



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)       | Jun.10        |
| 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](mailto:Franklin.santarelli@fitchratings.com)

Sebastián Baus  
(593 2) 222 23 23  
[Sebastian.baus@bankwatchratings.com](mailto: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

- Cambio en políticas de inversiones y dividendos
- Concentración del portafolio de inversiones en instrumentos emitidos por empresas relacionadas
- Reservas Técnicas a Prima Retenida por debajo del promedio del mercado

### Fundamentos

La calificación otorgada a Seguros del Pichincha se fundamenta en el mantenimiento de adecuados indicadores técnicos y de solvencia, que le han permitido mantener una holgura patrimonial suficiente para afrontar altos niveles de crecimiento. La calificadora valora el buen posicionamiento de la compañía, apoyada en una política comercial definida y contando con el apoyo operativo y financiero del mayor banco ecuatoriano. 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, 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.

Las mejoras en tecnología, canales de distribución y herramientas de manejo de clientes iniciadas en el 2007 comienzan a dar frutos con tendencias decrecientes en las relaciones de costos operacionales, sin embargo, todavía comparan desfavorablemente con la media del mercado, dada la naturaleza de los canales de comercialización usados por la empresa. 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. El crecimiento observado se ha dado bajo parámetros de suscripción técnicos controlados, reflejados en adecuados índices de siniestralidad neta y combinado, lo que han permitido obtener altos resultados operacionales y netos. 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. Estos objetivos, permitirán mantener los sólidos indicadores de retorno (ROAA de 25% y ROAE de 53% a jun.10).

El portafolio de inversiones presenta un moderado riesgo de crédito, sin embargo muestra una alta concentración en empresas relacionadas que alcanza el 105% del patrimonio. Se debe destacar los atractivos niveles de rentabilidad del portafolio debido a cambios en la estrategia de inversión a mayores plazos.

### Perspectivas de la Calificación

La perspectiva de la calificación es Estable, 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 estima que la situación financiera de la empresa y el desempeño alcanzado en el actual entorno económico no deberían verse afectados en forma significativa.

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

**FECHA COMITÉ: 28 de julio, 2010**

**ESTADOS FINANCIEROS: Junio 2010**

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](http://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. Desde el año 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 17 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 mayo 2010, con una participación de mercado en términos de activos cercana al 28% y de 28% en cuanto a depósitos del público se refiere. BP mantiene operaciones en otros países de la región (Perú, Colombia y Panamá) y una agencia en Miami. Además, recientemente inició sus operaciones en España. 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 29.904M al cierre de junio de 2010). 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 250 empleados y alrededor del 98% de su negocio está dado por tres ramos (Vida en grupo 77%, accidentes personales 13%, e incendio 8%) medidos por la prima devengada. Es importante mencionar que la empresa no participa en el SOAT.

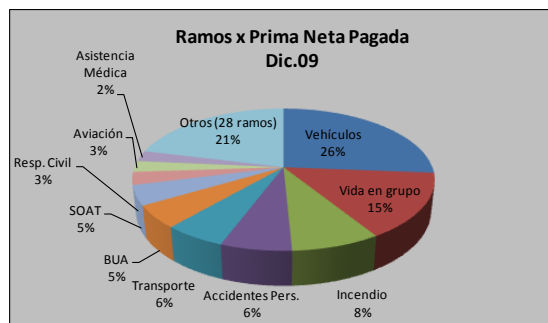
Seguros del Pichincha ha realizado inversiones en otras compañías que complementan los servicios del negocio. Así desde mayo 2009, con el 99.9% es el mayor accionista de Pichincha Directo (USD 5.000 de capital), empresa que se dedica a la comercialización de productos en modalidad Multinivel de seguros. También cuenta con el 50% de las acciones de la empresa MEDICALFE (USD 250.000 de capital), la cual brinda servicios de medicina prepagada. Vale la pena mencionar que la medicina prepagada esta bajo la supervisión de la Superintendencia de Compañías. El objetivo principal de

esta inversión es complementar el portafolio de productos de la aseguradora. En primera instancia, durante el 2010, MEDICALFE solo dará servicios a empresas del grupo y a partir del 2011 se abrirá al público en general. Es importante mencionar que en la actualidad la empresa se encuentra analizando la opción de expandir el negocio al Perú con el soporte de instituciones del Grupo.

**Presentación de Cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros para el período 2007-2008, auditados por la firma PriceWaterhouseCoopers, y 2009 auditados por la firma KPMG. De igual forma se consideraron los estados financieros no auditados correspondientes al cierre de junio del año 2010. 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. Los estados financieros auditados no presentan salvedades.

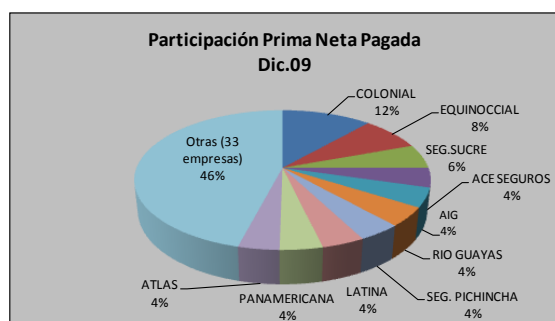
## ▪ El Sector Asegurador

- Existen 43 empresas de las cuales 7 se dedican al ramo vida, 13 a ramos generales y 23 son mixtas. En el 2009, estas se reparten un total de USD 942 millones de prima neta pagada.
- Cinco ramos representan el 62% de prima neta pagada. El ramo de vehículos representa el 26%, seguido de vida en grupo con 15%, incendio 8%, accidentes personales 6% y transporte 6%.



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

- Baja penetración de seguros comparado a otros países de Latinoamérica. Primas a PIB para periodo 2005-2008 igual a 1.51%, sin embargo en el 2009 incrementó hasta 1.83%.
- Existe un número excesivo de aseguradoras para el tamaño de mercado; sin embargo, el sector muestra un nivel de concentración moderado, siendo que las diez principales empresas representan 54% del mercado.



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

- En el 2009 el mercado creció en 6.6%, menor al promedio de 5 años (17%).
- En el 2008 se implementó el SOAT y fue propulsor importante del crecimiento aportando con USD 65 millones en prima neta pagada, sin embargo, en el 2009 tuvo un decrecimiento del 35% influenciado por decretos presidenciales.
- Retención se ha mantenido relativamente estable en 37%, muy por debajo de la media de la región dado el mayor uso de coberturas de tipo proporcional.
- La siniestralidad bruta del sector aumento en 4% empujada por el SOAT y los ramos de Riegos Especiales, Fianzas y Marítimo y Aviación. Sin embargo, la siniestralidad retenida se ha mantenido comparativamente estable e inclusive se puede observar una ligera mejora.
- El Resultado Técnico, obtenido en el 2009 fue de USD 16MM, figurando un decrecimiento del 15% impulsado por un crecimiento mayor al de las primas en Gastos de Administración. Sin embargo los Resultados Antes de Impuestos obtienen un incremento del 11% inducido por Otros Ingresos. La Utilidad Neta registrada fue de USD 25MM, consiguiendo rendimientos sobre activos y patrimonio similares al del año pasado (ROAA: 3.6%; ROAE: 10.6%).
- Reducción en posiciones en el exterior dentro del portafolio de inversiones debido a incremento de impuestos. Resultado de inversiones sobre prima devengada alrededor del 2%, por debajo de otros países de la región.
- Paulatino crecimiento de apalancamiento financiero en el sector, siendo que en el 2005 el indicador de deuda financiera a pasivo era de 2%, mientras que en la actualidad alcanza el 6%. Existen altos niveles de primas por cobrar (20% del activo) y de prima vencida sobre primas por cobrar (37%). La relación de reservas a prima (27%) se ubica por debajo de la media regional, lo cual sugiere la necesidad de una política de constitución de reservas más conservadora. (Para mayor información acerca del Sector Asegurador referirse al reporte "Sector Asegurador Ecuatoriano" publicado por BankWatch Ratings en Mar. 2010)

## Desempeño Operativo

Seguros del Pichincha se encuentra entre las diez aseguradoras más grandes del Ecuador con una participación de mercado promedio del 4% (de la prima devengada) en los últimos tres años. Contrario a tendencias del mercado, Seguros del Pichincha es una

empresa concentrada en ramos de personas, especialmente en el denominado mercado bancaseguros. Si evaluamos su participación de mercado dentro de los principales segmentos de participación como son los ramos de Vida en Grupo y Accidentes Personales, la empresa muestra una posición muy sólida, con una participación de 19% y 7% respectivamente a marzo 2010. Esto ha permitido que la empresa se sitúe en el primero o segundo lugar en el mercado de vida.

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. De esta manera, cerca de un 76% del volumen de primas provienen de alguna u otra forma de los negocios provistos por el Grupo Financiero Pichincha, siendo que el Banco Pichincha representa el 58% del total. A futuro se espera que esta dependencia del grupo controlador se reduzca gracias a una mayor agresividad a través de corredores locales y una mejora de las herramientas de mercadeo directo de la empresa (Call Center, CRM, etc.).

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 cartera es alto, siendo que las 25 mayores exposiciones por grupo económico representan cerca del 90% de la prima neta pagada, aunque dicha relación se reduce hasta un 32% 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 (ver Tabla 1). De esta manera la empresa ha mantenido un promedio de retención en los últimos tres años cercano al 64%, comparado con el 37% del mercado, consistente con los principales ramos cubiertos por la empresa y presentado un programa de reaseguro suficiente. Es importante destacar que en relación a las pólizas de vida, todo corresponde a protecciones de vida de tipo colectivo. En el futuro se espera que esta tendencia se mantenga debido al incremento de productos nuevos que representan una alta retención.

Tabla 1: Distribución de las Primas

| Distribución Prima por Ramos | SEGUROS DEL PICHINCHA |             |              |             | MERCADO*     |             |              |             |
|------------------------------|-----------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
|                              | Dec-09 Bruta          | Dec-09 Ret. | Jun-10 Bruta | Jun-10 Ret. | Dec-09 Bruta | Dec-09 Ret. | Mar-10 Bruta | Mar-10 Ret. |
| Vida en grupo                | 77%                   | 84%         | 77%          | 80%         | 15%          | 26%         | 14%          | 26%         |
| Accidentes personales        | 13%                   | 16%         | 13%          | 17%         | 7%           | 9%          | 6%           | 8%          |
| Incendio y Catastróficos     | 9%                    | 1%          | 7%           | 3%          | 11%          | 3%          | 12%          | 3%          |
| Bancos e IFIS (BBB)          | 1%                    | 0%          | 1%           | 0%          | 0%           | 0%          | 1%           | 0%          |
| Otros                        | 1%                    | 0%          | 1%           | 0%          | 67%          | 62%         | 67%          | 64%         |

\* La última información obtenida del Mercado es a Marzo 2010  
Nota: Bruta: Prima Devengada, Ret: Prima Devengada Retenida  
Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros



El esfuerzo comercial de la empresa dentro de su mercado objetivo se ha traducido en un crecimiento sostenido del volumen de primas. En promedio, Seguros del Pichincha crece al doble que el mercado. De esta manera, la prima neta pagada de la institución creció en promedio de 32% para el periodo 2007-2009 mientras que el mercado creció 16% en el mismo periodo. Sin embargo, el dinamismo de este crecimiento ha sido menos agresivo, siendo que para el periodo de Jun.09 vs Jun.10 el crecimiento de la empresa fue de 11%. En gran parte este crecimiento ha sido resultado de mayores canales que han llegado a nuevos mercados 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.

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 de canales masivos y el crecimiento del mercado en ciudades de la Costa, en especial 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 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 estables. De esta manera, Seguros del Pichincha ha mantenido niveles de siniestralidad bruta de 35% comparado con el 48% del sistema para el periodo 2007 – 2010 (Ver Tabla 2). De manera particular, al comparar los indicadores de siniestralidad en el ramo principal (Vida en Grupo), se evidencia una marcada diferencia a favor de Seguros del Pichincha.

**Tabla 2: Siniestralidad**

| Siniestralidad por Ramos | SEGUROS DEL PICHINCHA |            |            |            | MERCADO*   |            |            |            |
|--------------------------|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                          | Dec-09                |            | Jun-10     |            | Dec-09     |            | Mar-10     |            |
|                          | Bruta                 | Ret.       | Bruta      | Ret.       | Bruta      | Ret.       | Bruta      | Ret.       |
| Vida en grupo            | 35%                   | 35%        | 32%        | 33%        | 50%        | 50%        | 43%        | 41%        |
| Accidentes personales    | 45%                   | 32%        | 54%        | 36%        | 29%        | 34%        | 31%        | 39%        |
| Incendio y Catastróficos | 20%                   | 538%       | 11%        | 37%        | 17%        | 34%        | 12%        | 33%        |
| Bancos e IFIS (BBB)      | 1%                    | NA         | 0%         | NA         | 76%        | 100%       | 9%         | 55%        |
| <b>Total</b>             | <b>37%</b>            | <b>38%</b> | <b>34%</b> | <b>34%</b> | <b>51%</b> | <b>53%</b> | <b>47%</b> | <b>49%</b> |

\*La última información obtenida del Mercado es a Marzo 2010

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.

Algunas mejoras impuestas en las operaciones de la empresa (CAC, CRM, Pichincha Directo, etc.) iniciadas en el 2007, han mostrado sus efectos en una reducción de costos paulatino. Así, los costos de operación netos a prima retenida se han reducido de 50% en el 2007 hasta 43% a Jun.10; sin embargo, se mantienen ligeramente por encima del promedio del mercado. Esta tendencia, junto con el control de los siniestros serán claves para mantener los elevados niveles de rentabilidad de la empresa, ya que los costos propios de los canales de distribución masivos (mayores que el de los canales tradicionales) podrían presionar este indicador a futuro.

El menor crecimiento en primas sumado a un control de siniestralidad y costos operativos ha derivado en mejoras al índice combinado, mostrando niveles significativamente mejores que el promedio del mercado. Sin embargo es importante mencionar que el mercado esta afectado por su mayor proporción de negocios en ramos generales de peor comportamiento siniestral. De esta manera para el periodo 2007-2009 el promedio de dicho indicador para Seguros del Pichincha fue de 85% mientras que a Jun.10 mejora hasta 77%. Por su parte el promedio del mercado se ubicó en 95% y 89% respectivamente.

Es importante mencionar que en el 2010 se dio un cambio en la forma de pago de las pólizas emitidas por el canal de Bancaseguros (representa el 31% del total de la producción), siendo que cerca del 95% corresponden a pagos mensuales, mientras que en el año anterior representaba el 13%. Esta variación se relaciona a un cambio en la estructura de comisiones a la fuerza de ventas, lo que ha ocasionado una liberación de reservas más agresivas, y por ende un impulso al resultado técnico. Así el resultado técnico a Jun.10 creció en 52% comparado con el mismo periodo del año anterior, alcanzando USD2.968M. El indicador de Resultado Técnico a Prima Devengada alcanzó el 15%, el más alto de todo el sistema.

Por otro lado, los ingresos financieros han aumentado, contrario al promedio del sistema debido a que el stock de inversiones promedio ha crecido en mayor proporción que el mercado. Esto ha permitido mejorar el indicador operativo de la empresa, así, a junio 2010 este indicador se ubicaba en 71% comparado con el 78% de junio 2009, mientras que el promedio del mercado se ubica en niveles del 88%.

El aumento del resultado técnico, ha derivado en relaciones de rentabilidad estables, siendo que las relaciones ROAA y ROAE se han mantenido en 25% y 53% respectivamente al cierre de junio de 2010. Estas relaciones están 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. Sin embargo, los niveles promedio de ROAA y ROAE para el periodo 2007-2009 de la empresa fueron 15% y 34% respectivamente, muy





superior a los niveles del sector de 5% y 13% para el mismo periodo y en línea con los observados en las empresas de seguros de personas más rentables de la región.

#### ■ 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 de la tendencia del mercado. Esto se debe a que aproximadamente hace un año, la empresa cambió su política de inversiones, enfocándose en títulos con vencimientos mayores a un año para beneficiarse de la exoneración tributaria. Esto permitió capturar mejores rendimientos de los títulos invertidos, sin embargo; una vez que se renueven podremos observar una reducción en dichos rubros, tomando en cuenta que los niveles actuales de rentabilidad son más bajos. Además, el incremento de ingresos financieros se vio influenciado por el incremento sustancial en el monto de capital para inversión.

Cerca del 80% del portafolio de inversiones está colocado en bancos nacionales y obligaciones emitidas por empresas locales (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 2010 solo representa el 2% de las inversiones totales y está representada por acciones de La Favorita y Medicalfe S.A..

**Tabla 3: Composición de la Cartera de Inversiones**

| Inversiones           | Dec-08      |             | Dec-09      |             | Jun-10      |             |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                       | USD MM      | %           | USD MM      | %           | USD MM      | %           |
| Gobierno              | 1.6         | 9%          | 0.6         | 3%          | 0.5         | 2%          |
| Bcos. Nacionales      | 8.6         | 51%         | 13.6        | 56%         | 15.3        | 59%         |
| Bcos. Internacionales | 1.5         | 9%          | 1.6         | 7%          | 1.6         | 6%          |
| Deuda Local           | 3.9         | 24%         | 4.8         | 20%         | 5.0         | 19%         |
| Fondos de Inversión   | 0.1         | 0%          | 1.5         | 6%          | 1.6         | 6%          |
| Acciones              | 0.3         | 2%          | 0.4         | 2%          | 0.4         | 2%          |
| Inmuebles             | 0.7         | 4%          | 1.6         | 6%          | 1.4         | 6%          |
| Reservas              | 0.1         | 0%          | 0.2         | 1%          | 0.2         | 1%          |
| <b>TOTAL</b>          | <b>16.6</b> | <b>100%</b> | <b>24.0</b> | <b>100%</b> | <b>25.9</b> | <b>100%</b> |

Fuente: Seguros del Pichincha

La Calificadora monitoreará que el cambio en el perfil de inversión a obligaciones mayores de 360 días, no cambien la sólida posición de liquidez que la empresa mantiene actualmente. Por otro lado, es importante destacar que el manejo de inversiones lo realiza Seguros del Pichincha a través de la Dirección de Tesorería, asesorados por la Tesorería del Banco Pichincha, siendo que hasta abril del 2009 el portafolio estuvo administrado por Picaval (Casa de Valores del Grupo). Dentro del proceso de selección de inversiones realizado por la empresa destaca la revisión del perfil de riesgo (inversiones con AA o mayor en escala local) de cada emisor y el vencimiento de los títulos. Sin embargo, se han visto excepciones por temas estratégicos, aprobados

por el Comité de Inversiones. A pesar de dichos controles, la empresa muestra una alta concentración en inversiones en empresas relacionadas al Grupo Financiero Pichincha, las cuales llegaron a representar el 135% del patrimonio al cierre del 2009 y a junio 2010 representa el 105%.

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. Sin embargo, 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.

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 mantiene un nivel de inversiones líquidas superior al monto requerido.

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.

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, las reservas se constituyen mensualmente, lo que genera una liberación de reservas más agresiva. De esta manera, el indicador mencionado de la empresa, en el 2009, alcanzó 17% comparado con 27% del sector y a junio 2009 la empresa obtuvo 13% mientras que el promedio del sector fue de 29%.

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 niveles bajos de primas vencidas sobre



primas por cobrar en comparación con el promedio del mercado (Seguros del Pichincha: 22%; Mercado: 37%). Esto no solo se traduce 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 se puede evidenciar un sobresaliente comportamiento de dicho indicador, el cual en promedio se ha ubicado alrededor de 3.5 veces, relación superior al promedio del mercado de 2.5 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.

#### ▪ 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 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, mientras que las relaciones tradicionales de apalancamiento también han mejorado a lo largo del tiempo. Sin embargo, desde el 2009, la JGA cambió su estrategia y ha decidido repartir utilidades. De esta manera, en marzo 2009, decidió repartir el 50% de las utilidades del 2008 y en abril 2010 decidió repartir el 100% de las utilidades del 2009. En julio se realizará un pago de USD 500M y luego cinco pagos cercanos a USD 395M, hasta diciembre.

A futuro, el cambio en la política de dividendos presionará los indicadores de capital, sin embargo, aun se muestran muy por encima del sistema. La relación de pasivo a patrimonio ha promediado cerca de 1.2 veces durante el periodo 2007-2009 (0.97 veces al cierre de junio de 2010), mientras que el promedio del sector fue de 1.8 veces (1.93 veces para junio de 2010). La relación de endeudamiento neto (que incluye el monto de las primas retenidas y el patrimonio) se ubicó en 3.2 veces en el periodo 2007-2009 (Jun.10: 2.60), mientras que el promedio del mercado fue de 3.14 veces para el mismo periodo (May.10: 3.36), 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 2010, 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, (3.3 veces y 2.5 veces respectivamente).

En general BankWatch Ratings estima que 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, sin presionar sus indicadores de capital.

#### ▪ 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 con una capacidad de USD700M por persona (USD400M Vida y USD300M Accidentes Personales) y capacidad WXL de USD 500M por persona con una prioridad de USD25M. 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 3.05% del patrimonio. La retención máxima por evento en los contratos Catastróficos es de USD 375M.

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), White Mountains (BBB+), 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" 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.

**Resumen Financiero - Seguros SEG. PICHINCHA**

(Miles de USD)

| BALANCE GENERAL                        | Dec-07        | Dec-08        | Jun-09        | Dec-09        | Jun-10        |
|----------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>ACTIVO</b>                          |               |               |               |               |               |
| Activos Líquidos                       | 11,357        | 15,832        | 17,575        | 22,513        | 24,939        |
| Depósitos                              | 442           | 5             | 753           | 31            | 577           |
| Valores Negociables                    | 10,914        | 15,827        | 16,822        | 22,482        | 24,362        |
| Privados                               | 8,881         | 14,047        | 15,858        | 21,485        | 23,533        |
| Públicos                               | 1,578         | 1,578         | 816           | 654           | 505           |
| Acciones                               | 500           | 271           | 273           | 499           | 508           |
| Provisión de Inversiones               | -45           | -69           | -125          | -156          | -184          |
| Préstamos                              | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Primas por Cobrar                      | 537           | 696           | 354           | 415           | 356           |
| Vencidas netas de Provisión (Memo)     | 307           | 178           | 73            | 63            | 49            |
| Cuentas con Reaseguradores             | 1,199         | 571           | 1,582         | 749           | 1,245         |
| Inmuebles y Activo Fijo                | 1,116         | 1,250         | 2,182         | 2,275         | 2,136         |
| Otros Activos                          | 800           | 1,854         | 1,250         | 1,658         | 1,227         |
| Diferido                               | 58            | 887           | 157           | 456           | 231           |
| <b>ACTIVO TOTAL</b>                    | <b>15,009</b> | <b>20,203</b> | <b>22,943</b> | <b>27,610</b> | <b>29,904</b> |
| <b>PASIVO</b>                          |               |               |               |               |               |
| Obligaciones con Asegurados            | 860           | 1,862         | 2,370         | 2,416         | 2,760         |
| Por Siniestros                         | 803           | 1,784         | 2,268         | 2,263         | 2,544         |
| IBNR                                   | 57            | 78            | 102           | 153           | 216           |
| Reservas Técnicas                      | 2,362         | 3,690         | 3,431         | 4,078         | 3,361         |
| Matemáticas                            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| De Riesgo en Curso                     | 2,362         | 3,690         | 3,431         | 4,078         | 3,361         |
| Otras                                  | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Obligaciones con Entidades Financieras | 0             | 0             | 0             | 0             | 253           |
| Obligaciones con Reaseguradores        | 1,277         | 777           | 1,082         | 1,056         | 1,336         |
| Cuentas por Pagar                      | 1,823         | 2,312         | 1,050         | 2,853         | 937           |
| Otros Pasivos                          | 1,849         | 2,264         | 3,218         | 5,244         | 5,701         |
| Reaseguros no Proporcionales           | 1,583         | 2,026         | 2,612         | 3,816         | 4,759         |
| <b>PASIVO TOTAL</b>                    | <b>8,170</b>  | <b>10,905</b> | <b>11,151</b> | <b>15,647</b> | <b>14,347</b> |
| <b>PATRIMONIO</b>                      |               |               |               |               |               |
| Capital Pagado                         | 4,000         | 6,000         | 6,000         | 7,100         | 7,100         |
| Reservas                               | 981           | 1,129         | 1,131         | 1,490         | 1,423         |
| Utilidades no Distribuidas             | 1,858         | 2,169         | 4,660         | 3,374         | 7,033         |
| <b>PATRIMONIO TOTAL</b>                | <b>6,839</b>  | <b>9,298</b>  | <b>11,791</b> | <b>11,964</b> | <b>15,556</b> |

**Resumen Financiero - Seguros SEG. PICHINCHA**

(Miles de USD)

| ESTADO DE RESULTADOS                           | Dec-07       | Dec-08       | Jun-09       | Dec-09       | Jun-10       |
|------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Primas Suscritas Netas                         | 21,867       | 31,391       | 17,393       | 37,682       | 19,269       |
| Primas Devengadas                              | 21,224       | 30,063       | 17,651       | 37,294       | 19,986       |
| (-) Prima Cedida                               | 8,660        | 10,600       | 5,985        | 13,322       | 6,915        |
| Prima Devengada Retenida                       | 12,564       | 19,463       | 11,666       | 23,972       | 13,072       |
| (-) Siniestros Pagados                         | 6,830        | 9,520        | 6,280        | 13,433       | 6,399        |
| (-) Rescates de pólizas de vida o pensiones    | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| (+) Siniestros a Cargo de Reaseguradores       | 2,715        | 3,291        | 2,123        | 4,835        | 2,278        |
| (+) Recuperación o Salvamento de Siniestros    | 0            | 0            | 0            | 5            | 0            |
| (-) Reservas de Siniestros Netas               | -171         | -1,004       | -507         | -554         | -345         |
| Siniestros Incurridos Netos                    | 4,285        | 7,233        | 4,664        | 9,147        | 4,465        |
| (-) Gastos de Adquisición                      | 4,382        | 6,615        | 3,330        | 6,847        | 3,530        |
| (-) Gastos de Administración                   | 4,624        | 6,563        | 3,492        | 8,058        | 3,980        |
| (+) Gastos a Cargo de Reaseguradores           | 2,707        | 3,630        | 1,778        | 3,668        | 1,872        |
| Costos de Operación Netos                      | 6,299        | 9,548        | 5,044        | 11,237       | 5,638        |
| (+) Otros Ingresos o (gastos) no operacionales | 0            | 0            | 0            | 0            | 1            |
| Resultado de Operación o Resultado Técnico     | 1,980        | 2,682        | 1,958        | 3,588        | 2,968        |
| Ingresos Financieros                           | 630          | 745          | 572          | 1,337        | 797          |
| Gastos Financieros                             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Otros                                          | -45          | -144         | -41          | -56          | -105         |
| <b>Utilidad Antes de Impuestos</b>             | <b>2,565</b> | <b>3,283</b> | <b>2,489</b> | <b>4,869</b> | <b>3,660</b> |
| Impuesto sobre la Renta                        | 500          | 876          | 0            | 1,123        | 0            |
| Participación de minoritarios                  | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Utilidad Neta</b>                           | <b>2,065</b> | <b>2,407</b> | <b>2,489</b> | <b>3,746</b> | <b>3,660</b> |

| PRINCIPALES INDICADORES                                         | Dec-07 | Dec-08 | Jun-09 | Dec-09 | Jun-10 |
|-----------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Resultados Operativos</b>                                    |        |        |        |        |        |
| Participación de mercado (Prima Devengada)                      | 3%     | 3%     | 4%     | 4%     |        |
| % de Retención (sobre base devengada)                           | 59%    | 65%    | 66%    | 64%    | 65%    |
| Siniestralidad Incurrida Bruta                                  | 33%    | 35%    | 38%    | 38%    | 34%    |
| Siniestralidad Incurrida Neta                                   | 34%    | 37%    | 40%    | 38%    | 34%    |
| Gastos de Adquisición/Prima Devengada                           | 21%    | 22%    | 19%    | 18%    | 18%    |
| Gastos de Administración/Prima Devengada                        | 22%    | 22%    | 20%    | 22%    | 20%    |
| Costos de Operación Netos/Prima Retenida                        | 50%    | 49%    | 43%    | 47%    | 43%    |
| Resultado Técnico/Prima Devengada                               | 9%     | 9%     | 11%    | 10%    | 15%    |
| Índice Combinado                                                | 84%    | 86%    | 83%    | 85%    | 77%    |
| Índice Operativo                                                | 79%    | 82%    | 78%    | 79%    | 71%    |
| Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada                         | 3%     | 2%     | 3%     | 4%     | 4%     |
| ROAA                                                            | 16%    | 14%    | 23%    | 16%    | 25%    |
| ROAE                                                            | 36%    | 30%    | 47%    | 35%    | 53%    |
| <b>Capitalización y Apalancamiento</b>                          |        |        |        |        |        |
| Pasivo/Patrimonio                                               | 1.19   | 1.17   | 0.95   | 1.31   | 0.92   |
| Reservas/Pasivo                                                 | 39%    | 51%    | 52%    | 42%    | 43%    |
| Deuda Financiera/Pasivo                                         | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     | 2%     |
| Obligaciones con Reasegurados/Prima Retenida                    | 10%    | 4%     | 5%     | 4%     | 5%     |
| Primas Retenida/Patrimonio                                      | 1.84   | 2.09   | 1.98   | 2.00   | 1.68   |
| Indicador de Solvencia Regulatoria                              | 3.20   | 3.38   | 1.48   | 3.15   | 1.24   |
| (Superávit no Realizado + Revalorización de Activos)/Patrimonio | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     |
| Patrimonio/Activo                                               | 46%    | 46%    | 51%    | 43%    | 52%    |
| Endeudamiento Neto                                              | 3.03   | 3.27   | 2.92   | 3.31   | 2.60   |
| Reservas Técnicas / Primas Retenidas                            | 19%    | 19%    | 15%    | 17%    | 13%    |
| <b>Inversiones y Liquidez</b>                                   |        |        |        |        |        |
| Activos Líquidos/(Reservas + Oblig.)                            | 3.52   | 2.85   | 3.03   | 3.47   | 4.07   |
| Activos Liq./ (Resv. + Deuda Finan. + Oblig. Con Aseg.)         | 3.52   | 2.85   | 3.03   | 3.47   | 3.91   |
| Activos Líquidos/Pasivos                                        | 1.39   | 1.45   | 1.58   | 1.44   | 1.74   |
| Inmuebles/Activo Total                                          | 7%     | 6%     | 10%    | 8%     | 7%     |
| Primas Vencidas/Primas por Cobrar                               | 57%    | 26%    | 21%    | 15%    | 14%    |
| Primas Vencidas*/Primas por Cobrar                              | 5%     | 3%     | 7%     | 13%    | 22%    |

\*primas vencidas + de 60 días