

Chile - Seguros Generales
Resumen Ejecutivo

Mapfre Garantías y Crédito S.A.

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Cambio
Obligaciones	A+	A	Abril/00

Tendencia de la Clasificación

Estable

Analista

Rodrigo Salas U.
(56 2) 206 7171
rodrigo.salas@fitchratings.cl

Informes Relacionados

- Sectorial Seguros Generales

Fortalezas y Oportunidades

- Importancia y solidez del grupo controlador
- Buen posicionamiento de la compañía en el segmento que aborda
- Especialización a nivel de grupo en caución y crédito
- Amplia holgura patrimonial
- Industria con expectativas de desarrollo

Debilidades y Amenazas

- Tamaño pequeño, con características de nicho
- Concentración de fuentes de ingreso
- Dependencia de ciclos económicos
- Debilidad y problemas económicos de países de la Región
- Mayor grado de competencia, el que podría traducirse en márgenes.

Fundamentos de la Clasificación

La clasificación asignada a Mapfre Garantías y Crédito S.A. (MGC) se fundamenta en la solidez y respaldo del grupo controlador, el cual dentro de un amplio abanico de actividades financieras y de seguros, ha logrado un fuerte posicionamiento en el segmento de caución y crédito en Latinoamérica y España. A su vez, a nivel local MGC ha desarrollado su actividad bajo un claro enfoque de negocio, que le ha permitido consolidar su posición bajo adecuados parámetros de gestión y desempeño. Históricamente la compañía ha operado con un bajo nivel de endeudamiento, generando una amplia holgura patrimonial para afrontar un nivel de actividad creciente, y que paralelamente le permite operar una cartera de inversiones más activa y distribuir la mayor parte de su utilidad.

La propiedad de MGC se concentra en Mapfre América Caución y Crédito S.A. (99,9%), sociedad ligada a la Corporación Mapfre (CM) a través de Mapfre Caja Madrid Holdings. CM es el principal vehículo financiero utilizado por Mapfre Mutualidad, holding que opera un amplio abanico de actividades ligadas a servicios financieros y de seguros, liderando el mercado español y logrando una fuerte posición en Europa y Latinoamérica. En Chile, MC opera en todas las líneas de seguros, incluyendo los segmentos de seguros generales, vida, reaseguros y de garantía y crédito.

Considerando la normativa vigente, MGC es una entidad especializada que mantiene una estructura de producto que se limita a los ramos de garantía y crédito, ya sea interno o de exportación, por lo que su participación de mercado en término de prima directa total, activos y reservas es marginal. Sin embargo su posición de mercado mejora fuertemente al considerar solo sus ramos activos (23,8% en garantía y 23,6% en crédito), destacando que su segmento de actividad evidencia una alta concentración de mercado, que incorpora fundamentalmente tres entidades especializadas. El mayor grado de penetración de mercado de las coberturas de crédito y garantía se ha visto reflejado en un fuerte y progresivo incremento de la prima directa de mercado, situación extensible a MGC. Su estructura de activos se concentra fundamentalmente en su cartera de inversiones, portafolio que si bien se muestra activo, mantiene posiciones de riesgo de crédito controlado y se compone principalmente de instrumentos de renta fija.

Perspectivas de Corto Plazo

El segmento de actividad que aborda la compañía presenta una alta correlación respecto de la evolución de la actividad económica, especialmente el segmento de crédito. En este sentido, sumándose al mayor grado de penetración que ha mostrado el primaje de garantías y crédito a nivel de industria, las favorables perspectivas económicas auguran un nivel de actividad creciente. MGC mantendrá su orientación de negocio, buscando generar un crecimiento bajo parámetros eminentemente técnicos, operando con niveles de desempeño estables, destacando que presenta una importante holgura patrimonial para afrontar un mayor volumen de operaciones.

Diciembre 2004

Chile - Seguros Generales
Análisis de Riesgo

Mapfre Garantías y Crédito S.A.

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Cambio
Obligaciones	A+	A	Abril/00

Tendencia de la Clasificación

Estable

Analista

Rodrigo Salas U.
(56 2) 206 7171
rodrigo.salas@fitchratings.cl

Informes Relacionados

- Sectorial Seguros Generales

Fortalezas y Oportunidades

- Importancia y solidez del grupo controlador
- Buen posicionamiento de la compañía en el segmento que aborda
- Especialización a nivel de grupo en caución y crédito
- Amplia holgura patrimonial
- Industria con expectativas de desarrollo

Debilidades y Amenazas

- Tamaño pequeño, con características de nicho
- Concentración de fuentes de ingreso
- Dependencia de ciclos económicos
- Debilidad y problemas económicos de países de la Región
- Mayor grado de competencia, el que podría traducirse en márgenes.

Fundamentos de la Clasificación

La clasificación asignada a Mapfre Garantías y Crédito S.A. (MGC) se fundamenta en la solidez y respaldo del grupo controlador, el cual dentro de un amplio abanico de actividades financieras y de seguros, ha logrado un fuerte posicionamiento en el segmento de caución y crédito en Latinoamérica y España. A su vez, a nivel local MGC ha desarrollado su actividad bajo un claro enfoque de negocio, que le ha permitido consolidar su posición bajo adecuados parámetros de gestión y desempeño. Históricamente la compañía ha operado con un bajo nivel de endeudamiento, generando una amplia holgura patrimonial para afrontar un nivel de actividad creciente, y que paralelamente le permite operar una cartera de inversiones más activa y distribuir la mayor parte de su utilidad.

La propiedad de MGC se concentra en Mapfre América Caución y Crédito S.A. (99,9%), sociedad ligada a la Corporación Mapfre (CM) a través de Mapfre Caja Madrid Holdings. CM es el principal vehículo financiero utilizado por Mapfre Mutualidad, holding que opera un amplio abanico de actividades ligadas a servicios financieros y de seguros, liderando el mercado español y logrando una fuerte posición en Europa y Latinoamérica. En Chile, MC opera en todas las líneas de seguros, incluyendo los segmentos de seguros generales, vida, reaseguros y de garantía y crédito.

Considerando la normativa vigente, MGC es una entidad especializada que mantiene una estructura de producto que se limita a los ramos de garantía y crédito, ya sea interno o de exportación, por lo que su participación de mercado en término de prima directa total, activos y reservas es marginal. Sin embargo su posición de mercado mejora fuertemente al considerar solo sus ramos activos (23,8% en garantía y 23,6% en crédito), destacando que su segmento de actividad evidencia una alta concentración de mercado, que incorpora fundamentalmente tres entidades especializadas. El mayor grado de penetración de mercado de las coberturas de crédito y garantía se ha visto reflejado en un fuerte y progresivo incremento de la prima directa de mercado, situación extensible a MGC. Su estructura de activos se concentra fundamentalmente en su cartera de inversiones, portafolio que si bien se muestra activo, mantiene posiciones de riesgo de crédito controlado y se compone principalmente de instrumentos de renta fija.

Perspectivas de Corto Plazo

El segmento de actividad que aborda la compañía presenta una alta correlación respecto de la evolución de la actividad económica, especialmente el segmento de crédito. En este sentido, sumándose al mayor grado de penetración que ha mostrado el primaje de garantías y crédito a nivel de industria, las favorables perspectivas económicas auguran un nivel de actividad creciente. MGC mantendrá su orientación de negocio, buscando generar un crecimiento bajo parámetros eminentemente técnicos, operando con niveles de desempeño estables, destacando que presenta una importante holgura patrimonial para afrontar un mayor volumen de operaciones.

Diciembre 2004

■ Descripción de la Compañía

Mapfre Garantías y Crédito S.A. se constituye a mediados de 1991, originalmente como Garantías y Crédito de Chile S.A., y su puesta en marcha se suma a la actividad que ya mantenía la Corporación Mapfre en el país, modificando su razón social a Mapfre Garantías y Crédito S.A. (MGC) en octubre de 1997. La Corporación Mapfre ingresa a Chile en 1986 a través de la operación conjunta y por cerca de diez años con un grupo asegurador local a través de la Compañía de Seguros Generales Euroamérica S.A.. Durante 1997 la Corporación Mapfre adquiere la totalidad de las acciones que mantenía el grupo asegurador local ligado a Benjamin Davis en Seguros Generales Euroamérica S.A., modificando en el segundo trimestre de 2001 su razón social a Mapfre Compañía de Seguros Generales S.A.. En tanto en septiembre de 2000 el grupo español constituye en el país Mapfre Compañía de Seguros de Vida Chile S.A. y a su vez mantiene una activa posición en el segmento de reaseguros a través de Mapfre Re. y la Caja Reaseguradora de Chile.

Desde el inicio de las operaciones de MGC su propiedad ha estado ligada a la Corporación Mapfre, la cual hasta 1999 realizó incrementos paulatinos en su participación accionaria y concentra desde entonces prácticamente la totalidad de su propiedad. A septiembre de 2004 Mapfre Caución y Crédito concentra un 99,99% de la propiedad de MGC, sociedad que se encuentra ligada a la Corporación Mapfre por medio de Mapfre Caja Madrid Holding.

La Corporación Mapfre inicia sus operaciones en 1933 en España, posicionándose dentro de los grupos aseguradores más importantes de ese país. En tanto su expansión internacional se remonta a 1984 tras su ingreso al mercado asegurador colombiano, manteniendo actualmente actividades en 37 países con una posición relevante en España, América y Europa. La Corporación Mapfre es el principal vehículo financiero utilizado por Mapfre Mutuality, enmarcándose dentro del Sistema Mapfre, el cual opera como un holding financiero ligado a diversas industrias a través de más de 230 empresas relacionadas al grupo.

A pesar que la Corporación Mapfre mantiene una fuerte presencia en la industria aseguradora local, la actividad de MGC mantiene un grado de independencia y una mínima integración con entidades ligadas al grupo controlador que operan localmente, especialmente Mapfre Seguros Generales y Mapfre Seguros de Vida, debido fundamentalmente a la estructura organizacional que presenta la

Corporación Mapfre. A pesar de ello, MGC cuenta con el soporte y apoyo técnico de su matriz, Mapfre Caución y Crédito, sociedad de vasta experiencia internacional en dicha línea de negocios, especialmente en Europa, destacando que a su vez mantienen una intensa actividad y fluida relación entre sus sociedades en América (Chile, Brasil, Colombia y México).

MGC opera bajo una plataforma organizacional liviana y funcional, estructurada en base a gerencias por área de negocio, fortaleciendo en los últimos períodos el área operacional y comercial. Para ello cuenta con un equipo administrativo consolidado y de experiencia en la industria aseguradora, el cual incorpora aproximadamente 30 personas.

Productos

Aun cuando la Corporación Mapfre mantiene una fuerte presencia en todos los segmentos de seguros en Chile, las operaciones del grupo en caución y crédito mantienen un alto grado de independencia respecto del resto de su actividad aseguradora. En este sentido, las operaciones de MGC por una parte responden a la necesidad normativa de operar por medio de una autorización especial el segmento de crédito y siguiendo la línea estratégica de su matriz (Mapfre Caución y Crédito), la compañía desde sus inicios aborda un segmento de nicho que delimita su actividad a los ramos de crédito y garantías.

MGC opera una amplia gama de coberturas tanto en el segmento de garantía como de crédito, destacando que la comercialización de sus productos es llevada a cabo mayoritariamente a través de corredores de seguros especializados, los que mantienen un alto grado de interacción y comunicación con el área comercial de la compañía, lo que le permite operar de forma paralela.

En términos de primaje global, MGC evidencia un alza progresiva al cierre de cada período, en donde si bien el segmento de créditos presenta un crecimiento más estable, la línea de garantías muestra un mayor grado de variabilidad, con marcados aumentos durante el 2001 y los primeros nueve meses de 2004, y disminuciones en el 2000 y 2003, sumado a un bajo crecimiento en el 2002. Considerando que la compañía solamente aborda dos líneas de producto, históricamente ha concentrado una mayor proporción de su prima directa en los ramos asociados a coberturas de créditos, incorporando tanto crédito a plazo como crédito a la exportación, y en una menor medida, aunque de relevancia en su actividad global, coberturas de garantía. En tanto, debido a que la

compañía opera con un mayor nivel de retención en la línea de garantías, la distribución de su cartera en términos de su prima retenida neta permite que dicho segmento adquiera una mayor importancia relativa dentro de su actividad total.

La variabilidad de primaje antes mencionado en el ramo de garantía responde en parte a factores internos de la economía, en donde se produjo una reducción en los presupuestos de los ministerios y el cierre de algunos canales relacionados al Serviu, todo ello sumado a un sector inmobiliario que atravesaba por un ciclo depresivo, producto de lo cual MGC debió reorientar su actividad con mayor fuerza al segmento de crédito. Distinto es lo que ocurre durante el 2004, donde se registra una actividad inmobiliaria más activa, y las coberturas de garantía se ven impulsadas por la incorporación del artículo 138 bis a la Ley General de Urbanismo y Construcción promulgada en enero de 2004, la cual exige caucionar los contratos de promesa de compraventa de bienes raíces ofrecidos por personas naturales o jurídicas que tengan por giro la actividad inmobiliaria (garantía para adquisiciones de bienes raíces en verde). Con ello la compañía registra durante los primeros nueve meses de 2004 un incremento de 22% en su prima directa en dicho ramo, similar al registrado por la industria en igual período.

El menor desarrollo por el que ha atravesado el país recientemente y el grado de inestabilidad de países de la región, asociado a mayores índices de morosidad e incumplimiento, sumado a una mayor presencia comercial, permitieron que a nivel de industria se lograra una mayor penetración de mercado e incentivara el uso de coberturas de crédito. Si bien actualmente se vislumbran mayores perspectivas de crecimiento económico, tanto en términos de exportaciones como de consumo interno, estimamos que dicha línea de negocios continuará su desarrollo asociado a una expansión de fronteras de producto. En esta línea, hasta fines de 2003 la posición de MGC en coberturas de crédito a plazo fue tomando mayor fuerza en comparación con su actividad en coberturas de crédito a la exportación, distribuyéndose al cierre de ese año en un 74% y 26% respectivamente, posición que muestra una mayor diversificación a septiembre de 2004 (68,8% y 31,2% respectivamente).

El siguiente cuadro muestra la diversificación de la cartera de productos de la compañía y el mercado en función de la prima directa:

Diversificación por Ramo Prima directa	sep-04		dic-03		dic-02		dic-01	
	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.
INCENDIO	-	36,7%	-	38,3%	-	40,7%	-	35,5%
VEHICULOS	-	24,0%	-	23,2%	-	22,4%	-	27,5%
CASCOS	-	2,2%	-	4,2%	-	4,9%	-	6,1%
TRANSPORTE	-	4,4%	-	4,4%	-	4,8%	-	5,0%
OBLIGATORIOS	-	5,0%	-	2,0%	-	2,2%	-	3,3%
GARANTÍA	30,4%	0,7%	30,6%	0,6%	35,5%	0,7%	38,1%	0,7%
FIDELIDAD	-	0,5%	-	0,5%	-	0,5%	-	0,5%
CREDITO	69,6%	1,7%	69,4%	1,5%	64,5%	1,3%	61,9%	1,4%
AGRÍCOLA	-	0,2%	-	1,5%	-	1,1%	-	0,8%
OTROS	-	24,7%	-	23,6%	-	21,4%	-	19,1%
TOTAL	100%							

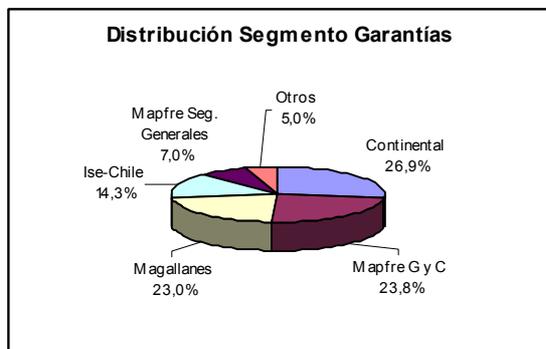
Dado que la compañía opera un mercado de nicho y concentra su actividad en dos ramos que no representan una proporción significativa de la industria, su participación de mercado en términos de su prima directa total y activos representa una importancia menor dentro de la industria de seguros del primer grupo. Sin embargo, al analizar la participación de mercado de MGC en sus segmentos activos (garantías y crédito), ésta mantiene una posición de relevancia a nivel de industria, destacando que el segmento de crédito es operado solamente por tres compañías.

Su condición de especialista en el segmento de garantías, le permite posicionarse dentro de las empresas líderes en el mercado local, alcanzando a septiembre de 2004 una participación de mercado de 23,8% y ocupar la segunda posición, destacando que la industria presenta una alta concentración de primaje. Por su parte, la entidad logró revertir en el 2003 la progresiva disminución en su participación de mercado en el segmento de crédito, la cual se debió principalmente a la mayor agresividad comercial del sector. A septiembre de 2004 la compañía concentra un 23,6% de la prima directa en el segmento de crédito y se mantiene en la tercera posición de mercado. En términos particulares, su participación de mercado en el ramo de crédito a plazo alcanza un 26,4% y en el ramo de crédito a la exportación un 19,2%, ocupando la segunda y tercera posición respectivamente.

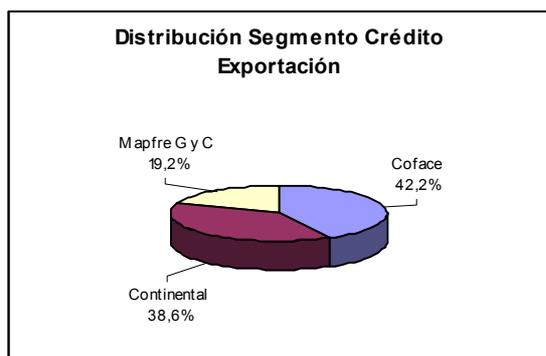
El siguiente cuadro muestra la evolución de la participación de mercado de MGC por ramo:

Participación de mercado por ramos Prima directa	sep-04	dic-03	dic-02	dic-01	dic-00
INCENDIO	-	-	-	-	-
VEHICULOS	-	-	-	-	-
CASCOS	-	-	-	-	-
TRANSPORTE	-	-	-	-	-
OBLIGATORIOS	-	-	-	-	-
GARANTÍA	23,8%	26,2%	25,9%	31,1%	26,4%
FIDELIDAD	-	-	-	-	-
CREDITO	23,6%	24,4%	23,5%	24,2%	28,7%
AGRÍCOLA	-	-	-	-	-
OTROS	-	-	-	-	-
TOTAL	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%

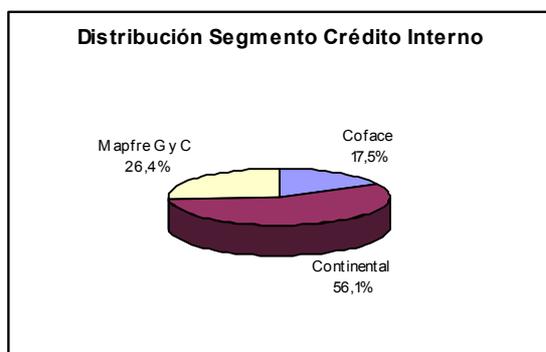
El siguiente gráfico muestra la composición del mercado en el ramo de Garantías a septiembre de 2004:



El siguiente gráfico muestra la composición del mercado en el segmento de Créditos de Exportación a septiembre de 2004:



El siguiente gráfico muestra la composición del mercado en el segmento de Créditos Internos a septiembre de 2004:



■ Desempeño

Mercado de Seguros Generales

Luego de que Chile atravesara por períodos económicos complejos, en el cual nuestra economía vio limitado su crecimiento principalmente por el menor dinamismo de los países industrializados así como los recurrentes problemas económicos de países de la región, hoy se vislumbra un escenario de corto y mediano plazo de mayor positivismo, dentro del cual se destaca un mayor dinamismo de la economía y proyecciones de expansión internacional asociadas a acuerdos comerciales con economías de mayor desarrollo, lo que permite ampliar la frontera de producción y acceder a amplios volúmenes de demanda. En este sentido, si bien la deprimida situación de demanda interna junto a los menores niveles de inversión privada y los aún altos niveles de desempleo, ligados a períodos de limitado desarrollo económico, progresivamente debieran ir disipándose y mejorar acorde a un mayor crecimiento proyectado de la economía para los próximos años. En tanto, el Banco Central ha sido capaz de mantener la inflación en niveles controlados y bajos, situación que podría verse afectada en períodos específicos dada la evolución más bien volátil del tipo de cambio nominal e insumos energéticos.

En los últimos períodos el mercado de capitales local se ha caracterizado por su mayor variabilidad, impactando en ello la progresiva disminución en las tasas de interés de referencia, las que en el 2004 han mostrado un alza en dos instancias, un tipo de cambio (US\$) que ha mostrado variaciones bruscas, y un mercado bursátil que también ha mostrado volatilidad con una significativa contracción durante el 2002 y una fuerte expansión durante el 2003 y en menor grado en lo que va del 2004. Si bien el efecto de la intensa política monetaria en nuestra economía, la cual ha sido coherente con la evolución internacional de las tasas de interés de referencia, ha sido más lento de lo esperado en los niveles de actividad de cada industria, ya se vislumbra un proceso de reactivación.

En Chile operan un total de 23 compañías de seguros del primer grupo, destacando la salida del mercado nacional del grupo AXA en agosto de 2002, la incorporación de la Compañía de Seguros Huelen en marzo de 2003, la reciente toma de control de AGF Allianz Chile por parte del grupo norteamericano Liberty Mutual y la fusión entre Ise-Las Americas y Security Previsión, dando paso a Penta Security.

Tras los menores niveles de actividad registrados por la industria de seguros del primer grupo durante

1999, influido principalmente por la caída en la actividad asociada a vehículos, su nivel de primaje se ve enfrentado a un fuerte y progresivo incremento a partir del 2000, el cual se intensifica durante el 2001 y 2002. Aún cuando durante el 2003 la prima directa de mercado se incrementó en un 3,1% respecto del período anterior y alcanzó los \$661.467 millones, éste se vio incentivado principalmente por la mayor actividad asociada a vehículos (fundamentalmente reestructuración de precios), crédito, agrícola y aquellas coberturas agrupadas en otros, destacando que a diferencia de los dos años anteriores los ramos ligados a incendio, cascos, transporte y obligatorios presentaron un menor dinamismo. En tanto a septiembre de 2004 la prima directa de la industria evidenció un incremento de 3,98% respecto de los primeros nueve meses de 2003, incentivado fundamentalmente por la mayor actividad en vehículos, aquellas coberturas agrupadas en el ítem otros, especialmente robo y responsabilidad civil, y SOAP, destacando que este último se vio influenciado por el efecto del mayor precio de las pólizas producto de las mayores coberturas exigidas por la normativa.

Los resultados a nivel de industria mostraron una tendencia decreciente a partir de 1998, la cual culminó con una pérdida por \$4.423 millones al cierre de 2000. A partir de 2001 dicha tendencia fue revertida principalmente por un alza en el nivel de actividad, ligado a un mayor grado de eficiencia y de márgenes globales, traduciéndose en una evolución creciente en el nivel de resultados. A diciembre de 2003 el resultado obtenido por la industria presentó una significativa alza respecto del período anterior explicado tanto por un mayor ingreso operacional como el positivo efecto del resultado de la cartera de inversiones, ligado fundamentalmente a renta variable, cerrando el año con una utilidad de \$19.664, un ROA de 3,29% y un ROE de 10,64%. Dicha tendencia se mantuvo a septiembre de 2004, alcanzado un resultado operacional agregado por \$4.376 millones, implicando un ROA de 3% y un ROE de 9,6%, ambos anualizados. La positiva evolución del resultado operacional de mercado se vio determinada a septiembre de 2004 por un favorable comportamiento siniestral y de eficiencia acompañado de niveles de gastos de administración controlados. Cabe destacar que a nivel de industria aún se mantiene una alta dispersión en los resultados netos y operacionales, e indicadores de rentabilidad entre las compañías que la componen.

Aún cuando gran parte de las compañías de seguros que operan en el país se han visto enfrentadas a

Diciembre 2004

reestructuraciones, considerando procesos de integración administrativa y estructural asociados a holdings financieros, la positiva evolución mostrada por los índices de eficiencia de la industria hasta fines de 2002 se explicó mayormente por el fuerte incremento de la prima directa, especialmente durante el 2001 y 2002. Si bien a fines de 2003 los indicadores de gastos de administración sobre prima directa y gastos de administración sobre activos se incrementaron producto de la fuerte competencia en la distribución por medio de canales masivos, reflejados en mayores gastos de recaudación y cobranza. A septiembre de 2004 el grado de eficiencia de la industria se deteriora levemente respecto de los principales indicadores registrados a septiembre de 2003, debido por tanto a un mayor costo de remuneraciones como un alza en aquellos gastos considerados en Otros. En tanto la positiva evolución que había mostrado el nivel de gastos de intermediación directo y neto hasta fines de 2002, se deteriora producto de un mayor gasto en intermediación asociado a la mayor competencia como a un menor efecto de los ingresos por reaseguro cedido dado el mayor grado de retención que ha manifestado la industria.

Mapfre Garantías y Crédito S.A.

Aún cuando excepcionalmente a diciembre de 2003 el margen de contribución y resultado de operación registrado por MGC se vio afectado negativamente por el mayor costo de siniestros, producto de un siniestro en particular, la compañía evidencia una evolución creciente de en su nivel de actividad bajo parámetros técnicos controlados. En este sentido, el crecimiento progresivo de su prima directa con niveles de siniestralidad acotados y un nivel de gastos de intermediación y administración controlado, le han permitido reflejar una evolución positiva tanto de su margen de contribución, resultado de operación y utilidad neta.

A septiembre de 2004, la compañía registró una prima directa por \$2.887 millones, superior en un 14% respecto de la registrada en igual período del año anterior, donde si bien la entidad retuvo solamente \$459 millones, los niveles de siniestralidad neta acotados además de los importantes ingresos por reaseguro cedido (\$854 millones), se tradujeron en un margen de contribución por \$900 millones. A pesar que el producto de inversiones mostró una leve caída, ello se compensó en parte por una leve disminución en el gasto de administración, una vez que su nivel de operaciones muestra un mayor grado de madurez. En este sentido, el enfoque eminentemente técnico

utilizado por la compañía le permitió generar una utilidad neta en el período por \$378 millones, superior en un 25% respecto de septiembre de 2003, implicando un ROA de 8,76% y un ROE de 13,5% anualizados, destacando que este último se ve disminuido por la amplia base patrimonial con que opera MGC.

En términos globales su nivel de gastos de administración ha evolucionado acorde a los mayores niveles de actividad, manteniendo indicadores de eficiencia relativamente estables, los que disminuyen a septiembre de 2004 asociados a una estructura operacional más consolidada y a su mayor base de operaciones, registrado a dicha fecha un índice de gastos de administración sobre prima directa de 21,27% y un indicador de gastos de administración sobre activos de 14,21%. En términos generales, el segmento específico al cual se enfoca la actividad de la compañía va asociado a un mayor nivel de gastos de remuneraciones, atribuible principalmente a la exigencia de un mayor grado de especialización, destacando que el esfuerzo realizado por ampliar su estructura operacional para hacer frente a un volumen de operaciones creciente debiese verse reflejado en el corto y mediano plazo en una evolución favorable en términos de eficiencia.

Debido a que la entidad cede el grueso de su prima directa a su cartera de reaseguradores, su índice de resultado de intermediación neto sobre prima directa tradicionalmente ha sido ampliamente superior al registrado por la industria, asociado a los altos ingresos recibidos por prima cedida a reaseguradores, alcanzando a septiembre de 2004 un 22,87%. Sin embargo, la compañía históricamente ha mantenido una posición altamente competitiva en términos de gastos de intermediación directo, los cuales en relación a su prima directa se han mantenido en un rango de 6,5%, superando por un amplio margen a la industria.

Finalmente, es importante destacar que su índice de cobertura, el cual mide la proporción entre los costos de la compañía y los ingresos ganados por la venta de seguros, presenta una evolución favorable y de amplia holgura, cerrando a diciembre de 2003 en 0,17 veces.

El siguiente cuadro muestra la evolución de los principales indicadores de desempeño de la compañía y la industria:

Desempeño	sep-04		dic-03		dic-02		dic-01	
	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.
ROE	13,5%	8,9%	13,3%	10,6%	14,0%	2,4%	10,7%	0,3%
ROA	8,8%	2,9%	8,1%	3,3%	8,2%	0,7%	7,0%	0,1%
Ut. / Prima D.	13,1%	2,6%	13,0%	3,0%	14,5%	0,6%	11,8%	0,1%
Gastos Adm. / Prima D.	21,3%	17,7%	25,2%	17,3%	26,7%	15,7%	25,3%	18,1%
Gastos Adm. / Act.	14,2%	19,5%	15,7%	19,1%	15,1%	18,4%	15,1%	19,5%
R. Intern. / Prima D.	22,9%	-0,9%	23,6%	0,5%	21,0%	0,8%	19,0%	-0,9%
Rentabilidad Promedio Inv.	8,2%	4,1%	7,0%	6,6%	6,8%	4,1%	8,9%	5,7%

Siniestralidad

MGC opera bajo adecuadas políticas de suscripción y selección de riesgos, apoyándose en el soporte y la vasta experiencia internacional de su matriz en el segmento de caución y crédito. En tanto, la compañía a través de su área técnica realiza monitoreos y controles periódicos respecto del nivel de siniestralidad global y por línea de producto.

Hasta fines de 2002 su índice de siniestralidad global había mostrado una disminución progresiva, incentivado por el mejor comportamiento de su cartera de garantía. Sin embargo, si bien durante el 2003 su actividad en el segmento de garantías continuó con una favorable evolución en términos de siniestralidad, la fuerte alza en el costo de siniestro en el segmento de crédito tuvo un impacto negativo en su nivel de siniestralidad global, alcanzando un índice de costo de siniestro sobre prima retenida neta ganada de 68,2%. La mayor siniestralidad en el segmento de crédito, específicamente crédito a plazo, es atribuible a la quiebra de Carnes Darc.

A septiembre de 2004 su nivel de siniestralidad global disminuye y se sitúa en un nivel algo superior al registrado a fines de 2002, situación que se explica tanto por el buen comportamiento siniestral de la línea de garantías y una mejora en crédito.

En términos particulares, MGC evidencia una progresiva e importante mejora en el nivel de siniestralidad en el segmento de garantías, asociado tanto a costos de siniestro controlados como una mayor prima retenida neta ganada, alcanzando a septiembre de 2004 un índice de siniestralidad en el ramo de 6%. Por su parte, aún cuando el fuerte incremento de la siniestralidad en el segmento de crédito en el último semestre de 2003 fue un siniestro puntual, el nivel de siniestralidad en dicha línea ha mostrado una evolución creciente en los últimos años, alcanzado a septiembre de 2004 un 71,4%, la cual se compara desfavorablemente con la registrada por la industria en igual período (48,4%).

El siguiente cuadro muestra la evolución de la siniestralidad por ramo de la compañía y la industria:

SINIESTRALIDAD	(Costo de siniestros / Prima retenida neta ganada)							
	sep-04		dic-03		dic-02		dic-01	
	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.
INCENDIO	-	18,3%	-	19,6%	-	26,5%	-	23,6%
VEHICULOS	-	73,8%	-	74,6%	-	76,9%	-	71,7%
CASCOS	-	44,7%	-	72,3%	-	59,8%	-	63,4%
TRANSPORTE	-	47,4%	-	40,6%	-	47,4%	-	66,9%
OBIGATORIOS	-	67,0%	-	76,6%	-	67,2%	-	59,3%
GARANTÍA	6,0%	26,9%	9,7%	-10,7%	28,6%	-9,8%	68,0%	90,7%
FIDELIDAD	-	21,6%	-	23,0%	-	16,8%	-	14,2%
CREDITO	71,4%	48,4%	113,1%	119,6%	42,2%	112,5%	30,9%	102,5%
AGRICOLA	-	34,9%	-	19,1%	-	52,9%	-	9,4%
OTROS	-	42,0%	-	60,9%	-	38,8%	-	60,6%
TOTAL	40,9%	53,0%	68,2%	58,1%	36,6%	57,0%	45,5%	59,6%

Inversiones y otros activos

MGC mantiene una política de inversiones orientada a privilegiar el control de los riesgos que puedan afectar su situación patrimonial, manteniendo un alto grado de calce de sus operaciones, ya sea en términos de plazo y moneda. A su vez opera con un adecuado grado de liquidez de sus instrumentos así como niveles de riesgo crediticio controlados. Si bien las decisiones de inversión son tomadas por un comité de inversiones interno, cabe mencionar que el área de inversiones de MGC recibe el apoyo de su relacionada Caja Reaseguradora.

A septiembre de 2004, MGC mantiene un stock de inversiones valorizado en \$4.637 millones (FECU), el cual representa un 80,2% de sus activos totales. Por su parte el resto de su activo se desglosa en deudores por primas asegurados (9,8%), específicamente venta directa, deudores por reaseguro (5,5%) y otros activos (4,5%). En esta línea, su cartera de inversiones tradicionalmente ha mantenido un carácter eminentemente conservador, incorporando fundamentalmente instrumentos asociados a retornos fijos, bajo parámetros de riesgo de crédito controlados.

El siguiente cuadro muestra la composición de la cartera de inversiones de la compañía y el mercado a septiembre de 2004:

Cartera de inversiones	Monto (M\$)		Porción [%]	
	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.
Instrumentos del Estado	249	71.911	5,4%	25,8%
Sist. Financiero	3.350	87.788	72,2%	31,6%
Bonos Empresas	386	41.595	8,3%	15,0%
Acciones	-	4.541	0,0%	1,6%
Cuotas de Fondos de Inversión	-	839	0,0%	0,3%
Cuotas de Fondos Mutuos	191	22.330	4,1%	8,0%
Otros Títulos	-	-	0,0%	0,0%
Inversiones en el Extranjero	-	1.730	0,0%	0,6%
Caja y Banco	191	22.086	4,1%	7,9%
Inversiones Inmobiliarias	184	18.052	4,0%	6,5%
Otros	87	7.353	1,9%	2,6%
TOTAL	4.637	278.225	100%	100%

La evolución de tasa de interés en los últimos años impulsó a que la estructura de inversiones de la compañía disminuyera su posición en instrumentos

Diciembre 2004

emitidos por el Estado, en pos de un portafolio activo en instrumentos de renta fija emitidos por Instituciones Financiera y Empresas. En este sentido y a diferencia de la industria, a septiembre de 2004 su posición en instrumentos emitidos por el Estado concentra un 5,4% de las inversiones totales, incorporando principalmente bonos de reconocimiento. En tanto su posición de inversiones en instrumentos emitidos por Instituciones Financieras presenta un grado de variabilidad al cierre de cada período, concentrando a septiembre de 2004 un 72,2% de sus inversiones totales. Dicho portafolio incorpora bonos, letras hipotecarias y depósitos a plazo emitidos por bancos, presentando una adecuada diversificación por emisor y niveles de riesgo de crédito controlados.

Su posición en instrumentos de renta fija emitidos por empresas también presenta variabilidad al cierre de cada período, atribuible a una cartera más bien activa. A septiembre de 2004 su portafolio de inversiones en bonos de empresas concentra un 8,3% de sus inversiones totales, posición que cae bruscamente respecto de septiembre y diciembre de 2003.

Su posición en instrumentos de renta variable se limita a cuotas de fondos de mutuos, cuya posición presenta un grado de variabilidad en cada período y representó a septiembre de 2004 un 4,1% de sus inversiones totales, incorporando cuatro fondos, manteniendo una mayor concentración en el Fondo Mutuos Santander Santiago Money Market. En tanto sus inversiones inmobiliarias representan una proporción decreciente respecto de sus inversiones totales, dado que incorpora un bien raíz otorgado en leasing, el cual concentra a septiembre de 2004 un 4% de las inversiones totales.

La amplia holgura patrimonial de la compañía le permite mantener un manejo activo de su portafolio de inversiones, logrando periódicamente retornos de inversiones por sobre la industria bajo parámetros de riesgo de crédito controlados. Aun cuando periódicamente la compañía ha logrado retornos promedio por sobre la industria asociados a su cartera de renta fija, la rentabilidad total de sus inversiones se ve influenciada positivamente por el producto de inversiones ligado a bienes raíces, situación que se vio reflejada de mayor manera a septiembre de 2004, período en el cual su retorno de inversiones total alcanzó un 6,24%.

■ Retención y Reaseguro

Tradicionalmente la compañía ha operado bajo una política de retención más bien restrictiva, tanto en los ramos asociados a créditos como garantías, la cual supera en nivel de cesión que registra la industria en sus ramos activos. En este sentido, dada la orientación de negocio de MGC así como un volumen de operaciones del segmento que a nivel de industria es relativamente pequeño, su actividad se apoya de manera importante en su cartera de reaseguradores. A septiembre de 2004 la compañía registró un nivel de retención neta global de 15,9% de su prima directa, la cual es levemente superior a la registrada en igual período del año anterior, en donde si bien la retención en la línea de crédito a plazo disminuyó, ello fue compensado por la mayor retención en crédito a la exportación y garantías.

El siguiente cuadro muestra la evolución del nivel de retención de MGC y el mercado:

RETENCIÓN	(Prima retenida neta / Prima directa)							
	sep-04		dic-03		dic-02		dic-01	
	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.
INCENDIO	-	26,5%	-	25,0%	-	25,2%	-	28,4%
VEHICULOS	-	93,7%	-	92,3%	-	92,1%	-	94,7%
CASCOS	-	5,6%	-	3,2%	-	6,2%	-	4,9%
TRANSPORTE	-	33,3%	-	29,4%	-	37,0%	-	39,4%
OBLIGATORIOS	-	99,5%	-	88,5%	-	88,2%	-	86,4%
GARANTÍA	23,3%	31,2%	19,0%	26,4%	19,0%	24,0%	25,0%	32,6%
FIDELIDAD	-	55,7%	-	58,1%	-	53,6%	-	62,4%
CREDITO	12,7%	22,9%	12,5%	22,0%	16,7%	33,4%	21,3%	31,3%
AGRICOLA	-	27,3%	-	8,0%	-	7,8%	-	7,2%
OTROS	-	48,1%	-	47,1%	-	40,5%	-	38,4%
TOTAL	15,9%	51,6%	14,5%	46,3%	17,5%	44,6%	22,7%	49,6%

Aún cuando la administración opera de manera autónoma en términos de requerimientos de reaseguro y negociación de contratos, éstos se ajustan a consulta previa con su matriz en España, destacando una relación de apoyo fluida, en donde paralelamente se trabaja en una plataforma común de reaseguros para las operaciones en Latinoamérica. Su estructura de reaseguros, gestionada y monitoreada por su área técnica, le permite operar bajo parámetros de exposición patrimonial limitados y controlados. En este sentido, MGC cuenta con una base diversificada de reaseguradores, de adecuada solvencia y reconocido prestigio internacional, donde si bien su relacionada Mapfre Re. lidera su estructura de reaseguros, ésta solo concentra a septiembre de 2004 un cuarto de su prima cedida. Adicionalmente, parte de su estructura de reaseguros es intermediada por corredores internacionales, específicamente Latinbroker In. (sep-04). La compañía opera principalmente con contratos del tipo proporcionales, sin embargo cuenta con flexibilidad para incorporar reaseguros del tipo facultativos.

Su cartera cedida presenta un comportamiento siniestral variable, registrando a septiembre de 2004 un índice de costo de siniestro cedido sobre prima

cedida de 36,9%, similar a la industria. Sin embargo al depurar dicho indicador por las comisiones de intermediación de reaseguro, éste se eleva a 72,1%, incrementando la brecha respecto del mercado.

El siguiente cuadro muestra los principales reaseguradores con que opera MGC:

Reasegurador	País	Monto	Proporción [%]
Mapfre Re.	España	598.121	24,6%
Munchener Ruck	Alemania	529.440	21,8%
Cia. Suiza de Reaseguros	Suiza	416.601	17,2%
Partner Re.	Francia	287.417	11,8%
Odyssey Amre	EEUU	265.840	11,0%
Scor Re.	Francia	50.462	2,1%
Folksamerica Re.	EEUU	23.887	1,0%
Hannover Ruck	Alemania	6.524	0,3%
Bayerische Re.	Alemania	4.195	0,2%

El siguiente cuadro muestra los principales corredores de reaseguro con que opera MGC:

Corredor de Reaseguro	País	Monto	Proporción [%]
Latinbroker In.	Uruguay	244.263	10,1%

■ Endeudamiento

MGC evidencia un progresivo incremento en su nivel patrimonial, asociado fundamentalmente a la evolución creciente de su resultado neto en cada período. En tanto, durante el 2003 y los primeros nueve meses de 2004 su nivel patrimonial presenta un crecimiento proporcionalmente mayor respecto de períodos anteriores asociado a una mayor base de utilidades acumuladas. En esta línea, la compañía tradicionalmente ha operado bajo una política de endeudamiento conservadora, la cual le ha permitido autosolventar un nivel de actividad creciente.

La compañía históricamente ha mantenido un capital social altamente estable, el cual a septiembre de 2004 alcanza los \$2.407 millones (\$2.453 incluyendo las revalorización de capital propio) y se divide en 13.024 acciones. Lo anterior le ha permitido sustentar un nivel de actividad de crecimiento sostenido en el tiempo bajo parámetros de leverage acotados y considerablemente inferiores a la industria, los cuales brindan un amplio grado de holgura patrimonial respecto del límite exigido por norma. A septiembre de 2004 la compañía registró un índice de pasivo exigible sobre patrimonio de 0,53 veces y un indicador de endeudamiento FECU también de 0,53 veces.

A diferencia del mercado, en el cual si bien el nivel de obligaciones con instituciones financieras representa una proporción inferior respecto del patrimonio, MGC históricamente no ha registrado

dicho tipo de obligaciones, en tanto su índice de endeudamiento financiero (FECU) alcanzó a septiembre de 2004 solamente 0,09 veces su patrimonio neto, manteniendo holgura respecto del límite normativo de una vez.

La Política de Dividendos de MGC se ajusta a las condiciones particulares de cada sociedad perteneciente al grupo Mapfre. La entidad en Chile tradicionalmente ha distribuido una porción significativa de sus resultados bajo la forma de dividendos, destacando que la posición patrimonial de la compañía mantiene una amplia holgura para afrontar una nivel de actividad creciente. En julio de 2004 la compañía pagó dividendos por \$296 millones, equivalentes a cerca del 63% de la utilidad neta del ejercicio 2003.

El siguiente cuadro muestra la evolución de los principales indicadores de endeudamiento de la compañía y la industria:

Endeudamiento	sep-04		dic-03		dic-02		dic-01	
	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.
Pas. Exigible / Patrimonio	0,63	2,04	0,55	2,11	0,73	2,38	0,67	2,26
Deudas Sist. Financiero / Pat.	-	0,04	-	0,04	-	0,05	-	0,06

Estados Financieros

(Cifras en pesos de septiembre de 2004)	sep-04	sep-03	dic-03	dic-02	dic-01	dic-00
TOTAL ACTIVOS	5.783	5.461	5.737	5.710	5.250	4.219
INVERSIONES	4.637	3.873	4.167	4.165	3.655	3.521
Financieras	4.366	3.537	3.849	3.780	3.234	3.049
Títulos de deuda Emitidos y Garantizados por el banco central	249	370	356	368	350	626
Títulos de deuda emitidos por el sistema bancario y financiero	3.350	1.253	2.070	1.338	1.757	973
Títulos de deuda Emitidos por sociedades inscritas en SVS	386	1.367	1.097	1.414	811	1.108
Acciones y otros Títulos	191	257	186	223	78	216
Inversiones en el Extranjero	0	0	0	0	0	0
Caja y Banco	191	290	139	436	239	126
Inversiones Inmobiliarias y Similares	271	336	318	386	421	472
DEUDORES POR PRIMAS ASEGURADOS	569	480	620	615	543	434
DEUDORES POR REASEGUROS	316	849	687	531	770	0
OTROS ACTIVOS	260	260	262	399	282	264
Deudas del Fisco	39	31	0	50	53	51
Derechos	0	0	0	0	0	0
Deudores Varios	143	129	180	242	173	189
Otros	78	100	82	108	56	24
TOTAL PASIVOS	5.783	5.461	5.737	5.710	5.250	4.219
RESERVAS TECNICAS	1.657	1.654	1.687	2.007	1.774	879
Riesgo en Curso	325	261	268	291	333	282
Siniestros	304	322	311	297	311	217
Deudas por Reaseguros	1.028	1.071	1.108	1.419	1.130	380
Otras Reservas	0	0	0	0	0	0
OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	0	0	0	0	0	0
OTROS PASIVOS	347	287	358	411	325	283
Deudas con el Fisco	86	123	130	161	136	102
Deudas Previsionales	7	6	7	0	5	5
Deudas con el Personal	12	12	15	14	13	30
Otros	243	146	206	237	171	146
PATRIMONIO	3.779	3.520	3.692	3.292	3.151	3.058
Capital Pagado	2.407	2.422	2.452	2.451	2.450	2.450
Reservas Legales	46	29	0	0	0	0
Reservas Reglamentarias	80	62	70	50	32	74
Utilidades (Pérdidas) Retenidas	1.246	1.007	1.169	791	668	534
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN	900	731	1.041	1.072	821	762
Ingresos por Primas Devengadas	403	408	527	595	598	565
Prima Retenida Neta	459	385	517	546	641	518
Prima Directa	2.887	2.532	3.566	3.112	2.822	2.155
Prima Aceptada	0	5	4	9	13	6
Prima Cedida	-2.428	-2.151	-3.054	-2.575	-2.193	-1.643
Ajuste de Reserva de Riesgo en Curso	-57	23	10	50	-43	47
Otros Ajustes al Ingreso por Primas Devengadas	0	0	0	0	0	0
Costo de Siniestros	-162	-293	-328	-177	-312	-213
Resultado de Intermediación	660	616	843	654	535	410
COSTO DE ADMINISTRACIÓN	-614	-624	-898	-830	-714	-749
RESULTADO DE OPERACIÓN	287	107	143	242	108	13
RESULTADO DE INVERSIONES	206	227	291	256	318	234
OTROS INGRESOS Y EGRESOS	0	24	58	96	55	45
Ingresos	26	45	82	109	68	57
Egresos	-26	-21	-24	-13	-13	-11
Gastos Financieros	-23	-7	-10	-5	-6	-14
Ajuste Prov. Y Castigos de Pri. Y Doctos.,	-3	-13	-14	-7	-7	2
Otros Egresos	0	0	0	0	0	0
CORRECCION MONETARIA	-33	9	62	-79	-120	-45
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	460	368	554	516	360	247
RESULTADO FUERA DE EXPLOTACIÓN	0	0	0	0	0	0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTO	460	368	554	516	360	247
IMPUESTO DEL PERÍODO	-81	-66	-90	-65	-27	-46
UTILIDAD (Pérdida) del EJERCICIO	378	302	464	451	333	201

Copyright © 2002 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus filiales. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información conseguida con los emisores, y suscriptores, así como con otras fuentes que Fitch considera que son confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este comunicado se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una clasificación de riesgo de Fitch, constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado papel financiero. La clasificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo de crédito y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está comprometido de manera alguna en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo de crédito de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes, en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la libre discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor mobiliario. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún valor mobiliario para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible exención tributaria o imposibilidad de los pagos realizados con relación a algún valor mobiliario. Fitch percibe honorarios de parte de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores, por clasificar los valores mobiliarios. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US\$1.000 dólares y US\$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US\$10.000 y US\$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). El trabajo, publicación, o difusión de una clasificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores mobiliarios de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, Los estudios realizados por Fitch pueden estar disponible para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación respecto de los abonados a medios impresos.

Diciembre 2004