

MAPFRE Garantías y Crédito S.A.
Abril 2009

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Pólizas de Seguros Perspectiva de Riesgo	AA- Estable	Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax Correo Electrónico Sitio Web	Aldo Reyes D. Gonzalo Neculmán G. 56-2-433 5200 56-2-433 5201 ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	Diciembre 2008	Tipo de Reseña	Reseña Anual

Estado de Resultados Individual				
Cifras en Miles de \$ de diciembre de 2008	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Ingresos por Primas Devengadas	1.041.459	1.115.499	1.129.295	1.505.513
Prima Directa	4.932.416	6.281.135	6.742.105	7.782.656
Prima Retenida Neta	1.235.843	1.031.829	1.352.057	1.777.084
Siniestros Directos	-2.010.031	-2.299.833	-2.239.770	-6.606.156
Siniestros Netos	-345.907	-383.402	-425.854	-1.582.682
R. Intermediación	1.010.987	1.512.628	1.476.745	1.480.192
Margen de Contribución	1.706.540	2.244.726	2.116.552	1.268.028
Costo de Administración	-1.192.201	-1.438.832	-1.660.229	-1.660.096
Resultado Operacional	514.339	805.894	456.323	-392.068
Resultado de Inversión	187.710	281.159	274.322	318.430
Resultado Final	829.099	849.883	742.285	101.276

Balance General Individual				
Cifras en Miles de \$ de diciembre de 2008	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Inversiones Financieras	5.376.743	38.596.355	5.444.657	6.648.983
Otras Inversiones	280.429	262.254	204.854	154.274
Otros Activos	443.454	589.403	782.407	2.121.985
Total Activos	7.084.200	7.730.829	8.247.197	10.218.341
Reservas Técnicas	1.527.838	1.664.335	2.179.586	4.499.491
Otros Pasivos	361.083	470.208	398.107	683.099

Patrimonio	5.195.280	5.514.651	5.669.504	5.035.751
Total Pasivos	7.084.200	7.730.829	8.247.197	10.218.341

Opinión

Mapfre Garantías y Créditos S.A. Compañía de Seguros (Mapfre Garantía y Crédito) es una sociedad especializada en la comercialización de seguros de garantías y seguros de créditos, tanto en el ámbito local como en el sector exportador. De acuerdo con el marco legal chileno, la compañía sólo puede participar en estas líneas de negocios y en la venta de seguros de fidelidad.

La compañía forma parte del Grupo *Mapfre*, consorcio español con presencia en Latinoamérica y de reconocida solvencia y prestigio internacional, el cual posee una amplia trayectoria en el negocio de seguros, previsional y financiero.

La categoría de riesgo asignada a las pólizas emitidas por la compañía, *Categoría AA-*, se fundamenta principalmente en la existencia de una estructura de riesgo atomizada que se complementa con políticas de reaseguros que cubren adecuadamente la probabilidad de eventos catastróficos. Asimismo, se considera el hecho que la compañía se inserta dentro del grupo *Mapfre*, conglomerado asegurador solvente y con capacidad de apoyar efectivamente las necesidades de capital de la sociedad.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por el adecuado posicionamiento de la compañía dentro de su segmento relevante y por la implementación de mecanismos de control interno que están en proceso de adecuación con los estándares de su matriz.

En opinión de **Humphreys**, es probable que para el año 2009 la actual coyuntura económica afecte negativamente las utilidades de la compañía; no obstante, la estructura de reaseguros de la sociedad, así como el nivel de inversiones de respaldo de las reservas técnicas, entregan un soporte adecuado para responder a las obligaciones contraídas con sus asegurados. En este sentido, es importante destacar que la naturaleza del negocio conlleva a un debilitamiento de los resultados en los ciclos económicos negativos, por lo tanto, lo relevante es que las compañías mantengan en sus balances activos de bajo riesgo y reduzcan sus exposiciones mediante la contratación de reaseguros.

Por otra parte, dentro de los elementos que restringen la clasificación, se consideran las características propias de la industria, tanto por el hecho de no favorecer la diversificación de la cartera de productos, como por el tamaño comparativamente pequeño del mercado. Esta situación tiende a que la competencia al interior del sector se centre en la variable precio, lo cual a futuro podría afectar negativamente los márgenes del negocio, proceso que se acentuaría con la eventual entrada de nuevos oferentes. Lo anterior se ve atenuado por aumentos de precios producidos en el último período, cuestión que ha sido propiciada por la manifestación de los riesgos involucrados en las pólizas.

La evaluación también reconoce la exposición que tiene la compañía, y la industria en general, a los proveedores de la información relevante para la cuantificación de los riesgos y, por ende, de la siniestralidad futura de la compañía.

La tendencia de clasificación se califica en “*Estable*”¹, considerando que en el mediano plazo no se evidencian cambios significativos en la situación de solvencia de la compañía, al margen que los resultados se vean resentidos por efectos de un incremento en los niveles de siniestralidad como consecuencia de la contracción económica.

A futuro la clasificación de riesgo de la compañía podría verse favorecida en la medida que ésta, y el mercado en general, incrementen el volumen de sus operaciones y con ellos se reduzca, en términos relativos, la exposición de sus ventas al ingreso de nuevas compañías a la industria. Junto a ello se espera que dicho crecimiento vaya acompañado de inversiones que permitan desarrollar una plataforma administrativa y tecnológica que responda a las necesidades propias que conllevan el operar a niveles de escala superior.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de las pólizas se requiere que la compañía no debilite su exposición ante siniestros individuales o a eventos catastróficos. También se espera que la cartera de inversiones mantenga una adecuada relación entre nivel, rentabilidad y riesgo asumido.

Definición de Categoría de Riesgo

¹ Corresponde a aquellos instrumentos que muestran una alta probabilidad de que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Categoría AA-

Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una muy alta capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

(-) El signo “-” corresponde a aquellas obligaciones de seguridad con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Hechos Recientes

El primaje directo de la compañía a diciembre de 2008 alcanzó los \$ 7.782 millones (alrededor de US\$ 12 millones), lo cual implicó un aumento nominal de 26% con respecto a igual período del año anterior. En cuanto a la importancia relativa, el primaje directo total de la compañía implicó una cuota de mercado de 0,61%.

En tanto, la prima retenida neta ascendió a \$ 1.777 millones, implicando un aumento nominal de 43% y un nivel de retención de 22,8% (22% en el año 2007).

En términos de pólizas vigentes, durante el año 2008 se observó una caída de 1,2% en relación con el año anterior (2.644 en 2008 y 2.678 en 2007). En el mismo período, el primaje promedio por pólizas emitidas aumentó nominalmente en 32,7%, pasando de \$ 2,632 millones en diciembre de 2007 a \$ 3,494 millones en diciembre de 2008.

En cuanto a los costos por siniestros, éstos sumaron \$ 6.606 millones en términos directos y \$ 1.582 millones en términos netos, implicando incrementos nominales de 221% y 305%, respectivamente, en comparación con igual período anterior. En términos de siniestralidad retenida, ésta alcanzó una relación de 107,43% durante el año 2008, mientras que en el año 2007 alcanzó un algoritmo de 37,09%.

Los resultados de intermediación han producido un beneficio para la compañía de \$ 1.480 millones, cifra que se compara negativamente con el beneficio que alcanzaba durante el año 2007 (\$ 1.356 millones).

Respecto a los costos de administración, éstos ascendieron a \$ 1.660 millones, experimentando un aumento nominal de 8,9% en comparación con igual período anterior. Adicionalmente, en términos relativos, los gastos de administración sobre prima directa alcanzaron una relación de 21,3% durante el año 2008, mientras que en el año 2007 alcanzó un nivel de 24,6%.

A su vez, el producto de inversiones mostró un aumento nominal de 26%, situándose en torno a \$ 318 millones durante el año 2008 (\$ 251 millones en el año 2007).

Con todo, la compañía obtuvo un margen de contribución de \$ 1.268 millones, 34,8% menos que en diciembre de 2007. Finalmente, el resultado del período ascendió a una utilidad de \$ 101 millones (US\$ 160 mil), cifra que se compara desfavorablemente con lo acontecido en igual período anterior, cuando se obtuvo una utilidad de \$ 681 millones, que se explica principalmente por el aumento de los siniestros.

Oportunidades y Fortalezas

Riesgos Atomizados: Según datos al 31 de diciembre de 2008, los montos asegurados promedio en el ramo garantía, sin considerar cesiones de riesgo, representan alrededor de un 2,4% del patrimonio (cifra que se reduce al 0,52% si se toma como referencia sólo los montos retenidos), situación que ha sido relativamente estable a través del tiempo. En cuanto a lo seguros de créditos, el riesgo se diluye por cuanto cada contrato individual implica cubrir la probabilidad de incumplimiento de un número amplio de empresas deudoras (si bien existe concentración de deudores, ello se da en empresa solventes y de las cuales se dispone de información pública).

Política de Reaseguro: En cuanto a reaseguros, la empresa opera principalmente con su relacionada *Mapfre Re* (96% de cesión), entidad con una elevada clasificación de riesgo en escala global. Los reaseguros, tanto para los ramos de crédito como de garantía, implican contratos proporcionales con la modalidad cuota parte; adicionalmente para acotar el riesgo proporcionalmente retenido se han suscrito contratos de excesos de pérdidas lo cual reduce la

exposición de **Mapfre Garantía y Crédito** a niveles compatibles con su capacidad patrimonial. En lo que respecta a contratos facultativos, éstos se suscriben de acuerdo con las necesidades de la firma y con compañías clasificadas en grado de inversión. Entre los reaseguradores con que opera **Mapfre Garantía y Crédito** están Compañía Suiza de Reaseguros, Munchener Ruckversicherungs y Partner Re.(Paris), entre otras.

Apoyo Matriz: El grupo MAPFRE es el principal asegurador de España (en términos consolidados el grupo gestiona activos por un monto cercano a los US\$ 60 mil millones). Mantiene una fuerte presencia en los mercados de España, Europa y América Latina, a través de una red de 250 empresas con una dotación de personal en torno a los 31.000 empleados.

Área de Control Interno: Ésta se inserta dentro del modelo de control general del grupo, la cual es totalmente independiente de **Mapfre Garantía y Crédito** y dependiente de la unidad de control global radicada en España. Con todo, las necesidades de revisión y supervisión se determinan a nivel local.

Calidad de la Cartera de Inversiones: Sólo el portafolio de inversiones en renta fija de la compañía sobrepasa su nivel de reservas. Lo anterior se enmarca dentro de una política de inversiones conservadora a lo largo del tiempo.

Factores de Riesgo

Concentración de la Cartera de Productos: Dada la especialización del negocio, los ingresos de la compañía son altamente sensibles a las variaciones de precios en los seguros de crédito y de garantía.

Tamaño de la Industria: La prima del mercado, comparada con todos los seguros generales, evidencia que se trata de un mercado reducido en términos relativos. Esta situación, en opinión de **Humphreys**, hace más vulnerable al sector a las entradas de nuevos partícipes y además dificulta el acceso a economías de escala (que siempre favorecen la inversión recurrente en plataformas administrativas y tecnológicas que contribuyen a aumentar en forma continua el control de los riesgos).

Competencia en Variable Precio: La concentración de la cartera de productos, unida a un mercado comparativamente reducido, lleva a acentuar que la competencia se centre en la variable precio y, por ende, afecta los márgenes futuros del negocio.

Proveedores de Información: La compañía depende fuertemente de la oferta de información relevante que exista en el mercado para poder analizar los riesgos asumidos en su cartera de crédito. Si bien ello es una realidad de la industria, en nada inhibe el hecho que se requiere externalizar una actividad de importancia para el negocio.

Antecedentes Generales

Historia y Propiedad

La compañía, constituida en 1991, y conforme a su giro exclusivo, sólo puede suscribir pólizas de seguros de créditos (domésticos y exportación), pólizas de garantía y pólizas de fidelidad.

La compañía pertenece al **Grupo Mapfre** que cuenta con más de 75 años de existencia, donde es el principal conglomerado asegurador de España (en términos consolidados el grupo gestiona activos por un monto cercano a los US\$ 60 mil millones y ventas en torno a los US\$ 20 mil millones), con una fuerte presencia en los mercados de España, Europa y América Latina, a través de una red de 250 empresas con una dotación de personal de aproximadamente 31.000 empleados.

En el siguiente cuadro se presenta la estructura de propiedad de la compañía al 31 de diciembre de 2008.

Accionista	% de la Propiedad
MAPFRE América Caucción y Crédito S.A.	100%
Inversiones Ibéricas Ltda.	0%

La administración de la sociedad descansa sobre un grupo de profesionales con experiencia en el sector, que mediante la interrelación de sus ejecutivos y con el apoyo que le brinda su matriz, han logrado imprimir una cultura organizacional que se orienta fuertemente al trabajo colectivo

y que contribuye positivamente a la creación de un ambiente organizacional propicio para el desarrollo de la compañía. En este sentido, se destaca la incorporación de ejecutivos provenientes del grupo, los cuales se caracterizan por contar con un conocimiento práctico acerca de la evolución que han experimentado mercados con mayor grado de desarrollo.

A continuación se presenta la nómina de directores y plana ejecutiva de la compañía a la fecha de clasificación:

Ejecutivo	Cargo
Rafael Casa Gutiérrez	Presidente
Carlos Molina Zaldívar	Director
Juan Pablo Uriarte Díaz	Director
Ernesto Illanes Leiva	Director
Orlando Sillano Zan	Director
Miguel Luis Amunátegui Monckeberg	Director
Gonzalo Pacho Febrer	Director
Andrés Chaparro Kaufmann	Director

Ejecutivo	Cargo
Rodrigo Campero Peters	Gerente General
Leonardo Zamorano Cecchi	Gerente de Producción

Cartera de Productos

Los seguros de créditos destacan por ser un tipo de pólizas que pueden ser emitidas exclusivamente por sociedades de giro específico, característica que reduce la oferta del mercado a sólo cuatro compañías y en la cual **Mapfre Garantía y Crédito** mantiene una participación en este mercado, a diciembre de 2008, de 23,3% en ventas a plazo y de 16,5% en seguros de exportación.

En contraposición, los seguros de garantías pueden ser comercializados por cualquier compañía de seguros generales. Además, este tipo de producto compite con las boletas bancarias, instrumentos de amplia difusión en el mercado nacional. A diciembre de 2008, **Mapfre Garantía y Crédito** alcanzó el segundo lugar en participación de mercado con un 26% (medido en términos de prima directa).

Individualmente, los productos comercializados por la compañía corresponden a los seguros de garantía (29%), fidelidad (0%), seguros de crédito a ventas a plazo (49%) y seguros de crédito de exportaciones (21%). A continuación se muestra la prima directa, su distribución y el margen para los últimos dos años.

	Prima Directa (Miles de Pesos)		Distribución de la Prima		Distribución del Margen	
	Dic-07	Dic-08	Dic-07	Dic-08	Dic-07	Dic-08
Garantía	292.470	418.830	35%	29%	43%	53%
Fidelidad	0	5.379	0%	0%	0%	1%
Seg. Crédito Ventas a plazo	544.578	765.965	48%	49%	40%	24%
Seg. Crédito Exportaciones	200.077	315.339	17%	21%	16%	22%

Capitales Asegurados

Por su parte, los montos asegurados sobre patrimonio presentan niveles altos y en promedio superiores a los que obtiene su mercado relevante. Es así como **Mapfre Garantía y Crédito** alcanza una relación de 13,7%. En relación a los montos asegurados retenidos sobre el patrimonio, a la fecha de la clasificación, la compañía muestra un indicador total de 3,16%, teniendo la máxima exposición en el ramo de seguros de crédito para las ventas a plazo, con una exposición por póliza del 32,9% del patrimonio.

En los siguientes cuadros se presenta la evolución de los montos asegurados promedio sobre el patrimonio y de los montos asegurados retenidos sobre el patrimonio para los últimos cuatro años.

Monto Asegurado Promedio Sobre Patrimonio				
	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Garantía	1,58%	1,87%	1,97%	2,39%
Fidelidad				1,90%
Seg. Crédito Ventas a plazo	46,17%	71,76%	222,34%	141,73%
Seg. Crédito Exportaciones	20,88%	29,07%	123,87%	130,95%
TOTAL	4,72 %	6,33 %	16,65 %	13,71 %

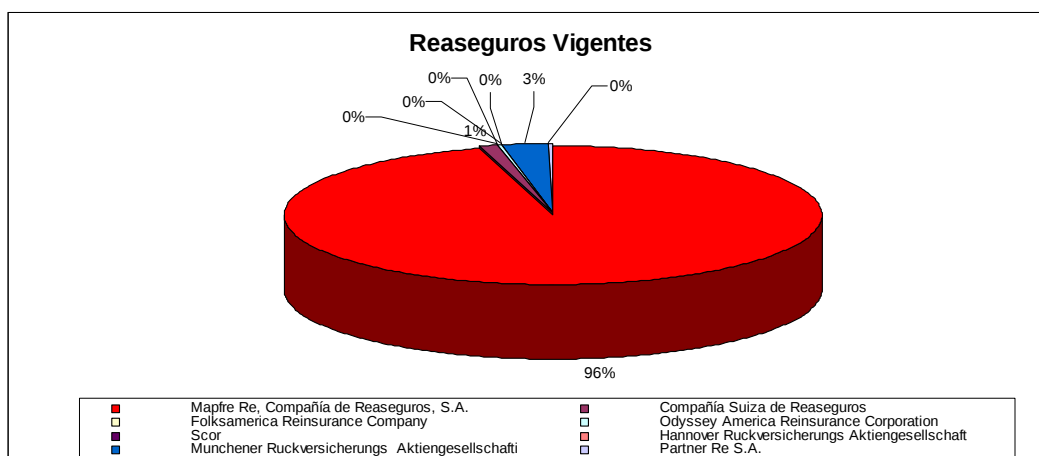
Monto Asegurado Retenido Promedio Sobre Patrimonio

	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Garantía	0,32%	0,41%	0,43%	0,53%
Fidelidad				0,42%
Seg. Crédito Ventas a plazo	6,93%	12,92%	48,92%	32,90%
Seg. Crédito Exportaciones	3,13%	5,23%	27,25%	30,40%
TOTAL	0,78 %	1,21 %	3,66 %	3,16 %

Reaseguros

En nuestra opinión, la política de reaseguro permite acotar adecuadamente los riesgos asumidos por la compañía y expone de manera razonable el patrimonio de la sociedad. Además, comparativamente, el portafolio de reaseguradores se fortalece producto de las características particulares de sus contratos y por su calidad y solvencia. En la práctica, dada su estructura de contratos de reaseguros (incluye los catastróficos), el monto máximo de exposición por evento asciende a un 3% del patrimonio contable de la compañía.

A continuación se presenta la distribución de sus reaseguradores a diciembre de 2008, donde se puede observar que el 96% de sus reaseguros son con el mismo grupo:



Inversiones

Mapfre Garantía y Crédito ha mantenido una política de inversión conservadora a lo largo de los años. Esto queda de manifiesto por la composición de la cartera a diciembre de 2008, en la cual se puede observar que el 77,62% de las inversiones se materializan en instrumentos de

renta fija. En contraposición, las inversiones en renta variable se manifiestan con un 16.81% de la cartera. Sin embargo, estas últimas están principalmente en cuotas de fondos mutuos (instrumentos que son considerados renta variable, aunque el objetivo del fondo no sea necesariamente inversión en ese tipo de instrumentos). En el ejercicio de 2008 la compañía obtuvo una rentabilidad real de 5,11% por sus inversiones. El siguiente cuadro muestra la distribución de las inversiones en los últimos dos años.

Inversiones	Dic-07	Dic-08
Renta Fija	74,84%	77,62%
Renta Variable	17,46%	16,81%
Caja y Banco	4,08%	3,30%
Inmobiliarias	3,63%	2,27%

Generación de Caja²

A partir del año 2003 la compañía ha presentado sostenidamente un aumento en sus flujos de caja (con excepción del último período), los cuales en promedio representan el 7% de sus ingresos. A diciembre de 2008 obtiene un flujo neto negativo de operaciones en torno a los \$ 120 millones, el cual pasa a ser positivo por \$ 442 millones si el importe contabilizado en “Otros Ingresos” se incluye dentro del flujo de caja.

La generación de flujos se concentra principalmente en la suscripción de riesgos (52,1%), mientras que los siniestros cedidos representan el 33,7% y el apoyo de reaseguros representa 14,1% de los ingresos.

Con respecto a los egresos, se puede mencionar que la cesión de prima representa el 39,9% de sus egresos. En tanto, los costos por siniestros son la principal fuente de desembolso para la compañía (alrededor del 43,9%), mientras que la importancia relativa de los gastos combinados³ alcanza el 15,2% de sus egresos.

Flujos (M\$)	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Venta Total	3.505.141	3.779.656	4.128.635	5.369.183	6.191.833	7.782.656

² El cálculo del flujo de caja se realiza identificando las partidas de los estados financieros que representan flujos de ingresos y flujos de egresos para la compañía.

³ Corresponde a la relación entre la suma de los gastos de administración e intermediación directa sobre el primaje directo de la compañía.

Venta Directa	1.288.642	1.289.197	1.160.134	1.688.263	1.407.580	1.177.831
Venta Intermediarios	2.212.309	2.490.284	2.968.501	3.680.920	4.784.253	6.604.825
Prima Aceptada	4.190	175	0	0	0	0
Apoyo de Reaseguro	2.600.377	2.191.516	2.539.158	3.298.362	3.511.141	7.134.455
Siniestros Cedidos	1.552.936	1.128.059	1.392.941	1.638.186	1.665.869	5.023.474
Reaseguro Cedido	1.047.441	1.063.457	1.146.217	1.660.176	1.845.272	2.110.981
Total Ingresos	6.105.518	5.971.172	6.667.793	8.667.545	9.702.974	14.917.111
Costo de Siniestros	-1.875.555	-1.333.494	-1.682.479	-1.965.922	-2.056.966	-6.606.156
Siniestros Directos	-1.875.147	-1.333.494	-1.682.479	-1.965.922	-2.056.966	-6.606.156
Siniestros Aceptados	0	0	0	0	0	0
Reaseguro Aceptado	-408	0	0	0	0	0
Costo Reaseguros	-2.997.780	-3.187.663	-3.094.184	-4.487.164	-5.008.567	-6.140.567
Prima Cedida	-2.997.780	-3.187.663	-3.094.184	-4.487.164	-4.950.127	-6.005.572
Exceso de Pérdidas	0	0	0	0	-58.440	-134.995
Gastos + Intermediación	-1.101.813	-1.122.337	-1.297.900	-1.597.094	-2.013.781	-2.290.885
Intermediación Directa	-219.876	-266.033	-299.979	-367.165	-489.055	-630.789
Costo de Administración	-881.937	-856.304	-997.921	-1.229.929	-1.524.726	-1.660.096
Total Egresos	-5.975.148	-5.643.494	-6.074.563	-8.050.180	-9.079.314	-15.037.608
Flujos Netos	130.370	327.678	593.230	617.365	623.660	-120.497
Otros Ingresos	57.044	73.020	239.104	-35.339	177.547	562.598
Flujo Neto + Otros Ingresos	187.414	400.698	832.334	582.026	801.207	442.101

Industria y Posicionamiento

Mapfre Garantía y Crédito compite en el mercado de los seguros de crédito, garantía y fidelidad. En este mercado, los seguros de créditos sólo pueden ser emitidos exclusivamente por sociedades de giro específico, lo que reduce la oferta del mercado a sólo cuatro compañías y donde **Mapfre Garantía y Crédito** mantiene una participación, a diciembre de 2008, de 23,3% en ventas a plazo y de 16,5% en seguros de exportación (0,61% en términos agregados). Por su parte, los seguros de garantías pueden ser comercializados por cualquier compañía de seguros generales. A diciembre de 2008, **Mapfre Garantía y Crédito** alcanza el segundo lugar en participación de mercado con un 26% de participación (medido en términos de prima directa).

A continuación se presentan las participaciones de mercado de **Mapfre Garantía y Crédito** medidas en términos de prima directa y margen de contribución.

Participación de Mercado por Prima Directa			
Fecha	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Garantía	27,99%	30,87%	26,05%
Fidelidad	0,00%	0,00%	0,43%
Seg. Crédito Ventas a plazo	24,98%	23,15%	23,33%
Seg. Crédito Exportaciones	17,71%	15,68%	16,53%
TOTAL	0,65 %	0,61 %	0,61 %

Participación de Mercado por Margen			
Fecha	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Garantía	72,62%	45,14%	21,67%
Fidelidad	0,00%	0,00%	0,43%
Seg. Crédito Ventas a plazo	30,48%	28,63%	13,41%
Seg. Crédito Exportaciones	13,55%	15,75%	14,82%
TOTAL	1,01 %	0,84 %	0,44 %

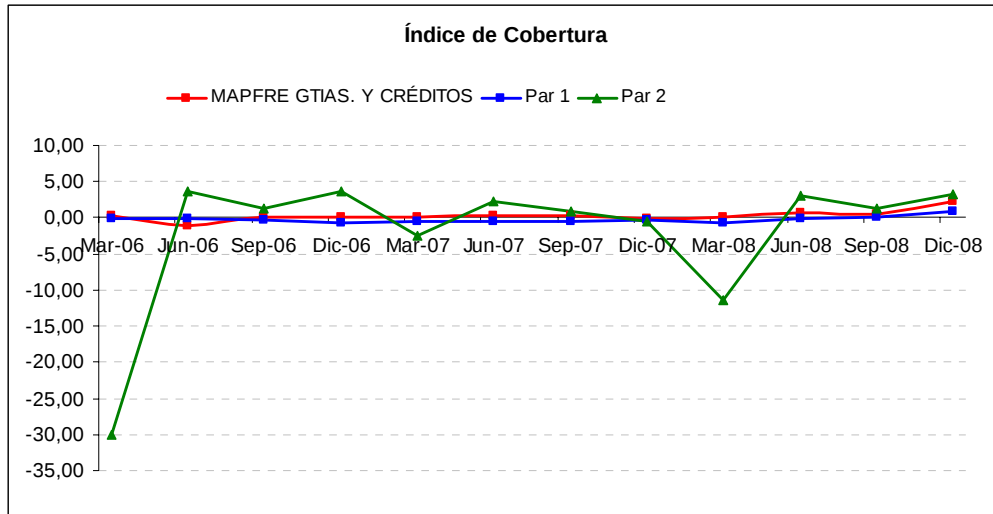
Análisis Financiero

Índice de Cobertura

El índice de cobertura (IC) es medido como la relación promedio entre los egresos e ingresos que se generan en la compañía. Entre menor sea el valor de este índice, menor será la importancia relativa de los gastos de la compañía.

En el caso específico de **Mapfre Garantía y Crédito** el índice de cobertura se determinó en función de los resultados de los últimos doce trimestres, obteniéndose un indicador de 0.54 veces. El indicador, independiente de sus fluctuaciones, se ha mantenido en niveles reducidos a través del tiempo⁴. En el siguiente gráfico se presenta la evolución del índice de cobertura para los últimos 12 trimestres.

⁴ El indicador inferior a cero se explica por el elevado y positivo resultado no operacional de la compañía, el cual, para efectos del índice, se incluye dentro del ítem gastos (con signo negativo si corresponde a una utilidad).

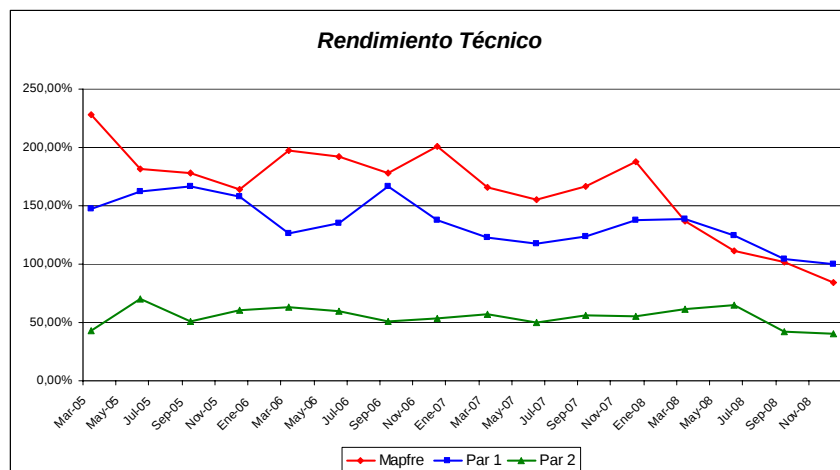


En nuestra opinión, los niveles que presenta el índice de cobertura de la compañía se consideran más que adecuados en comparación con su industria relevante.

Rendimiento Técnico y Siniestralidad

El resultado técnico promedio de la cartera presenta, sostenidamente, indicadores considerados como elevados (resultado técnico promedio de los últimos cuatro años asciende a 164,5%) y con un comportamiento relativamente estable a través del tiempo. En relación con su mercado relevante, la compañía exhibe un rendimiento técnico elevado (en promedio, primero dentro de sus pares) con una volatilidad considerada dentro de los estándares de la industria.

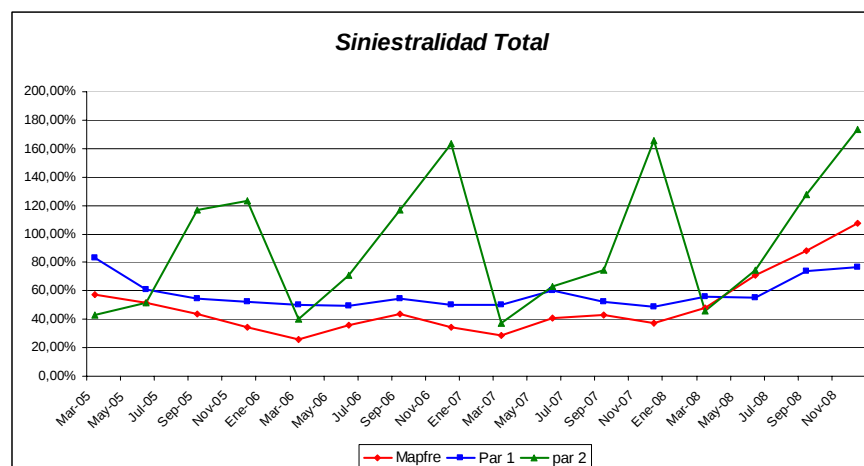
A continuación se presenta el comportamiento de los resultados técnicos para los últimos cuatro años.



Rendimiento Técnico				
Fecha	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Garantía	217,36%	248,53%	287,43%	161,25%
Fidelidad				189,70%
Seg. Crédito Ventas a plazo	120,88%	146,70%	144,28%	39,00%
Seg. Crédito Exportaciones	168,89%	189,58%	158,65%	89,97%
TOTAL	163,86 %	201,23 %	187,42 %	84,23 %

En cuanto a niveles de siniestralidad, se puede mencionar que a la fecha de la clasificación, la cifra asciende a 107,4%, cifra que se compara desfavorablemente con las relaciones obtenidas durante los años anteriores. Este aumento se ha debido principalmente al alza en el número de siniestros de la compañía en los últimos períodos (básicamente el último trimestre), lo que se ve precipitado por la actual crisis económica. Es así como podemos observar que el incremento de la siniestralidad se ha dado mayormente en los ramos de ventas a crédito y a las exportaciones. Los seguros de garantía han aumentado su siniestralidad debido primordialmente a la siniestralidad de las pólizas de ventas de departamentos en verde.

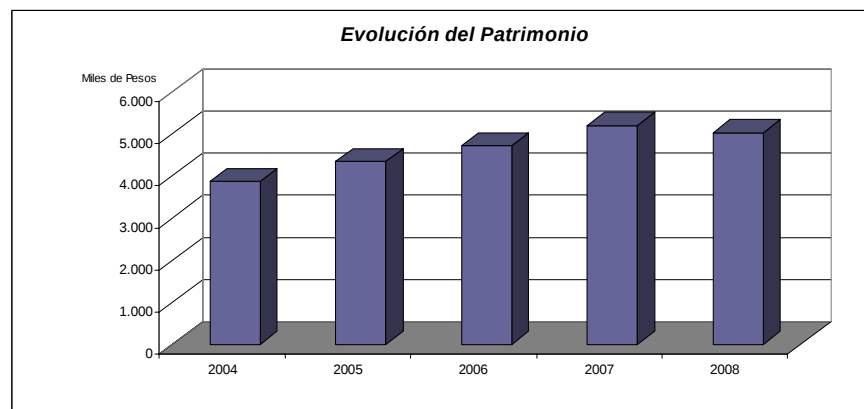
A continuación se presenta el comportamiento de la siniestralidad para los cuatro últimos años.



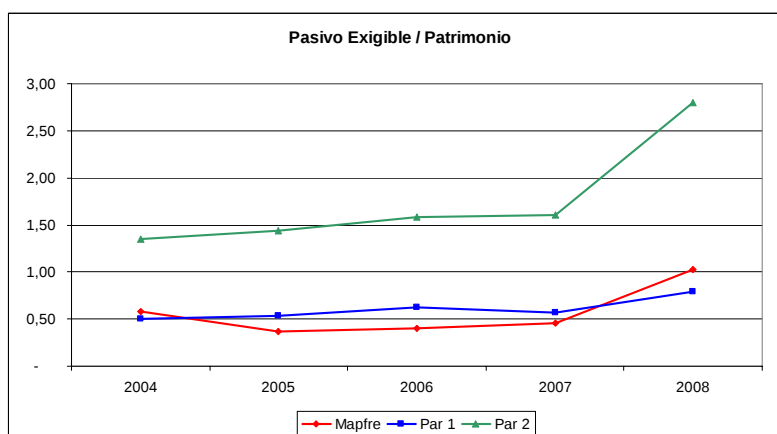
Siniestralidad				
Fecha	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Garantía	29,31%	-19,20%	13,56%	58,52%
Fidelidad				3,91%
Seg. Crédito Ventas a plazo	57,76%8	93,32%	54,22%	140,40%
Seg. Crédito Exportaciones	-1,53%	51,75%	28,87%	99,87%
TOTAL	34,41%	34,70%	37,09%	107,43%

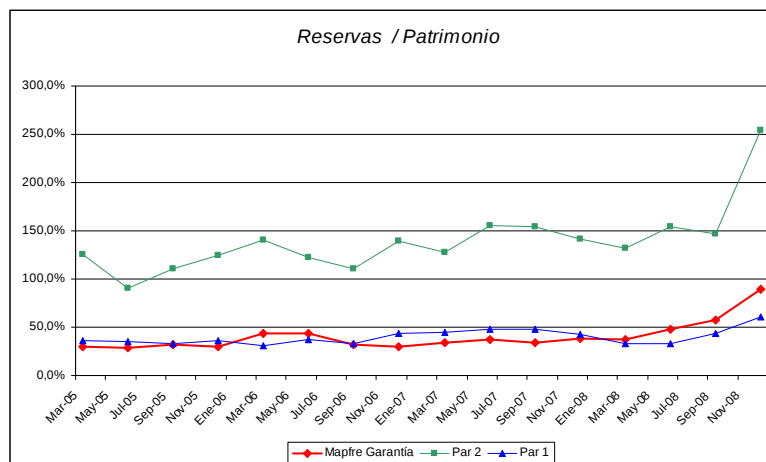
Endeudamiento y Posición Patrimonial

El patrimonio de **MAPFRE Garantía y Crédito** ha mostrado una tendencia al alza en términos nominales desde 2004 al 2007 (explicado principalmente por las utilidades de cada período). No obstante, el año 2008 se quiebra esta tendencia, con una caída nominal de 3,3% debido mayormente a ajustes en las utilidades acumuladas y retenidas y a una menor utilidad. El siguiente gráfico muestra la evolución del patrimonio desde 2004 a 2008.



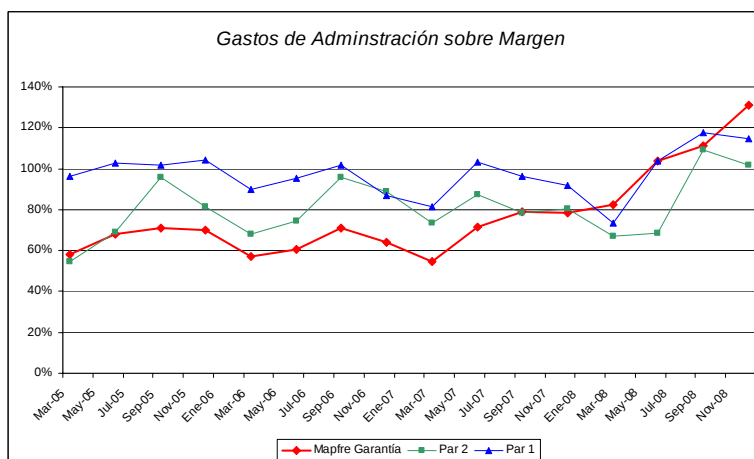
La compañía muestra niveles de endeudamiento (medido como pasivo exigible sobre el patrimonio), en promedio menores a los del mercado en su conjunto. Esto se ve reflejado en los gráficos que siguen.



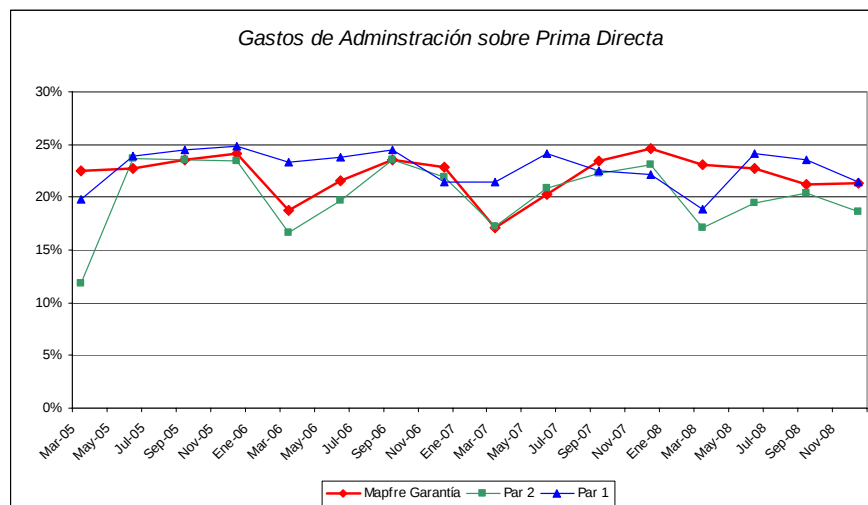


Margen y Gastos

Hasta el año 2007, MAPFRE garantía y Crédito muestra un nivel de eficiencia superior al de su mercado relevante, medido como gastos de administración sobre margen de contribución. Sin embargo este indicador muestra un deterioro en todo el último período, llegando en diciembre de 2008 a situarse con el indicador de eficiencia más bajo dentro de sus pares. Lo anterior se debe básicamente a una disminución del margen mayor que su grupo de referencia, ya que en términos reales, los gastos de administración no presentan una variación desde diciembre de 2007 al mismo mes de 2008.

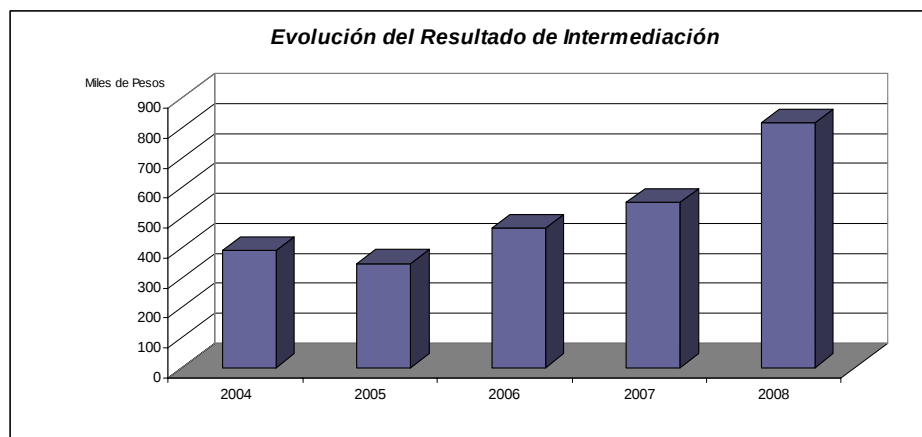


Adicionalmente, el gasto de administración sobre la prima directa se mantiene en niveles relativamente estables y en línea con las compañías comparables.

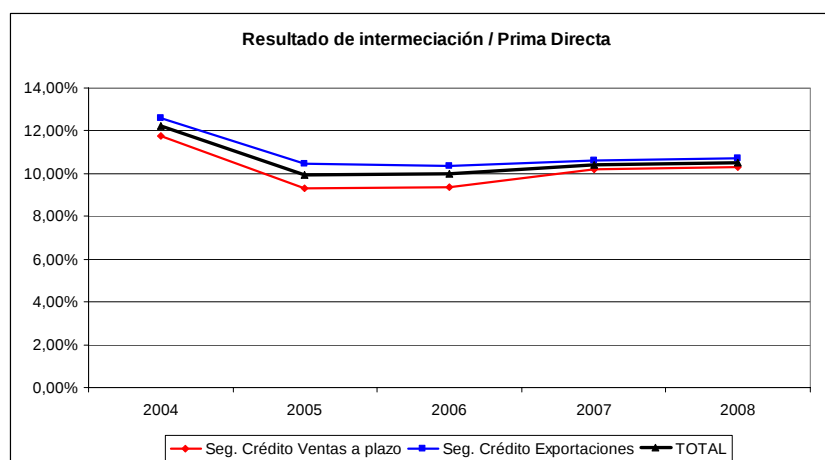


Resultado de intermediación

El resultado de intermediación ha presentado un aumento sostenido desde el año 2005, producido por un alza del pago por reaseguro cedido por parte de los reaseguradores con que cuenta la compañía. La evolución del resultado de intermediación desde el año 2004 se presenta en el gráfico que sigue.



Respecto a la prima directa, el resultado de intermediación muestra una relación estable desde el 2005 para todos sus ramos. Lo anterior señala que el aumento en el valor del resultado de intermediación es propiciado por el incremento en el nivel de prima cedida, efecto de una mayor producción período a período.



“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma”