INFORME DE CLASIFICACIÓN

Feller-Rate
CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affíliate of ***Standard & Poor's***

INFORME DE CLASIFICACION

PRINCIPAL COMPAÑÍA DE SEGUROS DE VIDA CHILE S.A.

Diciembre 2006

www.feller-rate.com

Los informes de clasificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poor's Credit Markets Services, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de clasificación de riesgo. Con todo, Feller Rate es una clasificadora de riesgo autónoma, por lo que las clasificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Feller-Rate
CLASIFICADORA DE RIESGO

PRINCIPAL VIDA CHILE

SOLVENCIA	**AA**
PERSPECTIVAS	**Estables**

Contacto: Eduardo Ferretti. Fono: (562) 757 0423

Clasificaciones

	Diciembre 2003	Diciembre 2004	Diciembre 2005	Diciembre 2006
Obligaciones de seguros	AA	AA	AA	AA
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables

FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a Principal Compañía de Seguros de Vida Chile S.A. obedece a su fuerte posición de mercado, lograda por la coherencia de su estrategia de negocios y el elevado nivel de eficiencia operacional. Responde, asimismo, al respaldo financiero y de gestión de su grupo propietario, Principal Financial Group.

Principal Vida Chile mantiene una fuerte posición en el segmento de rentas vitalicias, sustentada por una estrategia de focalización de negocios, una alta capacidad técnica, además de una eficiente plataforma de control de costos. La diversificación geográfica y la capacidad de administración de ventas también colaboran a acrecentar la posición de mercado.

Principal participa, además, en el negocio de créditos hipotecarios y de fondos mutuos, lo que debiera ir diversificando paulatinamente sus fuentes de ingresos y sus riesgos operacionales. La aseguradora otorga soporte a sus filiales, lo que permite rentabilizar economías de escala por distribución de costos indirectos.

La cartera de seguros de vida tradicionales está creciendo y aun es poco relevante en relación al negocio objetivo de rentas vitalicias.

La voluminosa cartera de activos administrados por la compañía, un flujo razonablemente estable de ingresos financieros y una eficiente estructura de calce, permite sustentar el crecimiento en rentas vitalicias, así como el financiamiento de otros proyectos y las presiones de generación de dividendos.

La capacidad de pago de sus obligaciones está satisfactoriamente respaldada por una cartera de inversiones de adecuado riesgo crediticio y fuerte orientación al calce.

PERSPECTIVAS

La industria de seguros de rentas vitalicias atraviesa por un periodo de ajustes. Su estructura legal y normativa se encuentra en permanente revisión, enfrentando, además, riesgos actuariales y de reinversión. Todos estos factores presionan la rentabilidad esperada por el accionista. No obstante, las perspectivas de la compañía se consideran estables, en atención a su sólida posición de solvencia y de mercado, además del apoyo financiero e injerencia en la gestión local, efectuada por su casa matriz.

Resumen Financiero
(En millones de pesos de septiembre de 2006)

	2003	2004	2005	Sep 06
Prima directa	119.643	136.239	127.974	95.195
Resultado operacional	-55.892	-59.126	-57.802	-44.674
Resultado de inversiones	58.027	61.483	62.011	46.557
Resultado Explotación	1.596	2.346	4.607	1.868
Resultado del ejercicio	128	892	3.295	991
Activos totales	922.418	1.060.242	1.162.956	1.227.107
Inversiones	882.718	1.001.769	1.108.604	1.178.017
Patrimonio	85.681	91.394	94.585	88.742
Participación de mercado	7,9%	8,2%	8,0%	7,4%
Endeudamiento	11,7	12,3	13,0	14,7
Gasto Adm. / Inv. prom	0,9%	0,9%	0,9%	0,7%
Rentabilidad de inversiones	7,01%	6,53%	5,9%	5,4%
Rentabilidad patrimonial	0.2%	1,0%	3,5%	1,4%

Principal Vida Chile S.A.

HECHOS RELEVANTES

- *Ajustes actuariales y nuevos productos de rentas vitalicias.* La incorporación de nuevos productos de rentas vitalicias con rendimientos variables y la revisión de las tasas de cálculo de reservas de beneficiarios son dos aspectos técnicos de relevancia que deben dilucidarse prontamente y que tendrán incidencia sobre el desempeño futuro de la industria de rentas vitalicias.
- *Nuevos productos en APV colectivo y préstamos para asegurados.* Se espera que durante el año 2007 diversas reformas legales, no necesariamente coordinadas entre sí, puedan dar a luz algunos proyectos de mayor flexibilidad para la industria del ahorro previsional voluntario y para el respaldo de reservas técnicas. La administración de Principal ha manifestado en reiteradas ocasiones la necesidad de llevar a cabo una innovación en materia de ahorro colectivo.
- *Test de suficiencia de activos.* A partir de junio de 2006 se está aplicando la Norma de Carácter General N° 188, que contiene el marco normativo de determinación del análisis de los activos que respaldan las obligaciones de seguros de largo plazo, particularmente los seguros de rentas vitalicias. Bajo este enfoque, las aseguradoras deben efectuar ajustes y simulaciones de escenarios de estrés, que permitan determinar la capacidad de pago de sus coberturas de seguros bajo condiciones extremas. Con la incorporación de ajustes y estrés de flujos de beneficiarios es probable que deba rediseñarse dicho test, para adecuarse a los nuevos escenarios de riesgo.
- *Rentas Vitalicias pueden ser intermediadas por corredoras bancarias.* A partir de agosto de 2004 (ley de rentas vitalicias que implementó el SCOMP, entre otros aspectos), las corredoras de seguros, filiales bancarias pueden intermediar rentas vitalicias. Durante el año 2006 las solicitudes de oferta de pensión canalizadas por estos canales aumentaron paulatinamente hasta llegar en noviembre último a alrededor de un 6% de las operaciones.

FORTALEZAS Y RIESGOS

Fortalezas

- *Respaldo de accionistas.*
- *Coherente estrategia de mercado.*
- *Eficiente red de canales de distribución.*
- *Eficiencia y calidad de inversiones.*
- *Alta eficiencia operacional.*

Riesgos o Debilidades

- *Etapa de desarrollo y diversificación de ingresos.*
- *Incidencia del sector inmobiliario en las inversiones.*
- *Recursos patrimoniales ajustados.*

Riesgos de la industria

- *Entorno altamente competitivo y concentración de los actores financieros y canales masivos de distribución.*

Principal Vida Chile S.A.

- *Riesgo de tasas de interés bajas, prepago y escasez de papeles en UF, de largo plazo.*
- *Riesgo actuarial permanente.*
- *Riesgo de cambios normativos en seguros previsionales.*

ESTRUCTURA CORPORATIVA PROPIEDAD Y ADMINISTRACION

Historia

La compañía fue creada en el año 1990 por el holding Banmédica. A mediados de 1995, dicho grupo suscribió un convenio de asociación estratégica con The Principal Financial Group, uno de los principales grupos aseguradores de vida y salud de Estados Unidos, mediante el cual la propiedad de la compañía quedó dividida en partes iguales entre ambos socios. Entre 1997 y 1998, el grupo norteamericano adquirió el resto de la propiedad de la compañía al holding local.

En julio de 1998, Principal adquirió la Compañía de Seguros de Vida El Roble S.A., iniciándose un proceso de absorción que finalizó en diciembre de ese año. A esa fecha, el grupo propietario decidió cambiar la razón social de la entidad a Principal Compañía de Seguros de Vida Chile S.A.

En julio de 1999, Principal Vida Chile compró el 60% de la propiedad de la agencia Administradora de Créditos Hipotecarios Andueza. Posteriormente, en abril de 2003 adquirió el 40% restante, cambiando su razón social a Principal Créditos Hipotecarios S.A..

En noviembre de 2001 la compañía adquirió el 70% de la Administradora de Fondos Mutuos Tanner S.A.. En abril de 2002 cambió su razón social a Principal Tanner Administradora General de Fondos. Finalmente, en diciembre de 2004 adquirió el 30% restante.

Con estos pasos el proyecto global de Principal en Chile se comenzó a perfilar hacia la industria del ahorro de largo plazo, así como a la administración de pensiones, en concordancia con el foco de negocios de la matriz.

El aporte de estos negocios está comenzando a tener un impacto positivo en la rentabilidad de la aseguradora, proyectándose a mediano plazo una contribución del orden del 25% de los ingresos netos de la aseguradora.

Grupo propietario

La compañía pertenece a Principal Financial Int., de Chile, filial de Principal International. The Principal Financial Group (PFG) está clasificado A / stable por S&P. PFG cuenta entre sus principales activos con una de las mayores aseguradoras del mercado norteamericano de Vida y Pensiones, Principal Life Ins. Co., clasificada AA / stable por S&P. Con más de 120 años de existencia, la compañía aseguradora ha realizado una exitosa transición desde su estructura de mutual a la de sociedad anónima, proceso que finalizó en octubre de 2001. La entidad está presente en un diversificado segmento de servicios financieros de ahorro y de seguros, tanto para empresas, para convenios colectivos y para personas. Además de Chile, el grupo cuenta con filiales en Hong Kong y México, además de joint ventures en Brasil, India, Japón, China y Malasia.

Presencia en Latinoamérica

En México el grupo opera en tres unidades de negocios, productos individuales, corporativos y pensiones. En Brasil está presente en el segmento de retiro previsional, por intermedio de un joint venture con el Banco do Brasil, que le permite acceder a una extensa red de distribución.

Administración

Uno de los fundamentos de la posición competitiva de Principal es su eficiencia de costos. Por tal motivo, parte relevante de la estrategia de desarrollo es la búsqueda permanente de mejoras a la productividad, con inversión en sistemas de apoyo, control de gestión y evaluación presupuestaria. Entre los proyectos relevantes que se han llevado a cabo se debe mencionar el de gestión financiero contable, la consolidación de la plataforma de seguros tradicionales, la red de Internet e Intranet, el sistema de inversiones financieras e inmobiliarias y el de apoyo a la gestión de rentas vitalicias.

El grupo propietario controla la gestión de su filial a través de un completo sistema de reportes y de visitas de ejecutivos y auditores. Además, la matriz está permanentemente otorgando apoyo en aspectos técnicos y comerciales. La aplicación de la normativa de la LEY SARBANES OXLEY ha aumentado la fiscalización y los reportes que deben enviarse a la casa matriz.

La estructura organizacional integra las diversas funciones de la administradora de fondos mutuos y de créditos hipotecarios con las actividades operacionales y comerciales de la aseguradora. De esta forma, la organización funcional gestiona los diversos ciclos del proceso de ahorro, tanto previsional como privado.

Cambios a la administración. En el último tiempo se han efectuado diversos cambios a la plana ejecutiva y a la administración, destinados a focalizar la aseguradora y sus filiales en las tres líneas básicas de operaciones, Ahorro, Retiro y Administración de activos institucionales. Con este paso, los ejecutivos locales han asumido responsabilidades de mayor amplitud en el grupo asegurador a nivel regional.

POSICIÓN COMPETITIVA

Cartera de productos y mercado objetivo

La compañía se orienta fundamentalmente al segmento de rentas vitalicias previsionales. Complementa su cartera comercializando seguros individuales con ahorro, rentas privadas temporales y seguros de APV. Conforme a la focalización de negocios la comercialización de seguros colectivos de desgravámen se ha reducido.

La compañía utiliza una extensa red de oficinas comerciales a lo largo del país, destinadas a satisfacer las necesidades de sus principales canales de comercialización, tanto de rentas vitalicias, como de agentes directos, corredores y comisionistas. Esta red no es compleja en cuanto al nivel de operación, de modo que no incide en gastos fijos significativos. Recientemente se han cerrado algunas oficinas, de baja rentabilidad operacional.

La compañía participa activamente en el ciclo del ahorro previsional voluntario (APV), contando con su propia administradora de fondos mutuos orientada a participar activamente en el ciclo del ahorro privado.

La administradora de fondos ha logrado captar una alta participación de mercado en el segmento APV, contando con una amplia cobertura de productos y perfiles de inversión.

Las cifras de APV de la industria reflejan que, en términos de flujo de venta nueva, la participación de los fondos mutuos y compañías de seguros ha ido aumentando, quitando espacio a las AFP. No obstante, en términos de volumen de fondos, estas últimas concentran todavía la mayor proporción del ahorro total captado. La estructura de comisiones sigue siendo un factor diferenciador a favor de las AFP's. En ahorro acumulado los fondos mutuos han logrado sobrepasar a las aseguradoras, reflejando algunas asimetrías de costos entre ambas instituciones.

Evolución de la Cartera de Productos relevante

RESUMEN GENERAL	2003		2004		2005		Sep.2006	
	Compañía	Mercado	Compañía	Mercado	Compañía	Mercado	Compañía	Mercado
Negocios								
Primaje Directo	119.643	1.514.895	136.239	1.671.362	127.974	1.607.458	95.195	1.279.058
Variación Primaje Directo	40,2%	13,0%	16,6%	13,0%	-2,6%	-0,3%	-5,6%	7,1%
Participación de Mercado	7,9%		8,2%		8,0%		7,4%	
Diversificación								
Seguros Individuales	1,9%	16,8%	3,1%	17,3%	4,2%	18,5%	10,2%	18,9%
Seguros Colectivos	0,9%	17,3%	1,1%	19,8%	0,2%	24,9%	0,0%	27,1%
Seguros de AFP	0,0%	8,8%	0,0%	8,2%	0,0%	8,0%	0,0%	10,8%
Rentas Vitalicias	97,2%	56,9%	95,9%	54,5%	95,7%	48,4%	89,8%	43,1%

Participación de mercado

Durante el periodo de análisis la participación global de la compañía ha evidenciado cierto ajuste, vinculado a la reevaluación de la actividad en el segmento de rentas vitalicias. Durante el año 2006 algunas aseguradoras decidieron readecuar sus presupuestos de ventas para el año, en vista de la reducción del tamaño de la industria y de los desfavorables escenarios de tasas de renta fija de largo plazo. Así Principal bajó sus volúmenes de ventas y dio inicio a un proceso de ajuste de su fuerza de ventas y de su red de oficinas. En gran medida ello obedeció al perfil del mercado, crecientemente comoditizado y supeditado a la comercialización a través del sistema centralizado de ofertas de pensión SCOMP. Ello se ha traducido en una alta concentración de la industria previsional en cuatro aseguradoras (ING; Principal, Consorcio y MetLife)

Por su parte, la participación en los seguros tradicionales individuales ha estado aumentando paulatinamente, sustentada por el creciente posicionamiento en los seguros con ahorro y algunos negocios de prima única de rentas privadas.

En seguros colectivos se ha reducido la participación, explicada principalmente por la redefinición estratégica efectuada respecto de la posición competitiva en el segmento de los seguros colectivos.

DESEMPEÑO POR LÍNEAS DE NEGOCIOS

Rentas Vitalicias

En el pasado Principal mantuvo un enfoque de negocios claramente orientado al segmento de prima promedio inferior a la media del sistema. No obstante, a partir de junio del año 2000 diversos estudios técnicos y de costos condujeron a una segmentación hacia primas altas, controlando el ritmo de ventas mensuales acorde con

el modelo de tarificación. Esta estrategia ha sido aplicada por variados actores, especialmente aquellos de gran tamaño en volúmenes de activos en administración.

La aseguradora aplica tablas actuariales de cotización revisadas periódicamente, en relación al comportamiento real de la mortalidad de la población relevante. De acuerdo al cálculo de reservas efectuado por Principal periódicamente (loss recognition), el monto de la reserva de rentas vitalicias determinada conforme a principios GAAP permitiría liberar una reserva equivalente a un 50% del patrimonio de riesgo actualmente exigido por la SVS.

El grupo Principal entrega un amplio apoyo en administración de riesgos y modelamiento del portafolio de activos y pasivos, lo que contribuye a alcanzar una elevada eficiencia en el uso de los mecanismos de calce y de mitigación de riesgos financieros y actuariales.

Actualmente un número importante de compañías aplican ajustes a la tarificación de sus productos de rentas vitalicias. Muchas de ellas son supervisadas por casas matrices con amplia experiencia en análisis estadístico y modelamiento de reservas. Por ello, en la actualidad las compañías de mayor participación relativa mantienen tasas de venta promedio bastante cercanas. Por otra parte, la entrada en vigencia del sistema SCOMP ha fomentado la suscripción conservadora, de modo de seleccionar rentistas en una segunda fase del proceso de ofertas de pensión. Ello, por la vía de mejorar la pensión ofertada por fuera del sistema.

Bajo el sistema SCOMP la venta ha sido canalizada por una diversificada fuente de canales. Ello, no obstante que originalmente se previó cierta concentración en corredores, fomentada por la fuerte orientación a precios que el SCOMP genera.

En el caso de Principal, la venta se ha canalizado en proporciones relativamente similares entre agentes y corredores, con una estructura de comisiones superior a la media de la industria.

La tasa pasiva efectiva (que para este producto es la tasa de venta ajustada por comisiones) ha estado algo por debajo de la media de la industria, ajustando así su plan de ventas mensual y el target de rentabilidad exigida.

Principal es actualmente el segundo actor de más relevancia en la industria previsional de rentas vitalicias, logrando un 17,8% de participación en las solicitudes de oferta de pensión y un segundo lugar compartido con Consorcio en relación a las solicitudes aceptadas. La evolución mensual de las participaciones es errática entre las principales aseguradoras. En los últimos seis meses las dos principales se han retirado del mercado, dejando espacio para que más instituciones participen del negocio.

Es evidente la concentración de la industria, toda vez que el factor costos de operación es una variable relevante en la tarificación. También es relevante la capacidad patrimonial para tomar mayores participaciones en un escenario de cierto riesgo financiero, asociado a la trayectoria que sigan las futuras tasas de interés de largo plazo.

Seguros tradicionales

La cartera de seguros tradicionales individuales ha estado aumentando de importancia. El desarrollo todavía reciente de algunos de estos negocios, además de los costos asociados a la comercialización, se ha reflejado en márgenes técnicos todavía negati-

vos. Parte de estos resultados se van contrarrestando con los ingresos financieros que generan las acumulaciones de activos de respaldo de las respectivas reservas técnicas. Por ello, en la medida que se vaya acumulando la reserva técnica de estos negocios es dable esperar mejores resultados operacionales para cada una de estas líneas.

Reaseguro

La compañía protege su cartera de seguros tradicionales con una estructura de retenciones conservadoras y adecuados reaseguradores. La estructura es relativamente simple, contando con Transamérica, filial del grupo Aegon de Holanda (AA de S&P) para los seguros individuales. En rentas vitalicias existe una cartera cedida a Consorcio Nacional de Seguros, además de una cartera aceptada a CNA Vida, hoy CN Life, ambas de propiedad de Consorcio Financiero. Representan el 1,1% de la reserva bruta.

ESTRUCTURA FINANCIERA

A continuación se presentan los estados financieros de Principal para el periodo comprendido entre diciembre 2003 y septiembre de 2006. En ellos se puede apreciar un crecimiento sostenido, experimentado por las inversiones financieras, el componente más relevante de sus activos.

La cuenta otros activos corresponden en parte al menor valor, neto de amortizaciones, generado en la adquisición de filiales y la Compañía de Seguros El Roble, y a operaciones de financiamiento de corto plazo. También incluye efectos contables de operaciones de cobertura de riesgo de inversiones en moneda extranjera, via forward y swaps, y el monto total de la inversión en créditos a asegurados, ascendente a $4.900 millones.

Conforme a normas de la SVS a partir de septiembre de 2003 sólo un 50% de la inversión no efectiva, denominada “menor valor de inversiones”, generado en la adquisición de inversiones permanentes, se deduce del cálculo del patrimonio neto, determinado para efectos de medir el endeudamiento normativo. Ello redujo el leverage total, aunque no tuvo efectos sobre el superávit de inversiones efectivas.

La reserva técnica de seguros previsionales es la obligación más relevante de la compañía. A septiembre de 2006 las reservas técnicas estaban cubiertas en un 106,6% por las inversiones representativas administradas por la aseguradora.

Las deudas con el sistema financiero corresponden a líneas de crédito operacional, obtenidas en Banco Santander, BCI y Citibank. Están denominados en pesos, y se destinan a cubrir necesidades de inversiones de respaldo de reservas técnicas más patrimonio de riesgo además de reducir el riesgo patrimonial de reinversión, por el desfase entre la cotización y la recaudación de las primas de rentas vitalicias. El endeudamiento financiero llegó a 0,47 veces a septiembre de 2005, algo superior a la media de la industria, de 0,32 veces, pero comparable con el leverage que registran las aseguradoras de mayor tamaño.

Principal Vida Chile S.A.

Ciertamente, lo ajustado de la estructura de capital de Principal hace necesario el uso de capital de trabajo vía endeudamiento financiero, a un costo muy eficiente si se lo compara con otras alternativas de financiamiento.

Estados Financieros

Millones de $ de sept 2006	2003	2004	2005	Sep.2006
Activos	922.418	1.060.242	1.162.956	1.227.107
Inversiones	882.718	1.001.769	1.108.604	1.178.017
Financieras	853.338	963.951	1.042.074	1.099.425
Inmobiliarias Y Similares	28.467	35.794	62.131	73.205
Deudores Por Primas :	47	46	22	40
Deudores Por Reaseguro	40	95	48	71
Otros Activos	39.613	58.332	54.282	48.979
Pasivos				
Reservas Seguros Previsionales (D.L 3500)	812.631	923.242	1.023.139	1.086.387
Reservas Seguros No Previsionales	4.717	7.919	10.460	17.631
Reservas Adicionales	0	0	0	0
Primas Por Pagar	73	120	96	62
Obligaciones Con Sistema Financiero	6.026	5.877	12.375	13.049
Otros Pasivos	13.291	31.689	22.301	21.236
Total Pasivo Exigible	836.737	968.847	1.068.371	1.138.365
Patrimonio	85.681	91.394	94.585	88.742
Capital Pagado	89.311	89.374	58.972	57.987
Reservas Legales	0	0	0	1.450
Reservas Calce	27.600	32.380	33.130	30.632
Utilidades (Pérdidas) Retenidas	-31.230	-30.360	2.483	-1.328

Aunque el crecimiento en rentas vitalicias se ha sustentado con los recursos generados por la rentabilidad de la propia cartera de inversiones, también ha colaborado la capacidad de endeudamiento financiero vía pactos. Esto último permite controlar algunos riesgos como por ejemplo el spread de tasas de interés generado en la venta de rentas vitalicias, además de permitir un manejo más eficiente de los flujos de caja de la cartera de inversiones.

La pérdida acumulada fue capitalizada, destinando una proporción de las utilidades a generar dividendos. A la fecha ya se han retirado dos dividendos, por un monto de $4.000 millones. El retiro de dividendos impone presiones adicionales sobre los flujos de caja de la aseguradora, la que no obstante, cuenta con excedentes de flujos de activos en los tramos 1 al 8 del calce, que le permiten utilizar recursos de renta fija en exceso.

El holding local (Principal Financial International Chile) obtuvo un crédito de dos entidades financieras locales, por un monto total de USD 94 millones, con un plazo de 6 años sin amortizaciones. Los intereses son del orden de los $2.000 millones por año y se pagan con los recursos obtenidos de la generación de dividendos por parte de la aseguradora. Dicho crédito fue garantizado por Principal Financial Group.

Principal Vida Chile S.A.

EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

Eficiencia

Dadas las apreciables diferencias de estructura comercial y mercado objetivo entre las diversas empresas que operan en el mercado de seguros de vida, las comparaciones de eficiencia deben realizarse con empresas que, al igual que Principal están fuertemente concentradas en rentas vitalicias. Con la venta de Interrentas al grupo Security se redujo la presencia de aseguradoras esencialmente monoproductoras a sólo dos entidades. Sin embargo, los tamaños son extremadamente diferentes, lo que no permite inferir respecto del desempeño.

Con la incorporación de nuevas fuentes de ingresos, tanto operacionales como no operacionales, y producto del proceso de integración operacional, se ha logrado una mejor distribución de costos indirectos. Parte relevante de los gastos de operación incrementales están destinados a la gestión de las filiales. También se han debido asumir algunos gastos adicionales relacionados con reestructuraciones internas de los canales de venta directa, lo que redundará en el mediano plazo en mayor eficiencia de costos de ventas.

La eficiencia operacional medida respecto del volumen de activos revela una positiva evolución. No obstante, dado que la etapa de acumulación de activos se ha ralentizado es poco probable que la aseguradora logre mejoras muy significativas.

Uno de los aspectos de preocupación permanente de la compañía es el control presupuestario, que se traduce en el logro de mejoras a la productividad y en reducción de costos. No obstante, la introducción de nuevos productos y segmentos, la ampliación de la estructura gerencial y la integración de operaciones con Principal Créditos Hipotecarios y Principal Administradora General de Fondos incide en aumento de gastos, cuya recuperación se va a generar a medida que maduren los diversos proyectos involucrados.

Con todo, la compañía maneja presupuestos muy detallados de gastos, utilizando controles presupuestarios altamente exigentes, los que se han mantenido en línea con los planes originales. Ello ha significado reevaluar algunas de sus oficinas, en línea con una industria de rentas vitalicias cada vez más dependiente del sistema centralizado de ofertas. A su vez, la existencia de redes confiables de información permite mantener un apoyo de postventa adecuado a las exigencias de los diversos canales.

Rentabilidad

Las principales cuentas del estado de resultados permiten apreciar cierta volatilidad experimentada por el primaje y la dependencia entre el rendimiento de la cartera de inversiones y el resultado final. El resultado fuera de explotación corresponde a la amortización del menor valor de inversiones, neto de los resultados de las filiales.

Las cifras permiten apreciar un aumento del valor absoluto de los gastos de administración, atribuible a la inversión necesaria para llevar a cabo la estrategia de negocios de la integración de filiales. A septiembre 2006 se percibe una reducción del gasto.

El concepto de otros ingresos y egresos de explotación corresponde a los gastos financieros de la aseguradora, tanto asociados a las deudas con bancos de la plaza, como por el efecto en resultados de las operaciones con pactos de financiamiento de

corto plazo. En los últimos dos años se ha más que duplicado el nivel de deuda con entidades financieras.

Como se aprecia, entre 2005 y 2006 la aseguradora acumuló del orden de $4.945 millones de utilidad neta, destinando a dividendos alrededor de $4.000 millones.

Estado de Resultados

Millones de $ de sept 2006	2003	2004	2005	Sep 06(12meses)
Prima Directa	119.643	136.239	127.974	122.366
Ajuste Reserva Valor Del Fondo	-479	-1.109	-2.032	-1.926
Costo De Rentas	-162.577	-179.263	-169.442	-165.644
Costo De Siniestros	-556	-1.233	-962	-969
Resultado De Intermediación	-4.212	-5.006	-4.249	-4.152
Costo De Administración	-7.373	-8.446	-8.969	-8.848
Resultado De Operación	-55.892	-59.126	-57.802	-59.388
Resultado De Inversiones	58.027	61.483	62.011	61.576
Resultado Técnico De Seguros	2.135	2.358	4.210	2.188
Otros Ingresos Y Egresos	-917	-728	-1.281	-1.518
Diferencia De Cambio	59	95	869	1.612
Corrección Monetaria	320	621	809	435
Resultado De Explotación	1.596	2.346	4.607	2.717
Resultado Fuera De Explotación	-1.373	-1.229	-917	-1.185
Resultado Del Ejercicio	128	892	3.295	1.650

INVERSIONES

A través de los años Principal ha ido fortaleciendo su cartera de inversiones, sobre la base de una estrategia global de negocios que asigna una alta prioridad al desempeño y calidad de sus activos. Ello se ha reflejado en una adecuada volatilidad y rendimiento, comparable a la que registran las aseguradoras de perfil similar.

Política de inversiones

La política de inversiones, en cuyo diseño y control de gestión, la casa matriz participa activamente, se ha orientado a cubrir los principales riesgos relacionados con el perfil de obligaciones. Así, las reservas de rentas vitalicias se administran desde una perspectiva de retornos de largo plazo y riesgo crediticio minimizado, en tanto que las reservas de seguros tradicionales se respaldan con activos que se correspondan con los compromisos adquiridos con los asegurados, en particular los seguros con ahorro y rentas privadas. La estructura de decisiones de inversión se basa en comités de inversiones, con participación del gerente general y de los gerentes de las áreas relacionadas.

La política se revisa periódicamente, e incluye restricciones adicionales a las establecidas por la SVS en cuanto a límites de inversión por tipo de instrumento, límites de endeudamiento, restricciones a operaciones para trading, requisitos para operar con derivados, límites a la volatilidad patrimonial y clasificación de riesgo de los emisores. Cuenta también con procedimientos explícitos de otorgamiento de créditos con garantías inmobiliarias (válido para mutuos hipotecarios y contratos de leasing).

Principal Vida Chile S.A.

Diversificación de cartera

La cartera de Principal alcanza a UF 64 millones, el 9,5% del total de inversiones de la industria.

En los últimos años se ha ido modificando la diversificación de la cartera. Hasta el año 2005 se incrementó la inversión en bonos corporativos, reemplazando letras hipotecarias de alto riesgo de prepago.

Los mutuos hipotecarios, leasing e inversiones en el exterior han continuado aumentando. Especialmente estas últimas, a través de notas estructuradas emitidas por JP Morgan, que entregan cobertura de largo plazo en UF, que pueden ser utilizadas en reducción del riesgo de reinversión.

Las inversiones en acciones son poco relevantes y están orientadas a satisfacer los compromisos de seguros con ahorro.

Principal ha asignado una creciente importancia al sector inmobiliario, como vehículo de inversión, no sólo por sus inversiones en mutuos hipotecarios, sino también por la creciente relevancia de los contratos de leasing. Estos instrumentos permiten cubrir el riesgo de reinversión de largo plazo, con tasas de interés en general superiores a la media de mercado y con garantías reales. El riesgo de este sector está vinculado al ciclo inmobiliario. Principal gestiona sus inversiones a través de una división inmobiliaria, que permite evaluar y valorizar las diversas alternativas de mercado en materia de inversiones de largo plazo.

Individualmente considerado, el edificio institucional es el bien raíz de uso propio de mayor relevancia, representando el 9% de la cartera de bienes raíces en su conjunto. Su última tasación es reciente, siendo su valorización contable equivalente al 95% de su tasación.

Mutuos hipotecarios y leasing

La operación inmobiliaria de la aseguradora Principal integra las funciones de la administradora de mutuos hipotecarios, la gestión de leasing y la inherente a la compañía de seguros en su rol de administrador maestro. De esta forma se aprovechan amplias sinergias operacionales y comerciales, además de las claras ventajas financieras para la aseguradora en su rol de inversionista institucional.

La cartera de mutuos hipotecarios ha alcanzado un volumen considerable, representando el 24% de las inversiones totales. Sus operaciones provienen de una diversificada fuente de originadores, entre los que se incluye a Principal Créditos Hipotecarios, Cimenta, Cruz del Sur y algunos bancos.

La administración de la compañía mantiene un estricto control de la morosidad lo que se ha reflejado en niveles globales de morosidad dura estables.

La presión por prepago ha sido elevada existiendo todavía ciertos riesgos potenciales, asociados a la evolución de las tasas de referencia. A la fecha es todavía prematuro afirmar que existe un cambio significativo de tendencia. No obstante, dados los volúmenes acumulados de prepago es cada vez menos relevante la cartera hipotecaria que tiene opción de ser prepagada.

Principal Vida Chile S.A.

Rentabilidad

En los años recientes el rendimiento promedio de la cartera de inversiones ha disminuido. Parte de ello es atribuible a la reducción de la tasa de devengamiento promedio de la cartera de inversiones, cuyo origen es, por una parte la caída en la tasa de interés de reenganche de los flujos excedentes, pero por otra se atribuye al alto volumen de prepagos que ha afectado a la industria aseguradora.

No obstante, en términos comparativos la rentabilidad de la cartera de Principal se focaliza entre las de mejor relación riesgo/retorno de la industria, junto al desempeño de carteras como MetLife e ING.

SOLVENCIA

La compañía mantiene una satisfactoria posición de solvencia. Sus reservas se respaldan con una cartera de inversiones de buen nivel crediticio, diversificación amplia y rendimiento estable.

Los indicadores de riesgo de reinversión permiten apreciar que la estructura financiera se encuentra razonablemente cubierta, aunque requiriendo retornos superiores a la media de la industria.

En un escenario básico de riesgo las obligaciones de largo plazo requieren de una rentabilidad de 4,03% sobre inversiones (3,76% para la industria).

Dado el perfil de pago de las obligaciones de las compañías de seguros de vida, fuertemente concentradas en el largo plazo, aspectos muy relevantes en la evaluación de solvencia, son la calidad y estabilidad de la administración y de las políticas estratégicas, así como el respaldo de los propietarios. En estos aspectos se refuerza la posición de la empresa, que cuenta con una administración local consolidada respaldado por un grupo propietario internacional de vasta experiencia en el segmento de negocios y con un alto nivel de solvencia.

Principal deberá enfrentarse a la creciente presión por diversificación de ingresos, para hacer frente a una industria de rentas vitalicias de bajos retornos y riesgos financieros en desarrollo. Por ello, es probable que el futuro desempeño de la aseguradora deba ligarse en buena medida a nuevas oportunidades de negocios, como el incipiente APV colectivo y el incremento de las operaciones de créditos a asegurados. Será relevante también la capacidad de gestión en inversiones inmobiliarias segmento donde la economía local mantiene todavía un favorable horizonte de inversión.