



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña anual

Analista
Bárbara Lobos M.
Tel. 56 – 2 – 433 52 00
barbara.lobos@humphreys.cl

MAPFRE Seguros de Vida

Abril 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Pólizas Tendencia	A Estable
Estados financieros base	Diciembre 2010

(Cifras en M\$ dic-10)	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Inversiones	33.699.973	35.179.421	34.882.674	33.646.126	32.513.568
Deudores por Primas	207.788	215.773	244.270	646.784	1.011.746
Deudores por Reaseguros	265.500	83.778	52.213	41.174	85.120
Otros Activos	680.465	1.211.635	672.944	764.508	790.432
Total Activos	34.853.727	36.690.606	35.852.101	35.098.592	34.400.866
Reservas Técnicas	30.027.025	32.567.128	31.956.571	31.266.755	30.462.019
Reservas Previsionales	28.635.831	31.165.165	30.538.144	29.591.579	28.588.452
Primas por Pagar	1.077.658	960.085	872.569	904.682	809.360
Otros Pasivos	260.821	354.464	551.588	683.105	1.060.089
Patrimonio	3.488.223	2.808.929	2.471.374	2.244.050	2.069.398
Total Pasivos	34.853.727	36.690.606	35.852.101	35.098.592	34.400.866

(Cifras en M\$ dic -10)	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Prima Directa	9.485.395	4.098.198	1.397.889	1.880.417	2.464.821
Prima Directa Individuales	372.441	317.661	545.138	671.118	626.961
Prima Directa Colectivos	414.814	419.800	348.737	641.044	949.036
Prima Directa AFP	0	0	0	0	0
Prima Directa Previsionales	8.313.917	3.091.186	224.154	113	-
Prima Retenida Neta	9.101.172	3.828.648	1.118.030	1.312.275	1.575.997
Costo Siniestros	-416.623	-340.183	-254.217	-372.298	-686.076
Costo Renta	-9.478.879	-4.296.420	-1.309.015	-1.110.325	-1.066.972
R. Intermediación	-327.068	-179.951	-150.443	-186.454	-176.139
Margen de Contribución	-1.127.617	-1.083.607	-655.838	-602.380	-541.653
Costo de Administración	-1.341.040	-915.015	-975.968	-885.258	-874.701
Resultado Operacional	-2.468.657	-1.998.622	-1.631.806	-1.487.639	-1.416.354
Resultado de Inversión	1.526.575	1.570.913	1.452.828	1.314.358	1.101.487
Resultado Final	-856.648	-425.671	-254.454	-144.259	-118.359

Opinión

MAPFRE Compañía de Seguros de Vida de Chile S.A. (MAPFRE Seguros de Vida) es una sociedad con presencia, en términos de ventas, en los segmentos de seguros individuales y seguros colectivos, con participación inferior al 1% de las ventas y reservas del mercado de seguros de vida. Adicionalmente, debido a que la compañía comercializó rentas vitalicias hasta abril de 2008, mantiene reservas previsionales que a diciembre 2010 alcanzaban los \$ 28.588 millones (patrimonio a la misma fecha alcanzaba \$ 2.069 millones). Su primaje anual alcanzó \$ 2.465 millones en 2010.

La empresa forma parte del grupo MAPFRE, consorcio español de reconocida solvencia y prestigio internacional, poseedor de una amplia experiencia en las actividades aseguradoras, previsionales y financieras y que en el negocio asegurador mantiene presencia en 45 países.

La clasificación asignada se sustenta en el importante apoyo que recibe de su matriz, tanto en términos financieros, operacionales y de gestión de riesgos, y en la presencia del grupo a escala local (comparte administración con las empresas de seguros generales y de crédito). El apoyo del grupo se ha materializado en normas sobre control y auditoría interna, las cuales se enmarcan dentro de las políticas de MAPFRE, en reportes recurrentes a nivel regional, y en una constante comunicación de la administración local con la administración grupo en la región.

Entre sus fortalezas se recoge la existencia de una cartera de inversión orientada a renta fija con bajo riesgo crediticio, consistente con la política conservadora del grupo. Esta característica otorga una baja probabilidad de pérdida a los instrumentos y al portafolio.

Desde otra perspectiva, la clasificación reconoce riesgos a los cuales se ve enfrentada la entidad, entre los que destacan los derivados de la alta concentración de su cartera de productos, así como la menor escala de la misma en comparación al resto de los actores del segmento. Igualmente, se observa de forma negativa la tendencia al alza en su nivel de endeudamiento, que a la fecha de los últimos estados financieros alcanza un ratio de pasivo exigible sobre patrimonio de 15,62 veces (endeudamiento total normativo de 15,77 veces).

Durante los últimos cinco años la empresa registró un sostenido incremento de su endeudamiento relativo, un debilitamiento de su nivel patrimonial y un deterioro en la holgura en la cobertura de sus reservas técnicas a través de inversiones, asociados a la persistencia de resultados finales negativos (asociados a la administración de la cartera de rentas vitalicias vigente y debido que su actual modelo de negocio, orientado a los seguros tradicionales, se encuentra aún en proceso de desarrollo). Así sus indicadores financieros de fortaleza patrimonial, endeudamiento y cobertura de reservas técnicas alcanzaron niveles que se consideraron débiles en relación a la categoría de riesgo asignada; sin embargo, se mantuvo la clasificación en atención a la fortaleza de su matriz y a la disposición que ésta ha mostrado en el pasado, en otras

compañías del grupo, a realizar aportes de capital cuando lo han requerido. En este contexto, durante el mes de abril, el grupo controlador aprobó un incremento del capital social para **MAPFRE Seguros de Vida**, lo que permitirá mejorar los indicadores solvencia en relación a los valores actuales, acercándolos a niveles que se consideran en línea con la nota asignada a la solvencia de la compañía.

Si bien se reconoce la capacidad de apoyo de la matriz en términos financieros y la voluntad de controlador de velar por solvencia de la compañía local, para la mantención de la clasificación se espera que la empresa a futuro mantenga niveles en sus indicadores financieros que se consideren consistentes con la clasificación asignada. Junto con esto, se espera que la empresa no debilite las fortalezas que sustentan la clasificación actual, especialmente la calidad del apoyo de grupo controlador y el carácter conservador de su política de inversiones.

En el mediano plazo, la clasificación podría verse favorecida si la compañía logra una mayor penetración en el mercado y accede a niveles de actividad que le permitan un mejor aprovechamiento de las economías de escala y una mayor diversificación de sus ingresos, los que además se asocien a niveles de endeudamiento, patrimonio y cobertura de reservas conformes a una mejor categoría de riesgo.

La perspectiva de la clasificación se estima "*Estable*¹", principalmente porque no se visualizan cambios favorables o desfavorables en los factores que la sustentan y pues se espera que el incremento en el capital social le permita revertir el deterioro observado en sus indicadores de solvencia.

Hechos recientes

Durante 2010 la empresa comercializó exclusivamente seguros tradicionales (colectivos e individuales). Su primaje fue 31%² superior al del ejercicio 2009, crecimiento que se originó en los segmentos de accidentes personales y de temporal vida.

En el mismo intervalo, su costo de siniestros se incrementó en 84% real, mientras que el costo de renta decreció en 4% real. Su margen de contribución, en tanto, cayó 10%. Los gastos de administración decrecieron en 1%, disminuyendo también su importancia en relación a la venta desde 47% a 35%. En línea con su desempeño histórico, la empresa registró resultados operacionales negativos, aunque la pérdida operacional fue 5% menor que 2009. El resultado de inversiones fue positivo por \$ 1.101 millones (16% menor al del ejercicio anterior). Con todo, el resultado final fue negativo por \$ 118 millones (18% menor a la pérdida de 2009).

¹ Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

² Los cambios porcentuales de esta sección corresponden a variaciones reales interanuales.

Paralelamente, el patrimonio se deterioró en 8%, mientras que las reservas técnicas y previsionales decrecieron 3%. Asimismo, la razón de pasivo exigible sobre patrimonio pasó de 14,64 veces a 15,62 entre diciembre de 2009 e igual fecha de 2010.

La empresa aprobó un incremento de su capital social el 20 de abril de 2011.

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 ésta 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 mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y fortalezas

Apoyo de la matriz: En opinión de la clasificadora, dentro del grupo MAPFRE se visualiza un esfuerzo real por traspasar la experiencia y *know how* hacia sus filiales, así como aprovechar las sinergias entre todas las empresas del grupo. En lo concreto, este punto se materializa a través de canales de comunicación directos y expeditos, con una fuerte supervisión y permanente apoyo al control de las operaciones, y adopción de las políticas impulsadas por el grupo para sus filiales de la región. Adicionalmente, se considera que la matriz tiene una adecuada capacidad de responder a las eventuales necesidades de capital de la sociedad evaluada. MAPFRE S.A., cabeza del grupo, en términos consolidados, mantiene un patrimonio neto por un monto cercano a € 7.796 millones a diciembre 2010, mientras que el patrimonio de **MAPFRE Seguros de Vida** representa menos del 1% de este monto.

Portafolio de inversión: La empresa cuenta con una cartera de inversiones considerada de bajo riesgo, caracterizada por alcanzar un adecuado nivel de diversificación. La política de inversiones se encuentra orientada principalmente a instrumentos de renta fija, y por definición de su matriz, debe mantener la totalidad de sus inversiones de este tipo en instrumentos clasificados a lo menos en "*Categoría A-*". A diciembre de 2010, la compañía mantenía un 96% de sus inversiones en renta fija (95% a diciembre de 2009), de las cuales el 96% del monto se encontraba clasificado en categorías superiores o iguales a "*A-*". Adicionalmente, se considera que, según los últimos estados financieros, las inversiones en renta fija exceden el 0,44% del total de sus reservas técnicas (2,13% al considerar la cartera CUI).

Factores de riesgo

Elevada concentración de la cartera de productos: Pese a la evolución que ha mostrado la cartera de productos durante sus diez años de existencia, la compañía aún presenta un bajo grado de diversificación de productos y, por ende, una elevada dependencia de los ingresos que realizan los principales productos de la empresa. La compañía, a diciembre de 2010, sólo vendía productos en diez ramos, donde el producto temporal vida (incluido individual y colectivo) representaba el 47% del total de la prima directa, mientras que el producto de accidentes personales (incluido individual y colectivo) alcanzaba a un 28% de la prima.

Nivel de endeudamiento: Durante los últimos 24 meses la compañía ha presentado un nivel de endeudamiento con una tendencia al alza, que alcanzó en diciembre de 2010 un *ratio* de pasivo exigible sobre patrimonio de 15,62 veces (endeudamiento total normativo de 15,77 veces). En términos comparativos, presenta niveles superiores a los que consiguen compañías de similares o mayores clasificaciones (y de aquellas que participan activamente en rentas vitalicias), siendo a diciembre de 2010 la compañía más apalancada del mercado de vida. Como atenuante, se reconoce que la compañía ha acordado aumentar su capital social de modo de reducir su apalancamiento.

Baja participación de mercado: La empresa exhibe una participación por ventas y por reservas inferior al 1% del mercado. Desde nuestra perspectiva, esta situación genera mayor dificultad para alcanzar economías de escala en la operación del negocio. Como atenuante, se reconoce la existencia del apoyo operacional por parte del grupo y la actual estrategia de la compañía, la que busca generar mayor volumen de ventas por un crecimiento orgánico en seguros individuales y colectivos.

Antecedentes generales

Historia y propiedad

MAPFRE Seguros de Vida fue constituida el 21 de septiembre de 2000. Su creación responde a la exigencia legal que obliga a que en Chile los negocios de seguros de vida y generales se desarrollen a través de compañías independientes. Sin embargo, el negocio de vida se constituye y es tratado como una línea de negocio dentro del *mix* de productos del que ofrece el conglomerado al que pertenece en Chile.

La sociedad forma parte del grupo MAPFRE, consorcio español de reconocida solvencia y prestigio internacional, que desarrolla actividades aseguradoras, reaseguradoras, financieras, inmobiliarias y de servicios en España y otros 44 países. A escala global, la solvencia financiera de la matriz del grupo ha sido calificada en "A+" mientras que la solvencia y la fortaleza financiera de las reaseguradoras pertenecientes al grupo, MAPFRE Empresa Compañía de Seguros y Reaseguros S.A. y MAPFRE Re, se califica en "AA" (ambas calificaciones con perspectivas negativas desde mayo de 2010).

Administración

La aseguradora mantiene una administración conjunta con MAPFRE Compañía de Seguros Generales de Chile S.A. (empresa del mismo grupo), compartiendo la dirección general y las gerencias de operaciones y medios, administración y finanzas, sistemas y fiscalía. Adicionalmente, la firma cuenta con el apoyo que le brinda el grupo, especialmente en temas ligados a las áreas técnica, sistemas, gestión y auditoría interna.

La calidad de su administración, en tanto, descansa en un grupo de profesionales con experiencia en el sector y con un nivel de formación profesional acorde con las responsabilidades asumidas, quienes mediante la interrelación con las distintas unidades y con el apoyo que le entrega el grupo, han logrado crear instancias de análisis y control que permiten presumir el adecuado desempeño de sus funciones, así como el cumplimiento de su plan estratégico.

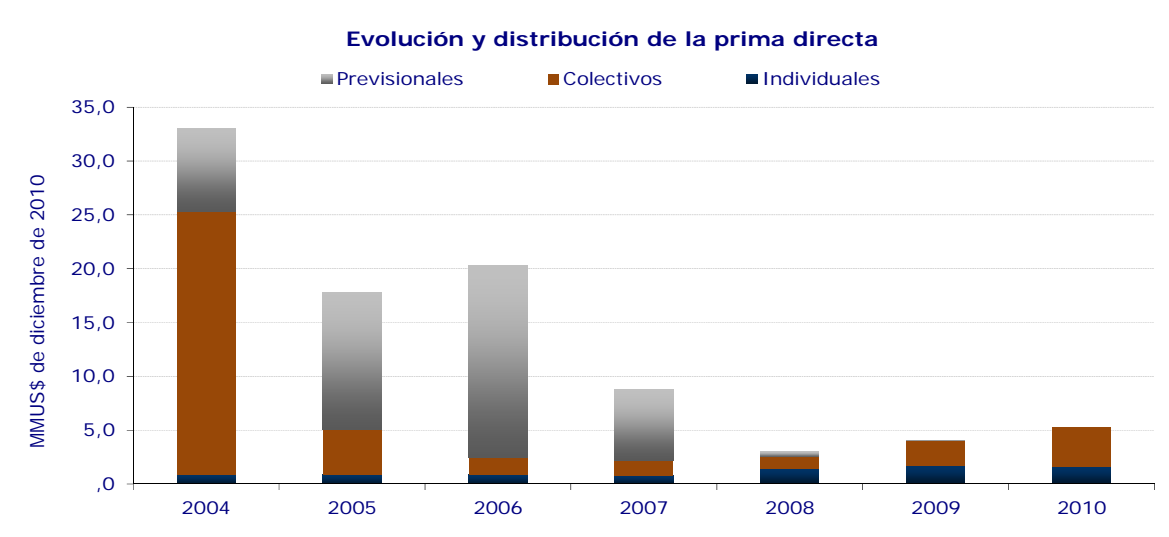
Cabe destacar que la gerencia general de la compañía es asumida por un profesional del grupo MAPFRE que con antelación se desempeñaba en la filial de México, teniendo como objetivo principal el liderar el proceso de expansión de la empresa en conformidad con la filosofía y estrategia del grupo. En el siguiente cuadro se detallan los principales ejecutivos de la compañía a diciembre de 2010:

Nombre	Cargo
Rafael Casas Gutiérrez	Presidente del Directorio
Rodrigo Campero Peters	Director
Andrés Chaparro Kaufman	Director
Juan Pablo Uriarte Díaz	Director
Ricardo Blanco Martínez	Director

Nombre	Cargo
Julio Domingo Souto	Gerente General
Libe de Sanctis de Arbeola	Gerente de Auditoría Interna
Mauricio Robles Parada	Gerente De Operaciones y Medios
Jorge Levy Campoy	Gerente Comercial
Jorge Lillo Cepeda	Gerente Unidad Vida
Paloma Coletto Fuentes	Gerente de Administración y Finanzas
Marcela Morales Farías	Gerente de Informática y Tecnología
Edmundo Agramunt Orrego	Fiscal

Desempeño cartera de productos

La empresa orienta su actividad a la venta de seguros tradicionales. Sin perjuicio de esto, a la fecha cuenta con una cartera vigente de rentas vitalicias (línea de negocios que representa el 91% de sus reservas vigentes). Durante 2010 el 30% de sus ventas se generó en la venta de seguros individuales y el 70% en seguros colectivos. Su actual nivel de primaje es inferior al mostrado hasta 2007, debido principalmente a que la compañía dejó de comercializar pólizas de seguros previsionales por razones estratégicas en abril de 2008. A continuación se muestra la evolución y distribución por producto de la prima de la compañía:



La cartera de seguros tradicionales ha mostrado un crecimiento sostenido durante los últimos tres años, con un desarrollo más intenso en el área de seguros colectivos, lo que ha generado una mayor concentración de las ventas en este tipo de productos. No obstante la antigüedad de la compañía, **Humphreys** considera el *portfolio* de seguros tradicionales, dado su volumen, como una cartera en desarrollo, por lo que la distribución de las ventas podría variar a futuro. Por otra parte, la empresa no descarta retomar su participación en el negocio de seguros previsionales en la medida que el contexto, según su juicio, sea favorable desde una perspectiva económica y financiera.

Actualmente las ventas se generan, principalmente, a través de corredores, los cuales se complementan con la fuerza de venta propia. Ambos canales, corredores y venta directa, se canalizan a través de la red de sucursales compartida con MAPFRE Generales. Igualmente, la compañía ha desarrollado y dado énfasis al sistema electrónico (internet) como medio de distribución para sus productos menos sofisticados, basándose en los sistemas centralizados, los que admiten emitir las pólizas de manera *online*.

A diciembre de 2010, la compañía mantenía una participación de mercado reducida, que en términos de primaje directo y reservas técnicas ascendían a 0,09% y 0,2%, respectivamente.

Seguros tradicionales:

Los principales productos dentro de la prima total de 2010, fueron los seguros colectivos temporales (31%), seguros colectivos de accidentes personales (28%) y seguros individuales temporales (16%). El primaje retenido, en tanto, se concentró en seguros colectivos de temporal vida (27%) y accidentes personales (21%), e individual de temporal vida (22%).

Tabla 1. Aporte al primaje directo anual

Indicadores MAPFRE Vida	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Individual Temporal Vida	0%	0%	3%	21%	18%	16%
Individual Accidentes Personales	0%	0%	0%	8%	10%	7%
Individual Flexibles	2%	2%	4%	12%	9%	5%
Individual Protección Familiar	2%	2%	1%	4%	3%	1%
Individual Desgravamen	0%	0%	0%	1%	1%	0%
Individual Mixto o Dotal	0%	0%	0%	1%	0%	0%
Colectivo Temporal Vida	17%	5%	9%	20%	29%	31%
Colectivo Accidentes Personales	4%	1%	4%	10%	18%	28%
Colectivo Desgravamen	2%	1%	3%	6%	11%	7%
Colectivo Salud	2%	0%	0%	1%	1%	4%
Seguros Tradicionales	29%	12%	25%	84%	100%	100%

La aseguradora cuenta con una masa relevante de asegurados, especialmente en seguros colectivos. Durante el último año se ha observado una evolución positiva en el número de ítems vigentes dentro de este tipo de seguros, lo cual es acorde con su actual estrategia.

Tabla 2. Evolución de los ítems asegurados

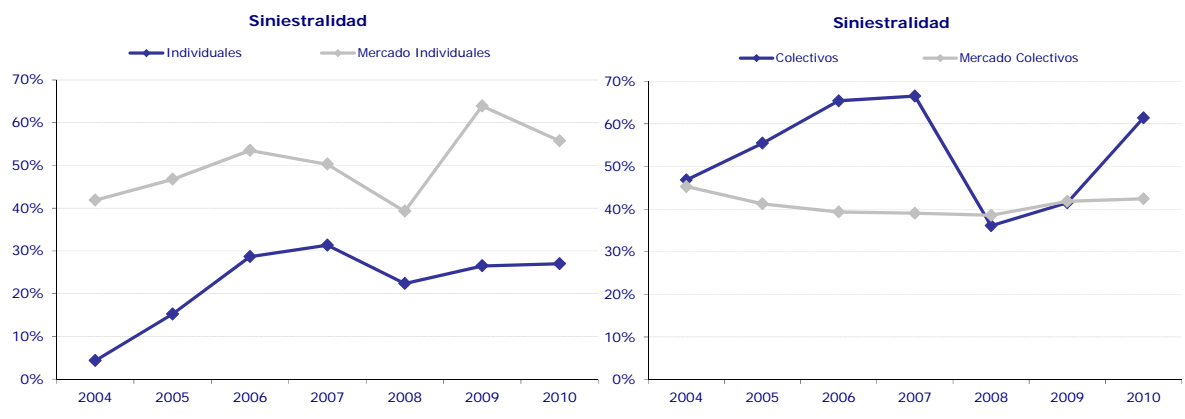
Ítems vigentes	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Individuales	11.734	8.689	3.245	7.571	8.586	8.316
Colectivos	229.050	113.596	42.794	44.452	73.088	82.591
Tradicionales	240.784	122.285	46.039	52.023	81.674	90.907

La cartera asegurada en este segmento presenta una siniestralidad³ que en promedio resulta inferior a la del mercado para seguros tradicionales⁴. Desglosando las líneas de negocios, en individuales el valor del indicador se ha presentado históricamente en niveles inferiores a los de su mercado relevante, mientras que en colectivos la siniestralidad ha sido históricamente superior, exceptuando lo observado en 2008 y 2009 (como promedio de los últimos tres años se mantiene sobre el mercado). A continuación se muestra la evolución del indicador anual desde 2004 a la fecha:

³ La siniestralidad ha sido calculada como costo de siniestro sobre prima retenida neta ganada.

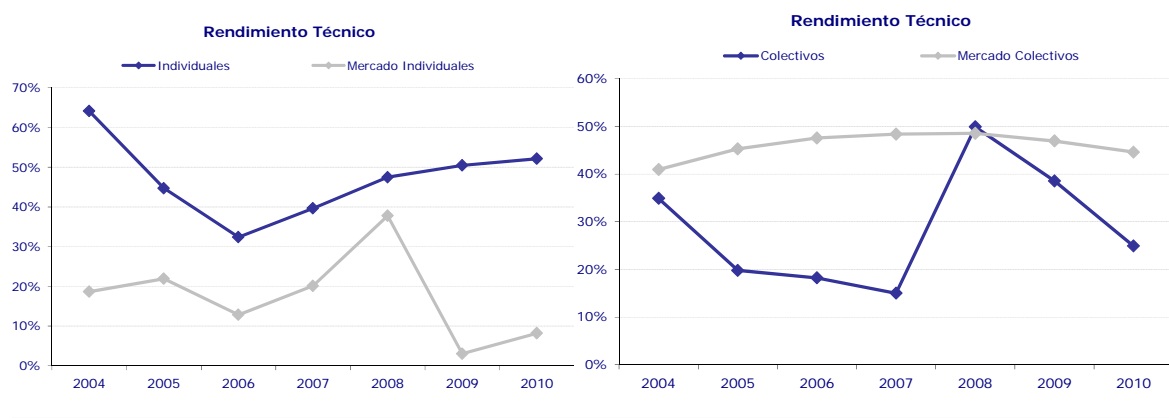
⁴ Comparación del promedio anual de los últimos tres años de 37% contra 45%.

Gráfico. Siniestralidad por línea de negocios



La cartera de seguros tradicionales presenta un desempeño promedio superior al del mercado en términos de rendimiento técnico⁵ (promedio anual de los últimos tres años de 43% contra 37% del mercado). No obstante, en seguros colectivos se presenta un desempeño inferior al mercado (comparación del promedio anual de los últimos tres años). A continuación se presenta el rendimiento técnico de MAPFRE por ramos comparado con sus respectivos mercados:

Gráfico. Rendimiento técnico por línea de negocios



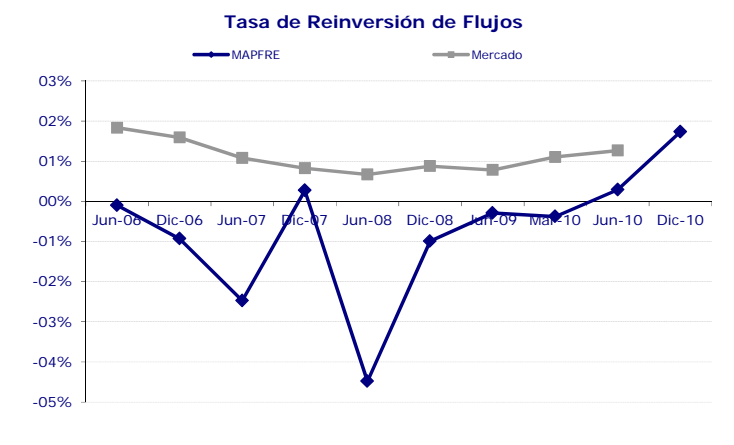
Rentas Vitalicias:

Como se mencionó, la firma dejó de comercializar el producto como consecuencia de un cambio de estrategia. La cartera vigente le permite alcanzar una participación por reservas previsionales de 0,22%, en tanto que estos productos generan el 94% de sus reservas técnicas a diciembre de 2010.

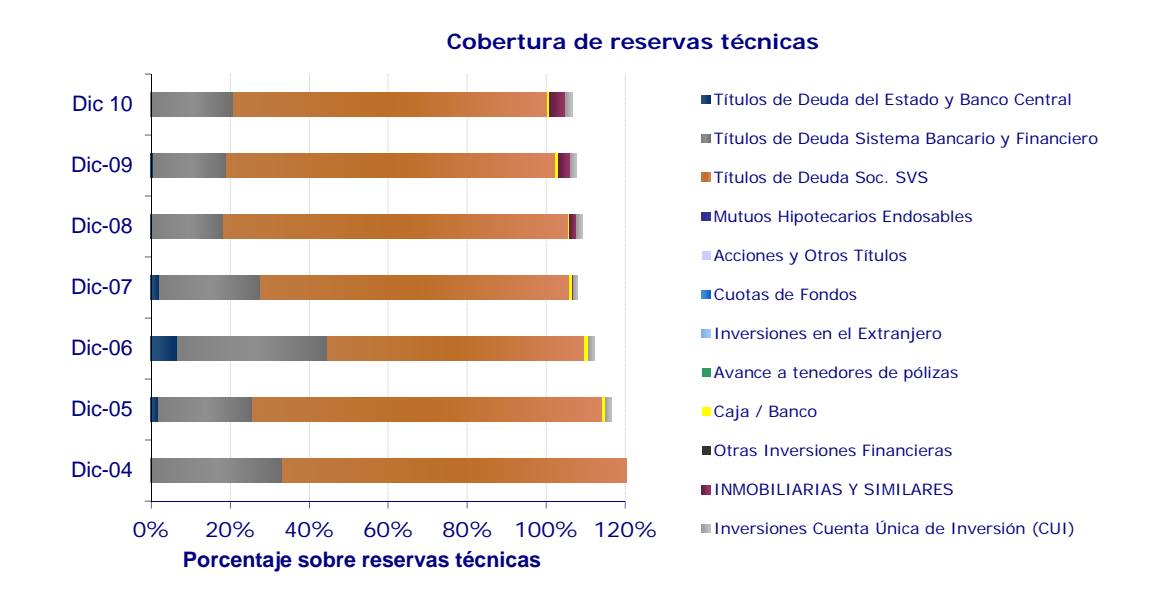
La compañía presenta un elevado calce de sus obligaciones (a diciembre de 2010 presentaba un calce de 100% hasta el tramo 8), aunque con un leve deterioro en relación a lo observado al cierre del ejercicio 2009 (calce de 100% hasta el tramo 9). Su política es mantener un elevado calce hasta el tramo 8, posición que se considera conservadora y que reconoce la dificultad de encontrar instrumentos que permitan calzarse en los tramos de mayores plazos (situación transversal a la industria).

⁵ El rendimiento técnico de las compañías de seguros es calculado con el margen de contribución del periodo sobre el ingreso de explotación.

En cuanto al *test* de suficiencia (TSA⁶), a diciembre de 2010 lograba una tasa de reinversión de 1,73%, lo que implica un deterioro de su posición en relación a lo observado durante los últimos tres años. Según información proporcionada por la compañía, el deterioro del indicador durante el último ejercicio se debe principalmente a ajustes en la cartera de inversiones, aunque se recoge el efecto del cambio en las tablas de mortalidad subyacentes. En el gráfico siguiente se presenta la evolución de la tasa de reinversión durante los últimos años:



En términos de solvencia, a la fecha de los últimos estados financieros la compañía presentaba un exceso de inversiones representativas de reservas y patrimonio de riesgo de 0,37%. Se espera que dicho indicador incremente su valor en la medida que materialice el aumento de capital aprobado. A continuación se presenta la evolución del total inversiones (financieras y no financieras), y su composición por tipo de instrumentos, en relación a las reservas técnicas de la firma:



⁶ Conforme lo dispuesto en la Norma de Carácter General N° 209 de la SVS.

La compañía ha mostrado un deterioro en la cobertura de sus reservas durante los últimos cinco años, situándola por debajo del nivel de cobertura de la industria. Esta situación debiese revertirse parcialmente con la materialización del incremento en el capital social.

Indicadores MAPFRE Vida	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Inversiones sobre reservas téc.	1,16	1,12	1,08	1,09	1,08	1,07
Reservas previsionales / res. téc.	94%	95%	96%	96%	95%	94%

Indicadores Mercado Vida	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Inversiones sobre reservas téc.	1,12	1,14	1,13	1,12	1,13	1,14
Reservas previsionales / res. téc.	92%	91%	90%	90%	89%	88%

Reaseguros

La aseguradora retuvo el 64% del primaje emitido durante 2010, con cesión hacia el mismo grupo. Adicionalmente, cuenta coberturas catastróficas con MAPFRE RE.

Inversiones

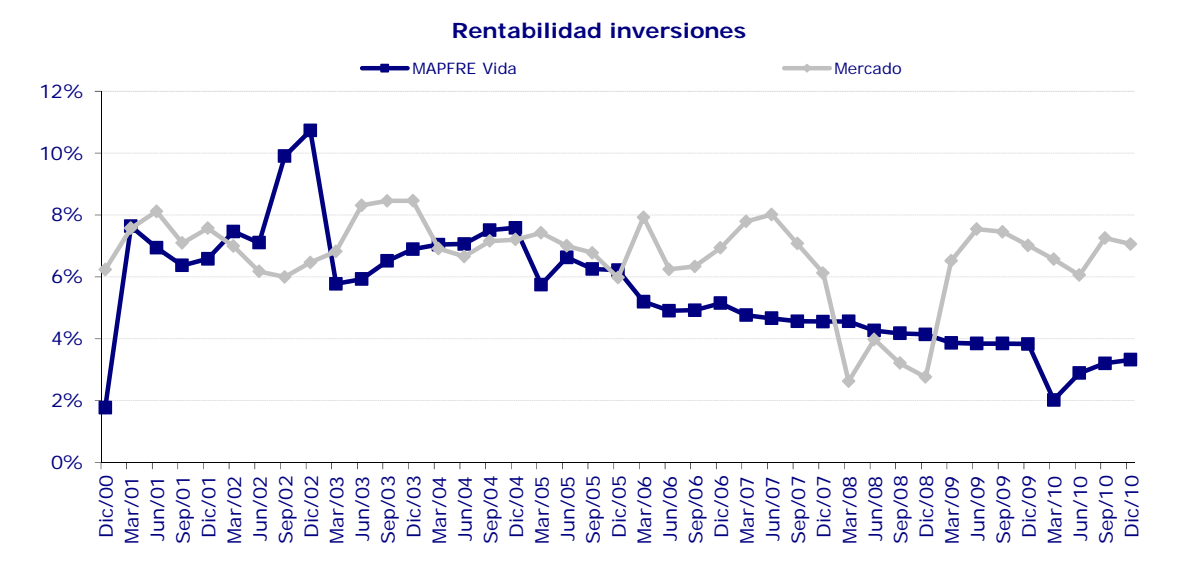
La cartera de inversión de la compañía se compone casi exclusivamente de instrumentos de renta fija (96%), concentrándose preferentemente en instrumentos emitidos por empresas privadas (75%). En el cuadro siguiente se muestra la importancia de cada tipo de instrumento en los *portfolios* de inversión de **MAPFRE Vida** y el mercado al cierre de diciembre de 2010:

Tabla 3. Distribución cartera de inversiones por tipo de instrumento

Diciembre 2010	MAPFRE	TOTAL CIAS. DE SEGUROS DE VIDA
Total MM\$	32.514	19.168.891
Instrumentos del Estado	0%	8%
Depósitos a plazo	2%	2%
Bonos bancarios	9%	14%
Letras hipotecarias	11%	5%
Bonos y debentures	75%	31%
Créditos sindicados	0%	0%
Mutuos hipotecarios	0%	10%
Acciones de S.A.	0%	2%
Fondos mutuos	0%	2%
Fondo inversión	0%	2%
Inversión exterior	0%	8%
Cuentas corrientes	0%	0%
Avance tened. de pólizas	0%	1%
Inversiones inmobiliarias	4%	11%
Préstamos	0%	1%
Otros (1)	0%	1%

(1) Incluye acciones de S.A. cerradas, muebles y útiles, caja, derechos por inversiones en instrumentos derivados.

En lo que respecta al rendimiento de la cartera de inversiones, la compañía muestra una rentabilidad que se juzga adecuada, aun cuando el promedio anual de los últimos cinco años se sitúa en niveles inferiores a los que presenta el mercado en su conjunto (**MAPFRE Vida** con 4,28% y mercado con 5,98%), lo que se explica por su posición más conservadora. Por otra parte, su comportamiento es menos volátil, ya que **MAPFRE Vida** presenta un coeficiente de variación de 17% mientras que el mercado arroja un indicador de 30%, lo que se condice con la política conservadora de inversiones de la compañía. A continuación se muestra gráficamente la evolución de la rentabilidad de sus inversiones contrastada con lo obtenido por el mercado en su conjunto:



El riesgo crediticio de la cartera de inversiones en instrumentos de renta fija se considera igualmente adecuado. A diciembre de 2010 el 96% las inversiones de este tipo se encontraban en instrumentos con categoría superior a "A-". Según lo mostrado en los últimos estados financieros, las inversiones en renta fija exceden en 0,44% el total de las reservas técnicas de la compañía (exceso de 2,13% al considerar la cartera de inversión de CUI).

Tabla 4. Distribución de inversiones por clasificación de riesgo

Clasificación	M\$	Porcentaje RF	Porcentaje Acum. RF	Inv. / Reservas	Acum. I/R
AAA	12.266.215	39%	39%	40%	40%
AA+	753.940	2%	42%	2%	43%
AA	8.052.588	26%	68%	26%	69%
AA-	3.024.287	10%	77%	10%	79%
A+	2.320.871	7%	85%	8%	87%
A	1.346.314	4%	89%	4%	91%
A-	2.176.076	7%	96%	7%	98%
BBB+	-	0%	96%	0%	98%
BBB	481.608	2%	98%	2%	100%
BBB-	108.304	0%	98%	0%	100%

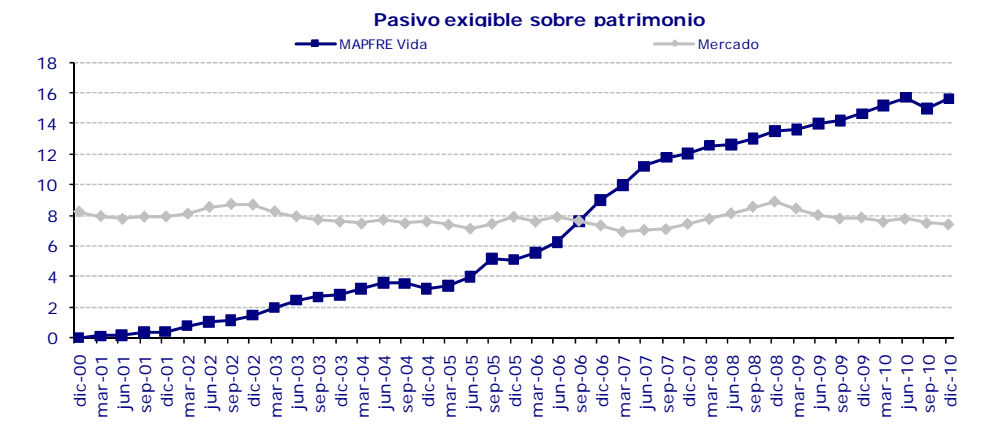
Análisis financiero

Endeudamiento y posición patrimonial

Desde 2004 (fecha en que fue asignada la clasificación) la aseguradora acumula un deterioro real en su patrimonio de 60% (50% nominal), asociado a la obtención de resultados finales negativos. Como respuesta a esta situación la empresa ha acordado incrementar su capital social de manera de fortalecer sus indicadores financieros de fortaleza patrimonial, endeudamiento y cobertura de reservas técnicas. Cabe destacar que durante los cinco años a las pérdidas de la compañía registran una tendencia decreciente, asociado a la maduración de su modelo de negocio actual y al descenso de las obligaciones por la emisión pasada de rentas vitalicias.



Paralelamente, su endeudamiento mostró un crecimiento sostenido, alcanzando un indicador de pasivo exigible sobre patrimonio de 15,62 veces a diciembre de 2010. El alza del endeudamiento se relaciona tanto al deterioro del patrimonio como al incremento de las responsabilidades por emisión de rentas vitalicias expresadas en sus reservas y los diferentes cambios normativos que han variado los cálculos de las mismas. En el siguiente gráfico se presenta la evolución del endeudamiento, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio, desde el inicio de su operación hasta la fecha:



Se reconoce que a la fecha de sus últimos estados financieros, la empresa mostraba un indicador de endeudamiento elevado en relación a su industria y a otras empresas que compiten en el segmento de rentas vitalicias. Se espera que el fortalecimiento patrimonial de la sociedad permita reducir el nivel del indicador.

Indicadores de eficiencia

La baja participación de mercado de la empresa se refleja en el logro de menores economías de escala en relación a su industria (pese al efecto positivo que genera la administración conjunta con el grupo), situación que también afecta su índice de gastos combinados. Los resultados operacionales y finales son sostenidamente negativos.

Indicadores MAPFRE	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Gasto Ad./ Prima Directa	-27%	-12%	-14%	-22%	-70%	-47%	-35%
Gastos Combinados / Prima Directa	-39%	-16%	-18%	-27%	-81%	-57%	-43%
Result. Op/ Prima Directa	-9%	-20%	-26%	-49%	-117%	-79%	-57%
Result. Final/ Prima Directa	-1%	-3%	-9%	-10%	-18%	-8%	-5%

Indicadores Mercado	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10
Gasto Ad./ Prima Directa	-15%	-18%	-19%	-19%	-18%	-19%	-18%
Gastos Combinados / Prima Directa	-22%	-25%	-26%	-25%	-25%	-26%	-24%
Result. Op/ Prima Directa	-36%	-33%	-35%	-29%	-26%	-33%	-25%
Result. Final/ Prima Directa	10%	8%	15%	10%	-6%	16%	16%

“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”