



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)	Sept.09
Perspectiva	Estable	Estable	

Definición General de la Calificación:

"AA+ (ecu) con Perspectiva Estable"

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. 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
- Reservas Técnicas a Prima Retenida por debajo del promedio del mercado

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.

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 retenidas comparan desfavorablemente con la media del mercado (Seguros del Pichincha Jun09: 43%, mercado Jun09: 38%), 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.

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.

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. La calificación podría verse perjudicada si cambios en las políticas de inversión y dividendos afectarían sus consistentes indicadores de liquidez y capitalización.

FECHA COMITÉ: 15/09/09

ESTADOS FINANCIEROS: Junio 2009

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 Río Pacífico Inriopa C.A.. A pesar que la empresa cuenta con autorización para actuar en 21 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 2009, con una participación de mercado en términos de activos cercana al 27% y de 28% 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 22.943M al cierre de junio de 2009). 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 259 empleados y alrededor del 98% de su negocio está dado por tres ramos (Vida en grupo 77%, accidentes personales 14%, e incendio 8%) medidos por la prima suscrita. Es importante mencionar que la empresa no participa en el SOAT.

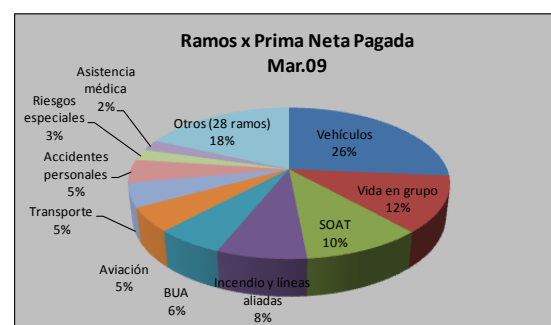
Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros para el período 2004-2008, auditados por la firma PriceWaterhouseCoopers, de igual forma se consideraron los estados financieros no auditados correspondientes al cierre de junio del año 2009. Los estados financieros 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 42 empresas de las cuales 6 operan exclusivamente en el ramo vida, 13 exclusivamente en ramos generales y 23 son mixtas. Asimismo existen dos reaseguradoras, una en Quito y otra en Guayaquil. Vale la pena mencionar que en el 2008 el ente de control dictaminó la liquidación forzosa de la aseguradora El Fenix y en la actualidad el regulador también ordenó la liquidación forzosa de la aseguradora Olympus. Además, la empresa Seguros Constitución, con capital venezolano adquirió la empresa Memoser, y la compañía Sul América cambio su denominación a Latina Seguros. El ente regulador para el sector asegurador es la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador (SBS), la cual ha aprobado 38 ramos de negocios en los cuales se puede operar. Estos ramos pueden clasificarse en generales que representan alrededor del 87% de la producción total y vida que expresan el 13% restante. Es importante mencionar que los ramos de vida, a pesar de mantener crecimientos por arriba de los ramos generales, han perdido participación (Vida 2008: 16%) debido a la inclusión del SOAT (Seguro Obligatorio de Accidentes de Tránsito) en el 2008 como parte de los seguros generales. La baja penetración de los seguros de vida en el Ecuador se debe a que un gran número de empresas internacionales no reguladas ofrecen abiertamente sus productos enfocados en coberturas de gastos médicos y de vida (especialmente a niveles socioeconómicos altos). Además todavía no existe en el Ecuador una cultura de confianza al seguro de vida como estrategia de ahorro, de esta manera la penetración de los ramos de Vida compara desfavorablemente con el promedio en Latinoamérica (35% del total de primas).

Al evaluar ramo por ramo tenemos que a marzo del 2009 cinco ramos representan el 62% de la prima neta pagada (vehículos: 26%, vida en grupo: 12%, SOAT: 10%, incendio: 8% y buen uso de anticipo: 6%). (Ver Gráfico 1).

Gráfico 1



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador

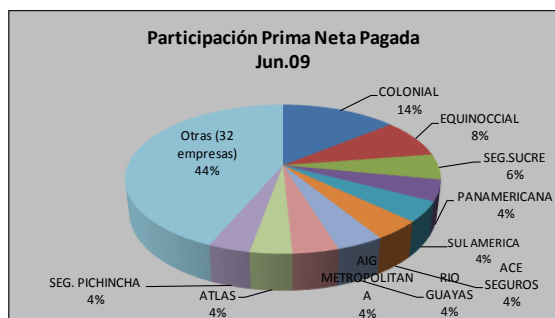
Similar a otros países de la región, el bajo nivel de ingresos, la volatilidad de entorno económico y el poco conocimiento sobre las bondades de las protecciones de seguros han resultado en una baja penetración de la actividad aseguradora en la economía nacional. El sector tradicionalmente se ha enfocado 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. De esta manera, durante



el periodo 2004-2007, la relación de primas a Producto Interno Bruto (PIB) se ubicó en 1.47% (versus una media ligeramente por debajo de 3% a nivel latinoamericano), mientras que en el 2008 subió hasta 1.68% apoyado por un crecimiento sostenido de las primas en los últimos cuatro años (17% promedio anual). Además al cierre del 2008, el monto asegurado per cápita aumento hasta USD61 de USD41 en el 2005, aunque todavía muy por debajo del promedio de la región. 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 representan el ramo más importante con el 29% de la prima retenida del sector a marzo 2009. 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-económica que ha frenado el ritmo que venía sosteniendo la economía nacional. La disminución del crédito y del consumo en general, no permitirá repetir los niveles de crecimiento observados en los últimos años.

El nivel de concentración del sector es moderado, siendo que las principales 10 empresas representan poco más del 56% de la prima neta pagada, dentro de un mercado de 42 empresas (Ver Gráfico 2). 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 2



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador

Actualmente el Estado genera una parte importante de la producción de primas llegando a representar alrededor del 30% de la producción total. De esta manera, el actual presidente del Ecuador, Rafael Correa ha dispuesto que todas las empresas públicas tienen que cubrir sus riesgos con una aseguradora del Estado y que en el caso ecuatoriano vendría a ser **Seguros Sucre**, empresa perteneciente al Banco del Pacífico, que paso a manos del Estado tras la crisis bancaria de 1999. Esto ha causado gran preocupación en el sector ya que muchas empresas dependen de las pólizas del Estado. Normalmente en la región los negocios del Estado no se manejan de forma cautiva, sino a través de libre oferta y demanda.

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 ayudaría a tener mayor transparencia y a que los clientes de seguros puedan reconocer y diferenciar los riesgos entre las 42 compañías en el mercado. (Para mayor información acerca del Sector Asegurador referirse al reporte "Sector Asegurador Ecuatoriano" publicado por BankWatch Ratings en Sept. 2009)

Desempeño Operativo

A pesar que la empresa podría actuar en 21 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. Seguros del Pichincha ocupa la décima ubicación en participación de mercado total con 3.4% de la prima neta pagada, entre 42 empresas. Sin embargo su ubicación es la número uno con 13% de participación si nos referimos a los ramos relevantes de las coberturas de Vida. 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 el Grupo Financiero Pichincha, sin embargo, desde el año 2003, 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 38% del total en lo que va del año.

Seguros del Pichincha ha realizado inversiones en otras compañías que complementan los servicios del negocio. Así desde mayo, con el 99.9% es el mayor accionista de Pichincha Directo (USD 5.000 de capital), empresa que se dedica a la comercialización de productos en modalidad Multinivel de seguros. También cuenta con el 50% de las acciones de la empresa Confiamed (USD 160.000 de capital), la cual brinda servicios de medicina pre pagada. Vale la pena mencionar que la medicina pre pagada esta bajo la supervisión de la Superintendencia de Compañías.

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 56% de la prima neta pagada, aunque dicha relación se reduce hasta un 31% si se excluye el efecto de las



primas derivadas del BP, cifra que compara positivamente con el promedio del sector, pero aun presenta 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 2005-2008 fue de 63% y el cierre de junio se ubicó en 66%, mientras que el promedio del mercado se ubicó en 36% y 35% 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 del 2008 se encuentra particularmente explicada por las coberturas de vida en grupo (84%), accidentes personales (13%), incendio y riesgos catastróficos (2%), 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.

Tabla 1: Distribución de las Primas

Distribucion Prima por Ramos

Distribucion Prima por Ramos	SEGUROS DEL PICHINCHA				MERCADO			
	Dec-07		Dec-08		Dec-07		Dec-08	
	Bruta	Ret.	Bruta	Ret.	Bruta	Ret.	Bruta	Ret.
Vida en grupo	75%	84%	77%	84%	14%	24%	14%	25%
Accidentes personales	12%	13%	14%	13%	6%	7%	6%	7%
Incendio y Catastróficos	11%	3%	8%	2%	14%	4%	11%	3%
Fidelidad	2%	0%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
Otros	0%	0%	1%	1%	65%	63%	68%	64%

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

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 32% durante el periodo 2005-2008, empujado por el sólido crecimiento del 2008 (55%). A junio del 2009 el crecimiento se mantiene consistente en 30% comparado con el mismo periodo del año anterior. Por su parte el mercado creció en 17% durante el periodo 2005-2008 y a junio 2009 el crecimiento fue del 21%. 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. Los ramos con mayor aporte al crecimiento han sido vida en grupo y accidentes personales, además con fuertes

crecimientos pero con participaciones reducidas dentro del portafolio están los ramos de robo y equipo electrónico.

Dicho crecimiento se basó en varias estrategias de las cuales las más destacadas son la nueva filosofía de administración del cliente (CRM), la mejora de sistemas tecnológicos, el mayor desarrollo del canal corporativo y el crecimiento del mercado de Guayaquil. La Dirección del Centro de Atención al Cliente, iniciado a finales del 2007, ha demostrado tener altos índices de efectividad de ventas y una mejora en el control de cartera y cobranzas. Los cambios tecnológicos realizados permitieron mejorar las herramientas de suscripción y producción de pólizas aumentando la eficiencia de los procesos y operación. Por su parte, el canal corporativo se desarrolló a mayor escala incorporando mayores grupos asegurados a la cartera de personas mientras que la evolución del mercado de Guayaquil ha crecido consistentemente; así, en el 2008 creció 40% esencialmente en el área de masivos. Además, hasta el 2008, 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. En el segundo semestre del 2009 se estima que el sector financiero será más cauteloso con su liquidez y se reducirán las colocaciones.

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 los valores asegurados en el ramo de accidentes y un aumento de 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. Por su parte el ramo de Accidentes Personales obtuvo una siniestralidad retenida de 34% en el 2008, comparado con el 24% en el 2007. Esto se debe



al usual alto grado de retención propio de los negocios de seguros de personas, tendencia común en el mercado de riesgos de bajo nivel de reaseguro.

Tabla 2: Siniestralidad

Siniestralidad por Ramo

Siniestralidad por Ramos	SEGUROS DEL PICHINCHA				MERCADO			
	Dec-07	Dec-08	Dec-07	Dec-08	Dec-07	Dec-08	Dec-07	Dec-08
Vida en grupo	38%	35%	37%	35%	53%	54%	54%	58%
Accidentes personales	28%	24%	28%	34%	34%	41%	29%	37%
Incendio y Catastróficos	2%	6%	1%	3%	12%	16%	17%	34%
Fidelidad	5%	0%	0%	0%	38%	34%	43%	49%
Total	33%	34%	35%	37%	49%	54%	47%	54%

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

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, Pichincha Directo, etc.) y en general algunas otras mejoras impuestas en las operaciones de la empresa, han resultado en relaciones de costos mayores a las del mercado. En el 2008 los gastos de adquisición crecieron más rápido (51%) que la Prima Devengada (42%), resultando en un índice (Gastos de Adquisición / Prima Devengada) de 22%, por encima del 15% del mercado. A junio 2009 este índice de la empresa mejora hasta 19% comparado con el 14% del mercado. Si bien los gastos de administración se ubican a niveles similares de crecimiento del negocio, lo cual ha beneficiado la relación de gastos de administración a prima devengada (2008:22%, jun09: 20%), 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 2009 dicho indicador se ubicaba en 43%, mientras que el promedio del mercado era de 38%. 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 de los Siniestros Incurridos Netos al cierre del 2008 provocó una desmejora del índice combinado a 86% comparado con el 84% del 2007, sin embargo, todavía significativamente mejor que el promedio del mercado (2007: 96%, 2008: 94%). A junio del 2009 el indicador mejoro a 83% mientras que el mercado se mantenía en 92%. 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.

A pesar del control de tasas de interés por parte del Gobierno y la reducción del rendimiento de los títulos valores emitidos por entidades extranjeras y locales, el rendimiento del portafolio de inversiones de la empresa ha mejorado ligeramente, siendo que los ingresos financieros sobre prima devengada a junio 2009 aumentaron a 3.2% comparado con el 2.5% al cierre del 2008. Esto contrario a la tendencia del mercado que a junio 2009 muestra un indicador de 1.5% menor al 1.7% mostrado en el 2008. Por otra parte, la no existencia de endeudamiento financiero ha permitido mejorar el indicador operativo de la empresa. Así, el índice operativo de Seguros del Pichincha para el periodo 2005-2008 fue de 82% y a junio 2009 del 78%, mientras que el promedio del mercado se ubicaba en 91% y 88% respectivamente. El aumento del resultado técnico, ha derivado en relaciones de rentabilidad estables, siendo que las relaciones ROAA y ROAE se han mantenido en 23% y 47% (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 2009. 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. Sin embargo, los niveles promedio de ROAA y ROAE para el periodo 2005-2008 de la empresa fueron 16% y 34% respectivamente, muy superior a los niveles del sector de 4% y 12% para el mismo periodo.

■ 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 altas concentraciones en empresas del Grupo. 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.

Como se mencionó anteriormente, los ingresos financieros netos a prima devengada han aumentado en lo que va del año a diferencia del promedio del mercado. Esto se debe a la intención de la empresa de enfocarse en inversiones mayores a un año para beneficiarse de la exoneración tributaria vigente, lo cual debe ser ponderado bajo la luz del carácter de corto plazo de sus obligaciones y reservas técnicas.

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 2009 representan el 4% del portafolio (mayoritariamente colocados en mercado local), por debajo del promedio del mercado. En términos de patrimonio, dicha exposición representaba 7% del patrimonio de la empresa al cierre de junio de 2009.



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 2009 solo representa el 1% de las inversiones totales y está representada por acciones de La Favorita y Pichincha Directo.

Tabla 3: Composición de la Cartera de Inversiones

Inversiones	Dec-07		Dec-08		Jun-09	
	USD MM	%	USD MM	%	USD MM	%
Gobierno	1.6	13%	1.6	9%	0.8	4%
Bcos. Nacionales	5.9	51%	8.6	51%	9.9	52%
Bcos. Internacionales	0.6	5%	1.5	9%	1.5	8%
Deuda Local	2.3	19%	3.9	24%	3.7	19%
Fondos de Inversión	0.1	1%	0.1	0%	1.3	7%
Acciones	0.5	4%	0.3	2%	0.2	1%
Inmuebles	0.8	7%	0.7	4%	1.6	8%
Reservas	0.0	0%	0.1	0%	0.1	1%
TOTAL	11.7	100%	16.6	100%	18.9	100%

Fuente: Seguros del Pichincha

Se debe mencionar que en el 2009 la compañía en busca de seguridad decidió cubrir las inversiones obligatorias a través de la adquisición de bienes raíces. De esta manera duplicó el valor de inmuebles comparado con el 2008, llegando a representar el 8% del portafolio en junio 2009. Las principales compras realizadas fueron oficinas en el edificio donde actualmente se encuentra la matriz de la empresa. La Calificadora monitoreará que el cambio en el perfil de inversión a obligaciones mayores de 360 días y la compra de activos fijos como inversión, no cambien la sólida posición de liquidez que la empresa mantiene actualmente. Por otro lado, es importante destacar que hasta abril del 2009, el portafolio de inversiones estuvo administrado por Picaval (Casa de Valores del Grupo) y actualmente el manejo lo realiza Seguros del Pichincha a través de la Dirección de Tesorería, asesorados por la Tesorería del Banco 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 Financiero Pichincha, las cuales representan el 107% del patrimonio al cierre de junio del 2009. 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.

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.

Es importante mencionar que el indicador de Reserva Técnica a Prima Retenida compara desfavorablemente con el sector y con niveles observados en la región. La principal causa para esta diferencia es que en el segmento de masivos, la reservas se constituyen mensualmente. De esta manera, el indicador mencionado de la empresa, en el 2008, alcanzó 19% comparado con 28% del sector y a junio 2009 la empresa obtuvo 29% mientras que el promedio del sector fue de 54%.

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: 3% del activo total; Mercado: 22%; ambos durante el periodo 2005-2008), 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.

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 3.2 veces en el periodo 2005-2008 (Jun. 09: 3.03), relación superior al promedio del mercado de 2.5 veces para el mismo periodo (Jun.09: 2.46). 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 será clave 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 decisión de la Junta General de Accionistas (JGA) de



recapitalizar las utilidades, han permitido reducir los niveles de apalancamiento de Seguros del Pichincha sin la necesidad de inyecciones adicionales de capital en los últimos seis 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 años, mientras que las relaciones tradicionales de apalancamiento también han mejorado a lo largo del tiempo. Sin embargo, la JGA reunida en marzo 2009, decidió repartir el 50% de las utilidades del 2008 como dividendo para los accionistas (USD 1.085M). A la fecha los dividendos no han sido pagados.

La relación de pasivo a patrimonio ha promediado cerca de 1.2 veces durante el periodo 2005-2008 (0.95 veces al cierre de junio de 2009), mientras que el promedio del sector fue de 1.7 veces (2.04 veces para junio de 2009). Por su parte, la relación de patrimonio a activo se ubicó en 46% durante el mismo periodo (Jun. 09: 51%). La relación de endeudamiento neto (que incluye el monto de las primas retenidas y el patrimonio) se ubicó en 3.3 veces en el periodo 2005-2008 (Jun. 09: 2.92), mientras que el promedio del mercado fue de 2.97 veces para el mismo periodo (Jun. 09: 3.45), 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 2009, 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, (4.1 veces y 3.1 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 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. La empresa maneja contratos proporcionales y no proporcionales. Para las líneas de personas principalmente utiliza contratos cuota parte (70/30; Ret.: USD 280.000) y operativo WXL con una prioridad de USD 20.000. En el caso de las protecciones de incendio provistas y otros ramos menores las protecciones son de tipo cuota parte (50/50; Ret.: USD 150.000), y operativo

WXL con una prioridad de USD 50.000. Así, a través de la protección provista por el programa de reaseguro la empresa mantiene una máxima pérdida por evento inferior al 2.4% del patrimonio. Las protecciones catastróficas reducen la exposición del patrimonio en caso de ocurrencia de catástrofe hasta poco menos de un 1.8% 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 Munichener Ruck (calificación AA- otorgada por Fitch Ratings), mientras que otras empresas como Hannover Ruck (A+), MAPFRE Re (A+), SCOR Re (A), Sirius International (A-) y Folksam (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, el año pasado, 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 reaseguradoras.

Resumen Financiero - Seguros SEG. PICHINCHA

(Miles de USD)

BALANCE GENERAL	Dec-05	Dec-06	Dec-07	Jun-08	Dec-08	Jun-09
ACTIVO						
Activos Líquidos	5,613	7,668	11,357	13,315	15,832	17,575
Depósitos	577	1,598	442	722	5	753
Valores Negociables	5,037	6,070	10,914	12,592	15,827	16,822
Privados	4,138	4,190	8,881	10,630	14,048	15,858
Públicos	921	1,548	1,578	1,759	1,578	816
Acciones	0	351	500	218	271	273
Provisión de Inversiones	-23	-18	-45	-15	-69	-125
Préstamos	0	0	0	0	0	0
Primas por Cobrar	223	182	537	309	696	354
Vencidas netas de Provisión (Memo)	76	49	307	48	177	73
Cuentas con Reaseguradores	555	596	1,199	1,348	571	1,582
Inmuebles y Activo Fijo	155	1,028	1,116	1,136	1,250	2,182
Otros Activos	375	669	800	1,346	1,854	1,250
Diferido	21	37	58	806	887	157
ACTIVO TOTAL	6,922	10,143	15,009	17,454	20,203	22,943
PASIVO						
Obligaciones con Asegurados	487	690	860	1,366	1,862	2,370
Por Siniestros	433	646	803	1,209	1,784	2,268
IBNR	54	43	57	157	78	102
Reservas Técnicas	1,270	1,718	2,362	2,625	3,690	3,431
Matemáticas	0	0	0	0	0	0
De Riesgo en Curso	1,270	1,718	2,362	2,625	3,690	3,431
Otras	0	0	0	0	0	0
Obligaciones con Entidades Financieras	0	0	0	0	0	0
Obligaciones con Reaseguradores	690	931	1,277	1,190	777	1,082
Cuentas por Pagar	739	1,145	1,823	621	2,311	1,050
Otros Pasivos	460	884	1,849	2,959	2,264	3,218
Reaseguros no Proporcionales	311	619	1,583	2,622	2,026	2,612
PASIVO TOTAL	3,645	5,368	8,170	8,762	10,905	11,151
PATRIMONIO						
Capital Pagado	1,700	2,550	4,000	4,000	6,000	6,000
Reservas	772	876	981	981	1,129	1,131
Utilidades no Distribuidas	805	1,348	1,858	3,711	2,169	4,660
PATRIMONIO TOTAL	3,277	4,774	6,839	8,692	9,298	11,791

**Resumen Financiero - Seguros SEG. PICHINCHA**

(Miles de USD)

ESTADO DE RESULTADOS	Dec-05	Dec-06	Dec-07	Jun-08	Dec-08	Jun-09
Primas Suscritas Netas	13,969	16,512	21,867	14,250	31,391	17,393
Primas Devengadas	13,709	16,064	21,224	13,987	30,063	17,651
(-) Prima Cedida	4,952	6,218	8,660	4,992	10,599	5,985
Prima Devengada Retenida	8,757	9,845	12,564	8,995	19,463	11,666
(-) Sinistros Pagados	4,852	4,685	6,830	4,877	9,520	6,280
(-) Rescates de pólizas de vida o pensiones	0	0	0	0	0	0
(+) Sinistros a Cargo de Reaseguradores	1,856	1,851	2,715	1,862	3,291	2,123
(+) Recuperación o Salvamento de Sinistros	0	0	0	0	0	0
(-) Reservas de Sinistros Netas	-139	-203	-171	-506	-1,002	-507
Sinistros Incurridos Netos	3,135	3,037	4,285	3,521	7,232	4,664
(-) Gastos de Adquisición	3,245	3,597	4,382	3,075	6,615	3,330
(-) Gastos de Administración	3,337	3,693	4,624	2,711	6,562	3,492
(+) Gastos a Cargo de Reaseguradores	1,889	1,856	2,707	1,854	3,630	1,778
Costos de Operación Netos	4,693	5,434	6,299	3,932	9,546	5,044
(+) Otros Ingresos o (gastos) no operacionales	0	0	0	0	0	0
Resultado de Operación o Resultado Técnico	929	1,374	1,980	1,542	2,685	1,958
Ingresos Financieros	223	494	630	325	745	572
Gastos Financieros	1	1	0	0	0	0
Otros	-46	-32	-45	-15	-144	-41
Utilidad Antes de Impuestos	1,105	1,835	2,565	1,853	3,286	2,489
Impuesto sobre la Renta	211	338	500	0	876	0
Participación de minoritarios	0	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	894	1,498	2,065	1,853	2,410	2,489

PRINCIPALES INDICADORES	Dec-05	Dec-06	Dec-07	Jun-08	Dec-08	Jun-09
Resultados Operativos						
Participación de mercado (Prima Devengada)	3%	3%	3%	3%	4%	4%
% de Retención (sobre base devengada)	64%	61%	59%	64%	65%	66%
Siniestralidad Incurrida Bruta	36%	30%	33%	38%	35%	38%
Siniestralidad Incurrida Neta	36%	31%	34%	39%	37%	40%
Gastos de Adquisición/Prima Devengada	24%	22%	21%	22%	22%	19%
Gastos de Administración/Prima Devengada	24%	23%	22%	19%	22%	20%
Costos de Operación Netos/Prima Retenida	54%	55%	50%	44%	49%	43%
Resultado Técnico/Prima Devengada	7%	9%	9%	11%	9%	11%
Índice Combinado	89%	86%	84%	83%	86%	83%
Índice Operativo	87%	81%	79%	79%	82%	78%
Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada	2%	3%	3%	2%	2%	3%
ROAA	15%	18%	16%	23%	14%	23%
ROAE	32%	37%	36%	48%	30%	47%
Capitalización y Apalancamiento						
Pasivo/Patrimonio	1.11	1.12	1.19	1.01	1.17	0.95
Reservas/Pasivo	48%	45%	39%	46%	51%	52%
Deuda Financiera/Pasivo	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Obligaciones con Reasegurados/Prima Retenida	8%	9%	10%	7%	4%	5%
Primas Retenida/Patrimonio	2.67	2.06	1.84	2.07	2.09	1.98
Indicador de Solvencia Regulatoria	4.26	3.46	3.20	1.64	3.38	1.48
(Superávit no Realizado + Revalorización de Activos)/Patrimonio	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Patrimonio/Activo	47%	47%	46%	50%	46%	51%
Endeudamiento Neto	3.79	3.19	3.03	3.08	3.27	2.92
Reservas Técnicas / Primaas Retenidas	14%	17%	19%	15%	19%	15%
Inversiones y Liquidez						
Activos Líquidos/(Reservas + Oblig)	3.20	3.18	3.52	3.34	2.85	3.03
Activos Liq./ (Resv. + Deuda Finan. + Oblig. Con Aseg.)	3.20	3.18	3.52	3.34	2.85	3.03
Activos Líquidos/Pasivos	1.54	1.43	1.39	1.52	1.45	1.58
Inmuebles/Activo Total	2%	10%	7%	7%	6%	10%
Primas Vencidas/Primas por Cobrar	34%	27%	57%	16%	26%	21%
Primas Vencidas*/Primas por Cobrar	9%	10%	5%	6%	3%	7%

*primas vencidas + de 60 días