0Chile - 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

Analistas

Rodrigo Salas U.
(56 2) 499 3300
rodrigo.salas@fitchratings.cl

Sebastián Vargas S.
(56 2) 499 3300
Sebastian.vargas@fitchratings.cl

Carola Saldías C.
(56 2) 499 3300
Carola.saldias@fitchratings.cl

Informes Relacionados

- Estadístico de Seguros Generales
- Revista Riesgo Inversiones

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 el buen posicionamiento que ha logrado en un segmento de alta especialización y acotado volumen de operación, desarrollando su actividad bajo parámetros eminentemente técnicos, los cuales se han traducido en indicadores de gestión y desempeño competitivos. Paralelamente la compañía enfrenta una adecuada capacidad financiera, operando con bajos niveles de leverage, cuya holgura patrimonial le permite afrontar en buen pie un volumen de operaciones creciente, así como una prudente estructura de reaseguro que mitiga los riesgos de exposición patrimonial.

La propiedad de MGC se concentra en Mapfre América Caución y Crédito S.A. (99,9%), contando con el soporte y experiencia que le brinda su matriz, por medio de la cual está ligada a la Corporación Mapfre y Mapfre Mutualidad, clasificadas internacionalmente por Fitch Ratings en Categoría A+ (Long Term) y AA- (IFS) respectivamente. Corporación Mapfre es el principal vehículo financiero utilizado por Mapfre Mutualidad, holding que agrupa a diversas sociedades financieras y de seguros, liderando el mercado español y logrando una fuerte posición en Europa y Latinoamérica. Su presencia en Chile aborda todas las líneas de seguros, incluyendo 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, tanto garantías 24,4% como crédito 20,4% (sep-05), destacando que este último evidencia una alta concentración de mercado dado que incorpora solo a tres entidades especializadas.

Su activo se concentra fundamentalmente en su cartera de inversiones, portafolio que si bien se ha mostrado activo en términos de *trading*, mantiene una orientación conservadora que incorpora principalmente instrumentos de renta fija, diversificados por emisor y que enfrentan un riesgo de crédito latamente controlado.

☞ 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 y control de suscripción, operando con niveles de desempeño estables, destacando que presenta holgura patrimonial suficiente para afrontar un mayor volumen de operaciones.

Noviembre 2005

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

Analistas

Rodrigo Salas U.
(56 2) 499 3300
rodrigo.salas@fitchratings.cl

Sebastián Vargas S.
(56 2) 499 3300
Sebastian.vargas@fitchratings.cl

Carola Saldías C.
(56 2) 499 3300
Carola.saldias@fitchratings.cl

Informes Relacionados

- Estadístico de Seguros Generales
- Revista Riesgo Inversiones

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 el buen posicionamiento que ha logrado en un segmento de alta especialización y acotado volumen de operación, desarrollando su actividad bajo parámetros eminentemente técnicos, los cuales se han traducido en indicadores de gestión y desempeño competitivos. Paralelamente la compañía enfrenta una adecuada capacidad financiera, operando con bajos niveles de leverage, cuya holgura patrimonial le permite afrontar en buen pie un volumen de operaciones creciente, así como una prudente estructura de reaseguro que mitiga los riesgos de exposición patrimonial.

La propiedad de MGC se concentra en Mapfre América Caución y Crédito S.A. (99,9%), contando con el soporte y experiencia que le brinda su matriz, por medio de la cual está ligada a la Corporación Mapfre y Mapfre Mutualidad, clasificadas internacionalmente por Fitch Ratings en Categoría A+ (Long Term) y AA- (IFS) respectivamente. Corporación Mapfre es el principal vehículo financiero utilizado por Mapfre Mutualidad, holding que agrupa a diversas sociedades financieras y de seguros, liderando el mercado español y logrando una fuerte posición en Europa y Latinoamérica. Su presencia en Chile aborda todas las líneas de seguros, incluyendo 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, tanto garantías 24,4% como crédito 20,4% (sep-05), destacando que este último evidencia una alta concentración de mercado dado que incorpora solo a tres entidades especializadas.

Su activo se concentra fundamentalmente en su cartera de inversiones, portafolio que si bien se ha mostrado activo en términos de *trading*, mantiene una orientación conservadora que incorpora principalmente instrumentos de renta fija, diversificados por emisor y que enfrentan un riesgo de crédito latamente controlado.

☞ 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 y control de suscripción, operando con niveles de desempeño estables, destacando que presenta holgura patrimonial suficiente para afrontar un mayor volumen de operaciones.

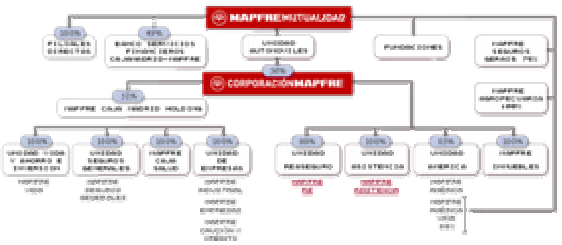
☞ Descripción de la Compañía

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 en una operación conjunta 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 aborda el segmento de reaseguros a través de Mapfre Re. y la Caja Reaseguradora de Chile.

La Corporación Mapfre se posiciona actualmente como uno de los grupos financieros y aseguradores más importantes de España (1933), logrando posicionarse fuertemente en el mercado europeo y latinoamericano una vez que inició su expansión internacional en 1984. La Corporación Mapfre es clasificada internacionalmente por Fitch en Categoría A+ (Long Term), manteniendo operaciones en 38 países y un equipo que bordea las 14.300 personas, con una orientación más marcada al mercado español, europeo y latinoamericano, manteniendo a junio de 2005 activos consolidados por €26.884,4 millones, un capital de €2.955,2 millones, primas emitidas y aceptadas por €3.979,4 millones y un resultado neto de €149 millones. A su vez, la Corporación Mapfre es el principal vehículo financiero utilizado por Mapfre Mutualidad, quien posee el control de la sociedad y se enmarca dentro del Sistema Mapfre, el cual opera como un amplio holding financiero que aborda diversas industrias a través de 244 empresas relacionadas al grupo (103 en España y 141 en el resto del mundo).

A diferencia de sus relacionadas en Chile (Mapfre Compañías de Seguros Generales S.A. y Mapfre Compañía de Seguros de Vida Chile S.A.) la estructura de propiedad de MGC depende de la Unidad de Empresas ligada a Mapfre Caja Madrid Holdings, y por medio de ésta a la Corporación Mapfre.

El siguiente cuadro muestra la estructura corporativa de Mapfre Mutualidad, clasificada por Fitch internacionalmente en Categoría AA- (IFS).



MGC opera bajo una plataforma organizacional liviana, estructurada sobre una base funcional que incorpora una Gerencia de Producción y una Gerencia Comercial, las cuales son apoyadas por una Subgerencia de Operaciones y una Subgerencia Comercial. En esta línea la compañía cuenta con un equipo consolidado y de experiencia en la industria aseguradora, que incluye 30 personas permanentes, además de contar con el apoyo y soporte técnico de Mapfre Caución y Crédito, sociedad matriz de vasta experiencia internacional en el segmento específico que aborda la compañía.

MGC históricamente ha operado con un bajo nivel de integración operacional con sus relacionadas de Seguros Generales y Seguros de Vida, limitando su relación a nivel de directorio, a pesar que éstas operan bajo una plataforma operativa y de *back office* totalmente integrada. Sin embargo, el directorio ha impulsado una reestructuración enfocada a modificar la estructura organizacional de MGC, con le objeto que se alinee a la estructura utilizada internacionalmente por el grupo Mapfre para sus compañías, con un enfoque por líneas de negocios. Ello considera a su vez una plataforma altamente integrada entre todas las entidades relacionadas (incluyendo Mapfre Garantías y Crédito), potenciando el enfoque de marca global (Mapfre Seguros) como un proveedor integral de seguros. Paralelamente la compañía y sus similares latinoamericanas se encuentran enfocadas a alinearse a las otras entidades ligadas a la Corporación Mapfre en la migración al sistema operativo diseñado por el grupo denominado Tronador, el cual establece estándares comunes con el objeto de optimizar el acceso a la información.

Productos

MGC limita su actividad a los segmentos de crédito, tanto de exportación como doméstico, y garantías, ajustándose a las exigencias establecidas en la legislación chilena. En ella (DFL N°251) se establece

que los riesgos de crédito deberán ser asegurados solo por compañías del primer grupo que tengan por objeto exclusivo cubrir ese tipo de riesgos, pudiendo además cubrir los riesgos ligados a garantía, entendiendo por seguro de crédito una pérdida o deterioro en el patrimonio del asegurado producto del no pago de una obligación en dinero o de crédito de dinero. Cabe mencionar que la Corporación Mapfre a través de Mapfre Caución y Crédito ha desarrollado un área especializada a nivel internacional en dicho segmento de negocios, soportando sus operaciones en diversos países.

Si bien el nivel de primaje global de la compañía había mostrado una evolución creciente al cierre de los últimos años a tasas menos intensas que las registradas a comienzos del 2000, en términos particulares evidencia un grado de volatilidad en su nivel de primaje por ramo. En tanto, a septiembre de 2005 su prima directa alcanzó los $2.931 millones, evidenciando una leve disminución de 1,4% respecto de igual período del año anterior, situación que se explica fundamentalmente por la menor actividad registrada en el segmento de créditos doméstico.

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

Diversificación por Ramo Prima directa

	sep-05		dic-04		dic-03		dic-02	
	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.
INCENDIO	0,0%	33,3%	0,0%	35,6%	0,0%	38,3%	0,0%	40,7%
VEHÍCULOS	0,0%	26,0%	0,0%	24,0%	0,0%	23,2%	0,0%	22,4%
CASCOS	0,0%	2,1%	0,0%	3,4%	0,0%	4,2%	0,0%	4,9%
TRANSPORTE	0,0%	4,5%	0,0%	4,4%	0,0%	4,4%	0,0%	4,8%
OBLIGATORIOS	0,0%	4,4%	0,0%	4,4%	0,0%	2,0%	0,0%	2,2%
GARANTÍA	35,9%	0,8%	31,5%	0,7%	30,6%	0,6%	35,5%	0,7%
FIDELIDAD	0,0%	0,6%	0,0%	0,5%	0,0%	0,5%	0,0%	0,5%
CREDITO	64,1%	1,7%	68,5%	1,7%	69,4%	1,5%	64,5%	1,3%
Doméstico	**43,0%**	**1,1%**	**47,2%**	**1,1%**	**51,7%**	**1,0%**	**42,5%**	**0,8%**
Exportación	**21,2%**	**0,6%**	**21,3%**	**0,6%**	**17,7%**	**0,5%**	**22,0%**	**0,5%**
AGRÍCOLA	0,0%	0,2%	0,0%	0,2%	0,0%	1,5%	0,0%	1,1%
OTROS	0,0%	26,4%	0,0%	25,2%	0,0%	23,6%	0,0%	21,4%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Diversificación por Ramo Prima Retenida Neta

	sep-05		dic-04		dic-03		dic-02	
	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.
INCENDIO	0,0%	18,3%	0,0%	19,3%	0,0%	20,7%	0,0%	23,0%
VEHÍCULOS	0,0%	43,3%	0,0%	44,0%	0,0%	46,3%	0,0%	46,3%
CASCOS	0,0%	0,1%	0,0%	0,3%	0,0%	0,3%	0,0%	0,7%
TRANSPORTE	0,0%	2,5%	0,0%	2,7%	0,0%	2,8%	0,0%	4,0%
OBLIGATORIOS	0,0%	7,9%	0,0%	8,5%	0,0%	3,9%	0,0%	4,4%
GARANTÍA	35,0%	0,4%	46,5%	0,4%	40,1%	0,4%	38,5%	0,4%
FIDELIDAD	0,0%	0,5%	0,0%	0,5%	0,0%	0,6%	0,0%	0,6%
CREDITO	65,0%	0,8%	53,5%	0,8%	59,9%	0,7%	61,5%	1,0%
Doméstico	**43,2%**	**0,4%**	**29,6%**	**0,4%**	**46,1%**	**0,4%**	**40,0%**	**0,6%**
Exportación	**21,7%**	**0,3%**	**23,9%**	**0,4%**	**13,8%**	**0,3%**	**21,5%**	**0,4%**
AGRÍCOLA	0,0%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,3%	0,0%	0,2%
OTROS	0,0%	26,2%	0,0%	23,5%	0,0%	24,0%	0,0%	19,4%
TOTAL	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Debido a que la actividad de MGC aborda segmentos acotados por normativa y opera como una entidad de nicho especialista, su primaje se concentra en dos líneas de negocio centrales. En el cuadro anterior se aprecia que el primaje de la compañía en el segmento de créditos tradicionalmente representa en torno a dos tercios de sus operaciones, abordando de manera más activa las líneas de crédito doméstico y también coberturas de crédito a las exportaciones, y un tercio en coberturas de garantía.

Crédito

A septiembre de 2005 el segmento de créditos concentra un 64,1% de su prima directa y un 65% de su prima retenida neta, cuya composición es aproximadamente dos tercios crédito doméstico y un tercio crédito a la exportación. Si bien su nivel de primaje venía mostrando hasta fines de 2003 crecimientos a tasas elevadas, durante el 2004 éste mostró una menor intensidad y a septiembre de 2005 presentó una disminución de 9,2% respecto de igual fecha del año anterior, debido principalmente a la salida de un contrato significativo en coberturas de crédito doméstico. Su línea de crédito doméstico se enfoca con mayor fuerza al sector comercio, incorporando una cartera atomizada de asegurados. En tanto su línea de coberturas de crédito para la exportación se enfoca con mayor fuerza a los mercados europeos, EEUU, Corea y en menor medida Latinoamérica, principalmente abordando los sectores vitivinícola y alimenticio. Las proyecciones para el 2006 consideran un crecimiento en el primaje en torno al 20%, con un enfoque mayoritario a generar una mayor penetración de mercado, dentro del cual está considerado el aporte que generaría el fuerte crecimiento proyectado de sucursales a nivel de grupo.

Garantías

Su actividad en garantías incorpora tres líneas centrales de negocio; 1. Ventas en verde (aprox. 20% del primaje en el segmento), 2. Construcción (aprox. 60% del primaje en el segmento) y 3. Manejo de fondos públicos, principalmente líneas universitarias (aprox. 20% del primaje en el segmento). A diferencia del mercado que ha crecido a tasas relativamente altas en los últimos años con excepción de 2003, MGC evidenció niveles de actividad más estables. En este sentido, el nivel de operaciones de la compañía se vio resentido por reducciones en los presupuestos de los ministerios y el cierre de algunos canales relacionados al Serviu (2002-2003), así como una intensa competencia en un segmento en el que puede operar cualquier compañía del primer grupo. A partir del 2004 el nivel de primaje ha mostrado signos de recuperación, con incrementos de 8,3% y 16,3% a diciembre de 2004 y septiembre de 2005 respectivamente, acusando el reimpulso generado por la iniciativa legal ligada el artículo 138 bis de 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). Las proyecciones para el 2006 consideran un crecimiento en el primaje en torno al 15%, manteniendo una diversificación de cartera sin grandes variaciones.

La comercialización de las pólizas de de crédito y garantía se desarrolla principalmente a través del canal tradicional de corredores especializados, destacando que el área comercial de MGC mantiene un alto grado de interacción con dichos corredores y los asegurados, con el objeto de operar en forma paralela.

Dado que la compañía opera un mercado acotado 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 y es operado solamente por tres compañías.

Su condición de especialista en el segmento de garantías, le ha permitido posicionarse dentro de las entidades líderes en dicho segmento, alcanzando a septiembre de 2005 una participación de mercado de 24,4% que la ubica en la tercera posición, donde si bien recupera terreno respecto de la tendencia decreciente que había mostrado en los últimos años, se vio afectada por el fuerte crecimiento de Magallanes en el segmento. El segmento de crédito ha mostrado un grado de competencia intenso para un mercado acotado y de acción exclusiva, lo que se ha traducido en una disminución de su participación de mercado de MGC en términos de prima directa al cierre de 2004 (21,8%) y durante los primeros nueve meses de 2005 (20,4%), ocupando la tercera posición en un mercado de tres compañías.

El siguiente cuadro muestra la evolución de la participación de mercado de la compañía en función de su prima directa:

Participación de mercado por ramos Prima directa

	sep-05	dic-04	dic-03	dic-02	dic-01
INCENDIO	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VEHÍCULOS	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CASCOS	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
TRANSPORTE	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
OBLIGATORIOS	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
GARANTÍA	24,4%	23,8%	26,2%	25,9%	31,1%
FIDELIDAD	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CREDITO	20,4%	21,8%	24,4%	23,5%	24,2%
Doméstico	**21,3%**	**23,9%**	**26,7%**	**25,0%**	**23,2%**
Exportación	**18,7%**	**18,3%**	**19,5%**	**21,0%**	**25,7%**
AGRÍCOLA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
OTROS	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
TOTAL	**0,5%**	**0,5%**	**0,5%**	**0,5%**	**0,5%**

☞ Desempeño

Mercado de Seguros Generales

Luego de atravesar por períodos económicos complejos y de menor crecimiento, la economía chilena paulatinamente ha logrado generar un ambiente económico de mayor estabilidad a través de políticas monetarias y fiscales controladas, lo que permite vislumbrar un positivo escenario de corto y mediano plazo. Paralelamente el sector exportador presenta un mayor dinamismo que debiera impulsarse aún más dadas las expectativas de intercambio generadas por los tratados internacionales que ha suscrito el país, destacando también el fuerte influjo de divisas producto del alto precio del cobre en el mercado internacional. Si bien el nivel de desempleo presenta una disminución respecto de los niveles de dos dígitos registrados en plena crisis económica, éstos presentan un menor dinamismo y son considerados aún altos dados los niveles de crecimiento económico proyectados.

En los últimos períodos el mercado de capitales local se ha caracterizado por su mayor variabilidad, impactando en ello la progresiva disminución inicial en las tasas de referencia, la volatilidad del tipo de cambio nominal (US$) y un mercado bursátil que pasó de una significativa contracción durante el 2002 a una evolución expansiva en el 2003 y 2004. Si bien la autoridad ha llevado a cabo una intensa política monetaria, la cual ha sido coherente con la evolución internacional de las tasas de interés de referencia, los efectos en nuestra economía han sido más lento de lo esperado en los niveles de actividad de cada industria.

En Chile operan 22 compañías de seguros del primer grupo, industria que en los últimos ha evidenciado cambios importantes en términos de concentración y número de partícipes, influidos por una serie de adquisiciones y fusiones. Durante el 2004 se concretó la fusión entre Las Américas y Security dando paso a

Penta Security, en tanto tras la compra de AGF e ING Seguros generales por parte de Liberty Mutual se suma el reciente anuncio de compra de una de las compañias de seguros más grande del mercado "Cruz del Sur" por parte del conglomerado británico Royal & Sun Alliance.

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. Durante el 2003 la prima directa de mercado se incrementó en un 3,1% respecto del período anterior y alcanzó los $681.099 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 diciembre 2004 la prima directa de la industria evidenció un incremento de 3,3% respecto del año anterior, 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 afectado de forma determinante 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 $4.415 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 los resultados. A diciembre 2003 el resultado obtenido por la industria presentó una significativa alza respecto del período anterior tanto por un mayor ingreso operacional como por el positivo efecto del resultado de la cartera de inversiones, ligado fundamentalmente a renta variable, cerrando el año con una utilidad de $20.248, ROA de 3,29% y ROE de 10,64%. Dicha tendencia se mantuvo a diciembre 2004, si bien no con la intensidad del año anterior, alcanzado un resultado operacional agregado de $6.591 millones, ROA de 2,68% y un ROE de 8,46%. La positiva evolución del resultado operacional del mercado se vio determinada 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.

A septiembre 2005 la industria evidencia un deterioro respecto de igual fecha del año anterior, alcanzando una utilidad neta de $11.542 millones, un 16,6% menor en términos reales que igual periodo el año anterior. Sin embargo, este deterioro se explica fundamentalmente por un efecto mayor en corrección monetaria, que alcanzó a sept/05 un resultado negativo de $3.642 millones ($-1.719 millones a sept/04). Por lo tanto, al considerar sólo el resultado operacional de la industria, se observa un leve incremento de 5,6%, alcanzando un resultado de $4.767 millones a sept/05. Cabe señalar que en términos de prima directa se observa un importante crecimiento, con $549.027 millones, que se comparan positivamente con los $525.269 millones alcanzados en igual periodo el año anterior.

Aún cuando gran parte de las compañías de seguros que operan en el país se han visto enfrentadas a reestructuraciones, principalmente asociadas a procesos de integración administrativa y estructural con el objeto de conformar *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. En tanto la positiva evolución que había mostrado el nivel de gastos de intermediación directo y neto hasta fines de 2002, durante el 2004 y el 2005 éste se deteriora producto de mayores gastos asociados al aumento en la competencia como también un menor efecto de los ingresos por reaseguro cedido dado el mayor grado de retención que se observa.

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 controlados, le han permitido reflejar una evolución positiva tanto de su margen de contribución, resultado de operación y utilidad neta.

A septiembre de 2005, MGC registró una prima directa por $2.931 millones, levemente inferior (1,4%) a la registrada en igual período del año anterior, donde si bien la entidad retuvo solamente $653 millones, los niveles de siniestralidad neta acotados además de los importantes ingresos por reaseguro cedido ($870 millones), se tradujeron en un margen de contribución por $971 millones con una tendencia creciente. A pesar que el producto de inversiones mostró una caída importante, ello se compensó en parte por otros ingresos extraordinarios generados en el 2005. En este sentido, el enfoque eminentemente técnico utilizado por la compañía le permitió generar una utilidad neta en el período por $451 millones, superior en un 15,9% respecto de septiembre de 2004, con un ROA de 10,01% y un ROE de 14,93% anualizados, destacando que este último se ve subvalorado 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 dada una estructura organizacional liviana. A septiembre de 2005, tanto su índice de gastos de administración sobre prima directa (23,53%) como el de gastos de administración sobre activos (15,3%) muestra un alza dada la leve caída en el nivel de actividad así como un aumento de 9,1% en los gastos de remuneraciones. 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 2005 un 22,32%. Sin embargo, la compañía históricamente ha mantenido una posición altamente competitiva en términos de gastos de intermediación directo.

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 2004 en 0,13 veces.

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

Desempeño	sep-05		dic-04		dic-03		dic-02	
	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.
ROE	14,9%	7,4%	12,8%	8,5%	13,3%	10,6%	14,0%	2,4%
ROA	10,0%	2,3%	8,2%	2,7%	8,1%	3,3%	8,2%	0,7%
Ut. / Prima D.	15,4%	2,1%	12,8%	2,5%	13,0%	3,0%	14,5%	0,6%
Gastos Adm./ Prima D.	23,5%	19,7%	22,7%	18,7%	25,2%	17,3%	26,7%	15,7%
Gastos Adm./ Act.	15,3%	21,5%	14,4%	20,2%	15,7%	19,1%	15,1%	18,4%
R. Interm. / Prima D.	22,3%	-1,6%	21,1%	-0,6%	23,6%	0,5%	21,0%	0,8%
Rentabilidad Promedio Inv.	3,3%	3,3%	5,7%	3,8%	7,0%	6,6%	6,6%	4,1%

Siniestralidad

MGC opera bajo políticas de suscripción claras alineadas a una adecuada selección de riesgos, contando para ello con el soporte especializado que le proporciona su matriz en el segmento de caución y crédito, destacando su experiencia internacional. Por su parte, el área técnica de la compañía realiza monitoreos y controles periódicos respecto del nivel de siniestralidad global, por línea de negocio y por cliente.

En términos globales y particulares, MGC evidencia un grado de volatilidad en el nivel de siniestralidad de su cartera en los últimos años, asociado principalmente a la severidad de siniestros, evolución que se alinea al comportamiento del mercado en dichos segmentos. A diciembre de 2004 la compañía registró una mejora en su índice de siniestralidad global respecto del período anterior, alcanzando 37,6%, situación que se vio influenciada positivamente por la mantención de una baja siniestralidad en la línea de garantías así como una mejora en la siniestralidad en crédito, específicamente superando el impacto de la quiebra de Carnes Darc en el 2003. A septiembre de 2005, el índice de siniestralidad global (Costo de siniestro sobre Prima retenida neta ganada) evidenció un incremento no sustancial respecto del período anterior y alcanzó un 43,8%, situación que se explica principalmente por un mayor costo de siniestros directos pagados en el período dada una mayor retención en el segmento de crédito.

El ramo de garantías presentó hasta fines de 2004 una disminución en el nivel de siniestralidad, cerrando el ejercicio con un índice de siniestralidad de 9,2%, el cual se compara favorablemente con el registrado por la industria a igual fecha. Sin embargo a septiembre de 2005 el nivel de siniestralidad en el ramo se eleva a 74%, incrementándose sustancialmente respecto del igual período del año anterior. Ello se explica tanto por un mayor costo de siniestros pagados así como el

impacto en el costo de siniestros el reconocer un menor volumen de siniestros por pagar del período anterior en comparación a septiembre de 2004.

Si bien el ramo de crédito presenta un grado de volatilidad en su nivel de siniestralidad, el cual fue excepcionalmente alto al cierre de 2003 producto de un siniestro particular de importante magnitud, ésta se mantiene en niveles controlados y se compara favorablemente respecto de la industria. A septiembre de 2005 su índice de siniestralidad en el ramo de crédito alcanzó un 23,4%, evidenciando una mejora respecto del período anterior producto de la rebaja del costo de siniestro neto acorde a un mayor volumen de siniestros por pagar del período anterior. A dicha fecha el índice de siniestralidad en la línea de crédito doméstico alcanzó un 42%, en tanto crédito a la exportación un -9%, ambos reflejando una mejora respecto del período anterior.

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-05		dic-04		dic-03		dic-02	
	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.
INCENDIO	0,0%	25,8%	0,0%	17,2%	0,0%	19,6%	0,0%	26,5%
VEHÍCULOS	0,0%	71,5%	0,0%	72,2%	0,0%	74,6%	0,0%	76,9%
CASCOS	0,0%	31,2%	0,0%	34,0%	0,0%	72,3%	0,0%	59,8%
TRANSPORTE	0,0%	45,4%	0,0%	48,1%	0,0%	40,6%	0,0%	47,4%
OBLIGATORIOS	0,0%	59,9%	0,0%	62,9%	0,0%	76,6%	0,0%	67,2%
GARANTÍA	74,0%	50,8%	9,2%	18,2%	9,7%	-10,7%	28,6%	-9,8%
FIDELIDAD	0,0%	12,3%	0,0%	22,4%	0,0%	23,0%	0,0%	16,8%
CREDITO	23,4%	69,5%	62,2%	48,8%	113,1%	119,6%	42,2%	112,5%
Doméstico	**41,8%**	**86,2%**	**79,1%**	**69,0%**	**111,7%**	**94,6%**	**13,1%**	**86,6%**
Exportación	**-8,5%**	**46,2%**	**34,7%**	**20,7%**	**119,2%**	**190,0%**	**115,0%**	**156,0%**
AGRÍCOLA	0,0%	57,2%	0,0%	33,3%	0,0%	19,1%	0,0%	52,9%
OTROS	0,0%	38,5%	0,0%	42,4%	0,0%	60,9%	0,0%	38,8%
TOTAL	**43,8%**	**52,6%**	**37,6%**	**52,6%**	**68,2%**	**58,1%**	**36,6%**	**57,0%**

Inversiones

MGC mantiene una política de inversiones orientada a privilegiar el control de los riesgos que puedan afectar su situación patrimonial, manteniendo una política de inversiones conservadora en términos de riesgo crediticio así como un control permanente de su posición de calce tanto en duración como moneda. El proceso de Asset Allocation se ajusta a la política de inversiones definida por el directorio, traspasando la responsabilidad de su operatoria al área de inversiones del grupo Mapfre en el país, quien opera también las carteras de su relacionada de seguros generales y seguros de vida.

A septiembre de 2005, MGC mantiene un stock de inversiones valorizado en $4.550 millones (FECU), el cual representa un 79% de sus activos totales y un 94,7% corresponde a inversiones financieras. Por su parte el resto de su activo se desglosa en deudores por primas asegurados (12,7%), específicamente primas sin especificar forma de pago, deudores por reaseguro (3,3%) y otros activos (5%).

El siguiente cuadro muestra la composición de la cartera de inversiones de la compañía y el mercado a septiembre de 2005:

Cartera de Inversiones	Monto (M$)		Proporción (%)	
	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.
Estado	180	65.611	4,0%	22,2%
Sist. Financiero	2.738	104.955	60,2%	35,6%
Bonos Empresas	385	54.819	8,5%	18,6%
Acciones	8	6.447	0,2%	2,2%
Cuotas de Fondos de Inversión	-	931	0,0%	0,3%
Cuotas de Fondos Mutuos	651	13.006	14,3%	4,4%
Otros Títulos	-	169	0,0%	0,1%
Inversiones en el Extranjero	-	1.418	0,0%	0,5%
Caja y Banco	347	25.725	7,6%	8,7%
Bienes raíces	134	15.808	2,9%	5,4%
Otros	108	6.207	2,4%	2,1%
TOTAL	**4.550**	**295.095**	**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 emitidos por el Estado, en pos de un portafolio activo en instrumentos de renta fija emitidos por Instituciones Financiera y en menor grado por bonos corporativos (Empresas), destacando que su posición en este último presenta una fuerte evolución decreciente y representa a septiembre de 2005 un 8,5% de sus inversiones totales. En este sentido y a diferencia de la industria, a septiembre de 2005 su posición en instrumentos emitidos por el Estado representa solamente un 4% de las inversiones totales, concentrados en bonos de reconocimiento. En tanto su posición de inversiones en instrumentos emitidos por Instituciones Financieras representa un 60,2% de sus inversiones totales, incorporando principalmente Letras de Crédito y en una menor proporción depósitos a plazo, donde si bien concentra una mayor posición en los bancos de mayor tamaño, en nuestra opinión dicha cartera no presenta exposiciones de riesgo por emisor y mantiene niveles de riesgo de crédito controlados.

Su posición en instrumentos de renta variable se limita a cuotas de fondos mutuos, cuya importancia relativa presenta un grado de variabilidad al cierre de cada período producto de su orientación a generar liquidez. A septiembre de 2005 su posición en dichos instrumentos representan un 14,3% de sus inversiones totales e incorpora mayormente cuotas del Fondo Mutuos Santander Santiago Money Market y en menor medida Fondo Mutuo Scotiabank Clipper y Fondo Mutuo Chile Liquidez.

Por su parte, sus inversiones inmobiliarias evidencian una posición decreciente (2,9%) producto de que ella corresponde a un bien raíz otorgado en leasing, posición que se diluye en la medida que su cartera de inversiones en dicho tipo de instrumentos se

mantiene muy pasiva y su stock de activos se ha incrementado.

La amplia holgura patrimonial de la compañía le permite mantener un manejo activo de su portafolio de inversiones aprovechando coyunturas de tasas, 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. A pesar que a septiembre de 2005 el retorno medio de sus inversiones anualizado fue bastante inferior al registrado en igual fecha del año anterior, este se mantiene competitivo respecto del registrado por la industria, reflejando su mayor posición en instrumentos de alta liquidez, alcanzando un 3,31%.

☞ Retención y Reaseguro

Tradicionalmente la compañía ha operado con niveles de retención más bien restrictivos, tanto para las coberturas de garantía como aquellas de crédito, soportada sobre un pool de reseguradores diversificado y que incorpora a entidades de adecuada solvencia en términos de rating internacional. Ello es coherente al volumen de negocios relativamente pequeños a nivel de industria para dichos segmentos, considerando a la vez una exposición relevante a severidad de siniestros.

A septiembre de 2005 la retención neta global de la compañía evidenció un alza respecto del período anterior y representó un 22,3% de su prima directa, incentivada básicamente por la mayor retención registrada en coberturas de crédito, especialmente el segmento de crédito doméstico, lo que responde a la estrategias de la administración de aumentar en una medida controlada su nivel de retención de riesgo una vez que salió Scor Re. de su pool de reaseguradores.

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

RETENCION	(Prima Retenida / Prima Directa)							
	sep-05		dic-04		dic-03		dic-02	
	Cía.	Sist.	Cía.	Sist.	Cía.	Sist.	Cía.	Sist.
INCENDIO	-	30,6%	-	27,9%	-	25,0%	-	25,2%
VEHÍCULOS	-	92,8%	-	93,8%	-	92,3%	-	92,1%
CASCOS	-	3,6%	-	3,9%	-	3,2%	-	6,2%
TRANSPORTE	-	30,5%	-	31,5%	-	29,4%	-	37,0%
OBLIGATORIOS	-	99,7%	-	99,6%	-	88,5%	-	88,2%
GARANTÍA	21,7%	30,1%	23,2%	30,0%	19,0%	26,4%	19,0%	24,0%
FIDELIDAD	-	49,6%	-	55,7%	-	58,1%	-	53,6%
CREDITO	22,6%	26,2%	12,2%	22,7%	12,5%	22,0%	16,7%	33,4%
Doméstico	**22,4%**	**23,0%**	**9,8%**	**18,8%**	**12,9%**	**19,2%**	**16,5%**	**29,9%**
Exportación	**22,9%**	**31,9%**	**17,6%**	**29,2%**	**11,3%**	**28,0%**	**17,2%**	**39,0%**
AGRÍCOLA	-	20,8%	-	26,5%	-	8,0%	-	7,8%
OTROS	-	55,4%	-	47,8%	-	47,1%	-	40,5%
TOTAL	22,3%	55,8%	15,7%	51,3%	14,5%	46,3%	17,5%	44,6%

MGC tiene autonomía para la definición de sus requerimientos de reaseguro y la negociación de contratos, sin embargo su política de reaseguros considera consultar previamente a su casa matriz, destacando que la fluida relación que mantiene con ésta y con sus relacionadas en Latinoamérica le permite acceder eficientemente a una plataforma común de reaseguros para las operaciones en Latinoamérica. Su estructura de reaseguros es gestionada y monitoreada por el área técnica, cuyo enfoque se orienta a limitar la exposición patrimonial de la compañía. 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 2005 en torno a un cuarto de su prima cedida. Se estructura de reaseguros incorpora principalmente contratos de tipo cuota parte de limitada exposición, incorporando además un facultativo obligatorio cuando excede su capacidad.

Su cartera cedida presenta un comportamiento siniestral volátil, registrando a septiembre de 2005 un índice de costo de siniestro cedido sobre prima cedida de 49,2%. Sin embargo al depurar dicho indicador por las comisiones de intermediación de reaseguro, éste se eleva a 87,5%.

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

Reasegurador	País	Monto (M$)	Proporción (%)
Mapfre Re.	España	593.569	26,1%
Munchener Ruck.	Alemania	510.593	22,4%
Compañía Suiza de Reaseguro	Suiza	399.838	17,6%
Partener Re.	Francia	268.764	11,8%
Odyssey America Re.	EEUU	240.517	10,6%
Folksamerica Re.	EEUU	14.081	0,6%
Scor	Francia	5.815	0,3%
Hannover Ruck.	Alemania	3.242	0,1%

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

Corredor de Reaseguro	País	Monto (M$)	Proporción (%)
Latinbroker International S.A.	Uruguay	241.386	10,6%

☞ Endeudamiento

MGC evidencia un progresivo incremento en su nivel patrimonial producto del incremento en el volumen de utilidades retenidas al cierre de cada ejercicio, destacando que la compañía presenta una evolución creciente de sus utilidades netas. En esta línea, la compañía históricamente ha mantenido un capital

pagado altamente estable, el cual a septiembre de 2005 alcanza los $2.468 millones y se divide en 13.024 acciones.

Lo anterior ha permitido a MGC operar bajo una política de endeudamiento tradicionalmente conservadora y parámetros de leverage altamente controlados, enfocada a autosustentar el crecimiento de su actividad, generando en opinión de Fitch una holgura más que suficiente para afrontar un mayor crecimiento en su volumen de operaciones. A septiembre de 2005 su índice de pasivo exigible sobre patrimonio alcanzó 0,41 veces, evidenciando una disminución respecto del período anterior y mantiene un nivel ampliamente inferior a la industria, en tanto su índice de pasivo exigible sobre patrimonio neto alcanzó 0,41 veces (FECU), manteniendo holgura respecto del límite normativo de cinco veces.

Si bien a nivel de industria el volumen de obligaciones con instituciones financieras representa tradicionlamente una proporción inferior del patrimonio, MGC históricamente no ha registrado dicho tipo de obligaciones, en tanto su índice de endeudamiento financiero (FECU) alcanzó a septiembre de 2005 solamente 0,09 veces su patrimonio neto, manteniendo amplia 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 tradicionlamente ha distribuido una proporción significativa de su resultado bajo la forma de dividendos, destacando que la posición patrimonial de la compañía mantiene una amplia holgura para afrontar una nivel de actividad creciente. El 28 de abril de 2005 el directorio aprobó un pagó dividendos por $314,8 millones, equivalentes a cerca del 63% de la utilidad neta del ejercicio 2004, proporción similar años anteriores.

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

Endeudamiento	sep-05		dic-04		dic-03		dic-02	
	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.
Pas. Exigible / Patrimonio	0,41	2,21	0,58	2,20	0,55	2,11	0,73	2,38
Pas. Financ. / Patrimonio	0,00	0,02	0,00	0,03	0,00	0,04	0,00	0,05

Estados Financieros

(Cifras en pesos de Septiembre 2005)	sep-05	sep-04	dic-04	dic-03	dic-02	dic-01
TOTAL ACTIVOS	**5.760**	**5.955**	**6.256**	**5.907**	**5.880**	**5.406**
INVERSIONES	4.550	4.775	4.709	4.291	4.289	3.763
Financieras	4.309	4.496	4.447	3.964	3.892	3.330
Títulos ded deuda Emitidos y Garantizados por el banco central	180	256	244	367	379	360
Títulos de deuda emitidos por el sistema bancario y financiero	2.738	3.449	3.273	2.132	1.378	1.809
Títulos de deuda Enitidos por sociedades inscritas en SVS	385	397	584	1.130	1.456	835
Acciones y otros Títulos	659	196	282	192	230	80
Inversiones en el Extranjero	0	0	0	0	0	0
Caja y Banco	347	197	64	143	449	246
Inversiones Inmobiliarias y Similares	241	279	263	328	397	433
DEUDORES POR PRIMAS ASEGURADOS	731	586	510	639	633	559
DEUDORES POR REASEGUROS	189	325	539	707	547	793
OTROS ACTIVOS	289	268	498	270	411	290
Deudas del Fisco	48	40	63	0	51	55
Derechos	0	0	0	0	0	0
Deudores Varios	159	148	358	185	249	178
Otros	82	81	77	85	111	57
TOTAL PASIVOS	**5.760**	**5.955**	**6.256**	**5.907**	**5.880**	**5.406**
RESERVAS TECNICAS	1.313	1.706	1.773	1.737	2.067	1.827
Riesgo en Curso	420	334	317	276	299	343
Siniestros	258	313	330	320	306	320
Deudas por Reaseguros	635	1.058	1.126	1.141	1.461	1.164
Otras Reservas	0	0	0	0	0	0
OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	0	0	0	0	0	0
OTROS PASIVOS	349	357	523	369	423	335
Deudas con el Fisco	93	88	92	134	166	140
Deudas Previsionales	7	7	7	7	0	5
Deudas con el Personal	13	12	16	16	14	13
Otros	237	250	407	212	244	176
PATRIMONIO	4.097	3.891	3.961	3.801	3.390	3.244
Capital Pagado	2.468	2.479	2.526	2.525	2.524	2.523
Reservas Legales	59	47	0	0	0	0
Reservas Reglamentarias	52	82	46	72	51	33
Utilidades (Pérdidas) Retenidas	1.518	1.283	1.389	1.204	814	688
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN	**971**	**927**	**1.166**	**1.072**	**1.104**	**846**
Ingresos por Primas Devengadas	544	415	560	542	613	615
Prima Retenida Neta	653	473	606	532	562	660
Prima Directa	2.931	2.972	3.868	3.672	3.204	2.906
Prima Aceptada	0	0	0	4	9	13
Prima Cedida	-2.278	-2.500	-3.263	-3.144	-2.652	-2.259
Ajuste de Reserva de Riesgo en Curso	-109	-58	-46	10	51	-45
Otros Ajustes al Ingreso por Primas Devengadas	0	0	0	0	0	0
Costo de Siniestros	-227	-167	-210	-338	-182	-321
Resultado de Intermediación	654	680	816	868	673	551
COSTO DE ADMINISTRACIÓN	-690	-632	-876	-925	-854	-735
RESULTADO DE OPERACIÓN	281	295	290	147	249	111
RESULTADO DE INVERSIONES	115	212	256	300	264	327
OTROS INGRESOS Y EGRESOS	149	0	75	60	99	57
Ingresos	180	27	86	85	112	70
Egresos	-31	-27	-12	-25	-13	-13
Gastos Financieros	-15	-24	-5	-11	-6	-6
Ajuste Prov. Y Castigos de Pri. Y Doctos,.	-16	-3	-6	-14	-7	-7
Otros Egresos	0	0	0	0	0	0
CORRECCION MONETARIA	-1	-34	-18	64	-81	-124
RESULTADO DE EXPLOTACION	544	473	602	571	532	371
RESULTADO FUERA DE EXPLOTACIÓN	0	0	0	0	0	0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTO	544	473	602	571	532	371
IMPUESTO DEL PERÍODO	-93	-84	-106	-93	-67	-28
UTILIDAD (Pérdida) del EJERCICIO	**451**	**389**	**496**	**478**	**465**	**343**

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 imponibilidad 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.