



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Principal Vida Chile S.A.

Diciembre 2008

www.feller-rate.com

Los informes de calificación 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 & Poors Credit Market 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.



CLASIFICADORA DE RIESGO

PRINCIPAL VIDA CHILE

SOLVENCIA	AA
PERSPECTIVAS	Estables

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

Clasificaciones

	Diciembre 2005	Diciembre 2006	Diciembre 2007	Diciembre 2008
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 satisfactoria posición de solvencia, sustentada tanto por su propia estructura financiera, de inversiones de respaldo de sus pasivos, como por su sólida capacidad operacional y eficiencia de costos. Relevante es también el apoyo crediticio y la profunda orientación al control de riesgos que impone la estructura matricial de gestión de su casa matriz. Responde, asimismo, a su alta capacidad de gestión y administración de activos financieros, actividad fundamental para el éxito en la industria de ahorro de largo plazo. La aseguradora pertenece a Principal Financial Group (PFG) clasificado A/stable por S&P.

La posición competitiva es sólida aunque su cartera está casi completamente focalizada en el segmento de pensiones. A futuro va a tomar mayor relevancia el ahorro de la etapa activa, a través de las opciones APV y APVC. El grupo participa también en el ahorro privado a través de su originadora de mutuos hipotecarios.

La política financiera se caracteriza por un uso altamente intensivo del capital disponible, lo que se complementa con el respaldo de una cartera de inversiones de sólido perfil crediticio y un rendimiento muy estable.

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 las políticas de control de riesgos, así como el respaldo de los propietarios. En estos aspectos se refuerza la posición de Principal, que cuenta con una administración local respaldada por un grupo propietario internacional de vasta experiencia en el segmento de negocios de ahorro de largo plazo, y con un alto nivel de compromiso con la región.

PERSPECTIVAS

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 de riesgos, que caracteriza a su casa matriz.

No obstante, la industria de rentas vitalicias, de la que Principal Vida Chile forma parte, atraviesa por una etapa de presiones técnicas y financieros, que pueden ajustar el spread del negocio y eventualmente la rentabilidad futura del accionista.

Resumen Financiero

(En millones de pesos de septiembre de 2008)

	2005	2006	2007	Sep 08
Prima directa	147.958	138.621	149.458	98.627
Resultado de Operación	-66.828	-68.710	-69.508	-52.991
Resultado de inversiones	71.695	75.011	76.012	55.832
Resultado técnico de Seguro	4.867	6.302	6.504	2.841
Resultado del ejercicio	3.809	4.492	5.691	2.932
Activos totales	1.344.558	1.423.493	1.543.106	1.598.234
Inversiones	1.281.719	1.387.230	1.484.746	1.549.950
Patrimonio	109.355	105.140	106.881	107.484
Participación de mercado	7,96%	7,09%	6,81%	5,44%
Endeudamiento	12,95	14,50	16,14	16,67
Gasto Adm. / Inv. prom	0,86%	0,76%	0,72%	0,66%
Rentab. de inversiones	5,98%	5,69%	5,49%	4,91%
Rentabilidad patrimonial	3,61%	4,24%	5,57%	3,65%

Principal Vida Chile S.A.

HECHOS
RELEVANTES

De la Industria:

- ***Crisis financiera 2008.*** Como consecuencia de la crisis financiera que durante la segunda mitad del año 2008 ha remecido a los mercados financieros, la industria de seguros de vida está enfrentando diversos escenarios. Entre ellos se pueden citar por ejemplo, potencial debilitamiento del retorno de los activos financieros que respaldan las reservas técnicas, ajustes a los planes y proyectos en desarrollo, potencial incremento de la siniestralidad de algunos segmentos, incremento del riesgo crediticio del reaseguro y, potencial debilitamiento financiero de los accionistas. Sobre esta base es necesario considerar que la industria de seguros de vida se ha estado caracterizando por una fuerte competencia interna, incremento de la sobrevivencia de la población de rentistas, presión de los canales masivos de comercialización y acotados retornos patrimoniales. A juicio de Feller Rate, la evolución de estos factores de riesgo podría incidir en el perfil crediticio de la industria.
- ***Nuevas tablas de mortalidad RV 2004/2006.*** A partir de 2008 se encuentran plenamente vigentes las nuevas tablas de mortalidad diseñadas por el regulador para ser aplicadas al stock de reservas técnicas de rentas vitalicias. Conforme a las normas regulatorias el ajuste de las reservas será efectuado en forma gradual en un plazo de hasta 20 años. En términos de tasas de costo promedio (TCj) para la cartera de Principal el incremento de sobrevivencia esperada significa subir la TCj promedio del orden de 74 puntos base, que será finalmente el retorno adicional exigido al portafolio de inversiones que respalda la reserva financiera. Este ajuste no se cargará a resultados, sino que se restará de la reserva de calce, en tanto que la diferencia entre la mortalidad efectiva y la teórica se registrará en resultados en el periodo en que se realice.
- ***Nuevas inversiones y préstamos.*** A partir de 2008 se amplía la gama de activos financieros de respaldo de reservas técnicas y patrimonio de riesgo, entre los que se cuentan "private equity" y préstamos a asegurados.
- ***Restricción a notas estructuradas.*** Con el fin de acotar la exposición a activos con riesgo la SVS se encuentra en proceso de publicación de la norma que limita temporalmente el uso de notas estructuras para cubrir riesgos de reinversión de las rentas vitalicias.
- ***Nuevas reformas al seguro SIS.*** La última reforma previsional contempló modificaciones al seguro SIS. Entre otros aspectos, el regulador objetivizó la diversificación y eficiencia en la transferencia de riesgos, mediante el diseño de un sistema de licitación de cartera.
- ***APVC.*** El 1 de octubre de 2008 entró en vigencia el Ahorro Previsional Voluntario Colectivo (APVC). Es un mecanismo de ahorro según el cual los ahorros voluntarios realizados por los trabajadores de una empresa son complementados por aportes de sus respectivos empleadores, contando con un beneficio tributario similar al APV individual, que busca incentivar el ahorro previsional complementario.

Principal Vida Chile S.A.

- **De la Compañía**
- **Ajustes de capital.** La administración de la aseguradora resolvió dejar sin efecto un retiro de capital que había acordado en agosto pasado. La cobertura de inversiones de respaldo de *reservas técnicas y patrimonio de riesgo* no se hubieran visto afectados por la eventual reducción del capital.
- **Procedimientos especiales a la valorización de inversiones.** Producto de la alta volatilidad que ha caracterizado a los mercados financieros el regulador solicitó un pronunciamiento especial a las aseguradoras respecto de los criterios de valorización de los activos con mayor riesgo. Principal envió su pronunciamiento a la SVS, señalando que bajo el escenario vigente a ese momento no era necesario efectuar provisiones adicionales. No obstante, el análisis crediticio de evaluación se ha profundizado incorporando mayores exigencias a los retornos esperados.

FORTALEZAS Y RIESGOS

Fortalezas

- *Fuerte respaldo financiero y apoyo técnico del grupo propietario.*
- *Alto compromiso en la gestión de inversiones.*
- *Fuerte control en la administración de riesgos técnicos.*
- *Fuerte control de costos y presupuestos.*
- *Perfil atomizado del portafolio de productos.*
- *Amplia diversificación de canales de ventas*
- *Sólida estructura de riesgos técnicos y de reinversión*
- *Fuerte proceso de formación de sinergias con empresas del grupo en Chile y LATAM.*

Riesgos o Debilidades propias

- *Exposición a la inversión inmobiliaria y extranjera, de renta fija.*
- *Cartera fundamentalmente monoprodutora. Otras carteras en proceso de formación.*
- *Alto leverage estatutario. Se respalda con una reducida volatilidad de la cartera de inversiones.*
- *Alto impacto financiero de nuevas tablas actuariales regulatorias.*

Factores de riesgo de la industria de seguros de vida

- *Aumento de la sobrevivencia de la población de rentistas presiona la modificación de las reservas técnicas.*
- *Crisis financiera y económica mundial afecta los activos de respaldo de las reservas técnicas y patrimonio de riesgo.*
- *Presiones sobre la demanda de seguros reduce el retorno de los negocios.*
- *Crisis financiera internacional genera potencial debilitamiento crediticio de los accionistas y reduce apoyo patrimonial de largo plazo que requiere la industria.*

Principal Vida Chile S.A.

ESTRUCTURA CORPORATIVA PROPIEDAD Y ADMINISTRACION

Historia

La aseguradora pertenece a Principal Financial Group (PFG), grupo que inició su actividad en Chile en 1995 a través una asociación estratégica con la compañía de seguros del holding Banmédica. Entre 1997 y 1998 el grupo norteamericano adquirió la totalidad de la propiedad de la compañía.

A lo largo de los años, el proyecto global de Principal Vida Chile se ha ido focalizando en la industria del ahorro de largo plazo durante la etapa activa, (fondos mutuos, seguros privados con ahorro, APV, APVC y mutuos hipotecarios) así como en la administración de pensiones de la etapa pasiva, polos de negocios que responden a algunos de los principales mercados en los que participa su casa matriz.

Grupo propietario

PFG cuenta con más de 130 años de experiencia brindando servicios financieros, atendiendo a más de 18 millones de clientes a través de 12 países alrededor del mundo. El grupo es una de las entidades financieras más grandes de Estados Unidos, administrando activos por más de US\$143 mil millones. El holding PFG está clasificado A/stable por S&P.

En Latinoamérica, el grupo opera en México, Brasil y Chile, con unidades de negocios de productos individuales, corporativos y pensiones.

Al tercer trimestre de 2008 PFG registró un resultado acumulado en torno a US\$433 millones, menor en 360 millones respecto de igual trimestre del año anterior, viéndose afectados por la alta volatilidad de los mercados financieros, la desvalorización de los activos y provisiones correspondientes a activos riesgosos.

Los ingresos aportados por las filiales han mejorado, reflejando el fuerte crecimiento que experimenta el grupo a través de su unidad internacional. En 2008/09 la unidad de negocios local reportó ingresos por primas de alrededor de US\$ 180 millones, representando alrededor del 6% de las primas totales del grupo y el generador más relevante en el segmento de negocios internacionales.

Administración

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, lo que permite optimizar la gestión de los diversos ciclos del proceso de ahorro, tanto previsional como privado. De esta forma, se fortifica uno de los fundamentos relevantes de la posición competitiva de Principal, su eficiencia de costos. A lo largo de su trayectoria, la aseguradora ha privilegiado la búsqueda permanente de mejoras a la productividad, con inversión en sistemas de apoyo, control de gestión y evaluación presupuestaria.

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, comerciales y últimamente en la evaluación de riesgos. Esto último en respuesta a los cambios que en el marco de la solvencia se vienen desarrollando en la industria aseguradora internacional.

Principal Vida Chile S.A.

Estructura Administrativa

(A Diciembre 2008)

Nombre	Cargo	Nombre	Cargo
Luis Eduardo Valdes Illanes	Presidente	Pedro Atria Alonso	Gerente General
Francisco Jose Mozo Diaz	Director	Mariano Ugarte Del Solar	Gerente Comercial
Norman Sorensen	Director	Ignacio Rodriguez Edwards	Gerente De Inversiones
Ned Burmeister	Director	Leonardo Novoa	Gerente de Desarrollo y Actuariado
Roberto Walker	Director	Martin Mujica Ossandon	Gerente Corporativo De Finanzas
		Felipe Sutherland W.	Gerente de Operaciones.
		Carlos Larrain Gomez	Gerente Corporativo De Sistemas
		Cristian Edwards Gana	Fiscal Corporativo

POSICIÓN
COMPETITIVA

Cartera de productos y mercado objetivo

La compañía se orienta fundamentalmente al segmento de rentas vitalicias previsionales, que representa el 93% del volumen de negocio. Complementa su cartera comercializando seguros individuales con ahorro, rentas privadas temporales y seguros de APV.

La compañía utiliza una extensa red de oficinas comerciales a lo largo del país, destinadas a sus principales canales de comercialización. Esta red contribuye con una proporción relevante de negocios, no sólo de rentas vitalicias sino también de sus negocios de ahorro privado. Su estructura funcional es muy eficiente, de modo que no incide en gastos fijos significativos.

Posición Competitiva

(En millones de pesos de Septiembre 2008)

	Prima Directa			Variación Prima			Participación de Mercado		
	Sept.06	Sept.07	Sept.08	Sept.06	Sept.07	Sept.08	Sept.06	Sept.07	Sept.08
Individuales	10.301	6.560	6.888	164,0%	-38,3%	5,0%	4,0%	2,2%	2,1%
Rentas Vitalicias	90.463	92.113	91.739	-9,2%	-1,3%	-0,4%	15,5%	13,0%	11,4%
Total	100.764	98.677	98.627	-2,9%	-5,1%	0,0%	7,4%	6,2%	5,4%

Individuales

Los seguros individuales crecieron un 5% en 2008, impulsado por las ventas de rentas privadas y en menor medida por los seguros con ahorro.

El grupo asegurador participa activamente en el ciclo del ahorro, contando con su propia administradora de fondos mutuos. Este segmento de la industria enfrentó algunas presiones de rescates por efecto crisis, lo que ha dificultado el desempeño comercial de los seguros con ahorro.

La participación de mercado de los seguros tradicionales individuales de Principal se ha mantenido globalmente estable, con una leve reducción en los seguros con APV.

Rentas Vitalicias

El foco de negocio de la aseguradora se concentra en la venta de rentas vitalicias bajo la modalidad de vejez normal y vejez anticipada, que representan el 98% de sus reservas técnicas.

Principal Vida Chile S.A.

En los últimos doce meses la cartera de renta vitalicia de Principal se ha estabilizado, con volúmenes similares al año anterior. La vejez anticipada se ha mantenido relevante, representando el 52% de las primas, al contrario de la industria que alcanzó un 29%.

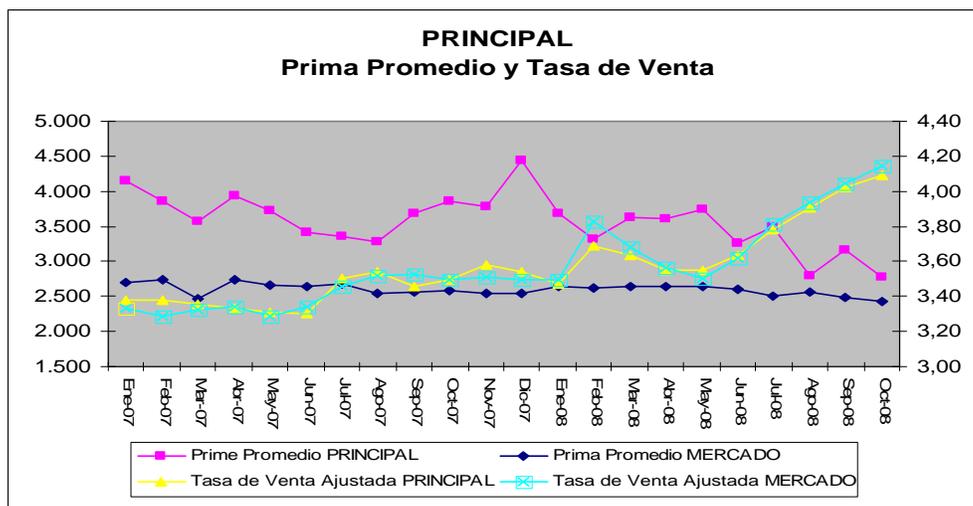
Durante 2008 la venta de la industria de vejez normal superó largamente a la de vejez anticipada, en parte por la caída de los fondos de renta variable, pero también por el aumento de las rentas de vejez normal de un segmento de empleados públicos que se acogieron a retiro voluntario, y que incrementaron la demanda.

Las ventas se canalizan a través de “Agentes” y Corredores, distribuyendo en 2008 más del 60% de las rentas vitalicias a través de los primeros. La segmentación que puede aportar este canal es más eficiente, así como otras variables comerciales relevantes para la gestión de largo plazo, por lo que esta aseguradora ha incentivado el desarrollo de un canal propio fuerte.

Actualmente Principal se enfoca a negocios orientados al segmento de prima promedio superior a la media del sistema, donde se logra una mejor distribución de los costos.

Con el aumento en la demanda de rentas de vejez normal, además de la caída de los fondos, la prima promedio se ha ido ajustando a la baja. Principal ha disminuido temporalmente su producción mensual.

En la última parte del año el segmento de rentas de vejez registra una fuerte contracción, a la espera de mejores escenarios de rentabilidad futura para incrementar la jubilación. Ello debiera incidir en los presupuestos de venta del complejo año que se avecina.



La tasa de venta ajustada corresponde a la tasa de venta promedio del mes más la comisión promedio del mes dividido por 10, estimador del duration promedio de las rentas vitalicias.

La participación de mercado de Principal en Rentas Vitalicias alcanza el tercer lugar de la Industria a septiembre 2008, pero ha ido disminuyendo a lo largo del periodo

Principal Vida Chile S.A.

analizado, viéndose presionada por escenarios más competitivos con actores muy agresivos.

En el segmento de pensiones de vejez anticipada la compañía ha mantenido su posición de líder para los doce últimos meses, captando el 21% del mercado.

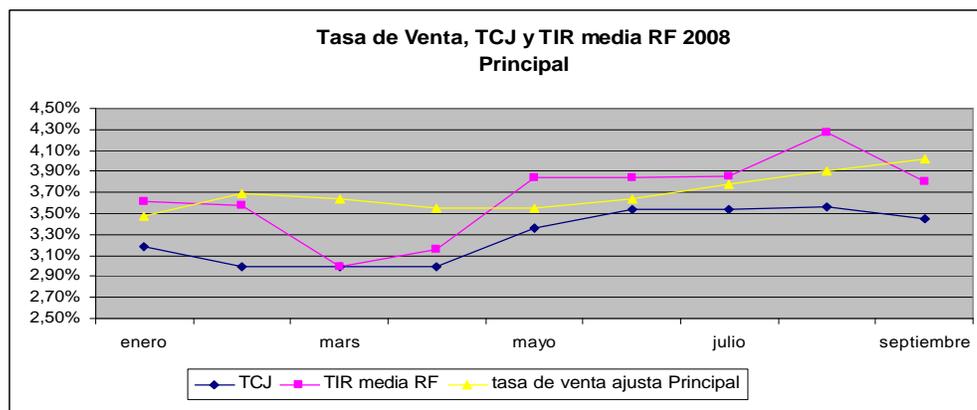
DESEMPEÑO POR LÍNEAS DE NEGOCIOS

Debido a las diferencias en el perfil de cartera de la industria no es apropiado comparar el desempeño técnico global respecto de la industria. Con todo, carteras más diversificadas tienen la ventaja de la dispersión de riesgos y la complementariedad de ajustes actuariales. En adelante se presenta la revisión del desempeño técnico de las principales líneas de negocios.

Rentas vitalicias

El Spreads entre TCj y TVj para un periodo determinado permite analizar el costo de capital incurrido por la aseguradora en la venta del periodo. Durante el año 2008 el Spreads de Principal fue inferior al de sus pares, generando costos menos elevados por unidad de prima. Principal cuenta con tablas propias para cotización, confeccionadas con una política tarifaria muy estricta. También cuenta con un soporte de calce muy eficiente, lo que se traduce en una TCj más elevada que sus pares y en menores costos marginales por unidad de prima.

A lo largo del año la tasa de venta promedio se ha incrementado siguiendo la tendencia de las nuevas condiciones de mercado de la renta fija y la competitividad de la industria. La TIR media RF es la tasa de retorno de los papeles de renta fija del mercado financiero observada en el mes. La TCj es la tasa de costo promedio ponderada informada por la aseguradora para cada mes.



Nuevas tablas de mortalidad RV 2004/2006.

A partir de 2008 se encuentran plenamente vigentes las nuevas tablas de mortalidad diseñadas por el regulador para ser aplicadas al stock de reservas técnicas de rentas vitalicias. Para Principal el ajuste a la cartera vigente representa un impacto total de \$75 mil millones, equivalentes a un 5% de la reserva técnica actual y a un 70% del patrimonio. Conforme a las normas regulatorias el ajuste de las reservas será efectuado en forma gradual en un plazo de hasta 20 años. En términos de tasas de costo promedio para la cartera global, el incremento de mortalidad significa subir la TCj

Principal Vida Chile S.A.

desde 3,79% actualmente base RV85 a 4,53% base RV2006/2004, es decir del orden de 74 puntos base de retorno adicional exigido al portafolio de inversiones que respalda la reserva financiera.

Conforme a las normas regulatorias la compañía podía optar por reconocer el ajuste mediante un porcentaje anual o mediante una cuota fija, decidiendo finalmente la primera alternativa, con un porcentaje límite de 0,5%, equivalente a unos \$7 mil millones anuales. Esta opción transferiría para el final una porción relevante del ajuste.

Por su parte, las exigencias internacionales de solvencia y de información financiera, que debe aplicar Principal, como filial de un holding norteamericano, se traducen en la aplicación de altos estándares de análisis de riesgos técnicos y de mercado, los que son incorporados a la medición de la suficiencia de las reservas. Para estos modelos se aplican tablas actuariales propias, auditadas y validadas por los actuarios del grupo, además de parámetros de tasas de interés y de reinversión. Bajo estos estándares la administración señala que cuenta con activos suficientes para hacer frente a sus obligaciones en escenarios normales de riesgo de mercado.

Seguros tradicionales

El desempeño global de la cartera de seguros individuales ha ido mejorando, impulsado por los crecientes retornos técnicos de los seguros con ahorro. Parte de estas mejoras proviene del ajuste positivo del Valor del Fondo, a consecuencia de la desvalorización de los activos de respaldo.

Durante el último año se ha observado un incremento de los rescates de la cartera de seguros individuales con ahorro APV, asociado a las presiones de mercado. Con todo es probable que el mayor impacto de rescates se haya reflejado en la cartera de fondos mutuos.

Reaseguro

La compañía protege su cartera de seguros tradicionales con una estructura de retenciones conservadora y simple, contando con Transamérica, clasificada A+/ Negative por Standard and Poor's, filial del grupo Aegon de Holanda.

En rentas vitalicias se administran algunos contratos, con una cartera cedida (\$14.734 millones) a Consorcio Nacional de Seguros, además de una cartera aceptada (\$760 millones) a CN Life, ambas de propiedad de Consorcio Financiero. Representan el 1,1% de la reserva base bruta.

ESTRUCTURA FINANCIERA

Los estados financieros de Principal reflejan coherencia con el perfil de negocio de la compañía. Las inversiones representan el 97% de los activos totales, en tanto que los otros activos alcanzan el 3% de los 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. También esta constituido por pactos de venta con retrocompra, deudores relacionados e impuestos.

Principal Vida Chile S.A.

Estados Financieros

(En millones de pesos de Septiembre 2008)

	2004	2006	2007	Sep.2008
Activos	1.344.558	1.423.493	1.543.106	1.598.234
Inversiones	1.281.719	1.387.230	1.484.746	1.549.950
Financieras	1.204.799	1.275.757	1.326.460	1.367.125
Inmobiliarias Y Similares	71.833	104.759	149.470	173.196
Inversiones CUI	5.086	6.714	8.817	9.630
Deudores Por Primas :	26	37	42	38
Deudores Por Reaseguro	56	104	135	101
Otros Activos	62.758	36.122	58.182	48.144
Pasivo Exigible	1.235.203	1.318.353	1.436.225	1.490.750
Reservas Seguros Previsionales	1.182.908	1.274.798	1.364.341	1.422.280
Reservas Seguros No Previsionales	12.093	21.117	27.954	29.840
Primas Por Pagar	111	67	150	76
Obligaciones Sistema Financiero	14.307	13.016	14.566	11.033
Otros Pasivos	25.784	9.355	29.215	27.521
Patrimonio	109.355	105.140	106.881	107.484
Capital Pagado	68.181	68.678	68.406	63.586
Reservas Calce	38.303	34.650	38.202	36.308
Utilidades (Pérdidas) Retenidas	2.871	1.812	272	3.203

La reserva de seguros previsionales alcanza al 89% del pasivo total y al 98% de las reservas técnicas totales.

La compañía registra deuda con el sistema financiero, correspondientes a líneas de crédito operacional para cubrir necesidades de capital de trabajo. Con las presiones recientes de liquidez pudo haberse generado una fuerte presión para renovar líneas de crédito, pero que finalmente no se concretó.

El endeudamiento financiero llegó a 0,43 veces a septiembre de 2008, comparable con el leverage financiero que registran las aseguradoras de mayor tamaño.

Los otros pasivos alcanzan al 1,7% del total. Corresponden principalmente a la contabilización neta de las operaciones de cobertura de riesgo de inversiones en moneda extranjera, vía forward y swaps.

La estructura patrimonial está constituida en un 59% por capital pagado, en un 34% por reservas de calce y sólo un 3% es utilidad retenida. El patrimonio representa el 7% de los pasivos totales, reflejando el alto leverage que caracteriza a Principal. La aseguradora se había comprometido a efectuar un retiro de capital. Sin embargo, dado lo ajustado de las condiciones de mercado vigentes, se optó por mantener inalterado el volumen de capital.

Como es propio de las aseguradoras que son muy activas en rentas vitalicias, la generación de flujos operacionales es fuerte y se destina a la compra de inversiones que respaldan las reservas técnicas, pago de préstamo y pactos.

El modelo financiero de la compañía se caracteriza por maximizar el uso del capital disponible, lo que se traduce en un elevado nivel de endeudamiento, de 16,8 veces a

Principal Vida Chile S.A.

septiembre 2008, aunque inferior al máximo actualmente permitido, de hasta 19 veces. 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 permite reducir el leverage total, aunque no tiene efectos sobre el superávit de inversiones de respaldo de las reservas técnicas más patrimonio de riesgo.

El superávit de inversiones representativas a septiembre 2008 alcanza al 1% de la obligación de invertir, con \$13.423 millones, lo que la posiciona como una de las aseguradoras con menor excedente a esa fecha. Así mismo el índice de cobertura es de 1,04 veces también inferior a la media de la industria. La administración ha señalado que dado el nivel de riesgo de mercado de la cartera no debieran sufrir ajustes patrimoniales que pudieran presionar la exigencia de inversiones mínimas.

El holding local (Principal Financial International Chile) obtuvo un crédito de dos entidades financieras locales, por un monto total de US\$ 94 millones expresado en UF, con un plazo de 5 años, sin amortizaciones, con vencimiento en Noviembre de 2011. Los intereses, de UF+5%, se pagan semestralmente con los recursos obtenidos de la generación de dividendos por parte de la aseguradora. Dicho crédito fue garantizado por Principal Financial Group. Parte del préstamo se ha prepagado.

En septiembre 2008 la aseguradora local suscribió un “comfort letter” para el Banco Santander, destinado a garantizar el cumplimiento de obligaciones relacionadas con una línea de crédito de corto plazo. Al 30 de septiembre dicha línea de crédito no había sido utilizada.

EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

Principal es una aseguradora esencialmente monoprodutora, lo que dificulta la asignación eficiente de los gastos indirectos. No obstante, paulatinamente el grupo PFG ha ido aumentando las sinergias comerciales y operacionales al incorporar negocios de administración de fondos mutuos, de emisión de mutuos hipotecarios, de administración de fondos para institucionales, etc. Con ello, y por la fuerte focalización en el control presupuestario los índices de gasto se sitúan entre los mejores de la industria. En 2008 se ha debido invertir recursos en nuevos proyectos, APVC esencialmente, cuyo horizonte de retorno está difuso actualmente, lo que ha presionado en algunos puntos el nivel de gasto.

El índice de gasto de administración sobre inversión promedio se mantiene muy por debajo de sus pares, alcanzando 0,7% a septiembre 2008. El costo de administración sobre prima directa es de 7,6% a septiembre 2008, manteniéndose muy por debajo de la media de la industria.

Por otra parte, las exigencias de los diversos canales de negocios, y la ampliación de la parrilla de productos producto de la integración de operaciones de las filiales requiere contar con redes eficientes de información que permitan entregar un apoyo adecuado a la gestión y supervisión de ventas, lo que puede generar mayores costos iniciales.

Principal Vida Chile S.A.

Estado de Resultados anualizado

(En millones de pesos de Septiembre 2008)

	2005	2006	2007	Sept.08
Prima Directa	147.958	138.621	149.458	149.409
Prima Retenida Neta	147.739	138.382	149.162	149.109
Ajuste Reserva Valor Del Fondo	-2.350	-2.076	-2.090	-1.500
Costo De Siniestros	-1.113	-1.433	-1.692	-2.021
Costo De Rentas	-195.901	-188.935	-200.364	-203.544
Resultado De Intermediación	-4.912	-4.626	-4.593	-4.351
Margen De Contribución	-56.458	-58.715	-59.593	-62.321
Costo De Administración	-10.370	-9.995	-9.915	-10.503
Resultado De Operación	-66.828	-68.710	-69.508	-72.824
Resultado De Inversiones	71.695	75.011	76.012	75.389
Resultado Técnico	4.867	6.302	6.504	2.566
Otros Ingresos Y Egresos	-1.481	-1.558	-1.789	-2.135
Diferencia De Cambio	1.004	1.293	5.187	1.273
Corrección Monetaria	935	-102	-2.332	2.728
Resultado De Explotación	5.326	5.935	7.569	4.432
Resultado Del Ejercicio	3.809	4.492	5.691	2.216

No obstante el rezago sufrido por el mercado de rentas vitalicias en 2006, la estructura del Estado de Resultado refleja el coherente modelo de negocio que ha llevado a cabo la compañía a lo largo de los años. El resultado operacional se ha hecho más negativo que en años anteriores principalmente producto de las nuevas ventas.

El resultado de inversiones es relativamente estable, aunque en términos de ROA se aprecia una reducción paulatina. Principal mantiene una conservadora cartera de inversión, contando con la más baja volatilidad del mercado, lo que acota los efectos negativos de la crisis actualmente en desarrollo.

Con todo, la compañía registra un resultado técnico de seguro positivo aunque más acotado que en años anteriores.

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.

INVERSIONES

A septiembre de 2008 Principal administraba una cartera de inversiones de UF 74 millones, que representaba el 9,8% de las inversiones de la industria de aseguradoras presentes en rentas vitalicias. En los últimos tres años la cartera ha aumentado del orden de un 20%, sustentado fundamentalmente por las ventas de rentas vitalicias.

Perfil de inversiones

La política de inversiones, en cuyo diseño y control la casa matriz participa activamente, se ha orientado a cubrir los principales riesgos financieros y otorgar una sólida cobertura al riesgo de reinversión. La volatilidad de la cartera es muy reducida, lo que le ha permitido operar bajo una estructura de uso intensivo del capital estatutario.

Principal Vida Chile S.A.

Producto de los escenarios financieros actuales se ha intensificado la revisión del riesgo de mercado y crediticio de la cartera y de las adquisiciones, en coordinación con el apoyo internacional que otorga el propio grupo.

Composición de la cartera

El portafolio de Principal está invertido casi completamente en renta fija local e internacional, además de contar con una diversificada cartera de inversión inmobiliaria.

Esta última cuenta con contratos de leasing, mutuos hipotecarios y bienes raíces para uso propio, siendo el edificio matriz el más relevante.

La calidad crediticia de la cartera de renta fija local está focalizada en el rango AA/AA-, en tanto que el porcentaje de la cartera total clasificada localmente es similar al promedio del mercado.

Las inversiones extranjeras en bonos deben estar clasificadas por dos agencias de prestigio y contar con clasificación no inferior a BB en escala internacional, requieren además contar con precios de mercado diarios. La cartera extranjera está concentrada fundamentalmente en papeles BBB internacional, que es coherente con niveles internos entre A+/AA-.

La inversión extranjera tiene cierta relevancia (5% de la cartera total). Está formada por bonos extranjeros de renta fija corporativa, bonos de gobiernos extranjeros y notas estructuradas en UF, de instituciones financieras. Un 35% de ella forma parte de las inversiones que respaldan el calce de las reservas técnicas, mediante swaps efectuados con el Banco Santander (AAA local). Los bonos corporativos son tipo bullet de largo plazo, llegando algunos hasta los 30 años. El resto está inmunizado contra variaciones de tipo de cambio mediante forwards de moneda.

Cartera de Inversión

(En millones de pesos de Septiembre 2008)

	2005	2006	2007	Sept.08
<i>INVERSIONES</i>	1.281.719	1.387.230	1.484.746	1.549.950
<i>FINANCIERAS</i>	1.204.799	1.275.757	1.326.460	1.367.125
<i>Renta Fija</i>	1.154.859	1.192.548	1.208.262	1.271.167
Títulos de Deuda Estado y Banco Central	43.320	37.094	35.808	29.489
Títulos de Deuda Sistema Bancario y Financiero	282.379	322.070	347.466	380.054
Títulos de Deuda Sociedades Inscritas en S.V.S.	522.940	515.706	527.387	563.559
Mutuos Hipotecarios Endosables	306.220	317.677	297.602	298.065
Cuotas de Fondos	3.035	1.400	1.125	1.103
Títulos Estados Extranjeros y BcosCentrales Ext.	0	0	0	6.816
Bonos Sociedades o Corporaciones Extranjeras	45.245	71.124	107.413	72.244
<i>Otras Inversiones Financieras</i>	0	8.143	6.012	3.237
<i>Préstamos</i>	0	0	0	10.693
<i>INMOBILIARIAS Y SIMILARES</i>	71.833	104.759	149.470	173.196
Bienes Raíces	68.956	101.721	146.969	171.314
Bienes Raíces Urbanos	8.884	9.203	9.949	9.540
Bienes Raíces en Leasing	60.072	92.518	137.020	161.774
<i>Inversiones CUI</i>	5.086	6.714	8.817	9.630
<i>ROA</i>	5,98%	5,69%	5,49%	4,91%

Principal Vida Chile S.A.

Las inversiones en acciones son poco relevantes (0,5% del total) y están orientadas a satisfacer los compromisos de seguros con ahorro.

Individualmente considerado, el edificio institucional es el bien raíz de uso propio de mayor valor, aunque dispone de algunas propiedades destinadas a oficinas comerciales, pero de menor relevancia. Las tasaciones revelan valores de mercado superiores al valor contable neto de depreciaciones.

La cartera de mutuos hipotecarios ha estabilizado su peso relativo, está representada por operaciones de una diversificada fuente de originadores, entre los que se incluye a Principal Créditos Hipotecarios (PCH), Cimenta, Cruz del Sur y algunos bancos. No obstante, en el último tiempo ha aumentado la participación de PCH. La morosidad ha mejorado, aunque no se descartan aumentos futuros, vinculados a escenarios más ácidos de desempleo.

La cartera de leasing muestra una constante expansión, segmento donde la aseguradora está muy activa. Las garantías exigidas son complementarias al bien raíz, lo que permite contar con respaldos adicionales en eventos de impagos. No obstante, la focalización en segmentos del sector inmobiliario mantiene alertas respecto al ciclo que pudiera registrar la economía.

Presiones de liquidez y sobre las inversiones extranjeras. Las fuertes presiones de liquidez que afectaron al sistema financiero chileno a fines de septiembre podrían haber generado algún impacto de relevancia en las aseguradoras, puesto que las ventas de rentas vitalicias se suelen financiar con deuda de corto plazo y pactos, que les permiten concretar los negocios donde se debe asegurar la tasa de interés del activo, a la espera de la recaudación de los fondos y pago desde la respectiva AFP o INP. Producto de medidas de apoyo del Banco Central y de una paulatina regularización externa el descalce se equilibró aunque ha tenido algún impacto en las tasas de interés cobradas por los intermediarios. A ello se agrega el efecto inflacionario, que ha presionado las tasas nominales al alza.

La aseguradora tomó algunas medidas de precaución acumulando recursos líquidos de corto plazo, a la espera de una normalización del mercado.

Producto de la presión de liquidez y de las variaciones en las tasas de interés que se observaron, se ha estado registrando una fuerte presión sobre los valores de mercado de los instrumentos de muy largo plazo, entre los que se cuentan algunos presentes en la cartera de Principal Vida Chile.

Conforme a lo solicitado por el regulador local, el Directorio de las aseguradoras ha debido informar de la política de provisiones y castigos destinada a enfrentar ajustes que pudieran tener el carácter de permanente. El Directorio informó que a la fecha solicitada por el regulador no había sido necesario contabilizar provisiones adicionales.

Rentabilidad

El rendimiento promedio de la cartera de inversiones está disminuyendo. Parte de ello es atribuible a 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.

Principal Vida Chile S.A.

A septiembre 2008 el retorno medio anual de la cartera alcanzaba al 4,9%, en línea con la tendencia histórica de los años anteriores. Si se compara con la tasa de costo que se le está exigiendo a la cartera de pasivos, que oscila en torno al 4,5% (en base a tablas regulatorias 2004/2006), se aprecia la fuerte presión que se cierne sobre el desempeño de la cartera de inversiones y, finalmente sobre el retorno del accionista. De ser necesario contabilizar provisiones/castigos adicionales el ROA de la cartera se vería presionado aun más.

SOLVENCIA

La compañía mantiene una satisfactoria posición de solvencia, sustentada tanto por su propia estructura de inversiones de respaldo de sus pasivos, como por su sólida capacidad operacional y eficiencia de costos. Relevante es también la profunda orientación al control de riesgos que se subordina a la estructura matricial de gestión que impone su casa matriz.

La posición competitiva es sólida aunque su cartera está casi completamente focalizada en el segmento de pago de pensiones. A futuro debiera tomar mayor relevancia el ahorro de la etapa activa, a través de las opciones APV y APVC.

La política financiera se caracteriza por un uso altamente intensivo del capital disponible, lo que requiere como respaldo una cartera de inversiones de sólido perfil crediticio y un rendimiento muy estable.

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 las políticas de control de riesgos, así como el respaldo de los propietarios. En estos aspectos se refuerza la posición de Principal, que cuenta con una administración local respaldada por un grupo propietario internacional de vasta experiencia en el segmento de negocios de ahorro de largo plazo, y con un alto nivel de compromiso con la región.

Entorno actual de la industria de rentas vitalicias.

La industria de rentas vitalicias está sujeta a riesgos financieros y de carácter técnico que incorporaran volatilidad sobre la rentabilidad futura de la industria. Ello se irá reflejando en ajustes al perfil crediticio de las diversas aseguradoras, a medida que se vayan incorporando los nuevos escenarios de mortalidad y de riesgo financiero.

Las estructuras financieras de las principales aseguradoras de la industria podrán reflejar paulatinamente el ajuste actuarial que contemplan las nuevas tablas de rentistas publicadas por el regulador, contando con un plazo de hasta 20 años para concurrir al ajuste del 100% del déficit actual de las reservas regulatorias.

El impacto estimado por Feller Rate para el total de los ajustes regulatorios (causantes, beneficiarios más inválidos) genera incrementos de costos anuales del orden de 80 puntos base en la rentabilidad que las inversiones de respaldo de los pasivos de la industria debieran ser capaces de generar.

En un entorno de caída en los Spreads y con potenciales ajustes por provisiones adicionales, parece complejo lograr incrementos de esa magnitud, a menos que se efectúen ajustes significativos al perfil del portafolio, de modo que es probable que finalmente el ajuste sea transferido al accionista, vía una potencial reducción de su rentabilidad.

Principal Vida Chile S.A.

Todo este análisis supone que las nuevas tablas actuariales publicadas por el regulador reflejan apropiadamente la tendencia de la mortalidad de la población de rentistas, especialmente de aquellos segmentos que están evidenciando aumentos significativos de la sobrevivencia, como son las “beneficiarias” o cónyuges. Cabe señalar que bajo los modelos de riesgo que cada aseguradora aplica para escenarios normales, no se informan déficits significativos en los activos que respaldan las reservas estatutarias. Los estudios de mortalidad efectiva tampoco reflejan ajustes significativos de largo plazo.

Así, las aseguradoras de rentas vitalicias se encuentran frente a la presión de demostrar que cuentan con suficientes recursos para enfrentar sus obligaciones de largo plazo.

Una buena estimación del riesgo lo constituye el actual mecanismo denominado TSA que exige la Superintendencia, que incluye escenarios de alta acidez actuarial, y que permite la reinversión de los excedentes no incorporados al calce regulatorio a una tasa anual del 3%. Bajo este modelo, cuyo último análisis fue efectuado a junio 2008, las aseguradoras reportan que son capaces de enfrentar los escenarios más ácidos de mortalidad. La duda que se cierne es si bajo los niveles de ajuste de mercado que se comenzaron a vivir a partir de septiembre pasado dichas mediciones siguen siendo satisfactorias.

Con todo, dado el bajo riesgo de mercado que caracteriza el perfil del portafolio de Principal Vida Chile es probable que su TSA no se vea sensiblemente afectado. Sin embargo, potenciales ajustes al riesgo crediticio de largo plazo, vinculado el desarrollo del escenario económico global podrían generar algún impacto financiero.