



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Reseña anual

A n a l i s t a

Hernán Jiménez A.

Tel. (56-2) 2433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

Cruz Blanca Compañía de Seguros de Vida S.A.

Septiembre 2016

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
Póliza Tendencia	A Estable
Estados financieros	30 junio 2016

Estado de situación financiera IFRS				
M\$	2013	2014	2015	II-2016
Inversiones	2.381.775	3.459.122	5.158.376	6.129.682
Total cuentas de seguros	0	177.221	448.292	1.156.559
Participación del reaseguro en las reservas técnicas	0	2.961	20.134	56.539
Otros activos	357.715	724.989	1.076.956	1.156.552
Total activos	2.814.868	4.424.939	6.759.450	8.520.298
Reservas técnicas	261.455	1.183.103	2.206.200	3.175.030
Deudas por operaciones de seguro	0	51.336	185.956	367.953
Otros pasivos	277.848	451.539	752.923	1.394.127
Patrimonio	2.275.565	2.738.961	3.614.371	3.583.188
Total pasivos y patrimonio	2.814.868	4.424.939	6.759.450	8.520.298

Estado de resultado IFRS				
M\$	2013	2014	2015	II-2016
Margen de contribución	74.449	579.793	1.031.080	1.109.249
Prima directa	382.384	3.458.552	6.040.029	5.156.982
Prima cedida	0	4.426	80.206	158.923
Prima retenida	382.384	3.454.126	5.959.823	4.998.059
Costo de siniestros	177.265	2.049.925	3.820.082	2.703.042
R. intermediación	0	276.475	412.106	308.099
Costo de administración	738.309	1.799.078	2.226.291	1.333.819
Resultado de inversiones	35.597	68.463	101.718	83.857
Resultado final	-461.340	-796.674	-674.590	-31.183

Opinión

Fundamento de la clasificación

Cruz Blanca Compañía de Seguros de Vida S.A. (Cruz Blanca Vida) es una compañía que se orienta al negocio de seguros de vida, con pólizas con coberturas en complementarios de salud, accidentes personales y S.O.A.P. La aseguradora es parte del grupo Bupa Chile.

Bupa Chile S.A. (Ex - Cruz Blanca Salud S.A.) es un *holding* del rubro salud que, a través de empresas filiales, participa en el negocio de seguros, de prestaciones ambulatorias y hospitalarias propias del área. Sus subsidiarias operativas son Isapre Cruz Blanca, Cruz Blanca Compañía Seguros de Vida, Integramédica (red de centros médicos), tres clínicas ubicadas en las ciudades de Arica, Antofagasta y Viña del Mar, la empresa de hospitalización domiciliaria Clinical Service y el área internacional compuesta por Resomasa, Integramédica Perú y Anglolab. A julio de 2015, esta compañía ha sido clasificada en "Categoría A", por **Humphreys**.

A junio de 2016, la compañía presentó un nivel de primaje de aproximadamente de \$ 5.157 millones (a diciembre de 2015 fue de \$ 6.040 millones), reservas técnicas por \$ 3.175 millones y un patrimonio de \$ 3.583 millones. En ese período operó en seis ramos distintos del área de la salud, finalizando con 277.521 pólizas vigentes, de las cuales el 99,7% corresponde a SOAP.

La clasificación de riesgo para los contratos de seguros emitidos por **Cruz Blanca Vida**, más allá de la corta historia de la compañía, se sustenta en el apoyo formal, mediante mecanismos usualmente aceptados en el mercado, en donde la matriz (Bupa Chile S.A.) se compromete a apoyar a la compañía de seguros para que mantenga los niveles patrimoniales exigidos por la normativa vigente y, además, pueda dar cumplimiento a las obligaciones asumidas con sus asegurados. Cabe destacar que la matriz mantiene una solvencia más que adecuada y que, a través de Isapre Cruz Blanca, participa en el negocio de seguros de salud, otorgándole a la empresa conocimiento y experiencia en el área, lo que sirve como sustento para generar una estructura comercial y alcanzar sinergias que resulten en una mayor eficiencia operativa.

Adicionalmente, es apoyo para la clasificación, el perfil conservador de las inversiones mantenidas a la fecha de clasificación, presentando una alta cobertura de las reservas netas (cercano al 200%) con bonos bancarios y depósitos a corto plazo, instrumentos altamente líquidos y seguros. También se destaca el endeudamiento relativamente bajo comparándolo con las otras compañías de seguros de vida que no participan de seguros previsionales, aunque se presume que debiese acercarse al promedio a medida que crezca.

Entre los elementos que restringen la nota otorgada se consideran la alta concentración de sus ventas en pocos productos (principalmente "Salud" y "SOAP") y la baja participación de mercado en términos de prima, situación que afecta negativamente el logro de economías de escala. No obstante, se reconoce que son factores que podrían mejorar en paralelo al desarrollo natural del negocio. Adicionalmente, la evaluación incorpora el hecho de que la sociedad alcanza un bajo margen de contribución, derivado del crecimiento experimentado y de la naturaleza de los ramos en que participa, situación que no le permite cubrir los costos de administración.

En cuanto a la perspectiva de clasificación, se califica "Estable" por cuanto se estima que en el corto plazo no se producirán cambios relevantes que pudieren afectar significativamente el estado actual de la compañía.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Apoyo de la matriz en el ámbito operativo, de control y sinergias con el grupo.
- Perfil conservador de su cartera de inversiones.

Fortalezas complementarias

- Bajo endeudamiento relativo.

Riesgos considerados

- Elevada concentración de su cartera de productos.
- Baja participación de mercado, que afecta negativamente el logro de economías de escala.
- Bajo margen de contribución comparado con empresas similares.

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.

Hechos recientes

De acuerdo a los estados financieros a junio de 2016 la compañía obtuvo una prima directa de \$ 5.157 millones, reteniendo el 96,9% de esta. El primaje se distribuyó en los ramos de "SOAP" (40,6%), "Temporal de Vida" (1,9%), "Incapacidad o Invalidez" (0,3% del total) y "Salud", tanto en individuales como colectivos y masivos (1,8%, 22,2% y 33,1% del total, respectivamente).

Luego de las variaciones de reservas técnicas, del resultado de intermediación y el costo de los siniestros — que ascendió a \$ 2.729 millones— se obtuvo en el período un margen de contribución de \$ 1.109 millones, que correspondió al 21,5% del primaje directo. Por ramos agrupados, el margen de contribución se distribuyó en 28,2%, 8,5% y 63,2% entre “individuales”, “colectivos” y “masivos”.

Los costos de administración del primer semestre de 2016 alcanzaron los \$ 1.334 millones, equivalentes al 26% de la prima directa. Al final, la empresa reportó un resultado final con pérdidas por \$ 31 millones.

Oportunidades y fortalezas

Importante apoyo de su matriz: La aseguradora es parte del grupo Bupa Chile S.A., siendo ésta un holding del rubro salud que forma parte de un grupo internacional del mismo nombre. Su línea de bonos ha sido calificada en “Categoría A” por **Humphreys**. El soporte que brinda su matriz se ha reflejado en varias inyecciones de capital, y en el apoyo con infraestructura y operaciones en especial, que reducen los costos en forma significativa.

Cartera de inversiones conservadora: Las inversiones totales de la compañía, actualmente alcanzan los \$ 6.130 millones y equivalen a 1,7 veces sus reservas técnicas. De esta cartera, casi la totalidad corresponde a renta fija, concentrada en instrumentos de bajo riesgo, de los cuales el 53% son bonos que exhiben una clasificación igual o superior a “Categoría AA+” y el resto son depósitos a corto plazo en “Nivel 1+”. La estrategia de inversión es definida por un comité de inversiones. Además, el hecho que las inversiones se concentren en valores de renta fija de corto plazo, reduce significativa los riesgos de cambios de tasas de interés.

Bajo nivel de endeudamiento: La empresa presenta un endeudamiento total de 1,4 veces, medido como pasivo exigible sobre el patrimonio, indicador que se encuentra levemente por sobre los observados en el segmento de empresas que no participan en el negocio de seguros previsionales, pero que, a juicio de **Humphreys**, le permite sustentar el crecimiento presupuestado en el corto plazo y parte del mediano plazo (más a futuro dependerá de la capacidad de generar utilidades y de la políticas de reparto de dividendos).

Factores de riesgo

Alta concentración de márgenes: A junio de 2016, el 84% del margen de contribución de la empresa se encuentra asociado a los seguros de Salud (el masivo aporta el 63%). Por lo tanto, la compañía se ve más expuesta a posibles fluctuaciones en los flujos de esos ramos, ya que cada contrato influye de manera significativa en su cartera (a pesar que cada póliza está desagregada en numerosos afiliados). A juicio de la

clasificadora, una ampliación de las líneas de negocio contribuiría positivamente a reducir la exposición de los ingresos ante la posible pérdida de clientes y/o a una disminución en los niveles de precios.

Baja participación de mercado: La estrategia de nicho que posee la compañía, hacen que su cuota global de mercado sea reducida. Esta situación genera limitantes para alcanzar economías de escala y la exponen a estrategias de precio por parte de compañías de mayor tamaño. A junio de 2016 la participación medida como porcentaje de las reservas técnicas del mercado, asciende a 0,01%.

Bajo margen de contribución: Los costos de administración se encuentran en niveles similares a los que tiene el mercado de empresas de seguros de vida que no venden seguros previsionales, sin embargo a junio de 2016, el margen de contribución sobre la prima directa de **Cruz Blanca Vida**, es bastante menor que el del mercado (22% contra 55%) y hacen difícil alcanzar un resultado positivo. Este resultado proviene de la participación en "SOAP", donde el resultado de intermediación ocupa parte importante de la prima, y de la variación de reservas técnicas producto del crecimiento experimentado.

Antecedentes generales

Propiedad

Cruz Blanca Vida fue constituida el 10 de enero de 2013, siendo su objetivo el desarrollo de los seguros individuales y colectivos, enfocados principalmente en las líneas de salud, accidentes personales y S.O.A.P.

Aun cuando la sociedad inició sus operaciones hace pocos años, presenta un plan de negocios con estrategias claramente definidas y perfiles de cargo de los principales ejecutivos debidamente especificados. El organigrama de la organización al 30 de junio de 2016 es la que se presenta en la Ilustración 1.

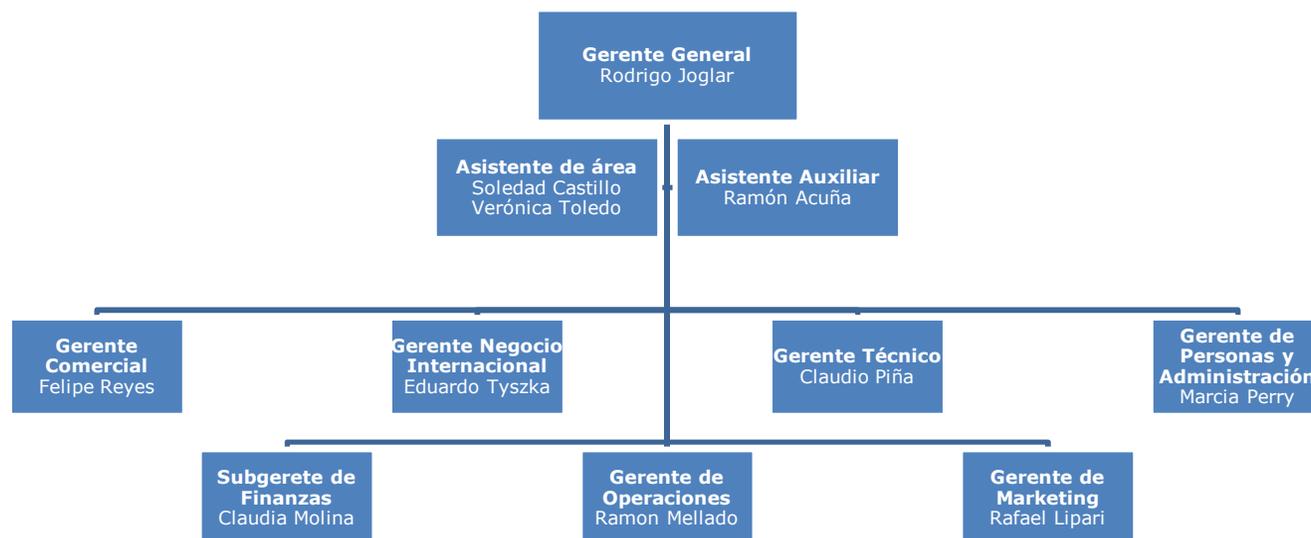


Ilustración 1: Organigrama **Cruz Blanca Vida**

La aseguradora es parte del grupo Bupa Chile S.A., siendo ésta dueña, directa e indirectamente, del 100% de la propiedad de la compañía. Bupa Chile S.A. es un holding del rubro salud que forma parte de un grupo internacional del mismo nombre.

Durante 2015 Bupa Chile S.A. alcanzó ventas consolidadas por \$ 657.107 millones (US\$ 925,3 millones), aportando Isapre Cruz Blanca, Integramédica y las clínicas (incluye Clinical Services) aproximadamente el 74%, 22% y 11% de dichos ingresos, respectivamente. En términos de EBITDA, se contrajo a \$ 23.624 millones (US\$ 33,3 millones), la contribución de cada filial fue en torno al 77,1% para Integramédica y 42,6% para los servicios hospitalarios. Al cierre del año, la empresa mantenía deuda financiera por \$177.953 millones (US\$ 250,6 millones) y un patrimonio por \$191.063 millones (US\$ 269,0 millones).

Los ingresos de la compañía provienen de cuatro segmentos, los cuales operan como una red y apoyan las sinergias comerciales y de costos: aseguradora (Isapre Cruz Blanca y Compañía Cruz Blanca Seguros de Vida), servicios hospitalarios (clínicas y hospitalización domiciliaria), servicios ambulatorios (Integramédica) y el área internacional (con operaciones en Perú). A continuación se describen las áreas de negocios:

Área aseguradora: Compuesta, en lo fundamental, por Isapre Cruz Blanca a la que se le agregó, a fines de 2013, la Compañía de Seguros Cruz Blanca. La isapre actualmente tiene una participación de mercado de 22,2% en términos de ingresos. Este segmento representó, aproximadamente, el 74,0% de los ingresos totales del *holding* en 2015.

Área prestadora hospitalaria: Compuesta por Clínica Reñaca, Clínica Antofagasta, Clínica San José y Clinical Service (hospitalización domiciliaria), ubicadas en la regiones de Valparaíso, Antofagasta y de Arica y Parinacota, respectivamente, con un total de 355 camas. Recientemente se incorporó Clínica Bupa Santiago. Representan el 10,7% de los ingresos totales.

Área prestadora ambulatoria: Compuesta por centros médicos Integramédica (uno de los principales prestadores de salud ambulatoria privada de país), la red de centros médicos Sonorad y centro médico Consulta Dra. Pilar Gazmuri. Representa alrededor del 21,9% de los ingresos del *holding*.

Área internacional: Incluye la gestión de Cruz Blanca Salud Perú, Resomasa (dedicada a los servicios de diagnóstico por imágenes), Anglolab (laboratorio) e Integramédica Perú. Esta última se encuentra comenzó recientemente su operación. El área internacional representa el 1,3% de los ingresos de la empresa.

Cartera de productos

La compañía tiene como objetivo el desarrollo de los seguros individuales y colectivos, principalmente enfocados en las líneas de salud y SOAP.

La distribución de la cartera de productos el primer semestre de 2016 –en términos de prima directa– se presenta en la Ilustración 2.

Inversiones

Las inversiones de la compañía a junio de 2016 están orientadas principalmente, a instrumentos del Estado y depósito a plazos. La composición de los activos financieros y su clasificación, en el caso de la renta fija, se presentan en la Tabla 1 y en la Ilustración 3.

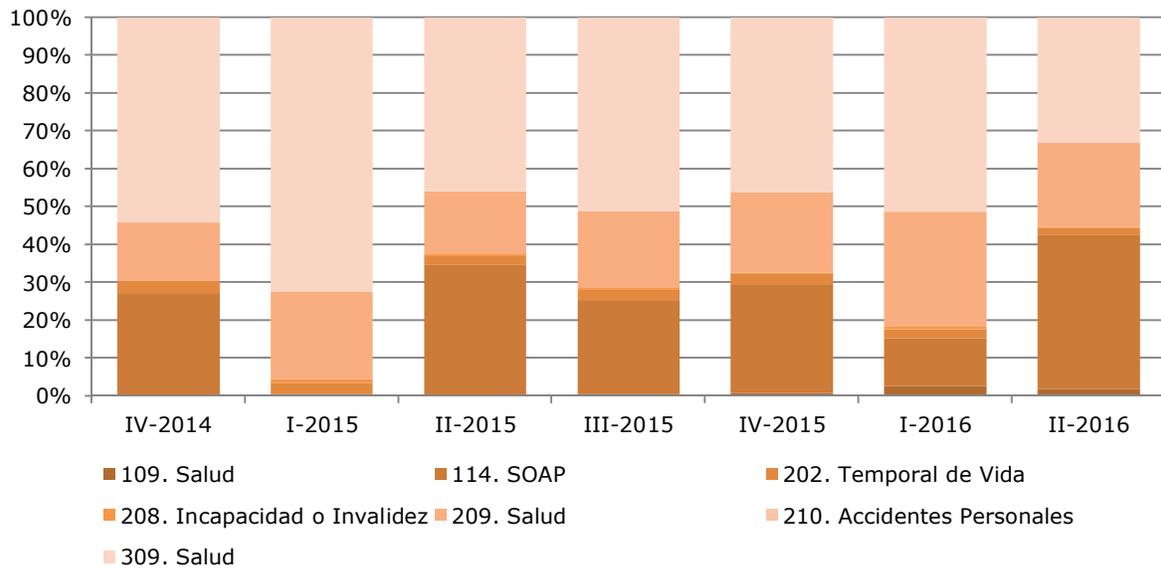


Ilustración 2: Distribución de la prima directa

Tabla 1: Distribución de las inversiones por instrumentos

	IV-2014	I-2015	II-2015	III-2015	IV-2015	I-2016	II-2016
Instrumentos del Estado	50%	32%	34%	30%	39%	39%	40%
Depósitos a plazo	34%	44%	31%	35%	25%	32%	29%
Bonos bancarios	9%	14%	26%	28%	27%	21%	14%
Fondos mutuos	2%	4%	4%	3%	3%	2%	15%
Cuentas corrientes	4%	3%	3%	2%	5%	4%	2%
Otros	2%	2%	1%	2%	3%	1%	1%

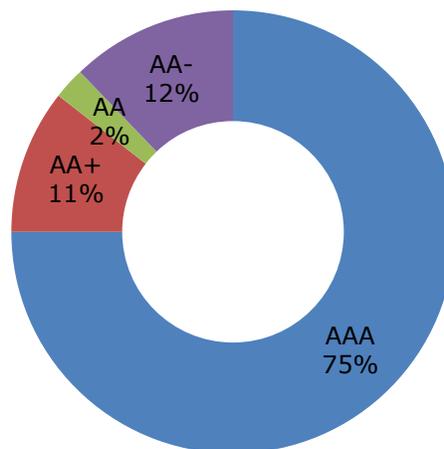


Ilustración 3: Distribución por clasificación de riesgo a junio de 2016

Se logra apreciar una estrategia conservadora de las inversiones hasta la fecha de clasificación.

Análisis financiero

Rendimiento técnico y siniestralidad

El rendimiento técnico¹ del primer semestre de 2016 resultó positivo para todos los ramos individuales. Su rendimiento técnico global, como porcentaje de los ingresos, resultó menor al que obtuvieron las empresas de seguros de vida que no están dedicadas a vender seguros previsionales. Lo anterior se refleja la Ilustración 4, mientras que la Ilustración 5 presenta el rendimiento técnico del mercado.

La siniestralidad² por su parte, resultó menor en la mayoría de los ramos exceptuando el de "Salud" masivos, "Accidentes personales" e "Incapacidad o Invalidez" colectivo, en comparación con el mercado relevante. Los indicadores respectivos se pueden observar en la Ilustración 7 mientras que la Ilustración 6 muestra la siniestralidad por grupo.

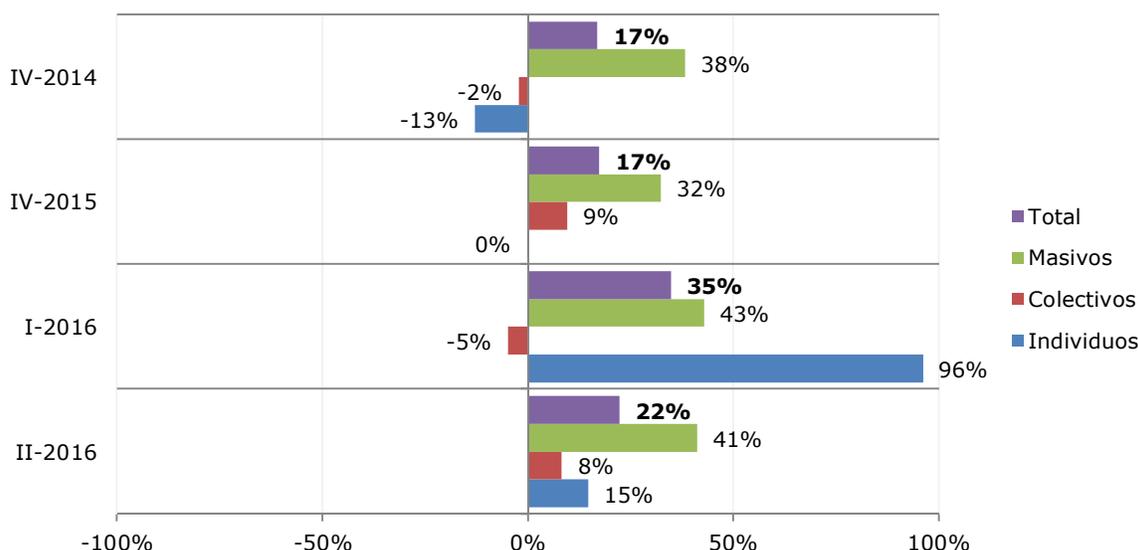


Ilustración 4: Rendimiento técnico Cruz Blanca Seguros de Vida

¹ Calculado como margen de contribución sobre prima retenida.

² Calculado como costo de siniestros sobre prima retenida.

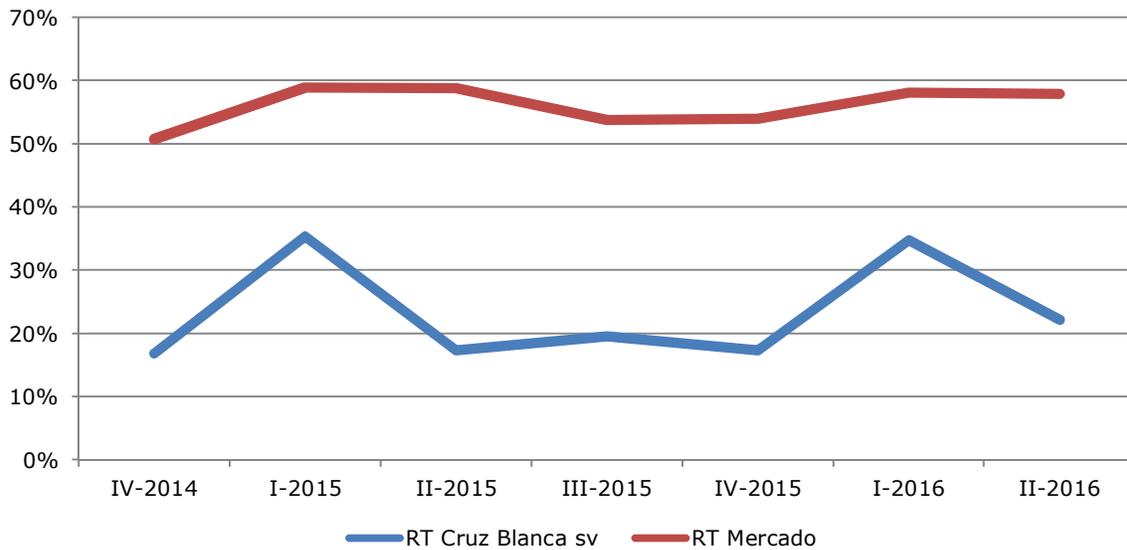


Ilustración 5: Rendimiento técnico de **Cruz Blanca Vida** frente al mercado relevante

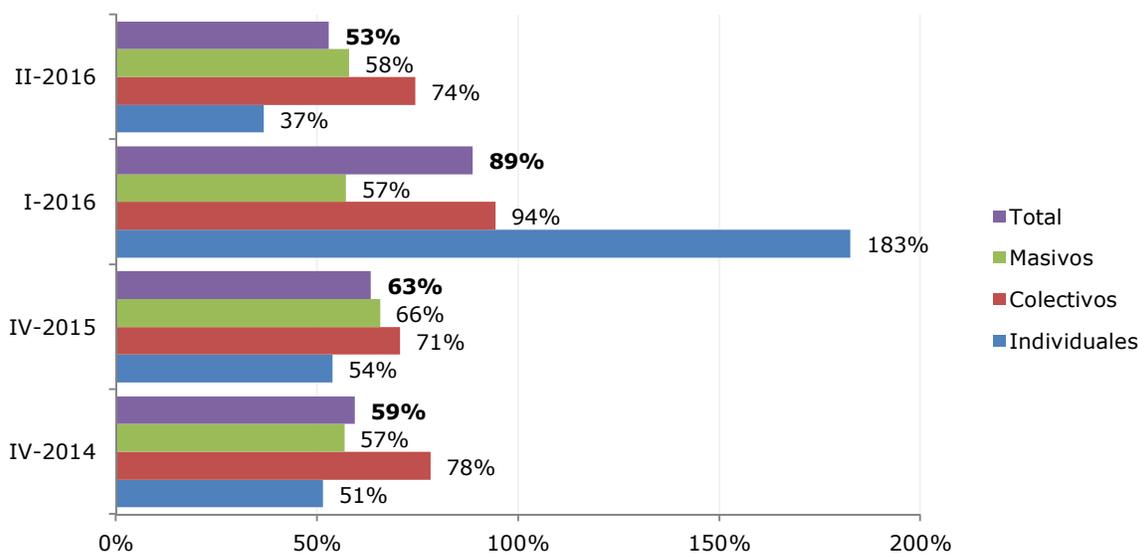


Ilustración 6: Siniestralidad Cruz Blanca Vida

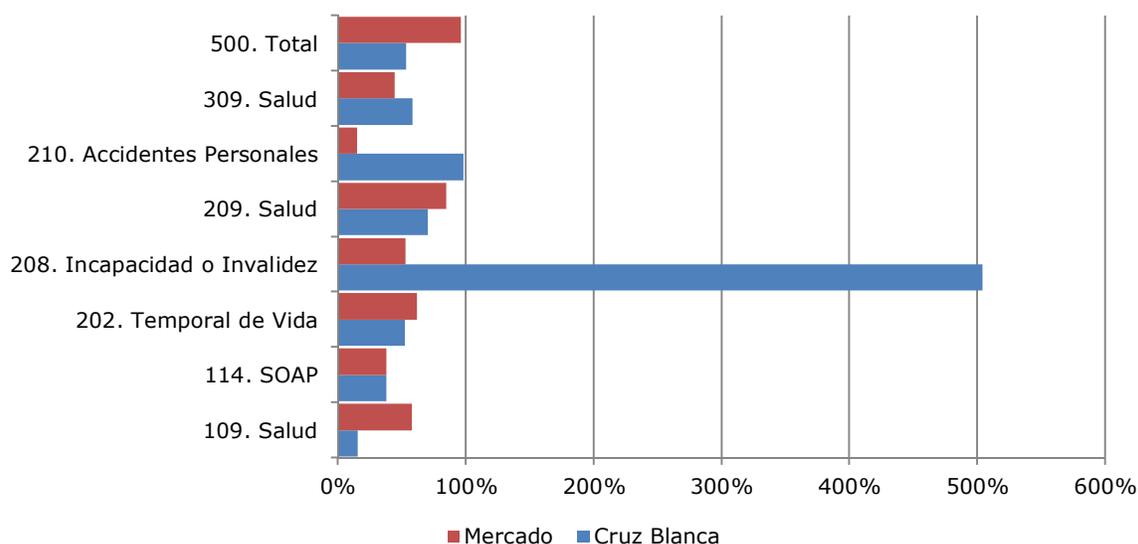


Ilustración 7: Siniestralidad de Cruz Blanca frente al mercado a junio de 2016

Eficiencia y endeudamiento

Al contar con escasa información histórica, es poco lo que se puede analizar y concluir en términos de tendencia; no obstante, en los primeros seis meses de 2016 el indicador de costos de administración sobre prima directa fue de 26% para la compañía, inferior al índice que presenta el mercado relevante, de 37%.

En el indicador de pasivo exigible sobre patrimonio de **Cruz Blanca Vida** se ubica por primera vez por sobre el mercado (1,38 veces contra 1,15), pero al estar la compañía en un proceso de crecimiento con reversión de las pérdidas, es esperable que esta brecha tienda a caer en el corto plazo.

Tabla 2: Ratios de Cruz Blanca frente al mercado

	IV-2014	I-2015	II-2015	III-2015	IV-2015	I-2016	II-2016
	Mercado relevante						
Costo Ad / PD	42%	39%	39%	39%	40%	38%	37%
Endeudamiento	1,23	1,18	1,19	1,20	1,21	1,16	1,15
	Cruz Blanca Seguros de Vida						
Costo Ad / PD	52%	67%	41%	43%	37%	40%	26%
Endeudamiento	0,62	0,72	0,69	0,68	0,87	0,77	1,38

"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 Superintendencia de Valores y Seguros 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."