



Ecuador
Análisis de Fortaleza Financiera

Seguros del Pichincha S.A.

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Ultimo Cambio
Fortaleza Financiera	AA+ (ecu)	AA+ (ecu)	Oct.08

Definición General de la Calificación:

Muy Fuerte. Las empresas aseguradoras ubicadas dentro de esta categoría tienen una muy alta capacidad para cumplir con sus asegurados y con sus obligaciones contractuales. Los factores de riesgo son modestos 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

Seguros del Pichincha S.A. Compañía de Seguros y Reaseguros (Seguros del Pichincha) fue constituida en el año 1995 y es una subsidiaria 99.99% poseída por el Banco Pichincha C.A. (BP), la mayor institución financiera del Ecuador. A pesar que la empresa ocupa la décima posición dentro del ranking nacional de empresas de seguros (3% de la prima neta pagada al cierre de junio de 2008), Seguros del Pichincha es líder dentro del considerado segmento masivo de seguros de personas.

Fortalezas y Oportunidades

- Garantía legal y soporte operativo provistos por el Banco Pichincha
- Desempeño operativo y rentabilidad superiores al promedio del mercado
- Adecuados indicadores de liquidez y capitalización
- Política de suscripción conservadora apoyada en un adecuado liderazgo de su mercado nicho

Debilidades y Amenazas

- Niveles de costos operativos superiores a la media del mercado
- Concentración del portafolio de inversiones en instrumentos emitidos por empresas relacionadas
- Volatilidad del entorno operativo del sector

Fundamentos

Apoyada en una política comercial definida y contando con el apoyo operativo y financiero del mayor banco de la plaza, Seguros del Pichincha ha logrado posicionarse rápidamente dentro de los primeros lugares de las empresas de seguros de vida y especialmente como uno de los líderes de su mercado relevante. Así, cerca del 90% de la prima devengada de los últimos tres años ha estado colocada en ramos de personas (principalmente coberturas de vida colectiva y accidentes personales), mientras que el resto se ha distribuido en coberturas de incendio para viviendas y algunos productos dedicados a la pequeña y mediana industria.

Es importante destacar que dadas las regulaciones locales, Banco Pichincha C.A. (BP) es responsable de las pérdidas patrimoniales de las instituciones miembros del Grupo Financiero Pichincha hasta por el valor de los activos de cada uno de los miembros. Por ello, y dado la adecuada calidad crediticia de BP (calificación nacional AA+), su clara identificación comercial con su subsidiaria en el sector seguros y una adecuada integración de operaciones, BankWatch Ratings estima que en caso de ser necesario, BP tendría la disposición y capacidad de proveer soporte a Seguros del Pichincha, lo cual es un elemento que refuerza la calificación de la entidad. Por otro lado, los holgados niveles de liquidez y el manejo de las inversiones por parte de BP, en un esfuerzo de mantener una tesorería centralizada para el grupo, también refuerzan los efectos positivos de los indicadores de desempeño de la empresa.

Dada su orientación al mercado masivo, la empresa ha concretado marcados esfuerzos en complementar su fuerza de distribución, inicialmente muy vinculada al canal bancario provisto por su principal accionista, a través de programas de bancaseguros con otras dos instituciones financieras, una mayor explotación de los brokers locales y también la introducción de un "call center" y otras herramientas de manejo de clientes. La intención de la gerencia es mantener una tendencia expansiva del universo de clientes asegurados y a su vez ampliar el número de productos comercializados por cliente. Debido a la mayor remuneración relativa del canal masivo, un relativo menor tamaño y significativamente menores recuperaciones de gastos por parte de reaseguradores, (propio de empresas concentradas en los ramos de vida con altos niveles de retención), las relaciones de costos de operaciones a primas devengadas netas comparan desfavorablemente con la media del mercado (Seguros del Pichincha Jun08: 44%, mercado Jun08: 34%), sin embargo, 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 mantener los elevados niveles de rentabilidad de la empresa, los cuales han permitido una adecuada autogeneración de capital y por ende indicadores de capitalización razonables a pesar del drástico crecimiento.

Perspectivas de la Calificación

Dado que no se esperan cambios predecibles en el marco legal o en la disposición y capacidad de BP en proveer soporte en caso que sea requerido, y a su vez, la tendencia a mantener un crecimiento ordenado de sus operaciones bajo parámetros de suscripción conservadores, BankWatch Ratings no espera cambios significativos en el perfil financiero de la empresa. El rápido crecimiento de la empresa con productos nuevos, requerirán de un monitoreo cercano de los nuevos riesgos incurridos. El adecuado conocimiento del mercado, la consolidación de las nuevas herramientas de comercialización y el apoyo de su principal accionista, serán claves para mantener la posición de liderazgo dentro de un mercado con mayores niveles esperados de competencia, en medio de la volatilidad del ambiente operativo en Ecuador.

FECHA COMITÉ: 10/22/08

ESTADOS FINANCIEROS: Junio 2008

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

Seguros del Pichincha S.A. Compañía de Seguros y Reaseguros (Seguros del Pichincha) fue constituida en el año 1995 como una asociación estratégica (50/50) entre el Banco Pichincha C.A. (BP), la mayor institución financiera del Ecuador y Seguros Colmena de Colombia; siendo que en el año 2000 BP pasó a ser el único accionista de la empresa. A partir del 2007 BP mantiene el 99.99% de participación mientras que el resto pertenece a Inmobiliaria Industrial Rio Pacifico Inriopa C.A.. A pesar que la empresa cuenta con autorización para actuar en 20 ramos de seguros y reaseguros contemplados en la legislación local, la empresa ha mantenido un marcado sesgo a atender el denominado mercado masivo a través de protecciones a personas y en mucha menor medida, a propiedades inmobiliarias, siendo que su participación en el mercado corporativo, de grandes cuentas o de gobierno esta solo vinculado a protecciones de vida de tipo colectivo.

BP es el mayor banco ecuatoriano al cierre de junio 2008, con una participación de mercado en términos de activos cercana al 26% y de 27% en cuanto a depósitos del público se refiere. BP mantiene operaciones en otros países de la región (Perú y Panamá) y una agencia en Miami. A través del banco y de sus múltiples subsidiarias en el negocio financiero, BP ofrece servicios financieros integrales a sus clientes y mantiene una posición de liderazgo en el denominado mercado masivo y de consumo. Por su parte BankWatchRatings mantiene una calificación nacional de AA+ para las obligaciones de BP, siendo un reflejo de su fortaleza financiera.

De acuerdo a las regulaciones locales, BP es responsable de las pérdidas patrimoniales de las instituciones miembros del Grupo Financiero Pichincha (entre las cuales se encuentra Seguros del Pichincha) hasta por el valor de los activos de la aseguradora (USD 17 millones al cierre de junio de 2008). Por ello, y dado la adecuada calidad crediticia de BP, su clara identificación comercial con su subsidiaria en el sector seguros y una adecuada integración de operaciones, BankWatchRatings estima que en caso de ser necesario, BP tendría la disposición y capacidad de proveer soporte a Seguros del Pichincha, lo cual es un elemento que refuerza la calificación de la entidad.

Seguros del Pichincha cuenta con 218 empleados y el 97% de su negocio está dado por tres ramos (Vida en grupo 73%, accidentes personales 16%, e incendio 8%) medidos por la prima devengada.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros para el período 2004-2007, auditados por la firma PriceWaterhouseCoopers, de igual forma se consideraron los estados financieros no auditados correspondientes al cierre de junio del año 2008. 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

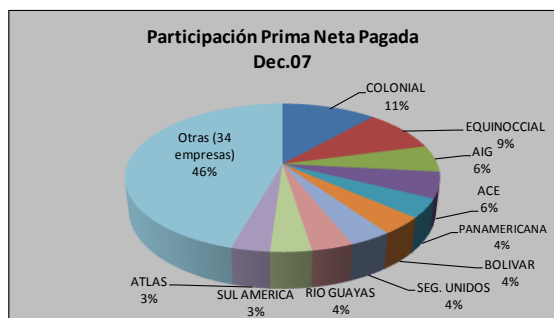
El sector cuenta con 44 empresas de las cuales 6 operan exclusivamente en el ramo vida, 14 exclusivamente en ramos generales y 24 son mixtas. Asimismo existen dos reaseguradoras, una en Quito y otra en Guayaquil. El ente regulador para el sector asegurador es la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador, la cual ha aprobado 38 ramos de negocios en los cuales se puede operar. Estos ramos pueden clasificarse en generales que representan alrededor del 84% de la producción total y vida que expresan el 16% restante. Al evaluar ramo por ramo tenemos que al cierre del 2007 cuatro ramos representan el 61% de la prima neta pagada (vehículos: 29%, vida en grupo: 14%, incendio: 10% y transporte: 7%).

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. El sector tradicionalmente se ha enfocado al público de ingresos medio, medio-alto por su capacidad financiera, sin embargo, esta tendencia en los últimos años ha cambiado dando paso a la entrada de seguros masivos, apoyado por una mayor penetración bancaria. No obstante, durante el periodo 2003-2007, la relación de primas a Producto Interno Bruto (PIB) se ubicó en 1.5%, una de las más bajas de la región, a pesar del crecimiento sostenido de las primas en dicho período (+10% 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 comparado al 31% a finales del 2004 (de acuerdo a los conceptos manejados por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador). Además al cierre del 2007, el monto asegurado per cápita aumento hasta USD49 de USD36 en el 2003, aunque todavía muy por debajo del promedio de la región. Estas mejoras se dieron en parte como producto de la estabilidad económica inducida por la dolarización (año 2000) que estimuló a la industria mediante el fortalecimiento de otros ramos no tradicionales y en general por el mayor nivel de bancarización. Esta tendencia positiva podría verse afectada por la situación política que ha frenado el ritmo que venía sosteniendo la economía nacional. Vale la pena mencionar que la inflación anual a agosto fue de 10.02%, lo que resultará en un incremento de precios de las pólizas y dificultará la venta debido a que al momento la protección de seguros es muy sensible a precios debido al limitado presupuesto familiar.

El nivel de concentración del sector es moderado, siendo que las principales 10 empresas representan poco más del 58% de la prima neta pagada, dentro de un mercado de 44 empresas (Ver Gráfico 1). Sin embargo, comparado con otros países de la región existen demasiadas compañías para el tamaño del mercado y vemos la necesidad de consolidación en el futuro.



Gráfico 1



Por otra parte, es importante mencionar que actualmente la regulación ecuatoriana a diferencia con los bancos, no obliga a las compañías de seguros a tener una calificación de riesgos. Esto limita la transparencia y complica a los clientes de seguros a reconocer y diferenciar los riesgos entre 44 compañías.

Al Ecuador le ha tomado 43 años establecer un seguro para víctimas de accidentes de tránsito ya que desde 1965 apareció por primera vez en la Ley de Tránsito la idea de crear el mencionado seguro, sin embargo no fue hasta diciembre de 2007 que desde la Presidencia se aprobó el SOAT. Así desde enero 2008 entró en vigencia el Seguro Obligatorio de Accidentes de Tránsito, 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. Tomando en cuenta que en el Ecuador existen alrededor de 1.046.000 vehículos, se estima que este seguro generará primas por un monto superior a USD 70 millones anuales. De los cuales el 78% de los recursos estará manejado por las empresas y el 22% por el Fondo de Seguro Obligatorio de Accidentes de Tránsito (Fonsat) para cubrir a las personas que no tengan seguro o autos fantasmas.

El SOAT debe ser contratado para todo vehículo a motor que circule en el país, constituyéndose como requisito básico para la obtención de la matrícula. El seguro debe ser adquirido durante los tres primeros meses de cada año ya que se aplicará una multa del 15% del valor de la prima, por cada mes de retraso (acumulativo). A junio 2008 la prima devengada por este concepto alcanzó USD44 millones.

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, sumándose al potencial riesgo moral que puede generar este seguro. En la actualidad existen 16 compañías de las 44 aseguradoras que han sido aprobadas por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador para poder proveer el SOAT. Es importante mencionar que a la fecha han existido varios problemas operativos debido a la falta de coordinación, ejecución e información de los principales actores del proyecto: Fonsat, Corposoat (Corporación de Aseguradoras del SOAT), Ministerio de Salud Pública y el Consejo Nacional de Tránsito y Transportes Terrestres. Así, de acuerdo a datos de la Comisión Interinstitucional de Educación, Seguridad y

Prevención Vial (Covial), entre los meses de mayo y junio de 2008 existieron 5,721 heridos por accidentes de tránsito, de los cuales solo cerca de 2,400 fueron atendidos. Seguros del Pichincha no participa en el SOAT.

Desempeño Operativo

A pesar que la empresa podría actuar en 20 ramos, si evaluamos su participación de mercado dentro de los principales segmentos de participación como es el ramo vida, la empresa muestra una posición muy sólida. Tomando en cuenta a las seis empresas que solo trabajan en vida, Seguros del Pichincha ocupa la tercera ubicación en participación de mercado con 13% de la prima neta pagada. Contrario a tendencias del mercado, Seguros del Pichincha es una empresa concentrada en ramos de personas, especialmente en el denominado mercado masivo. Desde su constitución en el año 1995, la empresa ha mantenido una orientación comercial encomendada a explotar no solo la amplia base de clientes y relaciones del grupo financiero al cual pertenece, sino también más recientemente, se ha impuesto la meta de incorporar nuevos y novedosos canales de comercialización con la intención de mantener una expansión sostenida del universo de personas aseguradas y por ende, de su nivel de primaje. Así durante sus primeros 8 años de operación, cerca de un 80% del volumen de primas devengadas provenían de alguna u otra forma de los negocios provistos por BP, sin embargo, desde el año 2003, la expansión del negocio de bancaseguros hacia otras dos instituciones financieras, una mayor agresividad a través de corredores locales y la mejora de las herramientas de mercadeo directo de la empresa (Call Center, CRM, etc.) han sido claves para reducir dicha dependencia, siendo que según declaraciones de la gerencia, la porción de negocios provenientes de su grupo controlador se ha reducido hasta cerca de un 42% del total durante el año 2008.

A pesar de la naturaleza de los negocios, orientados al mercado masivo y también con una creciente participación en el segmento de pequeñas y medianas empresas, el nivel de concentración de primas en términos de clientes es alto, siendo que las 25 mayores exposiciones por grupo económico representaban cerca del 66% de la prima neta pagada, aunque dicha relación se reduce hasta un 25% si se excluye el efecto de las primas derivadas del Grupo Financiero Pichincha, cifra que compara positivamente con el promedio del sector, pero aun presente posibilidades de mejora comparada con promedios regionales.

Por su parte, la baja participación de negocios de gran tamaño y su limitada participación en la oferta de seguros patrimoniales se refleja en un mayor nivel de retención para Seguros del Pichincha con relación al mercado, siendo que la relación de prima retenida a prima devengada en el periodo 2004-2007 fue de 61% y el cierre de junio se ubicó en 64%, mientras que el promedio del mercado se ubicó en 36% y 33% respectivamente, aunque en línea con tendencias regionales y presentado un programa de reaseguro suficiente. En el futuro se espera que esta tendencia



continúe debido al incremento de productos nuevos que representan una alta retención.

Como puede observarse en la Tabla 1, la prima retenida al cierre de junio de 2008 se encuentra particularmente explicada por las coberturas de vida en grupo (84%), accidentes personales (13%), incendio y riesgos catastróficos (3%), mientras que la porción minoritaria restante corresponde a algunas protecciones de fidelidad bancaria (provenientes de BP y totalmente cedidas al reaseguro) y otros ramos menores como coberturas para pequeñas y medianas empresas. Es importante destacar que en relación a las pólizas de vida y salud, la mayoría corresponde a protecciones de vida de tipo colectivo, mientras que hasta el momento la empresa no ha comercializado protecciones de vida en el segmento individual y las coberturas de salud ofrecidas a través del programa de vida colectivo, corresponden a montos asegurados bastante bajos y solo comercializados de forma complementaria.

Es importante destacar que el esfuerzo comercial de la empresa dentro de su mercado objetivo se ha traducido en un crecimiento sostenido del volumen de primas devengadas retenidas, el cual en promedio aumentó en 27% durante el periodo 2004-2007, mientras que el mercado lo hizo en tan solo un 13%. Aun más importante fue el crecimiento a junio 2008 comparado con el mismo periodo del año anterior de 62%, mientras que el mercado solo creció en 5%. En gran parte este crecimiento ha sido resultado de mayores canales que han llegado a nuevos clientes y no por clientes de la competencia. Todo esto sin relajamientos en la política de suscripción de la empresa ni un deterioro en sus principales indicadores de desempeño operativo.

Tabla 1: Distribución de las Primas

Distribución Prima por Ramos	SEGUROS DEL PICHINCHA				MERCADO			
	Jun-07 Bruta	Jun-07 Ret.	Jun-08 Bruta	Jun-08 Ret.	Jun-07 Bruta	Jun-07 Ret.	Jun-08 Bruta	Jun-08 Ret.
Vida en grupo	77%	87%	73%	84%	12%	21%	14%	26%
Accidentes personales	9%	11%	16%	13%	6%	7%	6%	8%
Incendio y Catastróficos	11%	2%	8%	3%	14%	4%	15%	4%
Fidelidad	3%	0%	2%	0%	1%	1%	1%	1%
Otros	0%	0%	1%	0%	67%	68%	65%	61%

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

Dicho crecimiento se basó en tres aspectos importantes: Primero, el call center (CRM) iniciado a finales del año anterior demostró tener altos índices de efectividad de ventas; segundo, el Banco Pichincha mantuvo un crecimiento sostenido en la generación de préstamos, lo cual resulta en una demanda adicional de protecciones de seguros para los nuevos clientes del banco que mantienen operaciones crediticias, y tercero el canal corporativo se desarrolló a mayor escala incorporando mayores grupos asegurados a la cartera de personas. De esta manera, los tres ramos fundamentales de la empresa a junio 2008 crecieron sobre el 55% comparado con igual periodo del año anterior. 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 ramos diferentes, aunque dicho proceso dependerá de la velocidad de

ampliación de dichas carteras en medio de un entorno de mayor nivel de competencia.

El mantenimiento de una adecuada política de suscripción y la naturaleza propia de los riesgos suscritos, de relativo menor nivel de siniestralidad que el promedio del mercado altamente influenciado por el peso de las protecciones de vehículos, han resultado en indicadores de siniestralidad adecuados con una ligera tendencia al alza en los últimos trimestres. De esta manera, a pesar de los controles de suscripción, la siniestralidad de la empresa ha mantenido una tendencia creciente, no solo por la maduración propia de los riesgos suscritos, sino también por un aumento en la severidad de los siniestros debido a un cambio en la estructura de la cartera, ya que el monto promedio de los préstamos hipotecarios otorgados por BP han aumentado; sin embargo, los indicadores de siniestralidad de Seguros del Pichincha comparan favorablemente con el promedio del mercado (Ver Tabla 2). De manera particular, al comparar los indicadores de siniestralidad en los ramos relevantes (Vida, Accidentes Personales, Incendio), se evidencia una marcada diferencia a favor de Seguros del Pichincha, aunque en el primer caso vale destacar que la siniestralidad de la empresa no se encuentra afectada por protecciones de salud. Así, al cierre de junio 2008 la relación de siniestros pagados (en ramos de vida en grupo) se ubicó en 43%, muy por debajo del promedio del mercado (57%). Por otra parte en el ramo de accidentes personales la siniestralidad llegó a 27%, mientras que el mercado alcanzaba el 33%. Por su parte y dado el usual alto grado de retención propio de los negocios de seguros de personas, las relaciones de siniestralidad retenida siguen la misma tendencia de la siniestralidad bruta y se ubican ligeramente por arriba de las primeras, tendencia común en el mercado de riesgos de bajo nivel de reaseguro.

Tabla 2: Siniestralidad

Siniestralidad por Ramos	SEGUROS DEL PICHINCHA				MERCADO			
	Jun-07 Bruta	Jun-07 Ret.	Jun-08 Bruta	Jun-08 Ret.	Jun-07 Bruta	Jun-07 Ret.	Jun-08 Bruta	Jun-08 Ret.
Vida en grupo	36%	33%	43%	37%	50%	49%	57%	58%
Accidentes personales	26%	23%	27%	40%	30%	38%	33%	40%
Incendio y Catastróficos	2%	6%	1%	2%	12%	23%	12%	37%
Fidelidad	0%	0%	0%	0%	46%	54%	38%	41%
Total	31%	32%	38%	39%	47%	56%	50%	60%

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 mitigarían los efectos negativos de dicha maduración.

Los costos propios de los canales de distribución masivos (mayores que el de los canales tradicionales) y los esfuerzos de la empresa de mejorar sus sistemas de venta directa (Call Center, CRM, etc.) y en general algunas otras mejoras impuestas en las operaciones de la empresa, han presionado los costos de operación, aunque los mismos han crecido menos que el volumen de primas manejadas durante el periodo 2004-2007. Sin embargo, el primer semestre del 2008 dicha expansión fue de 52%, mientras que el crecimiento de la prima neta pagada fue



de 50%. El crecimiento en los costos operativos en gran parte está explicado por un fuerte crecimiento del 70% en gastos de adquisición debido a estudios de mercado realizados para nuevos proyectos y por la creación de un nuevo plan de incentivos a su fuerza de ventas y brokers. Si bien los gastos de administración se ubican por debajo del nivel de crecimiento del negocio, lo cual ha beneficiado la relación de gastos de administración a prima devengada (2006:23%, 2007:22%, jun08: 19%), el bajo nivel de recuperación de gastos por parte de reaseguradores y los mayores costos de adquisición aun resultan en relaciones de costos de operación netos a prima retenida superiores al promedio del mercado. Para el cierre de junio de 2008 dicho indicador se ubicaba en 44%, mientras que el promedio del mercado era de 34%. 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 mantener los elevados niveles de rentabilidad de la empresa.

El aumento más que proporcional de la prima retenida, el comportamiento favorable de la carga de gastos administrativos 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 89% en el periodo 2004-2006, hasta 84% durante el año 2007 y 83% al cierre de junio 2008, niveles significativamente mejores al promedio del mercado (2007:96%, jun08: 89%). Una maduración apropiada de los riesgos suscritos y el mayor control de gastos serán claves para preservar y mejorar el indicador combinado, en medio de la volatilidad propia del ambiente operativo ecuatoriano y una mayor competencia.

El control de tasas de interés por parte del Gobierno y la reducción del rendimiento de los títulos valores emitidos por entidades extranjeras, han influenciado el portafolio de inversiones, siendo que los ingresos financieros sobre prima devengada a junio 2008 se redujeron a 2.3% comparado con el 3% al cierre del 2007. A pesar de este decrecimiento, el indicador se mantiene sobre el promedio del mercado de 1.7%, lo que ha permitido una mejora sostenida del indicador operativo de la empresa y ha estado explicado por una amplia relación de cobertura de reservas y la no existencia de endeudamiento financiero. Así, el índice operativo de Seguros del Pichincha para el periodo 2004-2007 fue de 84% y a junio 2008 del 79%, mientras que el promedio del mercado se ubicaba en 84% a la misma fecha. El aumento de la rentabilidad técnica, ha derivado en relaciones de rentabilidad estables, siendo que las relaciones ROAA y ROAE se han mantenido en 23% y 48% (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 junio de 2008. Estas relaciones están ligeramente sobrestimadas durante el corte interino 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 24% de la utilidad neta en los últimos cuatro años.

■ 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 varias 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 la composición de la cartera de títulos de Seguros del Pichincha ha presentado ligeramente una menor concentración relativa en títulos emitidos por el gobierno, siendo que al cierre de junio 2008 representan el 13% del portafolio (mayoritariamente colocados en mercado local), por debajo del promedio del mercado. En términos de patrimonio, dicha exposición representaba 20% del patrimonio de la empresa al cierre de junio de 2008.

En adición a la cartera de títulos públicos, la empresa ha colocado la mayoría de sus inversiones en colocaciones bancarias, obligaciones emitidas por empresas locales, inmuebles y algunos fondos de inversión en forma minoritaria (Ver Tabla 3). La participación de la empresa en los mercados de renta variable ha sido bastante limitada, siendo que al cierre de junio de 2008 solo representaban el 2% de las inversiones totales (2.5% del patrimonio) y estaba representada por acciones de La Favorita.

Tabla 3: Composición de la Cartera de Inversiones

Inversiones	Dec-06		Dec-07		Jun-08	
	USD MM	%	USD MM	%	USD MM	%
Gobierno	1.5	22%	1.6	13%	1.8	13%
Bcos. Nacionales	2.8	40%	5.9	50%	8.2	46%
Bcos. Internacionales	0.6	8%	0.6	5%	0.6	5%
Deuda Local	0.8	11%	2.3	19%	3.7	28%
Fondos de Inversión	0.1	1%	0.1	1%	0.1	1%
Acciones	0.4	5%	0.5	4%	0.2	2%
Inmuebles	0.8	12%	0.8	7%	0.8	6%
Reservas	0.0	0%	0.0	0%	0.0	0%
TOTAL	6.9	100%	11.8	100%	13.4	100%

Fuente: Seguros del Pichincha

Es importante destacar que actualmente se está coordinando la creación de una tesorería centralizada por parte del Grupo Pichincha, la cual se encargará de prestar servicios de administración y asistencia directa en el manejo de la cartera de inversiones para todas las entidades del Grupo, incluido Seguros del Pichincha. Este servicio anteriormente lo realizaba la Casa de Valores del Grupo. La tesorería centralizada por parte del Grupo, resultará en un mayor control de las inversiones de Seguros del Pichincha. Dentro del proceso de selección de inversiones realizado por la empresa destaca la revisión del perfil de riesgo de cada emisor y el vencimiento de los títulos. A pesar de esto, la empresa muestra una concentración importante en inversiones en empresas relacionadas al Grupo Pichincha, las cuales llegaron a representar poco más del 79% del patrimonio al cierre de junio de 2008, relación que se ubica por arriba de lo observado en mejores prácticas a nivel regional e internacional. 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.

Por su parte y dada la naturaleza del negocio masivo (el cual se apoya en sistemas de cobro automático de frecuencia periódica y en manos de canales de distribución con fuertes poderes de negociación), la empresa muestra una muy baja concentración de activos en cuentas por cobrar en comparación con el promedio del mercado (Seguros del Pichincha: 4% del activo total; Mercado: 22%; ambos durante el periodo 2004-2007), lo cual se traduce no solo en un fuerte flujo de caja para la empresa, sino también en una mayor base de inversiones disponibles para invertir. El nivel de rotación de esa pequeña porción de cuentas por cobrar es adecuado, con mínimos niveles de pérdidas históricas por incobrables.

La regulación local contempla la creación de reservas técnicas vinculadas a la proporción no devengada de la prima (siguiendo la fórmula de veinticuatroavos), 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 el caso de Seguros del Pichincha). 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 sobresaliente comportamiento de dicho indicador, el cual en promedio se ha ubicado alrededor de 3.1 veces en el periodo 2004-2007, con una ligera tendencia a contraerse, sin embargo, relación superior al promedio del mercado de 2.3 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.

La reducción de la exposición del portafolio de inversiones a títulos emitidos por empresas relacionadas y un adecuado control de la exposición a títulos de gobierno, serían 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

Los adecuados niveles de rentabilidad de la empresa y la política de total retención de utilidades, han permitido reducir los niveles de apalancamiento de Seguros del Pichincha sin la necesidad de inyecciones adicionales de capital en los últimos cinco años, todo esto a pesar del crecimiento sostenido de las operaciones. De tal forma, la empresa ha logrado cubrir con creces los requerimientos regulatorios en términos de suficiencia patrimonial por los últimos 5 años, mientras que las relaciones tradicionales de apalancamiento también han mejorado a lo largo del tiempo.

Así, la relación de pasivo a patrimonio ha promediado cerca de 1.2 veces durante el periodo 2004-2007 (1.0 veces al cierre de junio de 2008), mientras que el promedio del sector fue de 1.7 veces (1.8 veces para junio de 2008). Por su parte, la relación de patrimonio a activo se ubicó en 38% durante el mismo periodo (Jun. 08: 35%). Sin embargo, la relación de endeudamiento neto (que incluye el monto de las primas retenidas y el patrimonio) se ubicó en 3.5 veces durante el periodo antes mencionado, mientras que el promedio del mercado fue de 2.9 veces, explicado por el mayor nivel de retención promedio propio del negocio de vida que diferencia a la empresa del promedio del mercado.

Por su parte la institución cumplía con la relación de solvencia regulatoria al cierre de junio 2008, de acuerdo a las dos formas de cálculo 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 de sus activos menos los cargos diferidos, (3.9 veces y 2.5 veces respectivamente). Es importante destacar que la regulación local permite la revalorización de los inmuebles dentro de los libros de las empresas, sin embargo, dado que al momento de dicha autorización la empresa no registraba mayores activos fijos, el nivel de revalorizaciones en su patrimonio es mínimo.

En general BankWatch Ratings 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 Seguros del Pichincha. Tomando en cuenta el rápido crecimiento y el plan de expansión, no se descartaría la necesidad de aportes adicionales de capital por parte de los accionistas para apoyar dicha expansión.

▪ 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 regionales y dadas la relativa baja exposición patrimonial por evento, la empresa maneja principalmente contratos de exceso de pérdida para las líneas de personas, mientras que en el caso de las



protecciones de incendio provistas y otros ramos menores las protecciones son de tipo proporcionales, con bajos niveles de retención. Así, a través de la protección provista por el programa de reaseguro la empresa mantiene una máxima pérdida por evento inferior al 3.2% del patrimonio. Las protecciones catastróficas reducen la exposición del patrimonio en caso de ocurrencia de catástrofe hasta poco menos de un 1.7% del patrimonio, relaciones consideradas adecuadas.

Por su parte, y a pesar que los cúmulos catastróficos están protegidos en un 15% 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. El pool de reaseguradores está liderado por Munchener Ruck (calificación AA- otorgada por Fitch Ratings), mientras que otras empresas como Hannover Ruck (AA-), MAPFRE Re (A+), SCOR Re (A), Sirius International (A-) y Folksamerica (A-) también participan de manera importante dentro del pool.

De manera complementaria y en línea con tendencias a nivel global, existen manuales detallados para el manejo de los contratos de reaseguros y se exigen una calificación internacional no inferior de "A" (calificación internacional) para poder trabajar con un reasegurador. Es importante destacar que la empresa ha mantenido relaciones de operación estable con su pool de reaseguradores, mientras que mantiene una relación preferente con otros reaseguradores que le permiten responder rápidamente a la colocación de riesgos de gran tamaño. En este contexto, la reaseguradora Swiss Re dejó de trabajar con Seguros del Pichincha debido a estrategias en la región, sin embargo, los riesgos fueron cubiertos rápidamente por las otras aseguradoras.

Resumen Financiero - Seguros SEG. PICHINCHA

(Miles de USD)

BALANCE GENERAL	Dec-04	Dec-05	Dec-06	Jun-07	Dec-07	Jun-08
ACTIVO						
Activos Líquidos	3,650	5,613	7,668	8,621	11,357	13,315
Depósitos	358	577	1,598	1,118	442	722
Valores Negociables	3,292	5,037	6,070	7,503	10,914	12,592
Privados	2,473	4,138	4,190	5,813	8,881	10,630
Públicos	841	921	1,548	1,258	1,578	1,759
Acciones	0	0	351	450	500	218
Provisión de Inversiones	-23	-23	-18	-18	-45	-15
Préstamos	0	0	0	0	0	0
Primas por Cobrar	331	223	182	341	537	309
Vencidas netas de Provisión (Memo)	78	76	49	47	307	48
Cuentas con Reaseguradores	589	555	596	910	1,199	1,348
Inmuebles y Activo Fijo	160	155	1,028	1,056	1,116	1,136
Otros Activos	619	375	669	1,824	800	1,346
Diferido	400	21	37	1,215	58	806
ACTIVO TOTAL	5,348	6,922	10,143	12,753	15,009	17,454
PASIVO						
Obligaciones con Asegurados	347	487	690	653	860	1,366
Por Siniestros	318	433	646	600	803	1,209
IBNR	30	54	43	53	57	157
Reservas Técnicas	1,010	1,270	1,718	1,766	2,362	2,625
Matemáticas	0	0	0	0	0	0
De Riesgo en Curso	1,010	1,270	1,718	1,766	2,362	2,625
Otras	0	0	0	0	0	0
Obligaciones con Entidades Financieras	0	0	0	0	0	0
Obligaciones con Reaseguradores	563	690	931	823	1,277	1,190
Cuentas por Pagar	539	739	1,145	633	1,823	621
Otros Pasivos	507	460	884	2,572	1,849	2,959
Reaseguros no Proporcionales	315	311	619	2,089	1,583	2,622
PASIVO TOTAL	2,966	3,645	5,368	6,448	8,170	8,762
PATRIMONIO						
Capital Pagado	1,200	1,700	2,550	2,550	4,000	4,000
Reservas	712	772	876	876	981	981
Utilidades no Distribuidas	471	805	1,348	2,879	1,858	3,711
PATRIMONIO TOTAL	2,382	3,277	4,774	6,305	6,839	8,692

**Resumen Financiero - Seguros SEG. PICHINCHA**

(Miles de USD)

ESTADO DE RESULTADOS	Dec-04	Dec-05	Dec-06	Jun-07	Dec-07	Jun-08
Primas Suscritas Netas	10,715	13,969	16,512	9,510	21,867	14,250
Primas Devengadas	10,314	13,709	16,064	9,462	21,224	13,987
(-) Prima Cedida	4,030	4,952	6,218	3,899	8,660	4,992
Prima Devengada Retenida	6,284	8,757	9,845	5,564	12,564	8,995
(-) Siniestros Pagados	3,591	4,852	4,685	2,988	6,830	4,877
(-) Rescates de pólizas de vida o pensiones	0	0	0	0	0	0
(+) Siniestros a Cargo de Reaseguradores	1,894	1,856	1,851	1,158	2,715	1,862
(+) Recuperación o Salvamento de Siniestros	0	0	0	0	0	0
(-) Reservas de Siniestros Netas	-186	-139	-203	36	-171	-506
Siniestros Incurridos Netos	1,882	3,135	3,037	1,793	4,285	3,521
(-) Gastos de Adquisición	2,442	3,245	3,597	1,811	4,382	3,075
(-) Gastos de Administración	2,863	3,337	3,693	2,005	4,624	2,711
(+) Gastos a Cargo de Reaseguradores	1,485	1,889	1,856	1,229	2,707	1,854
Costos de Operación Netos	3,820	4,693	5,434	2,587	6,299	3,932
(+) Otros Ingresos o (gastos) no operacionales	0	0	0	0	0	0
Resultado de Operación o Resultado Técnico	582	929	1,374	1,183	1,980	1,542
Ingresos Financieros	139	223	494	356	630	325
Gastos Financieros	18	1	1	0	0	0
Otros	-48	-46	-32	-8	-45	-15
Utilidad Antes de Impuestos	656	1,105	1,835	1,531	2,565	1,853
Impuesto sobre la Renta	133	211	338	0	500	0
Participación de minoritarios	0	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	523	894	1,498	1,531	2,065	1,853

PRINCIPALES INDICADORES	Dec-04	Dec-05	Dec-06	Jun-07	Dec-07	Jun-08
Resultados Operativos						
Participación de mercado (Prima Devengada)	2%	3%	3%	3%	3%	3%
% de Retención (sobre base devengada)	61%	64%	61%	59%	59%	64%
Siniestralidad Incurrida Bruta	37%	36%	30%	31%	33%	38%
Siniestralidad Incurrida Neta	30%	36%	31%	32%	34%	39%
Gastos de Adquisición/Prima Devengada	24%	24%	22%	19%	21%	22%
Gastos de Administración/Prima Devengada	28%	24%	23%	21%	22%	19%
Costos de Operación Netos/Prima Retenida	61%	54%	55%	47%	50%	44%
Resultado Técnico/ Prima Devengada	6%	7%	9%	13%	9%	11%
Índice Combinado	91%	89%	86%	79%	84%	83%
Índice Operativo	89%	87%	81%	72%	79%	79%
Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada	1.2%	1.6%	3.1%	3.8%	3.0%	2.3%
ROAA	10%	15%	18%	27%	16%	23%
ROAE	25%	32%	37%	55%	36%	48%
Capitalización y Apalancamiento						
Pasivo/Patrimonio	1.25	1.11	1.12	1.02	1.19	1.01
Reservas/Pasivo	46%	48%	45%	38%	39%	46%
Deuda Financiera/Pasivo	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Obligaciones con Reasegurados/Prima Retenida	9%	8%	9%	7%	10%	7%
Primas Retenida/Patrimonio	2.64	2.67	2.06	1.76	1.84	2.07
Indicador de Solvencia Regulatoria	4.50	4.26	3.46	1.51	3.20	1.64
(Superávit no Realizado + Revalorización de Activos)/Patrimonio	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Patrimonio/Activo	45%	47%	47%	49%	46%	50%
Endeudamiento Neto	3.88	3.79	3.19	2.79	3.03	3.08
Inversiones y Liquidez						
Activos Líquidos/(Reservas + Oblig)	2.69	3.20	3.18	3.56	3.52	3.34
Activos Liq./(Resv. + Deuda Finan. + Oblig. Con Aseg.)	2.69	3.20	3.18	3.56	3.52	3.34
Activos Líquidos/Pasivos	1.23	1.54	1.43	1.34	1.39	1.52
Inmuebles/Activo Total	3%	2%	10%	8%	7%	7%
Primas Vencidas/Primas por Cobrar	24%	34%	27%	14%	57%	16%
Primas Vencidas*/Primas por Cobrar	7%	9%	10%	4%	5%	6%

*primas vencidas + de 60 días