como un todo.

El SOAT ampara a cualquier persona que sufra lesiones corporales o fallezca a causa o como consecuencia de un accidente de tránsito, con una cobertura de hasta \$5,000 por persona. Toda persona dueña de un automotor debe comprar el certificado de SOAT antes de marzo 2008 para no incurrir en penalidades y como requisito para la matrícula. La tarifa prevista para el SOAT es única para todas las aseguradoras y toma en consideración la antigüedad del vehículo, su uso y el cilindraje. Se estima que las primas fluctúan de \$30 a \$130 anuales, dependiendo de las características del automotor. Tomando en cuenta que el costo del seguro para cada categoría de vehículo es dictado por la Superintendencia de Bancos y Seguros, existirá una pobre selección de riesgos por parte de las aseguradoras, debido al riesgo moral que puede generar este seguro. Once de las 42 aseguradoras se han inscrito para poder proveer el SOAT.

■ Desempeño Operativo

A pesar de los cambios en el modelo de negocio brevemente descritos anteriormente, la empresa aun se mantiene especialmente dedicada a proveer servicios en los ramos generales, aunque la comercialización de primas en el mercado masivo (principalmente planes de vida y banca seguros) se ha reflejado en un rápido crecimiento dentro de la mezcla de negocios.

EcuatorianoSuiza ocupaba la vigésima posición dentro del ranking de empresas de seguros al cierre de septiembre de 2007, manejando cerca de un 2% de la prima cobrada, lo cual la ubicaría dentro del segmento de empresas de tamaño mediano-pequeño. Sin embargo, al evaluar su participación de mercado dentro de los

principales segmentos de operación, la empresa muestra una posición de mercado más sólida. Así, al cierre de septiembre de 2007 EcuatorianoSuiza manejaba un 6.7% del mercado de transporte, siendo la cuarta empresa más importante en ese ramo; en el caso del ramo de incendio manejaba un 5.2% (posición número 5) y un 2.5% del mercado de protecciones para vehículos (posición número 9). En el caso de los ramos de reciente comercialización como Vida Grupo y Accidentes personales, la empresa aun muestra una posición de mercado inferior a su participación en el mercado agregado, es decir, por debajo del 2%, lo cual sugiere una buena posibilidad de expansión en dichos ramos haciendo un mayor uso de su base actual de clientes.

Según información proporcionada por la empresa, EcuatorianoSuiza obtiene cerca de un 75% de sus negocios del denominado mercado corporativo privado (a través de coberturas en los ramos de incendio, transporte y vehículos, entre otros), mientras que un 9% está explicado por el mercado masivo (productos de vida, banca seguros y accidentes, principalmente), siendo que el restante 16% esta explicado por clientes del sector público y operaciones de coaseguro (principalmente para protecciones ofrecidas al sector público). La participación de la empresa en el segmento corporativo y del sector público resulta en relaciones de concentración de clientes superiores al promedio del mercado, siendo que las 20 mayores exposiciones por grupo económico representan cerca del 45% de la prima neta recibida, lo cual podría resultar en una relativa volatilidad en los volúmenes de primas en el futuro, aunque vale destacar que muchos de esos negocios han presentado un favorable índice de recurrencia en el tiempo. La expansión esperada en el ramo masivo podría resultar en una reducción de la mencionada concentración, aunque dado el esfuerzo comercial necesario para incrementar significativamente el monto suscrito en dichos ramos, dicho proceso de dilución será paulatino.

La aún alta participación de negocios de gran tamaño y la intensión de la gerencia de limitar la exposición de los resultados y el patrimonio a eventos de severidad, ha resultado en niveles de retención inferiores al promedio del sistema, pero crecientes. Así, durante el período 2002-2006 la relación de prima retenida a prima devengada se ubicó en 18%, mientras que el promedio del mercado fue de 35%. Sin embargo, el crecimiento paulatino de los ramos de vida y otros productos del mercado masivo han resultado en un aumento paulatino de dicho indicador hasta un 25% de la prima devengada al cierre de septiembre de 2007, cuando el promedio del mercado era de 36%, tendencia que podría mantenerse de continuar la política de crecimiento de los segmentos masivos. Es importante que para la explotación del segmento masivo, EcuatorianoSuiza no solo se apoya en la colocación de productos de Banca Seguros a través de un banco local (Banco Bolivariano), sino también a través de una fuerza de ventas propia, un call center (de reciente constitución y dimensiones moderadas) y en general una política de acercamiento delineada y controlada por una nueva gerencia de riesgos masivos. Por otro lado, consientes de las necesidades de este sector (rapidez de respuesta), no solo los productos son



simplificados al máximo, sino que se hacen marcados esfuerzos por lograr una alta efectividad en la cobranza de las pólizas, mientras que los procesos de suscripción y administración de siniestros son centralizados.

Como puede observarse en la Tabla 1, la prima retenida al cierre de septiembre de 2007 se encuentra particularmente explicada por las coberturas de vehículos (41% y muy concentrada en protecciones de tipo colectivo), transporte (16%), vida y salud (13%), incendio y riesgos catastróficos (12%), mientras que el restante 18% está explicado por otros ramos menores como robo, petróleo y contratistas, accidentes personales, etc.

Tabla 1: Distribución de las Primas

Distribución Prima por Ramos	ECUA - SUIZA				MERCADO			
	Sep-06 Bruta	Sep-06 Ret.	Sep-07 Bruta	Sep-07 Ret.	Sep-06 Bruta	Sep-06 Ret.	Sep-07 Bruta	Sep-07 Ret.
Vida y Salud	3%	7%	6%	13%	14%	24%	15%	25%
Accidentes personales	4%	4%	3%	2%	6%	7%	6%	7%
Incendio y Catastróficos	32%	6%	34%	12%	14%	5%	14%	4%
Vehículos	28%	37%	27%	41%	28%	37%	30%	36%
Petroleo, Contratistas, Maquinaria	6%	5%	5%	3%	7%	3%	7%	3%
Robo	2%	9%	2%	3%	1%	2%	1%	2%
Transporte	19%	20%	20%	16%	7%	9%	7%	9%
Riesgos Especiales	3%	2%	1%	1%	1%	0%	2%	0%
Otros	3%	10%	3%	7%	20%	14%	18%	14%

Nota: Bruta: Prima Devengada, Ret: Prima Devengada Retenida
Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

Es importante destacar que el esfuerzo comercial de la empresa y el aumento de la demanda de primas en general, se han traducido en un crecimiento sostenido del volumen de primas devengadas retenidas, el cual en promedio aumentó en 16% durante el periodo 2002-2006, mientras que el mercado lo hizo en un 12%, todo esto sin relajamientos en la política de suscripción de la empresa y mas aún considerando los efectos sobre el volumen de primas derivado del proceso de depuración de cartera iniciado en el año 2000.

A pesar de una ligera contracción en el ritmo de crecimiento de las primas durante el año 2005, la empresa logró repuntar la prima retenida en 19% durante el año 2006, mientras que durante los primeros nueve meses del año 2007 registró un crecimiento cercano al 11%, similar al comportamiento del mercado. Dicho crecimiento estuvo fundamentalmente explicado por el comportamiento de las primas de vehículos, incendio y de vida, mientras que los otros ramos registraron un comportamiento más moderado. Los esfuerzos de la empresa por potenciar la comercialización de otros productos destinados al mercado masivo y la incorporación de nuevos canales de comercialización, podrían resultar en una ligera tendencia al alza de la participación de dichos ramos, aunque dicho proceso dependerá de la velocidad de ampliación de dichas carteras en medio de un entorno de mayor nivel de competencia.

La limpieza de cartera iniciada desde el año 2000, la cual no solo ha implicado la salida de negocios no rentables, sino también la mejora en los sistemas de suscripción, ha resultado en una reducción sostenida de la siniestralidad neta de la empresa, lo cual contrasta con el estancamiento (y ligera tendencia al alza) registrada por el mercado (ver Tabla 2), aunque todavía se observa

cierta volatilidad en la tendencia de la siniestralidad bruta (antes de reaseguro). Así, la relación de siniestralidad incurrida bruta se ha ubicado en torno al 53% durante el período 2002-Sep07, aunque en el año 2006 se registro un pico hasta 63% de la prima devengada (Pago de ~\$130m por incendio a Ingenio San Carlos; uno de los 20 clientes principales), relaciones aún superiores al promedio del mercado. Sin embargo, y considerando el menor nivel de retención promedio de la empresa y una acertada política de reaseguros, la relación de siniestralidad neta (la cual incluye el efecto de las recuperaciones de siniestros por parte de reaseguradores) se ha reducido desde un alto 81% al cierre del año 2002, hasta un moderado 50% durante los primeros nueve meses del año 2007, relación 5 puntos porcentuales por debajo del promedio del mercado. Similar a tendencias en otros países de Latinoamérica, la maduración de una cartera de riesgos de rápido crecimiento podría resultar en una ligera tendencia al alza en el indicador de siniestralidad, aunque las adecuadas políticas de suscripción de la empresa y diversas políticas tendientes a controlar eficazmente el pago de siniestros podrían mitigar los efectos negativos de dicha maduración.

Tabla 2: Siniestralidad

Siniestralidad por Ramos	ECUA-SUIZA				MERCADO			
	Sep-06 Bruta	Sep-06 Ret.	Sep-07 Bruta	Sep-07 Ret.	Sep-06 Bruta	Sep-06 Ret.	Sep-07 Bruta	Sep-07 Ret.
Vida y Salud	26%	40%	37%	21%	58%	67%	66%	98%
Accidentes personales	91%	52%	87%	56%	34%	41%	33%	39%
Incendio y Catastróficos	19%	30%	17%	-5%	17%	28%	12%	17%
Vehículos	76%	71%	101%	89%	70%	65%	71%	62%
Petroleo, Contratistas, Maquinaria	73%	73%	47%	110%	68%	54%	39%	76%
Robo	22%	17%	49%	-49%	72%	60%	73%	75%
Transporte	84%	79%	70%	51%	79%	47%	57%	53%
Riesgos Especiales	0%	0%	-1%	-4%	2%	18%	1%	-5%
Total	56%	59%	56%	50%	48%	54%	47%	55%

Nota: Bruta: Siniestralidad incurrida neta, Ret: Siniestralidad incurrida despues de reaseguros
Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

El fortalecimiento de la plataforma operativa, la reorganización de los procesos y el reemplazo de una porción del personal, ahora con mayor inclinación al área comercial y un nivel técnico promedio superior, han implicado una presión en los gastos de administración, mientras que la incursión en negocios de bancaseguros y en general en canales masivos, también ha resultado en un aumento de los costos de adquisición. A pesar de lo anterior, el crecimiento más que proporcional de la primas ha beneficiado las relaciones de eficiencia de la empresa, aunque aun se observan posibilidades de mejoras en el futuro. Así, la relación de costos de adquisición a prima devengada se han elevado ligeramente desde niveles de 11% en el año 2002, hasta poco más de 12% en los últimos dos años aunque aun por debajo del promedio del sector; mientras que la relación de gastos de administración a prima devengada ha logrado reducirse desde un alto 22% hasta cerca de un 15%, nivel similar al promedio del mercado. Sin embargo, al incorporar el efecto del menor nivel de retención promedio de la empresa, se puede constatar que si bien la empresa ha logrado una significativa mejora de la relación de costos de operación totales a prima devengada retenida (2002: 56%, Sep07: 42%), la misma aun se ubica por arriba del promedio del sector (38%) y también por arriba de las tendencias registradas en la región. El crecimiento esperado y menores necesidades de gastos vinculados al mejoramiento de la plataforma tecnológica de ventas, podrían resultar en una



mejor dilución de dichos costos en el futuro. Esta tendencia, junto con el control de los siniestros serán claves para apuntalar los niveles de rentabilidad de la empresa.

El aumento más que proporcional de la prima retenida, el comportamiento favorable de la carga de gastos y el control de los niveles de siniestralidad han resultado en una mejora sostenida del indicador combinado, el cual se redujo desde un promedio de 115% en el periodo 2002-2006, hasta 95% durante el año 2006 y 92% al cierre de los primeros nueve meses del año 2007, niveles inferiores al promedio del mercado (2006:97%, Sep.07: 93%). Una maduración apropiada de los riesgos suscritos y el mayor control de gastos serán claves para mejorar el indicador combinado, en medio de la volatilidad propia del ambiente operativo ecuatoriano y una mayor competencia.

El aumento de la cartera de inversiones, producto del mayor volumen de negocios y una política de inversiones proactiva, han permitido un aumento paulatino de los ingresos financieros, siendo que el resultado neto de inversiones se ha incrementado en los últimos 3 años, llegando a representar cerca de un 4% de la prima devengada al cierre de septiembre de 2007, mientras que el promedio del mercado se ubicaba en 2%. Así, el indicador operativo ha seguido una mejora sostenida desde cerca de 115% al cierre del año 2002 hasta un adecuado 75% al cierre de septiembre de 2007. El aumento de la rentabilidad técnica y de los ingresos por inversión, han derivado en una mejora de las relaciones de rentabilidad, siendo que las relaciones ROAA y ROAE han mejorado hasta 10% y 18% (en parte afectada por el mayor nivel de capitalización de la empresa con relación al mercado y a sus propios registros históricos) respectivamente al cierre de septiembre de 2007, aunque las mismas están ligeramente sobrestimadas debido a la práctica local de registrar los gastos por impuestos solo al cierre del ejercicio, siendo que la carga fiscal efectiva promedio ha representado cerca de un 20% de la utilidad neta en los últimos dos años, cuando se han ido extinguiendo pérdidas fiscales trasladables que se originaron en períodos anteriores.

■ Inversiones y Liquidez

Las restricciones propias del mercado de valores en Ecuador junto a la intención de la empresa de colocar la mayor parte de sus inversiones en títulos de bajo riesgo, resultan en el mantenimiento de una cartera de inversiones relativamente simple y con algunas concentraciones. Por otro lado, el bajo nivel de desarrollo del mercado de valores también se refleja en niveles de liquidez de títulos que pudieran ser estrechos en momentos de stress sistémico.

Vale destacar que a lo largo de los últimos años la empresa ha logrado reducir el peso de las inversiones en valores emitidos por el gobierno como proporción de la cartera de inversiones liquidas totales, lo cual es considerado positivo. Así, al cierre de septiembre de 2007 las inversiones en valores de gobierno representaban el 3.5% de la cartera de inversiones

liquidas (2005: 29%), mientras que el promedio del mercado fue de 18% en esa misma fecha. En términos de patrimonio, dicha exposición representaba un bajo 3% al cierre de septiembre de 2007.

En adición a la cartera de títulos de gobierno, la empresa ha colocado la mayoría de sus inversiones en colocaciones bancarias (en bancos locales e internacionales), obligaciones emitidas por empresas locales, inmuebles, fondos de inversión y acciones (Ver Tabla 3). Contrario a tendencias del mercado, la institución registra una proporción superior de su cartera de inversiones en acciones, principalmente por su participación minoritaria en Banco Bolivariano, siendo que su exposición total en acciones asciende a un 17% de su portafolio de inversiones liquidas, casi el doble del promedio del mercado.

Tabla 3: Composición de la Cartera de Inversiones

Inversiones	Dec-05		Dec-06		Sep-07	
	USD MM	%	USD MM	%	USD MM	%
Gobierno	1.6	29%	0.8	14%	0.2	3%
Bcos. Nacionales	1.3	22%	0.8	15%	1.1	18%
Bcos. Internacionales	0.7	12%	0.7	13%	1.1	19%
Deuda Local	0.5	9%	0.9	16%	0.6	11%
Fondos de Inversión	0.5	10%	1.3	23%	0.9	15%
Acciones	0.7	12%	0.8	15%	1.0	17%
Inmuebles	0.3	5%	0.3	5%	0.9	15%
Reservas	0.0	1%	0.0	0%	0.0	0%
TOTAL	5.7	100%	5.6	100%	5.7	100%

Fuente: Seguros Ecuatoriano Suiza

Por otro lado al evaluar las mayores exposiciones por emisor (consolidadas), la empresa presenta concentración de inversiones con respecto a su patrimonio en dos emisores (Acciones y depósitos en Banco Bolivariano: 16%, colocaciones en Banco de Guayaquil: 8%) al cierre de septiembre de 2007. En general, concentraciones en la cartera de inversiones podrían resultar en volatilidades no deseadas sobre el balance general o utilidades de la empresa, con lo cual sería importante un mayor control de esas exposiciones para fortalecer los indicadores de liquidez y la calidad del portafolio de inversiones en el futuro. Sin embargo, la gerencia ha mencionado su intención de reducir sus concentraciones y diversificar más su portafolio dentro de las limitaciones propias del mercado local, lo cual podría beneficiar la calidad de su cartera y un mayor control de la liquidez. Por su parte, la poca profundidad del mercado de acciones en el Ecuador y el carácter estratégico de la inversión en acciones en Banco Bolivariano, podrían resultar en una estrecha liquidez de esas inversiones que alcanzaron cerca de USD 900 mil (solo en acciones).

Es importante destacar que las inversiones en fondos de inversión representan cerca del 15% del portafolio (una proporción bastante superior al promedio del mercado: 4%), y están administradas por instituciones financieras con adecuadas calificaciones de riesgo y hasta la fecha su manejo a favorecido la rentabilidad de la cartera de inversiones (debido a la menor carga impositiva sobre sus rendimientos).

Dentro de los lineamientos del proceso de inversión, y de forma adicional a los requerimientos regulatorios, la empresa trata de mantener un balance entre la seguridad, rentabilidad y liquidez de su portafolio, siendo que se estipula que las inversiones deberán estar colocadas en



contrapartes con una calificación de riesgo mínima de AA (escala nacional). Sin embargo, y propio de empresas de mediano tamaño y que operan en mercados con limitadas posibilidades de inversión, el proceso de toma de decisiones en este respecto aun se encuentra bastante centralizado en la Gerencia General (con apoyo de la Contraloría), lo cual sugiere oportunidades de mejora en el futuro. Es importante destacar que dadas las condiciones propias del mercado de valores ecuatoriano, el cual carece de un adecuado nivel de profundidad, existen limitaciones importantes en el manejo del portafolio de inversiones, lo cual sumado a las restricciones regulatorias tendientes a lograr un mayor nivel de inversiones en emisores locales reducen la capacidad de maniobra de las instituciones.

Similar a otras empresas del mercado, EcuatorianoSuiza mantiene una porción importante del activo en cuentas por cobrar derivadas del proceso de financiamiento y cobro fraccionado de primas. Durante el período 2003-2006 dichas cuentas por cobrar representaron un 26% del activo (Mercado: 22%), mientras que debido a algunos retrasos propios en los cobros durante periodos interinos, dicha relación se elevó hasta un 29% del total para septiembre de 2007. A pesar que los niveles de pérdidas por castigos a cuentas por cobrar, el nivel de primas con mora superior a los 60 días se ha incrementado paulatinamente hasta un 10% del total al cierre de septiembre de 2007, mientras que dicha relación se ubicaba cercana al 6% durante el período 2003-2005, lo cual sugiere la necesidad de un mayor control de los mismos con la intención de salvaguardar el flujo de caja de la empresa.

La regulación local contempla la creación de reservas técnicas vinculadas a la proporción no devengada de la prima (siguiendo la formula de venticuatroavos), siniestros, siniestros incurridos pero no reportados, desviación de siniestralidad, catastróficas y en el caso de empresas que participan en el mercado de seguros de vida: matemáticas (para el caso de pólizas multi-temporales y no anuales como es mayoritariamente el caso de EcuatorianoSuiza). Sin embargo, vale destacar que en cierta forma la fórmula de cálculo de dichas reservas muestra cierto rezago con técnicas más avanzadas usadas en otros países de Latinoamérica, lo cual podría resultar en una subestimación de las mismas en todo el mercado asegurador ecuatoriano. A la fecha, la empresa ha cumplido completamente los requerimientos del regulador y no contempla la creación de reservas adicionales.

La regulación local exige que la totalidad de reservas y el capital pagado y reserva legal estén representados en inversiones líquidas mayoritariamente domiciliadas a nivel local, siendo que las empresas están obligadas a mantener una relación de cobertura de reservas y patrimonio al menos superior a la unidad (informada al regulador de manera mensual). En este sentido la empresa ha mantenido un nivel de inversiones líquidas superior al monto requerido.

Al revisar la relación de inversiones líquidas a reservas técnicas y obligaciones con asegurados (medida estándar

internacional para la evaluación de la liquidez de las empresas de seguros) se puede evidenciar un adecuado comportamiento de dicho indicador, el cual en promedio se ha ubicado alrededor de 4.0 veces en los últimos 5 años y con una tendencia estable, relación superior al promedio del mercado (2.2 veces). Por su parte, la empresa no ha tenido que recurrir a ningún tipo de endeudamiento bancario, lo cual refuerza la liquidez de sus operaciones. Es importante destacar, que aun cuando se excluyera dentro del monto de inversiones líquidas aquellas destinadas a la participación accionaria en Banco Bolivariano, la relación de liquidez ajustada (2.5 veces al cierre de septiembre de 2007) aún se ubicaría en un nivel superior al promedio del mercado.

La reducción de la exposición del portafolio de inversiones a las concentraciones antes mencionadas y la reducción del peso de las primas por cobrar, serán claves para reforzar la liquidez y calidad de activos de la empresa, gracias a los beneficios propios de una mayor diversificación del portafolio.

■ Apalancamiento y Capitalización

La mejora en la rentabilidad de la empresa y una política de dividendos en efectivo conservadora (19% de la utilidad del período anterior durante el período 2005-2007), han permitido mas que compensar el crecimiento del negocio con lo cual los niveles de apalancamiento de EcuatorianoSuiza se han fortalecido en los últimos años. De tal forma, la empresa ha logrado cubrir con creces los requerimientos regulatorios en términos de suficiencia patrimonial por los últimos 5 años.

Así, la relación de pasivo a patrimonio ha promediado cerca de 1.2 veces durante el periodo 2002-2006 (0.8 veces al cierre de septiembre de 2007), mientras que el promedio del sector fue de 1.7 veces (1.5 veces para septiembre de 2007). Por su parte, la relación de patrimonio a activo se ubicó en 45% durante el mismo periodo (Sep 07: 57%). En cuanto a la relación de endeudamiento neto (que incluye el monto de las primas retenidas y el patrimonio) la misma se ubicó en un adecuado 1.2 veces al cierre de septiembre de 2007, mientras que el promedio del mercado fue de 2.8 veces.

Por su parte la institución cumplía con la relación de solvencia regulatoria al cierre del año 2006, de acuerdo a las dos formas de calculo enunciadas por la Ley: a) las primas netas recibidas en los últimos doce meses no podrá exceder seis veces el patrimonio y b) el patrimonio no podrá ser menor a una sexta parte del total sus activos menos los cargos diferidos, (2.4 veces y 2.0 veces respectivamente). Es importante destacar que la regulación local permite la revalorización de los inmuebles dentro de los libros de las empresas, y a Sep. 2007 la empresa registra \$605m en revalorizaciones equivalente al 9% de su patrimonio.

En general BankWatchRatings estima que el mantenimiento de una política de dividendos en efectivo conservadora como la seguida hasta el momento y la defensa de la rentabilidad de la empresa, son claves para continuar con el fortalecimiento de la base patrimonial de



Ecuatoriano Suiza, siendo que la política de expansión en el mercado masivo (el cual implica mayores niveles de retención) necesitará del aumento de dicho patrimonio para poder preservar el perfil financiero de la empresa.

▪ Reaseguros

La empresa cuenta con un programa de reaseguros conservador caracterizado por una baja exposición por siniestro y un pool de reaseguradores de primera línea. Similar a tendencias del mercado Ecuatoriano y consecuencia de la intensión de la gerencia de no exponer innecesariamente el patrimonio o resultados a eventos de severidad, la empresa cuenta con protecciones principalmente de tipo proporcional y exceso de pérdidas en el caso de su programa catastrófico. Así, a través de la protección provista por el programa de reaseguro la empresa mantiene una máxima pérdida por evento inferior al 1.5% del patrimonio, mientras que las protecciones catastróficas reducen la exposición del patrimonio en caso de ocurrencia de catástrofe hasta poco menos de un 4% del patrimonio, relaciones consideradas adecuadas. Es importante advertir, que la empresa recientemente manifestó la intención de incrementar paulatinamente su nivel de retención dado su adecuada experiencia siniestral, siempre y cuando las exposiciones se mantengan dentro de parámetros conservadores; BankWatch Ratings monitoreará dichas tendencias y sus posibles efectos sobre el desempeño financiero de la empresa.

Por su parte, y a pesar que los cúmulos catastróficos están protegidos en un 18% de la zona de máxima exposición catastrófica, cobertura superior al promedio observado en otros países de Latinoamérica y en parte explicado por requerimientos regulatorios locales; el rápido crecimiento de la empresa y la no utilización de sistemas automatizados de monitoreo de cúmulos podría acarrear situaciones no deseadas en cuanto a la correcta cobertura de los cúmulos antes mencionados. A pesar que la empresa cuida de colocar la mayoría de su programa de reaseguros de forma directa y el pool de reaseguradores ha mostrado una adecuada estabilidad y calidad en el tiempo, el mismo se encuentra concentrado (propio de empresas de tamaño mediano pequeño), siendo que una mayor diversificación del mismo reduciría la exposición de la empresa a cambios bruscos en los precios de las protecciones, o en las políticas regionales de dichas empresas. Así el pool está compuesto por Swiss Re (calificación AA- otorgada por Fitch Ratings), Munchener Ruck (AA-), MAPFRE Re (A+) y Trasatlantic Re (AA-, otorgada por Standard and Poors), también participan de manera importante dentro del pool. Es importante destacar que dado el bajo nivel de retención de la empresa, el nivel de cuentas por cobrar a reaseguradores con relación al patrimonio de la empresa se considera alto (22% del patrimonio), aunque la elevada calidad crediticia de dichos reaseguradores mitiga en parte dicho riesgo.

De manera complementaria y en línea con tendencias a nivel global, existen manuales detallados para el manejo de los contratos de reaseguros, mientras que existe un sistema de controles cruzados entre diferentes departamentos de la empresa para evitar la suscripción de riesgos sin la debida protección de reaseguros.

**Resumen Financiero - Seguros****EcuatorianoSuiza**

(Miles de USD)

BALANCE GENERAL	Dec-02	Dec-03	Dec-04	Dec-05	Dec-06	Sep-07
ACTIVO						
Activos Líquidos	6,075	5,853	5,075	5,927	5,818	5,139
Depósitos	1,079	368	675	667	601	468
Valores Negociables	4,996	5,485	4,401	5,260	5,217	4,671
Privados	3,434	3,505	1,784	2,374	3,044	3,018
Públicos*	1,240	1,571	2,141	2,275	1,423	748
Acciones	414	486	533	647	761	915
Provisión de Inversiones	-92	-77	-57	-35	-10	-10
Préstamos	0	0	0	0	0	0
Primas por Cobrar	1,806	2,241	2,875	3,951	2,812	3,978
Vencidas netas de Provisión (Memo)	72	116	163	169	249	236
Cuentas con Reaseguradores	95	123	1,581	1,553	2,813	2,277
Inmuebles y Activo Fijo	410	404	464	428	381	1,069
Inversiones en subsidiarias y relacionadas	0	0	0	0	0	0
Otros Activos	438	668	675	800	809	1,266
Detalle	438	668	675	800	809	1,266
ACTIVO TOTAL	8,824	9,289	10,671	12,659	12,634	13,730
PASIVO						
Obligaciones con Asegurados	602	473	348	467	466	494
Por Sinistros	512	337	229	273	385	441
IBNR	90	136	120	194	80	53
Reservas Técnicas	748	1,023	906	964	1,155	1,194
Matemáticas	0	0	0	0	0	0
De Riesgo en Curso	747	1,023	906	964	1,155	1,194
Otras	0	0	0	0	0	0
Obligaciones con Entidades Financieras	0	0	0	0	0	0
Obligaciones con Reaseguradores	888	847	2,223	3,056	2,855	2,647
Cuentas por Pagar	992	1,115	1,269	1,150	1,164	997
Otros Pasivos	1,984	1,274	1,095	1,667	804	624
Detalle	1,984	1,274	1,095	1,667	804	624
PASIVO TOTAL	5,215	4,732	5,841	7,304	6,443	5,955
PATRIMONIO						
Capital Pagado	560	1,120	1,400	1,750	2,000	2,000
Reservas	2,498	2,627	3,100	3,215	3,473	4,819
Reevaluación de Activos Fijos	0	0	0	0	0	0
Utilidades no Distribuidas	551	810	331	390	718	955
PATRIMONIO TOTAL	3,609	4,557	4,830	5,355	6,191	7,775

*Incluye depósitos de bancos centrales en el exterior. A Sep. 07 \$548m

**Resumen Financiero - Seguros****EcuatorianoSuiza**

(Miles de USD)

ESTADO DE RESULTADOS	Dec-02	Dec-03	Dec-04	Dec-05	Dec-06	Sep-07
Primas Suscritas Netas	10,635	13,689	13,978	15,306	17,765	11,417
Primas Devengadas	9,581	12,549	13,122	14,194	14,564	10,239
(-) Prima Cedida	7,864	10,591	10,744	11,604	11,481	7,676
Prima Devengada Retenida	1,718	1,958	2,378	2,591	3,082	2,563
(-) Siniestros Pagados	4,848	5,741	6,435	6,996	9,197	5,710
(-) Rescates de pólizas de vida o pensiones	0	0	0	0	0	0
(+) Siniestros a Cargo de Reaseguradores	3,523	3,938	4,617	4,963	7,048	4,105
(+) Recuperación o Salvamento de Siniestros	182	180	216	407	614	345
(-) Reservas de Siniestros Netas	-251	129	125	-119	2	-29
Siniestros Incurridos Netos	1,395	1,493	1,478	1,744	1,534	1,289
(-) Gastos de Adquisición	1,083	1,367	1,574	1,657	1,851	1,257
(-) Gastos de Administración	2,156	2,419	2,190	2,059	2,142	1,475
(+) Gastos a Cargo de Reaseguradores	2,272	2,735	2,577	2,887	2,593	1,652
Costos de Operación Netos	966	1,052	1,188	829	1,400	1,079
(+) Otros Ingresos o (gastos) no operacionales	0	0	0	0	0	0
Resultado de Operación o Resultado Técnico	-643	-587	-287	18	149	195
Ingresos Financieros	383	484	438	406	493	444
Gastos Financieros	0	3	0	0	0	0
Otros	996	1,128	321	150	399	316
Partidas Extraordinarias	0	0	0	0	0	0
Participación en Afiliadas o Subsidiarias	0	0	0	0	0	0
Utilidad Antes de Impuestos	735	1,022	472	574	1,041	955
Impuesto sobre la Renta	85	52	52	97	186	0
Participación de minoritarios	0	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	650	971	420	476	854	955

PRINCIPALES INDICADORES	Dec-02	Dec-03	Dec-04	Dec-05	Dec-06	Sep-07
Resultados Operativos						
Participación de mercado (Prima Devengada)	2%	3%	3%	3%	2%	2%
% de Retención (sobre base devengada)	18%	16%	18%	18%	21%	25%
Siniestralidad Incurrida Bruta	53%	45%	48%	50%	63%	56%
Siniestralidad Incurrida Neta	81%	76%	62%	67%	50%	50%
Gastos de Adquisición/Prima Devengada	11%	11%	12%	12%	13%	12%
Gastos de Administración/Prima Devengada	22%	19%	17%	15%	15%	14%
Costos de Operación Netos/Prima Retenida	56%	54%	50%	32%	45%	42%
Resultado Técnico/ Prima Devengada	-7%	-5%	-2%	0%	1%	2%
Índice Combinado	137%	130%	112%	99%	95%	92%
Índice Operativo	115%	105%	94%	84%	79%	75%
Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada	4%	4%	3%	3%	3%	4%
ROAA	n.d	11%	4%	4%	7%	10%
ROAE	n.d	24%	9%	9%	15%	18%
Capitalización y Apalancamiento						
Pasivo/Patrimonio	1.44	1.04	1.21	1.36	1.04	0.77
Reservas/Pasivo	26%	32%	21%	20%	25%	28%
Deuda Financiera/Pasivo	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Obligaciones con Reasegurados/Prima Retenida	52%	43%	93%	118%	93%	77%
Primas Retenida/Patrimonio	0.48	0.43	0.49	0.48	0.50	0.44
Indicador de Solvencia Regulatoria	2.62	2.81	2.69	2.66	2.38	1.32
(Superávit no Realizado + Revalorización de Activos)/Patrimonio	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Patrimonio/Activo	41%	49%	45%	42%	49%	57%
Endeudamiento Neto	1.92	1.47	1.70	1.85	1.54	1.21
Inversiones y Liquidez						
Activos Líquidos/(Reservas + Oblig)	4.50	3.91	4.05	4.14	3.59	3.04
Activos Liq./ (Resv. + Deuda Finan. + Oblig. Con Aseg.)	4.50	3.91	4.05	4.14	3.59	3.04
Activos Líquidos/Pasivos	1.16	1.24	0.87	0.81	0.90	0.86
Inmuebles/Activo Total	5%	4%	4%	3%	3%	8%
Primas Vencidas/Primas por Cobrar	4%	5%	6%	4%	9%	6%
Primas Vencidas*/Primas por Cobrar	0%	6%	7%	6%	13%	10%

*primas vencidas + de 60 días