

Seguros Generales
Chile
Resumen Ejecutivo

Aseguradora Magallanes S.A.

Rating

Aseguradora Magallanes S.A.	Rating
Rating Actual	A+ (Chl)
Rating Anterior	A (Chl)
Fecha de Cambio	Dic /06

Outlook

Estable

Resumen Financiero

Aseguradora Magallanes S.A.	30/06/08 (US\$527,5)	30/06/07 (US\$527,5)
Activos (US\$ Mill.)	135,1	116,62
Patrimonio (US\$ Mill.)	31,7	29,46
Prima Directa (US\$ Mill.)	77,7	70,2
Prima Neta (US\$ Mill.)	50,2	44,9
Ut. Neta (US\$ Mill.)	2,2	1,8
ROEA (%)	14,4	12,4
ROAA (%)	3,4	3,3

Analistas

Rodrigo Salas U.
+56 2 499 3300
rodrigo.salas@fitchratings.com

Eduardo Sisti
+54 11 5235 8100
eduardo.sisti@fitchratings.com

Informes Relacionados

- *Revista Riesgo e Inversiones*

Fundamentos de la clasificación

- La clasificación asignada a Aseguradora Magallanes S.A. (Magallanes) se fundamenta en su consolidado posicionamiento en sus líneas centrales de negocio (vehículos y SOAP), y en la evolución favorable que ha mostrado su resultado operativo. No obstante, se considera también el magro desempeño de sus inversiones, dada su incursión en acciones, y las condiciones de apalancamiento que en los últimos periodos ha acrecentado la brecha por encima del promedio de la industria.
- La propiedad de Aseguradora Magallanes se concentra en el holding de capitales locales Sociedad de Inversiones Nalac (67,9%). Magallanes cuenta con una estructura organizacional de tipo matricial y opera con una extensa red de sucursales (16 en regiones y 12 oficinas que cubren la Región Metropolitana). Asimismo, la Administración de la compañía enfrenta un fuerte afiatamiento y experiencia en el negocio asegurador.
- En los últimos años, la compañía mostró satisfactorios niveles de rentabilidad por encima de la industria (a dic'07, ROE: 9,5% vs. 5,2% del mercado y ROA: 2,4% vs. 1,5 del mercado). En tanto que a jun'08, la compañía registró utilidades netas por \$1.185 millones mostrando un incremento sustancial del 24% respecto a igual fecha del año anterior, determinado por el buen desempeño operacional. Entre los puntos fuertes de la compañía rescatamos: i) el posicionamiento obtenido en competitivos segmentos como vehículos y SOAP, apoyado en una política comercial amplia, sólida y estable que refleja un ventajas competitivas respecto de la industria, destacando entre otros el manejo de flotas, cartera G2 y las alianzas estratégicas con los principales distribuidores de marcas automotrices en el mercado local. ii) Los esfuerzos por desarrollar e incorporar nuevos productos en su cartera de negocios, y iii) la evolución de su resultado operacional con una eficiencia operativa superior al promedio de mercado.
- Entre los aspectos que limitan la clasificación podemos mencionar: i) la elevada concentración que aún mantiene su cartera en ramos que enfrentan una fuerte competencia que se refleja en presión en márgenes, ii) un nivel de apalancamiento más alto que el mercado (3,26 veces versus 2,57 veces) y iii) una mayor exposición de su cartera de inversiones a instrumentos de renta variable (18% vs. un 7,6% del mercado a jun'08), considerando especialmente que sus pasivos enfrentan niveles de duración bastante acotados.

Perspectiva de la clasificación

- Los esfuerzos de la compañía se centrarán en mantener la tendencia creciente de su suscripción, y lo harán conservando su consolidado posicionamiento de mercado en sus líneas de negocios centrales (vehículos y SOAP) y generando mayor nivel de actividad en otros ramos (garantías, agrícola y responsabilidad civil). Se continuará observando con atención el impacto potencial de la desaceleración de la demanda agregada sobre el mercado de vehículos y por lo tanto sobre la compañía.
- La compañía mantendrá sus objetivos de permanente optimización de eficiencia, especialmente en la implementación de políticas de gestión sobre la siniestralidad de vehículos, muy sensible a los márgenes, considerando entre otros la entrada al mercado de otras marcas de autos al segmentos -no existen curvas de siniestralidad- y por la tendencia creciente del costo promedio de reparaciones.
- Fitch considera que la administración deberá tener especial cuidado respecto de la exposición patrimonial frente sus inversiones en renta variable, las que podrían afectar su base patrimonial vía volatilidad en resultados.

Seguros Generales
Chile
Análisis de Riesgo

Aseguradora Magallanes S.A.

Rating

Aseguradora Magallanes S.A.	Rating
Rating Actual	A+ (Chl)
Rating Anterior	A (Chl)
Fecha de Cambio	Dic /06

Outlook

Estable

Resumen Financiero

Aseguradora Magallanes S.A.	30/06/08 (US\$527,5)	30/06/07 (US\$527,5)
Activos (US\$ Mill.)	135,1	116,62
Patrimonio (US\$ Mill.)	31,7	29,46
Prima Directa (US\$ Mill.)	77,7	70,2
Prima Neta (US\$ Mill.)	50,2	44,9
Ut. Neta (US\$ Mill.)	2,2	1,8
ROEA (%)	14,4	12,4
ROAA (%)	3,4	3,3

Analistas

Rodrigo Salas U.
+56 2 499 3300
rodrigo.salas@fitchratings.com

Eduardo Sisti
+54 11 5235 8100
eduardo.sisti@fitchratings.com

Informes Relacionados

- *Revista Riesgo e Inversiones*

Fundamentos de la clasificación

- La clasificación asignada a Aseguradora Magallanes S.A. (Magallanes) se fundamenta en su consolidado posicionamiento en sus líneas centrales de negocio (vehículos y SOAP), y en la evolución favorable que ha mostrado su resultado operativo. No obstante, se considera también el magro desempeño de sus inversiones, dada su incursión en acciones, y las condiciones de apalancamiento que en los últimos periodos ha acrecentado la brecha por encima del promedio de la industria.
- La propiedad de Aseguradora Magallanes se concentra en el holding de capitales locales Sociedad de Inversiones Nalac (67,9%). Magallanes cuenta con una estructura organizacional de tipo matricial y opera con una extensa red de sucursales (16 en regiones y 12 oficinas que cubren la Región Metropolitana). Asimismo, la Administración de la compañía enfrenta un fuerte afiatamiento y experiencia en el negocio asegurador.
- En los últimos años, la compañía mostró satisfactorios niveles de rentabilidad por encima de la industria (a dic'07, ROE: 9,5% vs. 5,2% del mercado y ROA: 2,4% vs. 1,5 del mercado). En tanto que a jun'08, la compañía registró utilidades netas por \$1.185 millones mostrando un incremento sustancial del 24% respecto a igual fecha del año anterior, determinado por el buen desempeño operacional. Entre los puntos fuertes de la compañía rescatamos: i) el posicionamiento obtenido en competitivos segmentos como vehículos y SOAP, apoyado en una política comercial amplia, sólida y estable que refleja un ventajas competitivas respecto de la industria, destacando entre otros el manejo de flotas, cartera G2 y las alianzas estratégicas con los principales distribuidores de marcas automotrices en el mercado local. ii) Los esfuerzos por desarrollar e incorporar nuevos productos en su cartera de negocios, y iii) la evolución de su resultado operacional con una eficiencia operativa superior al promedio de mercado.
- Entre los aspectos que limitan la clasificación podemos mencionar: i) la elevada concentración que aún mantiene su cartera en ramos que enfrentan una fuerte competencia que se refleja en presión en márgenes, ii) un nivel de apalancamiento más alto que el mercado (3,26 veces versus 2,57 veces) y iii) una mayor exposición de su cartera de inversiones a instrumentos de renta variable (18% vs. un 7,6% del mercado a jun'08), considerando especialmente que sus pasivos enfrentan niveles de duración bastante acotados.

Perspectiva de la clasificación

- Los esfuerzos de la compañía se centrarán en mantener la tendencia creciente de su suscripción, y lo harán conservando su consolidado posicionamiento de mercado en sus líneas de negocios centrales (vehículos y SOAP) y generando mayor nivel de actividad en otros ramos (garantías, agrícola y responsabilidad civil). Se continuará observando con atención el impacto potencial de la desaceleración de la demanda agregada sobre el mercado de vehículos y por lo tanto sobre la compañía.
- La compañía mantendrá sus objetivos de permanente optimización de eficiencia, especialmente en la implementación de políticas de gestión sobre la siniestralidad de vehículos, muy sensible a los márgenes, considerando entre otros la entrada al mercado de otras marcas de autos al segmentos -no existen curvas de siniestralidad- y por la tendencia creciente del costo promedio de reparaciones.
- Fitch considera que la administración deberá tener especial cuidado respecto de la exposición patrimonial frente sus inversiones en renta variable, las que podrían afectar su base patrimonial vía volatilidad en resultados.

Nalac S.A.

- Conglomerado de capitales nacionales.
- Operaciones en el área inmobiliaria, ingeniería y financiera.
- Controla 6 empresas y sus filiales:
 - Aseguradora Magallanes
 - Inmobiliaria Ecuamar y Constructora Larraín Prieto Risopatrón S.A.
 - CAPTAGUA Ingeniería y Metroaguas S.A.
 - Consultora y Comercial MP e Inmobiliaria MAPSA S.A.
 - ETAC S.A.
 - MCS S.A.

Perfil de la compañía

Aseguradora Magallanes S.A. inició sus operaciones en 1956, y en 1978 la compañía fue adquirida por un grupo de empresarios ligados a la construcción, y pasa a formar parte del *holding* Larraín, Prieto, Risopatrón S.A., sociedad que en 1989 modifica su razón social a Nalac S.A. Este *holding* chileno posee el 67,93% del capital de la compañía, y Aseguradora Magallanes se constituye como el principal activo del grupo.

Magallanes cuenta con una estructura organizacional de tipo matricial distribuida por líneas funcionales que cuenta con una extensa red de sucursales (16 oficinas en regiones y 12 en la Región Metropolitana), y se destaca por contar con una administración afiatada y de experiencia en la industria aseguradora. Dicho posicionamiento en las diferentes regiones le permite mantener una adecuada dispersión geográfica de los riesgos asumidos (25% en regiones y el 75% restante en Santiago).

Magallanes se posiciona como una compañía de tamaño mediano en la industria de seguros generales; a junio de 2008 concentra una participación de mercado de 7,3% en base a prima directa (9° lugar en el ranking de seguros generales) y 5,8% en base a patrimonio (8° lugar en el ranking de compañías de seguros generales).

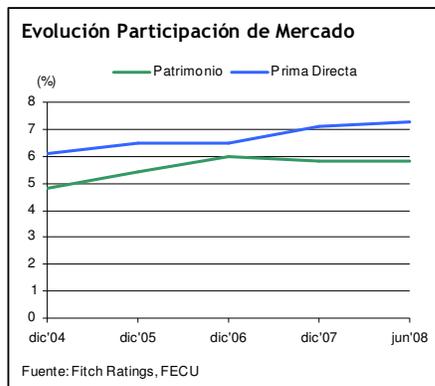
En términos de posición competitiva por ramos individuales, Magallanes se posiciona como líder en ventas de seguros de automóviles a junio de 2008: concentra el 16,9% de la prima directa del ramo. Si bien en el último tiempo se ha desatado una fuerte competencia en SOAP, que por consiguiente ha afectando los niveles de precios, la compañía ha logrado mejorar su posicionamiento con índices de siniestralidad menores al mercado, siendo a junio de 2008 la número uno en ventas con el 21,9% del primaje de la industria.

También a jun'08 la compañía lidera el segmento de seguro agrícola con el 79,5% del primaje de mercado, destacando que esta cartera posee una adecuada diversificación geográfica. Cabe señalar que la compañía sufrió siniestros de severidad significativa en dicho segmento, que fueron cubiertos fundamentalmente por sus programas de reaseguros. La cobertura que ofrece Magallanes para estos casos está relacionada con cobertura ante riesgo climático dentro del cual se destaca el segmento multiriesgo vitivinícola.

En la venta de seguros de garantía, Magallanes se ha posicionado como una de las principales compañías del segmento en los últimos años, alcanzando a junio de 2007 el 25,8% del primaje de mercado. Aquí, opera a través de tres grandes líneas de negocios: venta en verde, almacenes particulares y fiel cumplimiento de contrato.

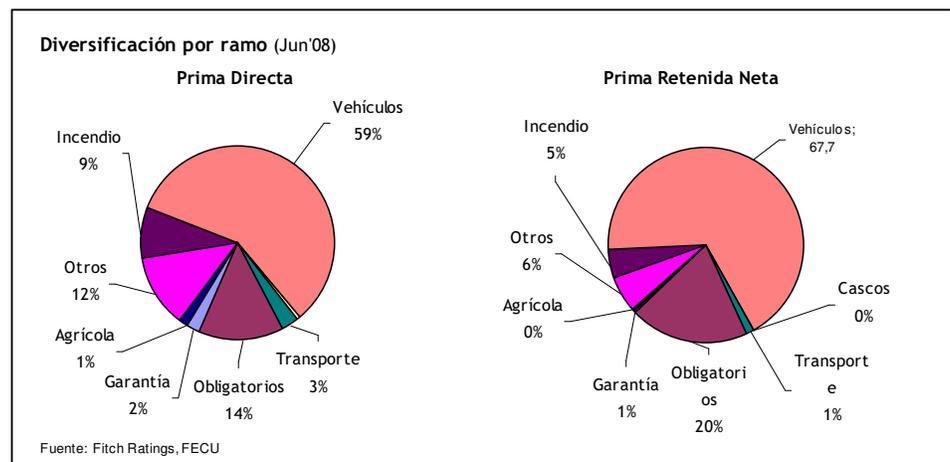
Operaciones

Magallanes opera como una compañía multiproductora que aborda una amplia gama de negocios y distintos segmentos de mercado, aun cuando enfrenta una alta concentración de la cartera en dos ramos (vehículos y obligatorios). No obstante Fitch reconoce y observa que gradualmente la compañía conduce acciones comerciales tendientes a la diversificación. Considerando la prima directa, a jun'08, los principales ramos de negocios son: vehículos (58,2%), SOAP (14%), incendio (8,6%), transporte (2,9%), agrícola (1,4%) y otros (12,2%). Asimismo, al revisar la concentración de cartera por prima retenida neta, los ramos de vehículos y obligatorios aumentan notoriamente



su peso relativo debido a niveles de retención mayores -son ramos de frecuencia en la siniestralidad-; mientras que los demás ramos disminuyen su participación por la mayor cobertura de reaseguros necesaria dada las características de severidad en la siniestralidad que implican.

Asimismo, Fitch considera positivamente el crecimiento del primaje y el desarrollo de productos en otras líneas de negocios tales como: agrícola -líder de mercado-, seguros de garantías, transporte e ingeniería (todo riesgo construcción).



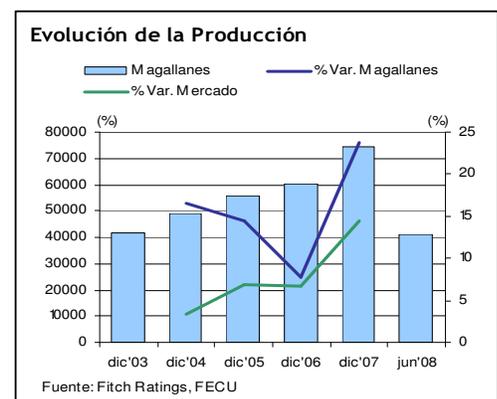
La estructura comercial de Magallanes se divide en dos segmentos. (i) Líneas personales que tiene como principales productos: vehículos y SOAP. En este segmento además poseen productos de hogar, asistencia en viajes a personas y a vehículos. (ii) Segmentos orientados a empresas e instituciones: incendio y terremoto, robo, equipo móvil de contratistas, agrícola, responsabilidad civil, entre los destacados.

La comercialización se realiza a través de canales directos con un 54,5% y un 45,5% por medio de intermediarios. Fitch considera adecuada la atomización en su cartera de corredores, y se destaca su relación de largo plazo.

Asimismo, por medio de su canal *dealers* (representa en torno al 30% de las ventas de coberturas para automóviles), Magallanes mantiene convenios con representantes de marcas y con los principales distribuidores de vehículos (70% de las marcas más importantes).

El nivel de primaje de Magallanes continúa mostrando tasas de crecimiento por sobre la industria, considerando que a dic'07 sus primas suscritas aumentaron un 23,7%, mientras que el mercado lo hizo en un 14,4%. A su vez, la tasa de crecimiento promedio durante los últimos cuatro años es de 15,6% (su principal motor es el ramo vehículos con un crecimiento anual del 13,5%).

A jun'08, la tendencia de la producción continúa siendo ascendente con un registro interanual del 10,6%. Un 65% de esta variación se explica por el ramo vehículos, un 14%



por “otros”, 11% por seguros obligatorios, un 10% por seguros de garantías y un 4% por seguros de transporte. A su vez, se considera un crecimiento por encima del total de cartera en seguros de garantía, agrícola y transporte.

Perspectivas

En opinión de Fitch, la compañía enfrenta en sus dos principales líneas un entorno altamente competitivo, a lo que adiciona una proyección de desaceleración en las ventas de automotores que podría afectar sus márgenes de rentabilidad técnica. No obstante ello, se destaca la capacidad de la compañía para desarrollar nuevos negocios e introducir novedades al mercado tales como seguros agrícolas, de responsabilidad civil y de ingeniería.

Desempeño del mercado

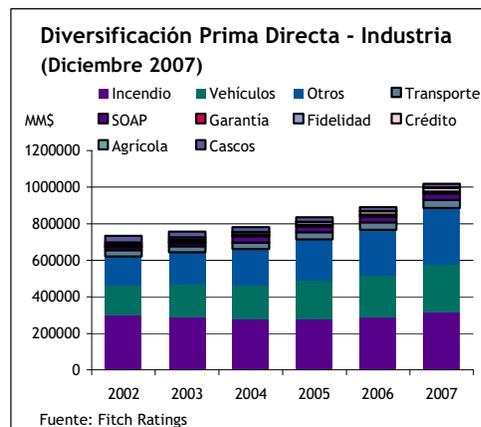
En Chile funcionan un total de 21 compañías de seguros generales, donde, sin bien el mercado muestra una etapa de madurez técnica y una concentración de sus operaciones, también presenta un alto grado de competitividad, destacando que los últimos años la industria ha enfrentado la entrada y salida de compañías por medio de fusiones y adquisiciones. La producción a nivel de industria alcanzó los \$1.058.740 millones en 2007 y la prima retenida neta los \$601.751 millones, valores que evidencian alzas de 14,4% y 15,9% respectivamente, tasa bastante superior al crecimiento promedio de producción en los cuatro años previos (4,5%).

La mayor retención de prima que ha enfrentado la industria en los últimos años (57,2% a dic-07 vs. 44,6% a dic-02), impulsada por el crecimiento de líneas personales, ha significado que la prima retenida neta presente una tasa de crecimiento superior a la de la prima directa. El *mix* de productos que enfrenta el mercado mantiene a diciembre de 2007 la concentración histórica en los ramos de incendio (30,9%), vehículos (25,9%) y el subgrupo de ramos agrupados en otros (30,2%), mayormente misceláneos apoyados en la fuerte penetración de los canales masivos.

Se destaca además que en los últimos años el ramo incendio y sus adicionales enfrenta una menor importancia relativa respecto de la actividad total de la industria y, en contrapartida, las líneas de vehículos y las coberturas misceláneas han enfrentado tasas de mayor crecimiento relativo. Si bien todas las líneas de negocio, excepto cascos, enfrentaron tasas de primaje crecientes para el período 2006-2007, la fuerte alza de primaje global se sustenta fundamentalmente en los segmentos centrales de actividad.

El mayor primaje registrado en los últimos años ha ido acompañado de criterios eminentemente técnicos de suscripción que se reflejan en una creciente evolución del resultado operacional en el período 2005-2007, enfrentado un ratio combinado que se ajusta a los valores históricos bordeando el 100%.

Paralelamente, los ingresos financieros al cierre de los últimos años han permitido complementar adecuadamente la actividad aseguradora, tanto por medio del retorno de inversiones como de los intereses sobre primas. A diciembre de 2007 el resultado operacional registrado por el mercado mostró una alza de 92,8% respecto del año anterior, alcanzando los \$3.492 millones, en tanto el resultado neto alcanzó una



utilidad de \$13.953 millones, evidenciando una leve disminución en los indicadores de rentabilidad respecto del período anterior, registrando un ROA de 1,5% y un ROE 5,2%.

Cabe mencionar que dichos indicadores de rentabilidad se mantienen acotados si se comparan con los retornos de otras industrias financieras, y el desempeño de las distintas compañías que conforman el mercado presentan una amplia dispersión de resultados operacionales y netos, muchas de las cuales enfrentan pérdidas relevantes.

A junio de 2008 la suscripción agregada de la industria reafirmó una evolución fuertemente creciente (12,4%) respecto del primer semestre de 2007. La evolución fue extensiva a prácticamente todas las líneas de negocio que aborda el mercado, aunque se destaca la mayor injerencia de los ramos de incendio, vehículos y el subgrupo otros, los que concentran un 84,3% del primaje total. El buen comportamiento técnico de la cartera le permitió mejorar considerablemente su resultado de operación (\$8.274 millones a jun-08 vs. \$1.975 millones a jun-07), superando ya con creces el cierre anual de 2007; sin embargo, la utilidad neta solo reflejó estabilidad respecto del igual período del año anterior (\$11.802 millones). Lo expuesto se explica por los menores ingresos financieros registrados en el semestre, conforme a los efectos de un mercado bursátil altamente volátil, donde, si bien las inversiones de las compañías de seguros generales enfrentan acotadas posiciones en instrumentos accionarios, el magro desempeño de estos tuvo un impacto negativo en resultados, que afectó por ende los indicadores de rentabilidad analizados (ROA; 2,37% y ROE; 8,36%).

Análisis Financiero

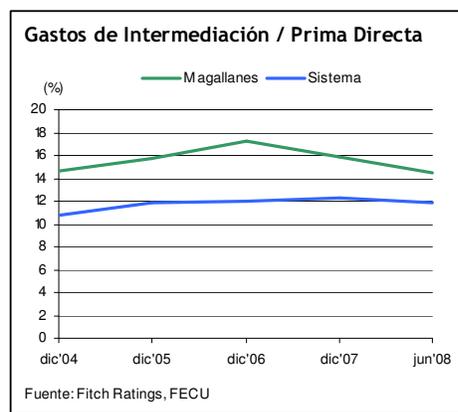
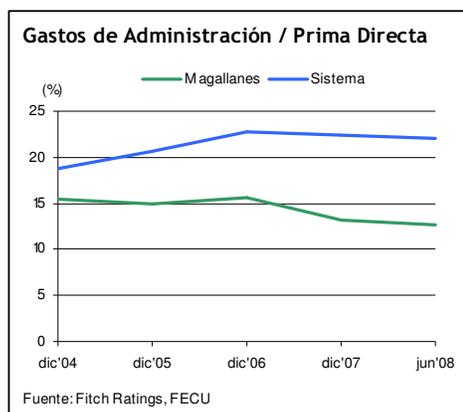
Desempeño

En los últimos años, la compañía mostró satisfactorios niveles de rentabilidad con indicadores de ROA y ROE por encima de la industria. Además, en el marco de un contexto muy competido, se considera favorable la evolución de sus niveles de retorno operativo (en jun'07 la pérdida observada se debe al efecto de un significativo ajuste de reservas). Con todo, a dic'07 la compañía mostró utilidades netas por \$1.488 millones enfrentando una disminución de 27% respecto del año anterior; sin embargo, su resultado operativo aumentó un 10% con una prima retenida neta creciendo al 11% mientras que los siniestros netos lo hacen al 17% y se mantiene constante el volumen de los gastos de suscripción (esto revela un adecuado control de gastos y eficiencia operativa).

Por su parte, disminuye en un 15% la rentabilidad de las inversiones -muy afectada en el segundo semestre de 2007 por el comienzo de la volatilidad en los mercados financieros y por el negativo efecto de la corrección monetaria y de los ajustes de provisiones y castigos realizados. Finalmente, los índices de rentabilidad de Magallanes continúan ubicándose por sobre el promedio de la industria a dic'07 (ROE: 9,5% vs. 5,2% y ROA: 2,4% vs. 1,5).

A jun'08, la compañía registró utilidades netas por \$1.185 millones mostrando un incremento sustancial del 24% respecto a igual fecha del año anterior. El principal impulsor de este incremento se encuentra en la rentabilidad operativa. En este sentido, la prima retenida neta devengada aumenta en un 12% mientras que poseen un mayor crecimiento relativo los costos de siniestros directos -aunque está compensado por la participación del reaseguro-, y los gastos netos varían a una muy menor tasa relativa (+3%).

Con relación a la eficiencia operativa, el 53% de la estructura de costos son los gastos de adquisición, lo cual es razonable dado la importancia estratégica que tienen en su negocio las actividades de los canales de intermediación. En este sentido, cabe considerar que el ramo de vehículos opera principalmente a través de convenios con distribuidores, los que tienen asociadas comisiones más elevadas en comparación a otros canales de distribución. En términos cuantitativos, la compañía ha mostrado una evolución de indicadores de eficiencia superiores al promedio de la industria y con una tendencia decreciente. A jun'08, su ratio de gastos de administración sobre prima directa fue de 12,6% mientras la industria mostró un 22,04%; del mismo modo el indicador de gastos de administración sobre activos es de 15,1% vs. 24,8% del mercado. Por su parte, el índice de gastos de intermediación directa sobre prima directa, se ubica en niveles más elevados que el promedio de la industria (14,4% versus 11,82% a junio de 2007) aunque la tendencia se encamina a cerrar la brecha.



Siniestralidad

La compañía posee una Gerencia Técnica que supervisa los procedimientos de suscripción y tarificación de todas sus líneas de negocios. A su vez, cada ramo posee los recursos humanos específicos para el análisis técnico de la suscripción del mismo. Las políticas de suscripción son prudentes y están fundamentadas técnicamente y en limitaciones de la máxima exposición patrimonial. Con relación a sus ratios de siniestralidad global, estos se han mantenido históricamente por encima del promedio de total de compañías generales. Esta situación se explica por la elevada participación en cartera de los rubros vehículos y SOAP (prima retenida neta conjunta es de 87,2% a junio de 2008), considerando que son ramos que poseen una mayor frecuencia de siniestros y por el grado de competencia que restringe el margen de contribución.

Observando la tendencia del ratio de siniestralidad neta global, a dic'07 alcanza un máximo de 67% mientras que a jun'08 disminuye levemente para ubicarse en 66,2% (vs. 50,8% a dic'07 y 44,1% a jun'08 para las compañías de seguros generales). Como es de esperar, la tendencia la marca la siniestralidad del ramo vehículos que registra un ratio neto de 71,3% -con baja volatilidad, pero por encima del promedio de mercado. Entre las razones de este elevado registro se mencionan: i) la mayor frecuencia de siniestros asociada a la implementación del nuevo Sistema de Transporte Público (TranSantiago) -significó incrementar el uso del automóvil por parte de los usuarios-, ii) el aumento que se produjo en el costo promedio de siniestro, y iii) el uso de repuestos originales que algunos convenios introducen como requisito y que encarece el costo medio de reparación.

Entre las medidas dispuestas por la compañía se cuentan los ajustes por la vía precio, y el aumento de la efectividad de sus liquidadores. Fitch entiende que la compañía tiene como desafío de gestión, convalidando con ello aun más su liderazgo en el ramo, la obtención de mejores indicadores de siniestralidad. Por otro lado, con relación al comportamiento de la siniestralidad en otros ramos, se destaca que a jun'08 respecto a dic'07 se produjo la baja en seguros obligatorios (48% vs. 74,4%) y un significativo aumento en los ramos incendio (64% vs. 34%) y agrícola (158% vs. 9%), destacando que dichos ramos enfrentan exposiciones a severidad más elevadas y que debiesen estabilizarse hacia el cierre del ejercicio 2008, destacando que la compañía cubre adecuadamente dichos riesgos por medio de los programas de reaseguros y a la vez su período de análisis es a un plazo más prolongado dado periodos de estacionalidad.

Activos y Liquidez

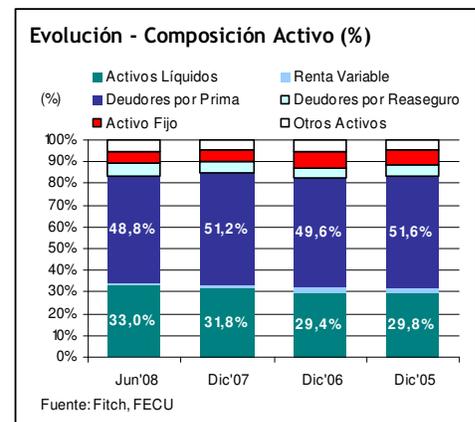
Magallanes mantiene una composición relativamente estable de su activo. A jun'08 la principal participación es de los deudores por primas que alcanzó un registro de \$34.826 millones (48,8%) y su principal componente son las primas con plan de pago. Luego, le sigue en importancia relativa los activos líquidos (disponibilidades + inversiones) con un 33% de participación.

Los límites y la orientación de las inversiones de la compañía la determina el Directorio de la misma.

Desde 2004, la compañía decidió que una porción relevante (1/2) de su cartera fuera administrada por una entidad especializada y la parte restante se gestione internamente con la finalidad de sostener el flujo de caja de acuerdo a sus necesidades de liquidez.

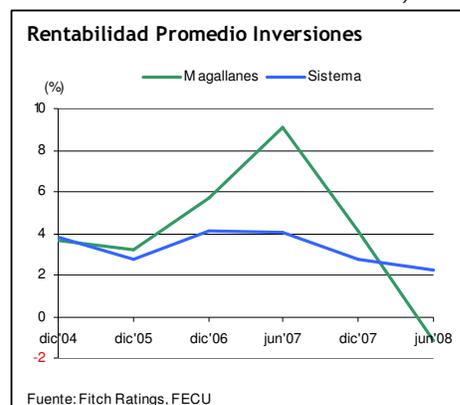
En el transcurso de estos años, la compañía incrementó su exposición a instrumentos de renta variable -por encima de lo observado por el sistema-, aunque a partir del comienzo de la volatilidad global en los mercados financieros (jul'07) la entidad fue desarmando ese posicionamiento que había alcanzado un máximo de participación en cartera en el primer semestre de 2007 (0,12 veces su patrimonio). A jun'08, la cartera de inversiones de Magallanes está valorizada en \$28.255 millones (FECU), aumentando un 18,6% respecto al año anterior. La compañía continúa registrando una exposición a instrumentos de renta variable superior al sistema (18% del portafolio vs. 7,6% para la industria). La composición de éste es; 3,3% en acciones de empresas locales (7,7% a jun'07), 5,5% en cuotas de fondos mutuos nacionales (5% a jun'07) y un 9,2% en inversiones en el extranjero (9% a jun'07), destacando que la posición en fondos mutuos está orientado a brindar liquidez por medio de instrumentos de tipo *money market*.

Respecto al paquete de acciones, no obstante dicha cartera presenta una adecuada diversificación por emisor, sector económico y país, en opinión de Fitch la mayor posición en renta variable tuvo un significativo impacto en su balance debido a la caída generalizada de los valores con oferta pública, lo que ha afectado su patrimonio neto (a jun'08 la tenencia de acciones representa un 14,84% del PN). Por su parte, las inversiones en instrumentos emitidos por el Estado muestran una leve disminución en su participación respecto al período anterior, representando a jun'08 un 10,4% del portafolio. Asimismo, las inversiones en instrumentos de renta fija emitidos por el sistema financiero, incrementan su participación en la cartera (39,4% a jun'08) y se



mantiene en los niveles de concentración que muestra el mercado (38,4%), enfrentando amplia liquidez dada su mayor posición en depósitos a plazo y acotado riesgo crediticio. También, la posición en bonos de empresas ha mostrado un aumento dentro del portafolio, considerando que a jun'08 ésta representó un 12,7% (vs. 12,3% en dic'07). Dicha cartera mantiene una estructura atomizada, diversificada por sector económico que presenta un acotado riesgo crediticio individualmente. Finalmente, las inversiones inmobiliarias han concentrado históricamente una parte importante de su portafolio de inversiones (12,1% a jun'08 y por encima de la industria con 5,2%). Esta participación muestra una decreciente tendencia relacionada al crecimiento registrado por la compañía, incorporado fundamentalmente bienes raíces de uso propio.

En términos de performance, a jun'08 las inversiones arrojaron un retorno de -1,2% que compara muy desfavorablemente con el 9,2% registrado en el período anterior y el promedio de la industria: 2,2%.



Perspectivas

Con anterioridad a la crisis global, la externalización de la administración de las inversiones y la agresiva política en instrumentos de renta variable, mostraron retornos progresivamente crecientes y por encima del mercado. Sin embargo, el cambio de contexto impactó sobre el retorno de la cartera, con lo que Fitch entiende que al cierre de ejercicio el resultado de sus inversiones será nulo o negativo; en un futuro próximo la compañía continuará mostrando debilidad en su performance de inversiones.

Reaseguros

En opinión de Fitch, la compañía posee una adecuada estructura de reaseguros acorde a los riesgos de su cartera de productos. En este sentido, el *pool* de reaseguros con los que opera posee una adecuada solvencia crediticia y se encuentra diversificada por emisor. Los contratos se definen en función de los planes de expansión y de la fase del ciclo de los productos de cada línea de negocios.

La compañía realiza sus contratos casi en su totalidad en forma directa (mínima participación de Benfield en un ramo). Cuenta con contratos proporcionales tipo cuota aparte (% de retención definidas por línea de negocio), y catastróficos que cubren toda la cartera. La renovación de los contratos en el presente año poseen capacidades similares a las del año anterior (que habían aumentado en 2007 respecto a períodos anteriores) excepto en los ramos de responsabilidad civil de empresas. En líneas generales, la compañía históricamente ha presentado niveles de retención superiores al promedio de la industria, considerando que a jun'08 registró un índice de prima retenida neta sobre prima directa de 71,7% mientras que el mercado retuvo un 57,3%. Esta diferencia se explica fundamentalmente por la mayor concentración de su actividad en vehículos y SOAP, ramos que se caracterizan por operar con altos índices de retención dada la naturaleza de atomización de riesgos.

A pesar de lo anterior, la retención global de la compañía ha venido disminuyendo en los últimos años producto del sostenido crecimiento de las demás líneas de negocios en que participa Magallanes. Considerando los futuros planes de crecimiento en los "otros negocios" (que no consideran vehículos y SOAP), el nivel de retención global debiese

tender paulatinamente a los niveles de mercado. En términos particulares, la compañía mantiene niveles de retención similares a los que muestra la industria (principalmente en vehículos y SOAP) en incendio, y sus adicionales retiene un monto levemente más elevado que el mercado debido a que incorpora negocios más pequeños en términos de capitales asegurados, en tanto las demás líneas de mayor relevancia mantienen niveles de retención por debajo del mercado.

Apalancamiento y capitalización

Durante los últimos años Magallanes ha presentado un progresivo incremento de su base patrimonial, atribuible al creciente stock de utilidades acumuladas y a los diversos aumentos de capital aprobados por su Directorio. Esto último con el objeto de generar las condiciones necesarias para afrontar niveles de actividad creciente.

A jun'08 la compañía registró un capital pagado de \$11.412 millones y una base patrimonial de \$16.742 millones que representa una participación del 5,8% del mercado. En los últimos años, la compañía ha mostrado niveles de endeudamiento más elevados que la industria, considerando que a jun'08 registró un pasivo exigible sobre patrimonio de 3,26 veces, lo cual la ubica por encima del promedio de mercado (2,57 veces). Por su parte el endeudamiento con instituciones financieras representa un 9% de su patrimonio, correspondiente principalmente a líneas de crédito de corto plazo y de manera marginal a un saldo de crédito hipotecario.

La compañía ha enfrentado en los últimos períodos una política de dividendos orientada fundamentalmente a fortalecer su base patrimonial y generar así espacios para autosustentar la evolución creciente de su actividad. En esta línea, la tasa de distribución ha bordeado el 30%, ajustándose al mínimo normativo.

Resumen Financiero

ASEGURADORA MAGALLANES S.A.

(Millones de pesos)

BALANCE GENERAL	Jun-08	Jun-07	Dic-07	Dic-06	Dic-05
Activos Líquidos	23.505	18.368	21.082	16.344	14.741
Caja y Bancos	1.678	1.303	1.654	1.411	1.098
Inversiones Financieras	21.827	17.065	19.428	14.933	13.643
Sector Privado	14.744	10.961	12.243	10.067	10.892
Estatal	2.943	2.784	3.292	2.240	1.912
Fondos Mutuos	1.554	1.180	1.088	1.320	488
Otros	2.586	2.141	2.805	1.306	351
Renta Variable	933	1.823	1.078	1.763	843
Deudores por Prima	34.826	30.752	33.914	27.529	25.478
Deudores por Reaseguro	4.273	2.944	3.543	2.920	2.858
Activo Fijo	3.817	3.616	3.600	4.032	3.113
Otros Activos	3.957	4.017	3.040	2.930	2.378
ACTIVOS TOTALES	71.312	61.520	66.258	55.517	49.411
Reservas Técnicas	50.216	42.079	46.365	36.563	33.290
Reservas de Siniestros	15.268	11.270	14.274	9.912	7.895
Siniestros	14.021	10.173	12.898	9.109	7.103
Ocurrido y no Reportado	1.247	1.097	1.376	803	792
Riesgo en Curso	27.000	23.820	24.104	20.479	19.802
Primas	26.105	22.987	23.210	19.588	18.978
Adicionales	894	833	894	891	824
Deudas por Reaseguro	7.410	6.169	7.587	5.718	5.129
Otras Reservas	538	820	400	454	463
Obligaciones con Bancos	1.578	1.111	1.187	873	1.566
Otros Pasivos	2.775	2.788	2.646	2.816	2.125
PASIVO EXIGIBLE TOTAL	54.570	45.978	50.197	40.251	36.981
Capital Pagado	11.412	11.568	11.781	11.785	10.745
Reservas	465	429	155	229	(36)
Utilidad (Pérdida) Retenida	4.865	3.544	4.125	3.253	1.721
PATRIMONIO TOTAL	16.742	15.542	16.060	15.266	12.430

Resumen Financiero

ASEGURADORA MAGALLANES S.A.

(Millones de pesos)

ESTADO DE RESULTADO	Jun-08	Jun-07	Dic-07	Dic-06	Dic-05
Prima Directa y Aceptada	40.992	37.057	74.516	60.247	55.877
Ajuste de Reservas	(2.893)	(3.408)	(3.737)	(695)	(2.756)
Prima Cedida	(11.592)	(9.958)	(21.873)	(15.573)	(12.818)
Prima Retenida Neta Devengada	26.507	23.691	48.906	43.980	40.303
Costo de Siniestro Directo	(26.073)	(18.904)	(39.924)	(34.069)	(31.884)
Costo de Siniestro Cedido	8.902	3.029	7.697	6.508	6.484
Costo de Siniestro Neto	(17.170)	(15.875)	(32.227)	(27.562)	(25.401)
Costo de Adquisición Directo	(5.935)	(5.800)	(11.805)	(10.367)	(8.780)
Gastos de Administración	(5.198)	(4.646)	(9.770)	(9.429)	(8.355)
Ingreso por Reaseguro Cedido	3.232	2.817	6.905	5.058	4.021
Costo Neto de Suscripción	(7.901)	(7.629)	(14.671)	(14.739)	(13.114)
Otros Ingresos (Gastos) Operacionales Netos	(484)	(281)	(650)	(448)	(343)
Resultado de Operación	951	(93,4666)	1.358	1.231	1.445,298
Ingresos Financieros	189	1.357	1.622	1.836	1.145
Gastos Financieros	(16)	(39)	(62)	(97)	(67)
Otros Ingresos (Egresos) Netos	353	(273)	(369)	(122)	(40)
Items Extraordinarios	(113)	114	(787)	(481)	(451)
Resultado Antes de Impuesto	1.363	1.064,5474	1.762	2.366	2.032,207
Impuestos	(178)	(109)	(275)	(314)	(311)
Resultado Neto	1.185	956	1.488	2.053	1.721
INDICADORES FINANCIEROS	Jun-08	Jun-07	Dic-07	Dic-06	Dic-05
Desempeño					
Participación de Mercado (% Prima Directa)	7,3%	7,4%	7,1%	6,5%	6,5%
Índice de Retención	71,7%	73,1%	70,6%	74,2%	77,1%
Índice de Siniestralidad Directa	63,6%	51,0%	53,6%	56,5%	57,1%
Índice de Siniestralidad Neta	66,2%	69,4%	67,0%	62,8%	63,9%
Costo de Adquisición Directo / Prima Directa	14,5%	15,7%	15,8%	17,2%	15,7%
Gastos de Administración / Prima Directa	12,7%	12,5%	13,1%	15,7%	15,0%
Costo Neto de Suscripción / Prima Neta Ganada	30,5%	33,4%	30,5%	33,6%	33,0%
Resultado de Operación / Prima Directa	2,3%	(0,3%)	1,8%	2,0%	2,6%
Índice Combinado	96,4%	100,4%	97,2%	97,2%	96,4%
Índice Operacional	95,8%	94,8%	94,0%	93,2%	93,7%
Ingreso Financiero Neto / Activos Promedio	0,5%	4,5%	2,6%	3,3%	2,3%
ROAA	3,4%	3,3%	2,4%	3,9%	3,7%
ROEA	14,4%	12,4%	9,5%	14,8%	14,6%
Solvencia y Endeudamiento					
Pasivo Exigible / Patrimonio (Veces)	3,3	3,0	3,1	2,6	3,0
Reservas / Pasivo Exigible (Veces)	0,92	0,92	0,92	0,91	0,90
Obligaciones con Bancos / Pasivo Exigible (%)	2,9%	2,4%	2,4%	2,2%	4,2%
Reservas / Prima Neta Ganada (%)	96,8%	92,0%	96,4%	83,2%	83,7%
Prima Neta Ganada / Patrimonio (Veces)	3,10	2,94	2,99	2,88	3,20
Patrimonio / Activos (%)	23,5%	25,3%	24,2%	27,5%	25,2%
Inversiones y Liquidez					
Activos Líquidos / Reservas (Veces)	0,47	0,44	0,45	0,45	0,44
Activos Líquidos / (Reservas + Deuda Financiera) (Veces)	0,45	0,43	0,44	0,44	0,42
Activos Líquidos / Pasivo Exigible (Veces)	0,43	0,40	0,42	0,41	0,40
Activo Fijo / Activos Totales	5,4%	5,9%	5,4%	7,3%	6,3%
Rotación Cuentas por Cobrar (días)	153	149	164	164	164
Deudores por Reaseguro / Patrimonio	25,5%	18,9%	22,1%	19,1%	23,0%
Deudores por Reaseguro / Prima Cedida (días)	66,36	53,22	58,31	67,49	80,28

Copyright © 2008 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from USD1,000 to USD750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from USD10,000 to USD1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.