



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Reseña Anual

A n a l i s t a
Hernán Jiménez A.
Tel. (56) 22433 5200
hernan.jimenez@humphreys.cl

BTG Pactual Chile S.A. **Seguros de Vida**

Septiembre 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Pólizas de Seguros	A+
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de junio de 2019

Balance IFRS					
M\$	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-19
Inversiones	62.223.854	122.824.380	217.607.018	354.412.765	392.210.037
Cuentas por cobrar de seguros	0	0	0	11.719.107	12.732.395
Part. del reaseg. en las res. Técn.	0	0	0	3.647.380	6.266.847
Otros activos	878.959	1.811.872	2.232.647	4.455.313	6.346.885
Total activos	63.102.813	124.636.252	219.839.665	374.234.565	417.556.164
Reservas técnicas	32.933.002	94.752.078	188.356.575	326.236.916	368.869.112
Deudas por op. de seguro	0	0	0	5.367.755	5.583.790
Otros pasivos	1.046.337	690.213	1.022.826	3.812.026	4.186.658
Patrimonio	29.012.983	29.149.593	30.460.264	37.432.336	38.443.855
Total pasivos y patrimonio	63.102.813	124.636.252	219.839.665	374.234.565	417.556.164

Estado de resultado IFRS					
M\$	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-19
Margen de contribución	-1.205.784	-3.572.179	-7.354.010	-12.240.888	-7.580.594
Prima directa	32.133.658	59.566.494	89.699.781	137.616.110	57.341.089
Prima cedida	0	0	0	5.477.301	5.697.745
Prima retenida	32.133.658	59.566.494	89.699.781	132.138.809	51.643.344
Costo de siniestros	0	0	0	21.971.834	25.019.943
R. intermediación	336.829	695.194	1.259.569	1.551.248	451.766
Costo de administración	1.843.830	2.177.520	2.683.105	3.064.333	1.839.347
Resultado de inversiones	1.141.475	6.189.940	13.895.270	9.130.923	12.507.849
Resultado final	-530.883	-359.282	1.310.671	-976.098	1.004.921

Opinión

Fundamentos de la clasificación

BTG Pactual Chile S.A. Compañía de Seguros de Vida (BTG Pactual Vida) es una empresa de seguros de vida, orientada a la venta y administración de seguros previsionales, específicamente en rentas vitalicias. La sociedad forma parte del grupo BTG Pactual, conglomerado con participación e intereses en diversos sectores económicos. La compañía comenzó a comercializar pólizas el año 2015.

A junio de 2019 la compañía presenta un primaje de \$ 57.341 millones, con inversiones por \$ 392 miles de millones y reservas técnicas por un total de \$ 369 miles de millones. El patrimonio de la compañía alcanzó los \$ 38.443 millones.

La categoría de riesgo “*Categoría A+*” asignada a **BTG Pactual Vida** se fundamenta en la fortaleza de su balance, que se traduce en una sólida posición patrimonial y en una estructura de activos y pasivos que permite que la aseguradora genere un volumen de operación que facilite el acceso a economía de escala, sin necesidad de nuevos aportes de capital. Con todo, se espera que a futuro disminuya la holgura patrimonial, pero—como contra partida—se debiese tener una base más amplia de pensionados. A ello se suma el hecho que la cartera de inversiones presenta un nivel de riesgo adecuado para el nivel de actividad que presenta la compañía.

La tasa de reinversión de los activos es reducida a junio de 2019. Por otra parte, sólo la renta fija nacional e inversiones inmobiliarias cubre el 63% de las reservas técnicas al mismo periodo.

La evaluación también incorpora los mecanismos e instancias de control interno y de gestión (capacidad ejecutiva) que ha desarrollado la organización, los cuales permiten atenuar de mejor forma la exposición de la compañía a los riesgos operativos, todo ello sin perjuicio de reconocer que se trata de una materia que requiere consolidarse y perfeccionarse en el tiempo, producto del corto plazo de operación de la compañía, aun cuando es una situación que va perdiendo cada vez más peso con el tiempo. Asimismo, se incorpora en la evaluación que el auditor interno (quien depende directamente del directorio), presenta un estándar adecuado bajo los parámetros de la industria.

La categoría de riesgo asignada también reconoce que la compañía ha logrado conformar equipos de trabajo profesionales, con formaciones acorde a las responsabilidades asumidas y que, dado su inserción en el grupo BTG, puede acceder indirectamente a economías de escala mediante el apoyo que recibe para los procesos de inversión y de análisis de riesgo, entre otras materias. Todo ello repercute en un bajo nivel de gastos de apoyo.

La clasificación otorgada se ve restringida por cuanto la compañía lleva un bajo periodo operando y, por lo tanto, no alcanza aún su punto de equilibrio contable, su base estadística es poco representativa y, aún, no se ha consolidado su cultura organizacional.

La clasificación otorgada también incluye como elemento adverso la dependencia que presenta la aseguradora a la operación del grupo en el cual se inserta, lo que redundaría en que cualquier efecto negativo que pueda tener repercutiría directamente en los procesos y gestión de **BTG Pactual Vida**. La clasificación también considera que la compañía posee un apoyo técnico y financiero (patrimonio de la matriz muy elevado) comparativamente moderado, en relación con otras entidades del rubro que forman parte de consorcios aseguradores internacionales con bajos niveles de riesgo, según las agencias de *rating*. Adicionalmente, la nota asignada considera como negativo la concentración de sus ingresos en el segmento previsional, la que expone su desarrollo y modelo de negocio a variables que afectan a la venta y márgenes de las rentas vitalicias.

La tendencia de la categoría de riesgo de **BTG Pactual Vida** queda “*Estable*” producto que, en el corto plazo, no se visualizan cambios significativos en los elementos que determinan las fortalezas y riesgos estructurales de la compañía; salvo por el eventual cambio en la propiedad Dado esto último, de concretarse el cambio de accionistas, la clasificadora evaluará la implicancia del mismo.

Para un aumento de la clasificación se espera que la empresa continúe creciendo con niveles de endeudamiento acotados, con riesgos controlados.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Modelo de negocio consistente con las capacidades financieras y experiencia del grupo y sus ejecutivos.

Fortalezas complementarias

- Elevado respaldo de reservas técnicas.
- Adecuados mecanismos de control.

Fortalezas de apoyo

- Adecuados equipos de trabajos.
- Alta capitalización de la compañía (para crecimiento de corto plazo).

Riesgos considerados

- Dependencia del grupo (riesgo variable).
- Modelo de negocio en etapa de desarrollo (pero pronto a considerarse como consolidado bajo los parámetros de **Humphreys**).
- Volatilidad de algunas inversiones (impacto menor).

Hechos recientes

A junio de 2019 la prima directa aumentó un 1,3% respecto de junio de 2018, mientras que los costos de siniestros son de \$ 25.020 millones en comparación a los que no se registraron al mismo trimestre del año anterior. Por su parte, los costos de administración aumentaron en un 42,9% en el mismo periodo.

A la misma fecha, la compañía presentó un resultado de \$ 1.005 millones, cifra mejor a la pérdida de \$ 352 millones registrados a junio de 2018, provocado principalmente por el resultado de inversiones que aumentó cerca de dos veces con respecto al periodo anterior. A la misma fecha, las reservas técnicas alcanzaron los \$ 368.869 millones, las inversiones, tanto financieras como inmobiliarias, se ubicaron en \$ 392.210 millones y el patrimonio se contabilizó en \$ 38.444 millones.

Cambio de propiedad

De acuerdo con el Hecho Esencial, comunicado por la sociedad con fecha 3 de septiembre de 2019, los accionistas de la misma suscribieron un Contrato de Compraventa de Acciones con DT Rigel S.A. y con Vitacura Dos S.A., acordándose la venta del 100% de las acciones de la compañía de seguros de vida. Se espera que la operación se materialice dentro de los próximos siete meses, en la medida que se cumplan las condiciones pactadas en el contrato.

Definición de categoría de riesgo

Categoría A

Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una buena capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

“+”: Corresponde a aquellas obligaciones de seguros con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y fortalezas

Elevado nivel de capitalización: La compañía cuenta con un nivel patrimonial elevado, tanto en relación con las exigencias legales como en comparación con la industria de seguros de vida (el nivel de reservas sobre capital de la compañía es de 9,8 veces mientras que el nivel de la industria es de 10,8 veces). A junio de 2019 el patrimonio de la compañía asciende a UF 1.367.703, muy superior al mínimo exigido de UF 90.000. Esta capitalización es la que permite el desarrollo del plan de negocios para los primeros años (se entiende que a futuro debiera aumentar el endeudamiento relativo, tendiendo al estándar del mercado). Con

todo, se trata de una fortaleza asociada a la etapa de desarrollo, que permite el crecimiento en ventas. No obstante, se espera que tienda al estándar del mercado y deje de ser fortaleza.

Inversiones de bajo riesgo y adecuado spread: El *spread*, medida como el diferencial entre la rentabilidad de las inversiones y la tasa de suficiencia de los activos (TSA), es elevado, cercano a los 600 pb con una TSA reducida (0,7%); ello aumenta la probabilidad que la reinversión de las inversiones permita generar flujos suficientes para el pago de las obligaciones. En paralelo, se considera el bajo riesgo de las inversiones; así la renta fija, clasificada en A- o superior, representa el 32% de la reserva técnica (24% sobre A+); y los activos inmobiliarios el 18%.

Control interno: La sociedad dispone de instancias de control interno independiente y autónomo, que reportan directamente al directorio, cubriendo adecuadamente las necesidades de la compañía. El bajo nivel de sus operaciones facilita el proceso de control, sin desconocer que se inserta en un grupo con cultura al control de riesgo.

Experiencia en la industria por parte de la administración: Los principales ejecutivos de la compañía poseen una adecuada experiencia en el negocio asegurador que, combinado con la experiencia en el mercado de seguros de sus dos directores independientes, proveen a la compañía de un fuerte apoyo para todas sus áreas y para la adopción de las mejores prácticas del negocio.

Factores de riesgo

Modelo en etapa de desarrollo: La compañía tiene cuatro años de operaciones. A junio de 2019 contaba con 5.520 asegurados y con una prima directa que ascendía a \$ 57.341 millones, lo que es muy bajo en comparación con el estándar de la industria. La misma situación permite presumir que los equipos de trabajos están consolidados, pero en sus primeras fases de evolución. Se reconoce que en la medida que crece la producción de la sociedad este riesgo se va diluyendo, repercutiendo favorablemente en la clasificación.

Concentración de los ingresos: Sus ingresos provienen en su totalidad de la gestión que se realiza en la administración de la cartera de previsionales. Si bien este hecho es generalizado en algunas empresas del sector, esto no la excluye de la exposición a eventos o variables que afecten a su principal negocio (fluctuaciones de tasa, riesgo de reinversión entre otros).

Dependencia de su matriz BTG Pactual: Si bien la aseguradora ha aumentado su grado de autonomía en la toma de decisiones con respecto a otras empresas de la matriz, **BTG Pactual Vida** posee dependencia a las áreas operacionales, de riesgo y apoyo del área inversiones (control cruzado por el área de riesgo, apoyo del área de inversiones) que tiene la matriz. El aprovechar estas sinergias con el grupo, si bien generan

beneficios, la dependencia conlleva a que cualquier evento de magnitud que afecte al grupo, podría eventualmente afectar el desarrollo de la empresa de seguros. Además, el grupo—comparado con otros operadores internacionales presentes en Chile—presenta mayores niveles de riesgo país.

Volatilidad de algunas inversiones: Aun cuando las reservas técnicas presentan una elevada cobertura en términos de suficiencia de inversiones y calidad de las mismas, un porcentaje de su cartera están expuestas a variaciones de precios que podrían conllevar a reducciones de patrimonio, de esta forma en particular una caída en el valor de las cuotas de fondos de inversión, fondos mutuos e inversión extranjera afecta el valor del patrimonio.

Antecedentes generales

La compañía

La compañía fue constituida en 2014 y su propiedad se concentra en BTG Pactual Chile SpA y, marginalmente, en BTG Pactual Servicios Financieros S.A.

El grupo BTG Pactual nace en 1983 con la fundación en Brasil de Pactual S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários (intermediador de valores) y Pactual Administração e Participações Ltda. (administración de activos). Posteriormente, durante 1986, Pactual DTVM obtiene la licencia para operar como banco de inversión, dando origen a Pactual S.A. Banco de Invesrimientos, que en 1989 obtiene la licencia para actual como banco multiservicio (banco comercial, banco de inversión, administrado de activo, operador de cambios internacionales, negocios hipotecarios y, en general, actividades de ahorro y crédito). De esta manera, surge el Banco Pactual S.A. y, adicionalmente, Pactual Overseas Corp, para desarrollar las actividades internacionales del grupo. En 2006 UBS AG adquirió el grupo Pactual, pasando a operar bajo el nombre UBS Pactual, en dicho proceso parte de la plana ejecutiva se retira de la propiedad, pero retorna en 2009 adquiriendo la institución y dando origen al grupo BTG Pactual.

El directorio de la compañía está compuesto por siete miembros, dos de los cuales son independientes, que sesionan mensualmente, quienes delegan en la Gerencia General, a cargo del señor Jaime Maluk, la administración de la compañía en conjunto con las áreas propias de Inversión, Rentas Vitalicias, Actuaría y Planificación Financiera; y con áreas corporativas de Riesgo y de Servicios Corporativos.

Mix de productos

Como se puede apreciar en la Ilustración 1, la prima directa de la compañía se concentra completamente en los seguros previsionales¹ desde su creación. En consecuencia, el 100% del margen de contribución de **BTG Pactual Vida** provino de los seguros previsionales a la misma fecha.

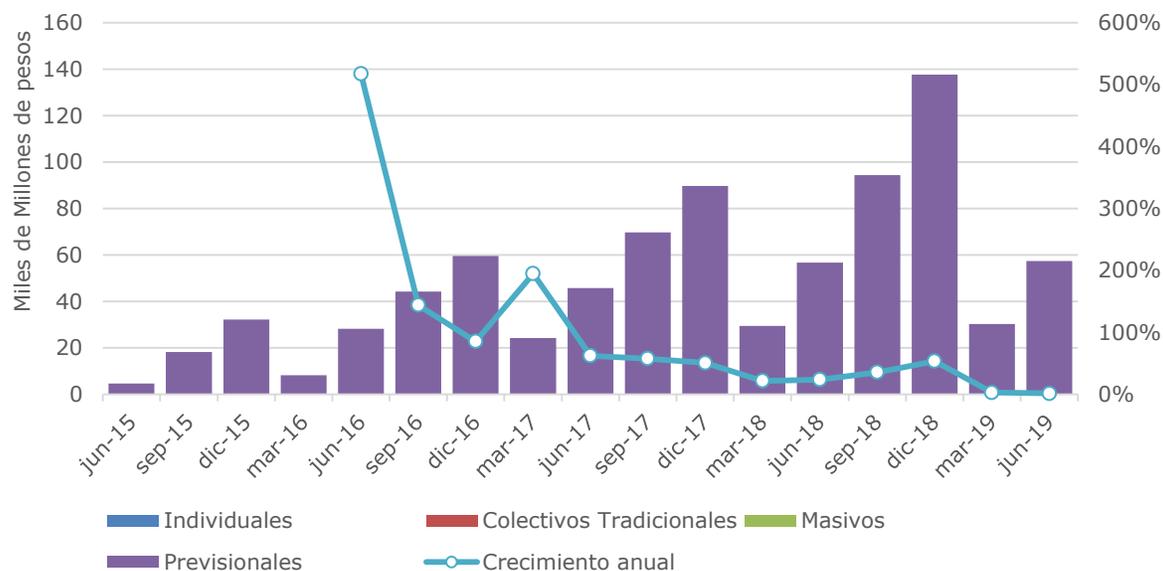


Ilustración 1: Prima directa de la compañía

Rentas vitalicias

Las reservas de rentas vitalicias han crecido constantemente en los últimos años. A junio de 2019, las rentas vitalicias tuvieron reservas por un monto cercano a los \$ 350 mil millones, el cual aumentó en un 47,8% con respecto a igual periodo del 2018.

¹ Incluye seguros de AFP y rentas vitalicias

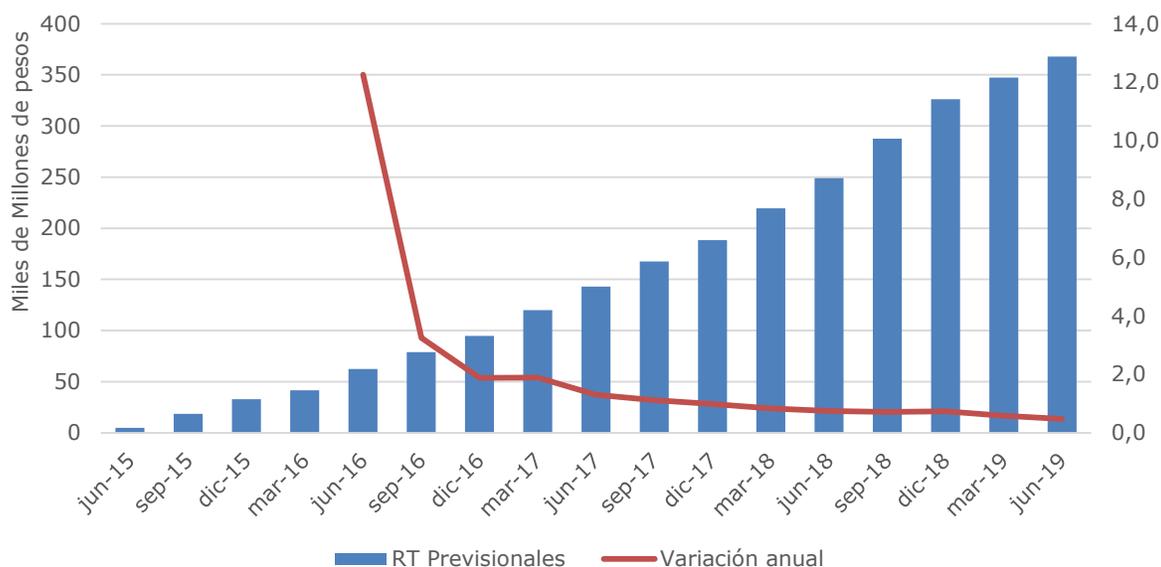


Ilustración 2: Reservas técnicas en seguros previsionales

En cuanto a la participación de mercado de las reservas técnicas en seguros previsionales, **BTG Pactual Vida** presentó a junio de 2019, un 1,1%, aumentando levemente su participación, en los últimos años.

En la Ilustración 2 e Ilustración 3 se presenta la evolución de las reservas técnicas previsionales de la compañía y la participación de mercado de ésta respectivamente.

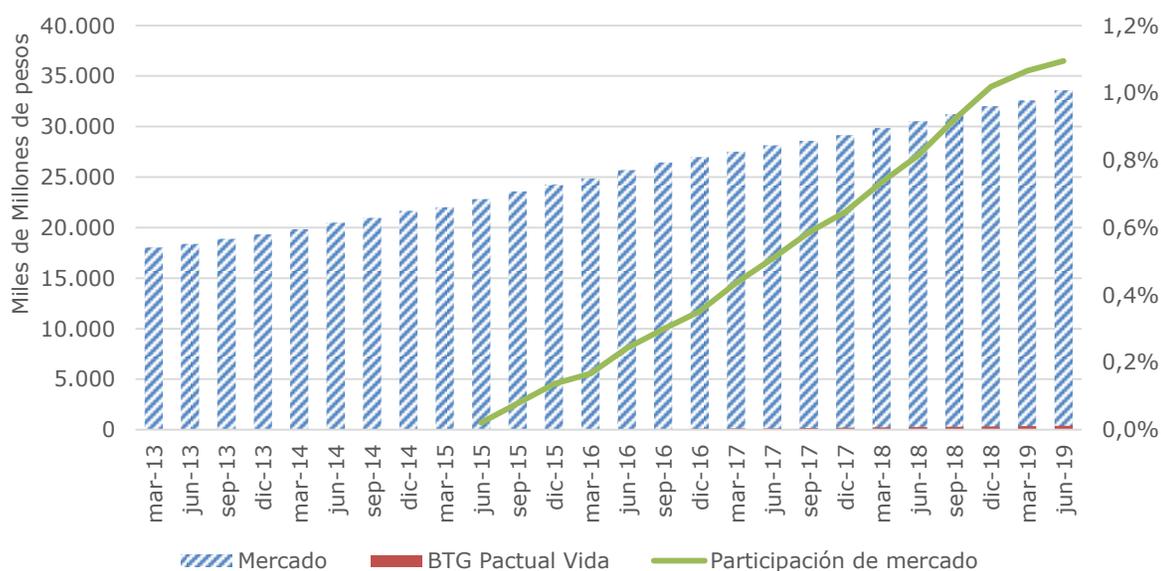


Ilustración 3: Reservas técnicas en seguros previsionales del mercado y la participación de la compañía

Inversiones

A junio de 2019, los activos representativos de reserva técnica y patrimonio de riesgo cubrían en un 102% del mínimo que debe mantenerse de acuerdo con las disposiciones y normativas vigentes. Esta cobertura se descompone en 79,0% de inversiones financieras, 16,2% de activos inmobiliarios, y 4,8% en otras cuentas.

Al mismo periodo, de los \$ 396 mil millones registrados en inversiones, un 57,4% se encontraban en instrumentos de renta fija e inversiones inmobiliarias, de los cuales un 47% poseen clasificación A- o superior, tal como se puede observar en la Ilustración 5.

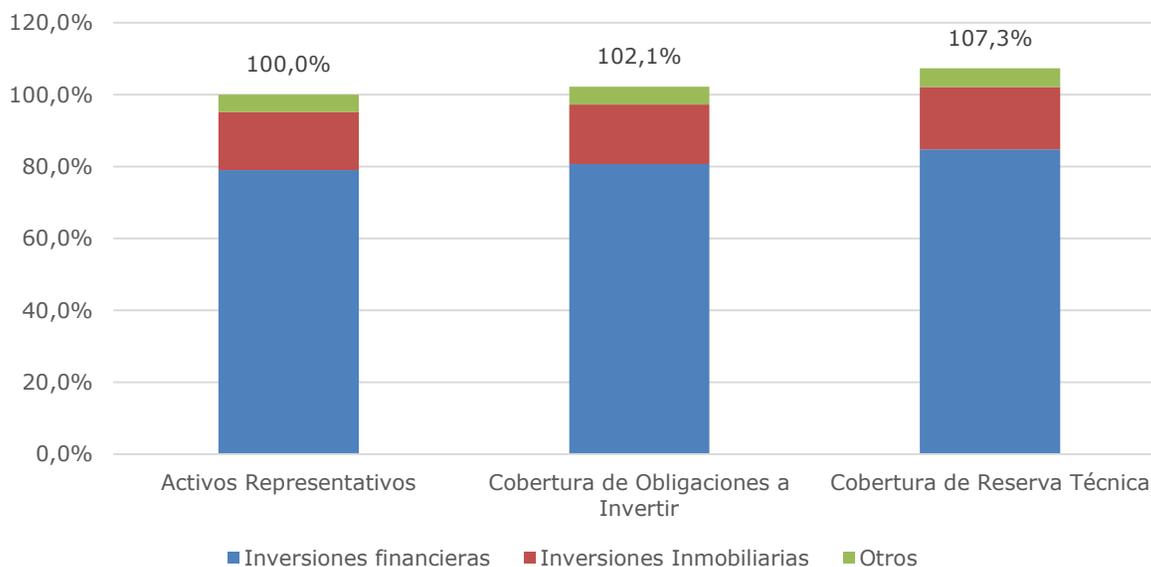


Ilustración 4: Distribución de inversiones

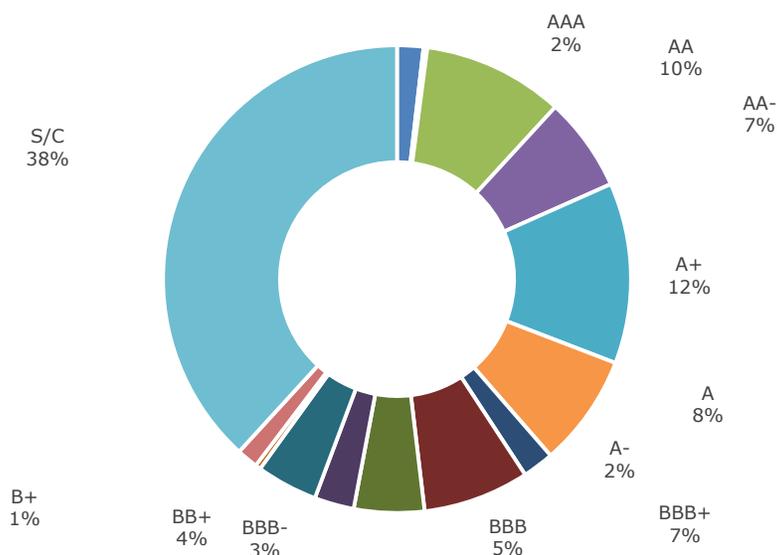


Ilustración 5: Clasificación de riesgo de instrumentos de renta fija e inversiones inmobiliarias

TSA y rentabilidad de inversiones

La compañía ha logrado mantener un retorno de sus inversiones por sobre la rentabilidad exigida para cumplir con sus obligaciones, registrando un rendimiento de 5,8% promedio en los últimos dos años, mientras que la tasa de suficiencia en el mismo periodo promedió un 0,4%. La Ilustración 6 muestra la evolución de la tasa de suficiencia para **BTG Pactual Vida** y los retornos que han registrado sus inversiones.

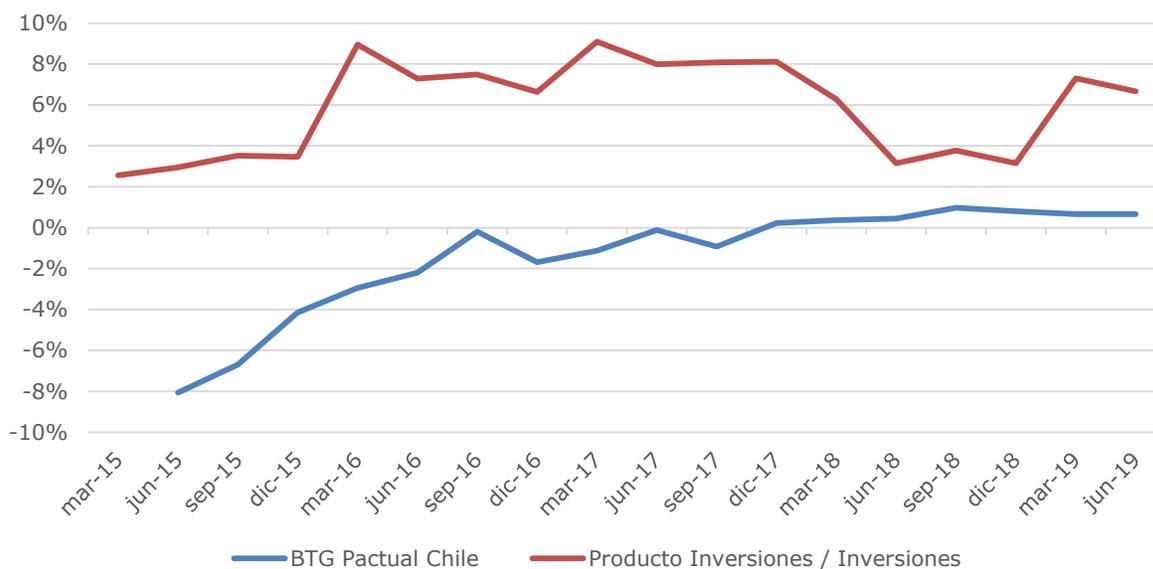


Ilustración 6: Tasa de suficiencia de los activos y productos de las inversiones

Cartera de productos tradicionales

BTG Pactual Vida a la fecha no presenta productos de seguros de vida tradicionales.

Desempeño de la compañía

Generación de caja

Durante los últimos años, **BTG Pactual Vida** ha mostrado flujos operacionales volátiles, siendo negativos el 2015, positivos el 2016 y 2017 mientras que el 2018 vuelve a ser negativo. A junio de 2019 alcanzó \$ 46 millones. La Tabla 1 muestra el comportamiento que han tenidos los flujos operacionales, de inversiones y de financiamiento.

Resultado final, posición patrimonial y endeudamiento

El patrimonio de la compañía se ha incrementado en el tiempo, pasando desde \$ 3.483 mil millones al cierre de 2014 a \$ 37.432 mil millones a 2018. Al cierre de junio de 2019 el patrimonio aumentó un 2,7% alcanzando los \$ 38.444 mil millones, mientras que los resultados aún no han logrado mantenerse positivos el tiempo. A junio de 2019 **BTG Pactual Vida** registró resultados por \$ 1.005 mil millones. La Ilustración 7 muestra el patrimonio y resultado de la compañía en el tiempo.

Tabla 1: Evolución de los flujos de caja

Flujo de Efectivo Directo IFRS					
M\$	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-19
Total Flujo de Efectivo Neto Actividad de Operación	-29.169.767	395.735	7.505.644	-7.983.417	46.133
Total Flujo de Efectivo Neto Actividad de Inversión	0	0	-8.568.870	-128.940	-256.222
Total Flujo de Efectivo Neta Actividad de Financiamiento	26.061.130	0	679.304	8.055.557	0
Efectivo y Equivalente al Efectivo al Inicio del Período	3.625.376	230.596	754.151	402.396	590.761
Efectivo y Equivalente al Efectivo al Final del Período	230.596	754.151	402.396	590.761	346.687

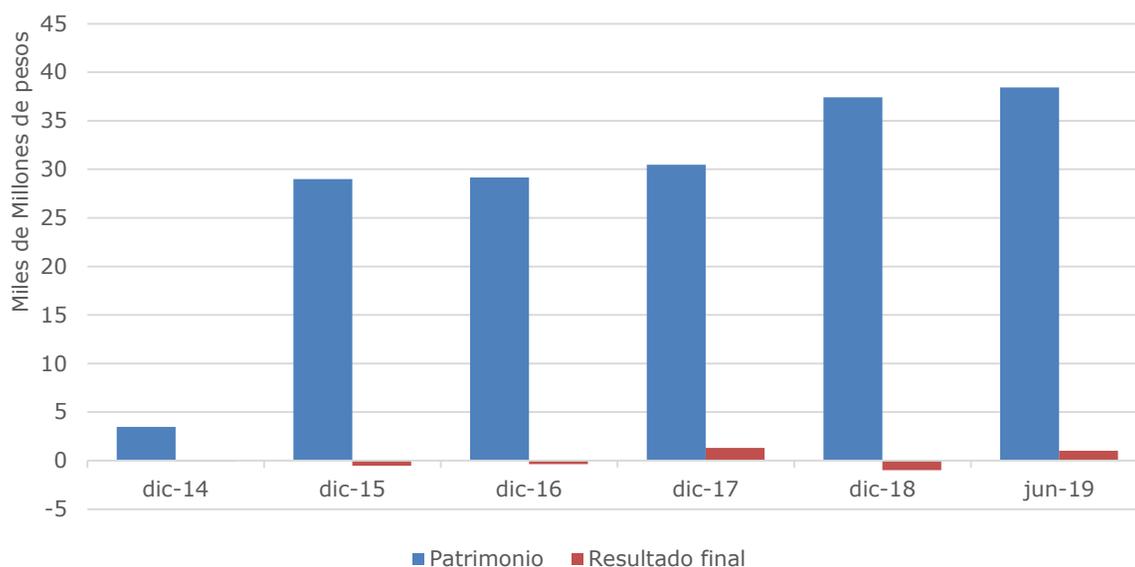


Ilustración 7: Evolución de patrimonio y resultado

Por otro lado, el endeudamiento contable que ha presentado **BTG Pactual Vida** ha aumentado desde el inicio de su operación, como se espera a medida que aumenta su volumen de operaciones. Lo anterior ha llevado a que el endeudamiento pasara de 0,07 veces a diciembre de 2014 a 9,9² a junio de 2019. En comparación con los niveles de endeudamiento de la industria en su conjunto, la compañía presenta *ratios* inferiores tal como lo muestra la Ilustración 8 (debe tenerse en consideración que no toda la industria participa en el negocio de renta vitalicia, segmento con mayor apalancamiento financiero).

² El endeudamiento legal a junio de 2019 es de 9,8 veces.

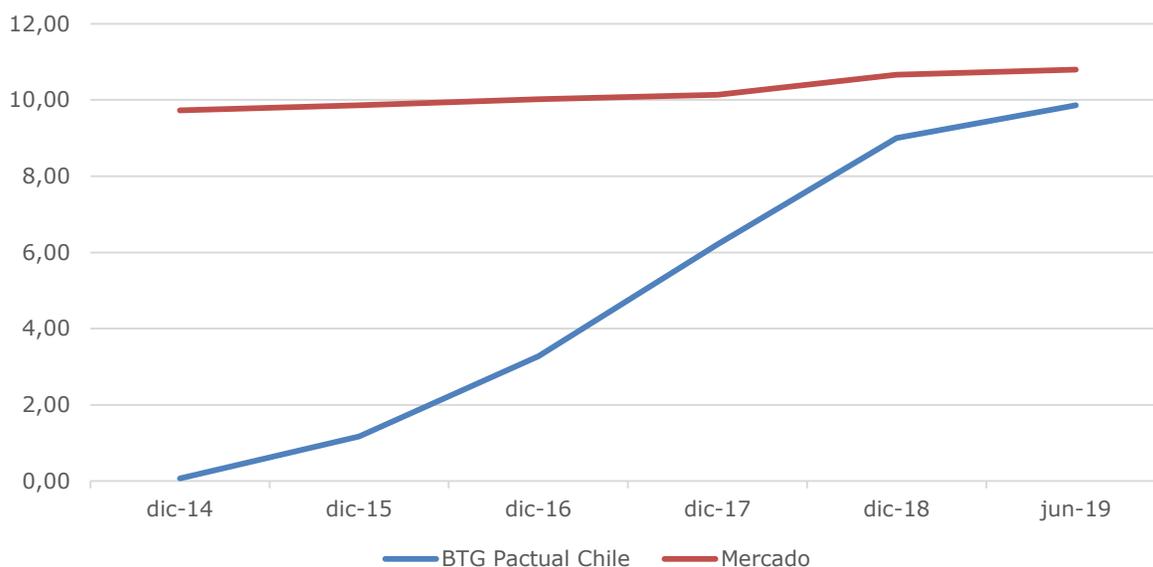


Ilustración 8: Endeudamiento

Eficiencia del gasto

La compañía ha mantenido un nivel de eficiencia, medido como gasto de administración sobre prima directa, menor con respecto a lo que registra el mercado (también cabe considerar que las entidades orientadas al negocio vitalicio suelen tener un menor *ratio*). Los costos de administración se reducen a medida que la compañía va desarrollando su plan de negocio, aumentando el primaje directo y, en menor medida, los gastos de administración. La Ilustración 9 muestra la evolución que ha tenido este indicador en el tiempo.

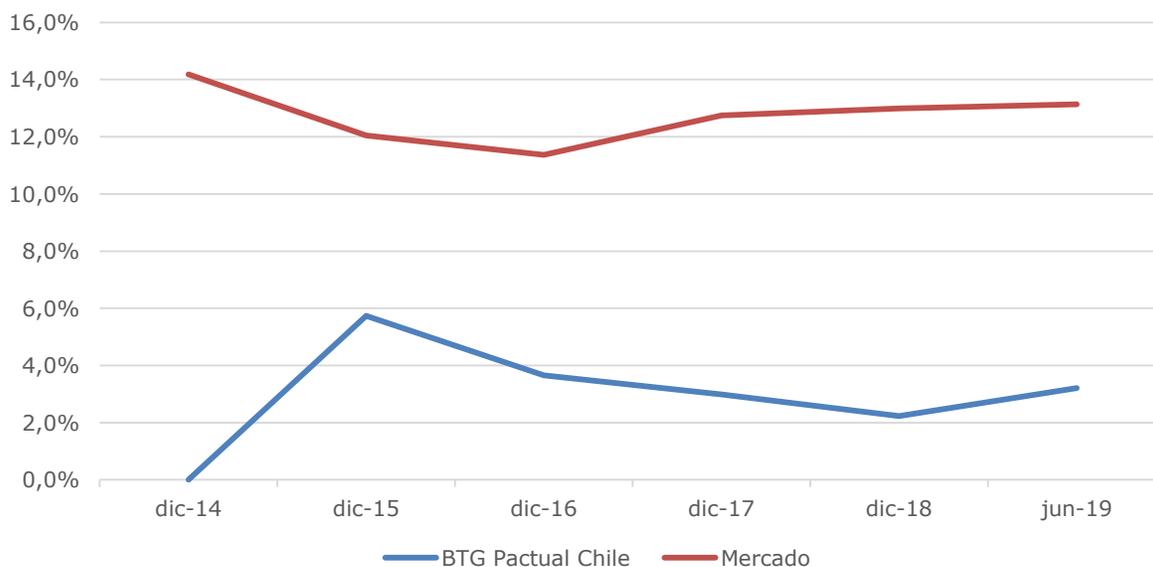


Ilustración 9: Eficiencia

Ratios

A continuación, se presentan los distintos *ratios* de la aseguradora y del mercado al cierre de cada periodo.

Tabla 2: *Ratios* comparativos

BTG Pactual Chile	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-19
Costo Adm. / Prima directa	5,74%	3,66%	2,99%	2,23%	3,21%
Costo Adm. / Mg. Contrib.	-152,92%	-60,96%	-36,48%	-25,03%	-24,26%
Mg. Contrib. / Prima directa	-3,75%	-6,00%	-8,20%	-8,89%	-13,22%
Resul. Fina / Prima directa	-1,65%	-0,60%	1,46%	-0,71%	1,75%

Mercado	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-19
Costo Adm. / Prima directa	12,05%	11,37%	12,74%	12,99%	13,14%
Costo Adm. / Mg. Contrib.	-121,67%	-117,93%	-106,46%	-169,03%	-75,01%
Mg. Contrib. / Prima directa	-9,90%	-9,64%	-11,97%	-7,69%	-17,52%
Resul. Fina / Prima directa	7,47%	7,24%	10,21%	6,83%	5,78%

“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.”