

Seguros de Vida
Chile
Resumen Ejecutivo

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

Rating

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.	Rating
Rating Actual	AA- (Chl)
Rating Anterior	AA (Chl)
Fecha de Cambio	Abr/03

Outlook

Estable

Resumen Financiero

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.	31/12/08 (US\$636,45)
Activos (US\$ Mill.)	750
Patrimonio (US\$ Mill.)	69
Prima Directa (US\$ Mill.)	152
Prima Neta (US\$ Mill.)	134
Ut. Neta (US\$ Mill.)	-33
ROAE	-37,9%
ROAA	-4,6%

Analistas

Alejandro Hasbun S.
+56 2 499 3300
Alejandro.hasbun@fitchratings.com

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

Fundamentos de la Clasificación

- La clasificación de riesgo asignada a la Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A. (Cruz Vida) se sustenta en su renovado portafolio de inversión, con acotado riesgo de crédito, un adecuado calce de sus pasivos, y una estructura de operaciones adecuadas, que son acordes con el actual nivel de apalancamiento (10,2 veces (FECU) a Marzo-2009). Por su parte, la clasificación se encuentra limitada por la baja rentabilidad contable reciente y esperada, y los desafíos que impone un plan de negocios activo en uno de los mercados más competitivos de la industria aseguradora chilena: Rentas Vitalicias.
- Hasta el año 2008, los bajos niveles de apalancamiento de la empresa relativos a la industria estaban sopesados con una mayor exposición relativa a instrumentos financieros de mayor volatilidad que intentaban reforzar la rentabilidad de la empresa; sin embargo, después de registrar una significativa desvalorización de sus instrumentos emitidos por entidades del extranjero y cartera de acciones; la administración decidió re-estructurar su portafolio de inversiones hacia uno concentrado en instrumentos de renta fija (mayoritariamente locales) y también, registrar conservadoras provisiones para cubrir eventuales pérdidas en el patrimonio restante de inversiones en instrumentos estructurados que aún se mantienen en el balance.
- En esta línea, el aumento experimentado en el apalancamiento de la compañía durante el año 2008 y los primeros meses del año 2009 han sido sopesados por el manejo de un portafolio de inversiones de menor volatilidad y mayormente orientado al calce con el perfil de sus pasivos; mientras que el aumento de capital enterado por \$6.000 millones y la intención de la compañía de mantener su nivel de apalancamiento cercano al promedio de las empresas de seguros de vida que mantienen reservas previsionales, sugieren una mayor estabilidad de los resultados en el futuro y un balance fortalecido, destacando además que el Test de Suficiencia de Activos (TSA) se ubicó en la cota inferior de la industria (0,17% en su medición a Diciembre-2008). Si bien la estrategia de crecimiento en el segmento previsional, el cual inicialmente es intensivo en requerimiento de capital, mantendrá muy acotados los niveles de rentabilidad de la compañía en el futuro cercano, el compromiso de los accionistas de mantener un nivel de capitalización adecuado y la mejora sustantiva del perfil de su portafolio de inversiones le permitirán a la compañía enfrentar dicho plan de negocios sin alterar el perfil crediticio de la misma y comparando con aquel de empresas clasificadas en similares categorías de riesgo.

Perspectiva de la Clasificación

- Estable. Un aumento significativo en los niveles de apalancamiento por encima del grupo de compañías que mantienen reservas previsionales con similares portafolios de inversión en términos de riesgos de activos, y los objetivos de crecimiento de la empresa podrían poner presiones sobre la clasificación de Cruz Vida; mientras que cambios en la estructura actual de inversiones deberá ser evaluada bajo el nuevo contexto de su nivel de apalancamiento.

Seguros de Vida
Chile
Análisis de Riesgo

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.

Rating

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.	Rating
Rating Actual	AA- (Chl)
Rating Anterior	AA (Chl)
Fecha de Cambio	Abr/03

Outlook

Estable

Resumen Financiero

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.	31/12/08 (US\$636,45)
Activos (US\$ Mill.)	750
Patrimonio (US\$ Mill.)	69
Prima Directa (US\$ Mill.)	152
Prima Neta (US\$ Mill.)	134
Ut. Neta (US\$ Mill.)	-33
ROAE	-37,9%
ROAA	-4,6%

Analistas

Alejandro Hasbun S.
+56 2 499 3300
Alejandro.hasbun@fitchratings.com

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

Fundamentos de la Clasificación

- La clasificación de riesgo asignada a la Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A. (Cruz Vida) se sustenta en su renovado portafolio de inversión, con acotado riesgo de crédito, un adecuado calce de sus pasivos, y una estructura de operaciones adecuadas, que son acordes con el actual nivel de apalancamiento (10,2 veces (FECU) a Marzo-2009). Por su parte, la clasificación se encuentra limitada por la baja rentabilidad contable reciente y esperada, y los desafíos que impone un plan de negocios activo en uno de los mercados más competitivos de la industria aseguradora chilena: Rentas Vitalicias.
- Hasta el año 2008, los bajos niveles de apalancamiento de la empresa relativos a la industria estaban sopesados con una mayor exposición relativa a instrumentos financieros de mayor volatilidad que intentaban reforzar la rentabilidad de la empresa; sin embargo, después de registrar una significativa desvalorización de sus instrumentos emitidos por entidades del extranjero y cartera de acciones; la administración decidió re-estructurar su portafolio de inversiones hacia uno concentrado en instrumentos de renta fija (mayoritariamente locales) y también, registrar conservadoras provisiones para cubrir eventuales pérdidas en el patrimonio restante de inversiones en instrumentos estructurados que aún se mantienen en el balance.
- En esta línea, el aumento experimentado en el apalancamiento de la compañía durante el año 2008 y los primeros meses del año 2009 han sido sopesados por el manejo de un portafolio de inversiones de menor volatilidad y mayormente orientado al calce con el perfil de sus pasivos; mientras que el aumento de capital enterado por \$6.000 millones y la intención de la compañía de mantener su nivel de apalancamiento cercano al promedio de las empresas de seguros de vida que mantienen reservas previsionales, sugieren una mayor estabilidad de los resultados en el futuro y un balance fortalecido, destacando además que el Test de Suficiencia de Activos (TSA) se ubicó en la cota inferior de la industria (0,17% en su medición a Diciembre-2008). Si bien la estrategia de crecimiento en el segmento previsional, el cual inicialmente es intensivo en requerimiento de capital, mantendrá muy acotados los niveles de rentabilidad de la compañía en el futuro cercano, el compromiso de los accionistas de mantener un nivel de capitalización adecuado y la mejora sustantiva del perfil de su portafolio de inversiones le permitirán a la compañía enfrentar dicho plan de negocios sin alterar el perfil crediticio de la misma y comparando con aquel de empresas clasificadas en similares categorías de riesgo.

Perspectiva de la Clasificación

- Estable. Un aumento significativo en los niveles de apalancamiento por encima del grupo de compañías que mantienen reservas previsionales con similares portafolios de inversión en términos de riesgos de activos, y los objetivos de crecimiento de la empresa podrían poner presiones sobre la clasificación de Cruz Vida; mientras que cambios en la estructura actual de inversiones deberá ser evaluada bajo el nuevo contexto de su nivel de apalancamiento.

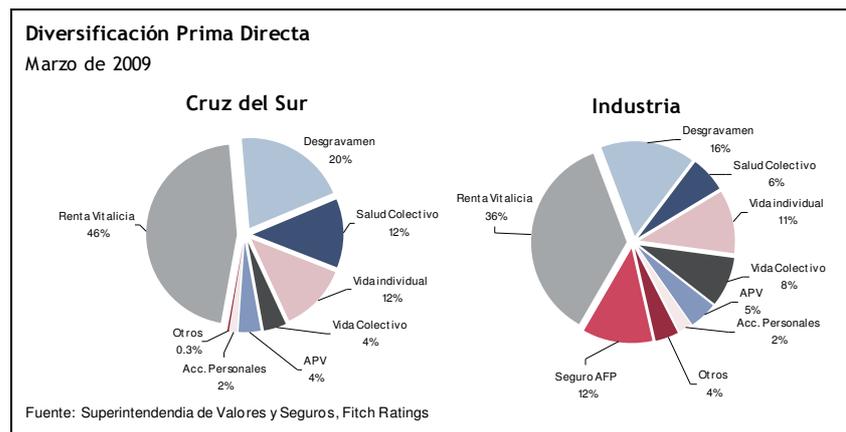
Perfil de la Compañía

Antecedentes:

- 1992: Se constituye Cruz de Sur con el objeto de complementar la oferta de productos financieros que el grupo Angelini opera a través de la sociedad Inversiones Siemel S.A., destacando la absorción de la Compañía de Seguros El Raulí S.A. en el 2000.
- Tras la constitución de la Cía. el grupo controlador ha liquidado una serie de activos importantes en el mercado local (AFP's y compañías de seguros), entre las cuales involucró la venta de la Compañía de Seguros Generales Cruz del Sur S.A. (Oct-05), entidad líder del mercado de seguros generales en aquel entonces. Paralelamente, ha dado paso a la creación de diversos vehículos financieros que complementan su orientación de desarrollar productos financieros y de seguros, incorporando una Administradora General de Fondos (Fondos Mutuos Cruz del Sur) y una Hipotecaria filial de Cruz Vida (Hipotecaria Cruz del Sur).

Cruz Vida se posiciona como un actor de tamaño mediano-pequeño en el mercado de seguros de vida, concentrando a marzo-2009 el 2,8% de los activos administrados por la industria y el 3,8% del primaje del mercado. Su actividad comercial se desarrolla sobre un mix de productos balanceado, manteniendo una adecuada diversificación por línea de negocio y cuyos principales generadores de ingreso provienen de sus productos de acumulación de activos (rentas vitalicias, seguros de vida con ahorro y APV) y coberturas de desgravamen y salud en las líneas colectivas. Paralelamente, la entidad complementa su giro de negocios incorporando una Administradora General de Fondos (Fondos Mutuos Cruz del Sur) y una Hipotecaria (Hipotecaria Cruz del Sur). Tras el proceso de reestructuración y reenfoque estratégico por el que atravesó la compañía en los últimos años, su actividad ha tendido a concentrarse en los segmentos más competitivos de la industria de seguros de vida, donde el ramo de rentas vitalicias ha tomado una mayor injerencia en últimos años y el cual debiese continuar con dicha tendencia considerando los planes de crecimiento de la Administración.

El siguiente gráfico muestra la diversificación de productos de Cruz Vida y su comparación con la industria.



Tras la venta de su relacionada de seguros generales, la estructura organizacional de la compañía ha sufrido modificaciones tendientes a optimizar su actividad como proveedor de servicios financieros y de seguros por medio de una estructura matricial que ha permitido una fluida relación entre los distintos departamentos de la compañía para su adecuado funcionamiento. Entre los cambios realizados, la nueva Administración de Cruz Vida ha re-diseñado y re-orientado los lineamientos estratégicos y operacionales de la compañía, buscando posicionarla como uno actor relevante en el mercado de seguros de vida, siempre privilegiando un crecimiento bajo criterios técnicos, y con una clara orientación hacia crear valor para la compañía. Para ello, la Administración ha esbozado un plan de mediano-largo plazo con claros objetivos propuestos y el cual debiese ir paulatinamente reflejándose en resultados favorables para la compañía, considerando que actualmente se encuentra en una etapa inicial de funcionamiento.

Los canales de venta utilizados por Cruz vida están distribuidos por líneas de negocios, particularmente para el segmento de vida individual la compañía cuenta con una fuerza de venta propia y adicionalmente posee un red de nueve sucursales en las principales ciudades del país. Por su parte, en el segmento colectivo distribuye mayoritariamente por medio de un pool de 120 corredores tradicionales, donde los 20 más activos concentran el grueso del primaje, en tanto el objetivo de largo plazo es fortalecer su posición en *Employee Benefits* y ofrecer soluciones financieras integrales a sus afiliados.

Propiedad

La propiedad de Cruz Vida se concentra en la sociedad Inversiones Siemel S.A. (99,99%) y por medio de ésta se mantiene ligada al grupo Angelini. Tras la venta de la Compañía de Seguros Generales Cruz del Sur S.A., Cruz Vida pasó a ser el activo central de negocios del holding y se estructura como la columna vertebral de sus operaciones financieras. A diciembre-2008, Inversiones Siemel registró activos consolidados por \$169.131 millones, compuestos principalmente de activos circulante (37,4%), inversiones en empresas relacionadas (27,2%) y activo fijo (25,3%), y su base patrimonial alcanza los \$143.985 millones.

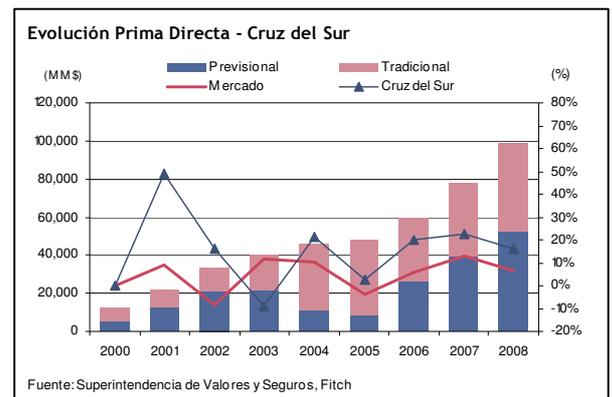
El grupo Angelini es uno de conglomerados empresariales de capitales locales más importantes del país, cuyas operaciones se estructuran sobre la base de dos holdings financieros; 1). Inversiones Siemel S.A., por medio del cual canaliza su actividad en el ámbito financiero, participando en la industria aseguradora (Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur), de créditos hipotecarios (Hipotecaria Cruz del Sur), administración de fondos mutuos (Cruz del Sur Administradora General de Fondos) y desarrollo tecnológico y sistemas (Sigma), y 2). AntarChile S.A. holding que canaliza sus operaciones en el sector industrial; participando en el sector Pesquero (Enerva, Igemar, Corpesca y SPK), Naviero (Astilleros Arica), Forestal (Celulosa Arauco y Constitución S.A.), Distribución de Combustibles (Copec S.A., Abastible, y Metrogas), Servicios Portuarios (Puerto Lirquén y Puerto Coronel), Generación de Energía Eléctrica (Guacolda) y Minero (Minera Can-Can).

Operaciones

En los últimos años Cruz Vida y las compañías ligadas a Inversiones Siemel atravesaron por un intenso proceso de reestructuración y reorientación estratégica como consecuencia de la venta de Cruz del Sur Seguros Generales S.A. a fines de 2005, considerando que hasta entonces su estructura se sustentaba fundamentalmente sobre la plataforma de seguros generales. El nuevo lineamiento comercial de la compañía ha tenido como focos centrales de negocio los productos de acumulación de activos, *Employee Benefits* y rentas vitalicias, alineándose al mix de productos que mantiene actualmente gran parte del mercado asegurador local. Su objetivo se centrará definitivamente en generar valor económico en sus cuentas, por lo que debiesen primar los criterios técnicos de suscripción.

En términos de crecimiento, la evolución del primaje ha tendido al alza en los últimos años, alcanzado un crecimiento promedio de 15,3% en los últimos cuatro años versus un 8,4% del mercado. Dicha producción ha estado impulsada principalmente por la mayor actividad en el ramo de rentas vitalicias, que ha crecido un 57% anual en igual periodo de tiempo, siendo dicha línea uno de los principales focos de crecimiento para los próximos periodos. Por su parte, el crecimiento del segmento

tradicional ha sido bastante más acotado (3% anual periodo 2004-2008), sin embargo esperamos que los nuevos lineamientos comerciales permitan impulsar el primaje del segmento tradicional, principalmente las ramos de vida individual, APV y salud colectivo. Los resultados al cierre del 2008 arrojaron un alza de 15,9% en el primaje global, donde las rentas vitalicias crecieron un 22,9% y tradicionales un 8,8%. En términos particulares, los productos con componente de ahorro (APV y vida con ahorro) presentaron una baja de



8,5% y 2,6% respectivamente, las cuales se vieron afectadas por los altos niveles de rescates. Las líneas de desgravamen y salud en el segmento colectivo presentaron alzas en su producción (4,3% y 11,4% respectivamente).

A Marzo-2009 la producción de la compañía mostró una caída de 14% influenciado tanto por la no renovación de una cuenta importante en los seguros de vida colectivos, lo cual significó una disminución de 14,7% en dicha línea de negocio, y además cayeron un 8,8% las ventas de rentas vitalicias; situación que se extendió a gran parte de la industria. Cabe señalar que el primer trimestre del 2009 el mercado de rentas vitalicias evidenció una contracción importante en sus volúmenes de producción (disminución de 25% respecto a marzo-2008), lo cual se explica por las desfavorables condiciones para pensionarse, afectando en mayor medida las rentas de vejez anticipadas. Por otro lado el año 2008 hubo un efecto excepcional en el primaje del mercado, que estuvo relacionado con medidas adoptadas por el gobierno de turno con respecto al plan de retiro de funcionarios públicos.

Análisis Financiero

Desempeño

A Diciembre-2008 Cruz Vida presentó un importante deterioro en sus resultados netos (pérdidas por \$21.138 millones con un ROAE de 37,9% y ROAA de 4,57%), las cuales se generaron principalmente por el magro desempeño de su cartera de inversiones. Lo anterior tuvo su origen tanto en las provisiones realizadas por sus inversiones en notas estructuras en el extranjero (alrededor de \$17.180 millones), producto de la caída importante en su valor de mercado, y adicionalmente hubo una fuerte desvalorización del portafolio accionario, afectado por el magro desempeño del mercado bursátil local, situación que se tradujo en un retorno negativo de su portafolio de inversiones. Por otro lado, sus resultados operacionales se vieron afectados por la mayor actividad en el segmento de rentas vitalicias, ramo que genera una pérdida contable por la mayor constitución de reservas previsionales, la cual se vio reflejada en resultados a través de un mayor costo de rentas. En términos de desempeño operativo, los índices de siniestralidad de las líneas tradicionales presentaron un mejoramiento respecto al año anterior (50,5% versus 52,6%), influenciado principalmente por la menor siniestralidad en los ramos de vida individual, APV y colectivos de vida y salud. Sin embargo estimamos que el segmento individual aún presenta aspectos susceptibles de mejorar en términos de persistencia y productividad.

A marzo-2009 los resultados de la compañía arrojaron pérdidas por \$7.407 millones, cuyo origen estuvo asociado principalmente a tres fuentes centrales; i) magros resultados en la venta de inversiones en renta variable en el extranjero, ii) un efecto negativo en tipo de cambio por exposición a instrumentos en moneda extranjera y iii) un ajuste importante por impuestos diferidos. En esta línea cabe señalar que el proceso de re-estructuración por el que ha estado atravesando la cartera de inversiones de la compañía, particularmente de sus inversiones en renta variable (local y extranjera), ha impactado negativamente en sus resultados netos, sin embargo la agencia estima que el grueso de dicha re-estructuración ya ha sido realizada, debiendo los próximos periodos presentar un retorno más estable por concepto de inversiones, considerando un portafolio de perfil más conservador. A pesar de lo anterior, Fitch espera que los resultados netos

Siniestralidad por Ramo	Mar-09		Dic-08		Dic-07		Dic-06	
	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.	Cia.	Sist.
Vida Individual	80.1%	59.8%	60.6%	55.2%	63.7%	62.7%	65.6%	56.9%
Renta Individual	0.0%	108.5%	106.9%	103.5%	62.4%	125.6%	122.9%	143.0%
Protección Familiar I.		22.1%		23.3%		23.3%		22.9%
Salud I.	29.9%	57.7%	14.5%	47.5%	2.5%	38.3%	12.9%	51.1%
Accidentes personales I.	68.9%	17.2%	29.2%	11.1%	-12.5%	17.6%	32.0%	15.0%
Desgravamen I.	0.0%	36.9%	0.0%	36.9%	0.0%	1.1%	0.0%	300.4%
APV	161.9%	49.5%	42.3%	32.6%	83.9%	67.1%	132.6%	144.3%
Otros I.	0.0%	7.5%	0.0%	35.6%	0.0%	35.8%	0.0%	68.9%
Vida Colectivo	33.2%	50.0%	26.5%	44.0%	42.0%	44.7%	41.5%	41.5%
Protección Familiar C.	0.0%	14.6%	0.0%	15.8%	0.0%	26.4%	0.0%	46.1%
Salud C.	79.2%	73.7%	78.9%	80.7%	87.6%	80.3%	89.5%	85.1%
Accidentes personales C.	44.5%	26.3%	65.2%	14.7%	53.2%	17.2%	76.0%	14.3%
Desgravamen C.	33.6%	26.9%	27.3%	21.0%	27.4%	21.3%	24.3%	20.3%
Otros C.	0.0%	79.4%	0.0%	65.7%	0.0%	61.1%	0.0%	58.8%

de la compañía (contables) se vean presionados por el resto del 2009, considerando los planes de crecimiento que tiene proyectado la administración para el segmento de rentas vitalicias.

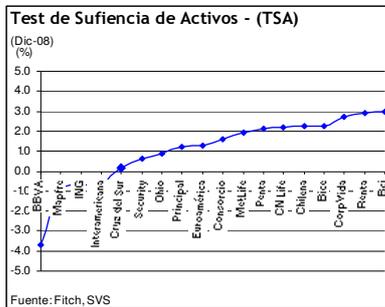
En términos de eficiencia operacional, la compañía presenta índices de gastos operacionales más elevados que el *peer group* de compañías que operan en el segmento previsional, considerando que a marzo-2009 registró índices de gtos. de Adm. sobre prima de 20,1% versus 15,3% del mercado y costos netos de suscripción sobre prima retenida neta devengada de 28,5% versus 22,9% del mercado, éste último indicador se ve favorecido por la estructura de reaseguros que mantiene la compañía, la cual contempla mayores ingresos por comisiones de reaseguro cedido. Sobre los gastos de administración, cabe señalar que parte importante de ellos provienen de gastos generados por el manejo de canales de distribución masivos, que están ligados a recaudación y cobranza.

Para el mediano-largo plazo esperamos que dichos indicadores presenten una tendencia a la baja, ello considerando que la compañía aún se encuentra en una etapa de pleno crecimiento en el segmento de rentas vitalicias, y sus costos relativos medidos sobre activos aún se mantienen sobre el promedio de su mercado relevante (gastos de administración sobre activos de 3,2% versus un 1,6 del grupo de compañías que mantienen reservas previsionales a marzo-2009). En opinión de Fitch las potenciales sinergias que se generarán una vez que dicha cartera alcance un nivel de madurez, debiesen reflejarse en un menor costo relativo de administración de la cartera de rentas vitalicias, y por tanto una disminución en sus índices de gastos.

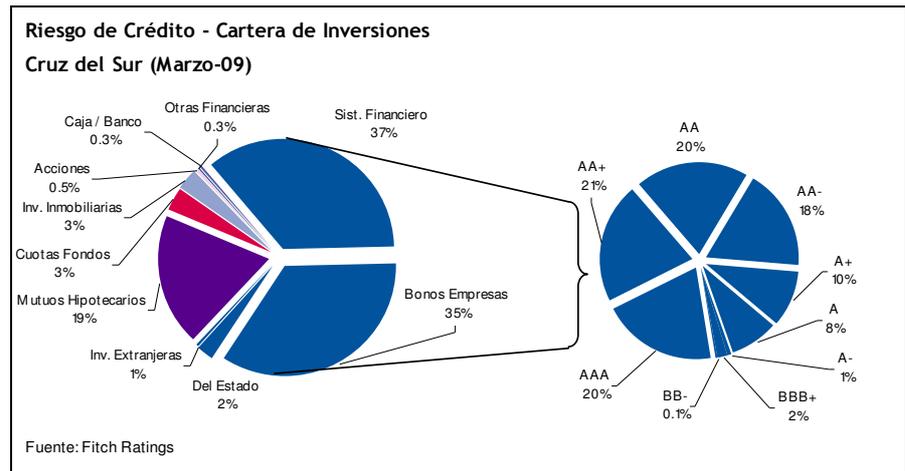
Activos y Liquidez

Durante los últimos años Cruz Vida presenta un creciente volumen de activos, registrando una tasa de crecimiento promedio de 7,5% anual en los últimos cuatro años. A marzo de 2009 éstos se componen principalmente por inversiones de tipo financieras (89%), y en menor magnitud inversiones CUI que respaldan los productos de ahorro (5%), inversiones inmobiliarias y similares (3%), deudores por reaseguros y otros activos (3%). El comportamiento de pago de sus cuentas de deudores por primas y reaseguros se ha mantenido dentro de rangos normales, con la excepción de dos casos puntuales, una con un corredor de reaseguros y otro con un reasegurador internacional. Actualmente ambos casos se encuentran provisionados, reconocidos en las cuentas de deudores por reaseguro y la subcuenta otros dentro de Otros Activos.

El proceso de reestructuración y reenfoque estratégico por el que ha atravesado la compañía en los últimos tres años ha significado, entre otras medidas, un cambio en la política de inversiones, teniendo actualmente un enfoque más conservador. Si bien en un comienzo, la re-estructuración de la cartera incorporaba una posición más activa en instrumentos de renta fija de mayor sofisticación, puntualmente notas estructuradas incorporadas en el ítem inversiones en el extranjero, e instrumentos ligados asociadas a retornos variables, principalmente acciones, las fuertes caídas de los mercados bursátiles locales y extranjero, y la actual coyuntura económica llevaron a su Administración a re-enfocar el mix de inversiones, re-definiendo nuevamente su política hacia un perfil más conservador. Dichos cambios se fueron concretando desde mediados del 2008, cuando la Administración decidió liquidar el grueso de su posición en acciones de empresas relacionadas al Grupo Controlador (Antarchile y Copec), la cual a junio de 2008 representaba un 27,1% y 4,5% del patrimonio de la compañía, respectivamente. Luego, en los primeros meses del 2009, se liquidaron todas sus posiciones en renta variable local y extranjera, siendo todos los recursos re-invertidos en instrumentos de renta fija local. El portafolio de inversiones resultante mantiene un perfil bastante más conservador que el anterior, presentando una adecuada liquidez (activos líquidos sobre reservas de 1,04 veces a marzo-2009) y orientado a calce, constituido mayoritariamente por instrumentos ligados a retornos fijos con clasificación de riesgo (93% de los instrumentos de renta fija



se encuentran clasificados sobre la Categoría A+ (cl)), lo cual le permitirá a la compañía presentar un retorno más estable por concepto de inversiones. Adicionalmente se mejoró el calce de sus activos y pasivos, permitiendo disminuir aún más la tasa de re-inversión de sus activos al realizar el test de suficiencia de activos (TSA) exigido por la autoridad, el cual en su medición a diciembre de 2008 se ubicó en un 0,2%, y que se situó en la cota inferior del promedio de mercado (Ver cuadro Adjunto).



A Marzo de 2009 el portafolio de inversiones de Cruz Vida se compone principalmente por instrumentos de renta fija local (72% de las inversiones totales (sin CUI)), con una adecuada diversificación por emisor y de acotado riesgo crediticio, el cual incorpora mayoritariamente instrumentos de largo plazo emitidos por Bancos y bonos emitidos por empresas, y a diferencia de la industria mantiene una posición menor en instrumentos estatales. El porcentaje restante se concentra mayoritariamente en inversiones de tipo inmobiliarias, principalmente mutuos hipotecarios, los cuales representan 2,04 veces el patrimonio de la compañía. La posición en mutuos hipotecarios ha sido históricamente más elevada que el promedio de la industria (19,3% de la cartera versus un 12,3% del mercado), y ha tendido a incrementarse en los últimos periodos, sin embargo esperamos que su peso relativo dentro de la cartera se mantenga relativamente estable, a lo menos en el corto-mediano plazo. La morosidad de la cartera se encuentra en rangos adecuados, considerando que la morosidad dura medida como monto de dividendos impagos superiores a 3 cuotas sobre el saldo insoluto total de la cartera alcanza un 3,9% a marzo de 2009, y cuya proporción no provisionada representa un 4,5% del patrimonio. Por su parte, las inversiones en bienes raíces, que representa un 30% de su patrimonio, se compone por una cartera de leasing antigua que incorpora 30 contratos de exposición atomizada y buen comportamiento de pago, y una cartera de 32 bienes raíces, donde el grueso de su valorización corresponde a bienes de uso propio.

La posición en inversiones en renta variable, que representa un 50% del patrimonio, se compone por cuotas de fondos de mutuos (20,3% del patrimonio), que están invertidos principalmente instrumentos líquidos de tipo Money Market, y cuotas de fondos de inversión (13% del patrimonio), invertidos en fondos inmobiliarios y fondos cuyas principales activos son acciones chilenas de tipo *small cap*. Las inversiones en títulos accionarios, representativas del 5% del patrimonio, las componen prácticamente en su totalidad acciones cerradas de sus dos empresas relacionadas; La Administradora de Mutuos hipotecarios Cruz del Sur S.A., donde la compañía mantiene un 70% de la participación accionaria y Cruz del Sur Administradora General de Fondos S.A., donde posee un 60% de participación.

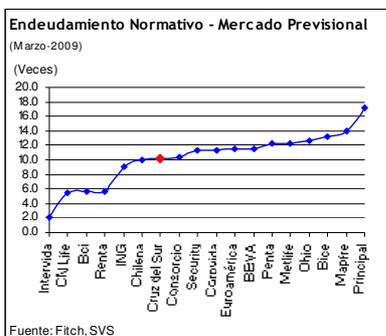
Luego de la re-estructuración de la cartera, la posición en el extranjero disminuyó considerablemente, representando actualmente un 7% del patrimonio de la entidad. Dicha posición incorpora principalmente instrumentos de renta fija ligados a notas estructuradas del tipo CDO's emitidas por Bancos Internacionales de fuerte presencia en el mercado internacional y cuotas de fondos constituidos fuera del país. Cabe mencionar que dichas emisiones estructuradas afectaron negativamente el retorno de inversiones del portafolio de renta fija, explicando la fuerte disminución sufrida en el 2008, considerando que el directorio de Cruz Vida aprobó la provisión por efecto de la desvalorización que han sufrido dichas notas en el mercado internacional, principalmente por secuelas de la crisis *subprime*. Actualmente dichas inversiones se encuentran provisionadas en un 68% y 82% respectivamente de su valor de compra, por tanto mayores ajuste en su valorización sería bastante marginales en relación al fuerte ajuste del año anterior (a marzo de 2009 las tres notas estructuradas representan un 3% del patrimonio de la compañía).

Apalancamiento y Capitalización

Cruz Vida mantiene una base patrimonial valorizada en \$41.644 millones (FECU) a marzo de 2009, la cual se compone por un capital suscrito de \$45.958 millones, reservas reglamentarias y legales por \$14.892 millones y pérdidas retenidas por \$19.205 millones. Los magros resultados registrados al cierre de 2008 y el primer trimestre del 2009, afectaron de manera importante el patrimonio de la compañía considerando que cayó aproximadamente un 27% respecto a marzo de 2007. Conciente de dicha situación, el Directorio de Cruz Vida decidió aprobar un aumento de capital por un monto aproximado de \$12.000 millones a fines de diciembre-2008, de los cuales \$6.000 millones ya fueron aportados durante los primeros meses del 2009 y el porcentaje restante será pagado a fines del 2009. La intención de sus accionistas es mantener a la compañía suficientemente capitalizada para sustentar los futuros planes de crecimiento que tienen proyectados, principalmente en el segmento rentas vitalicias, considerando que dicho ramo es intensivo en requerimientos de capital.

En nuestra opinión el nivel de apalancamiento de la compañía se mantiene en un rango adecuado para soportar adecuadamente su volumen de obligaciones y se alinea a las características de su nueva estructura de inversiones, de perfil más conservador. A marzo de 2009 Cruz Vida registró un *leverage* normativo de 10,16 veces, el cual se alinea con el *peer group* de compañías que mantiene reservas previsionales (promedio de endeudamiento de 10,5 veces). Si bien Fitch reconoce que el *leverage* de la compañía ha mostrado un alza importante en el último año, afectado principalmente por las pérdidas anteriormente señaladas, la re-estructuración de su cartera de inversiones que no incorpora instrumentos ligados a retornos variables, permite en nuestra opinión soportar adecuadamente las operaciones de la compañía y hacer frente a los futuros planes de crecimiento que tienen proyectados su Administración.

En el corto-mediano plazo el nivel de endeudamiento de la entidad podría continuar mostrando incrementos, influenciado en gran medida por la mayor actividad esperada en el segmento de rentas vitalicias, ramo intensivo en requerimiento de capital. A su vez dicho indicador se verá afectado por el reconocimiento de las nuevas tablas de beneficiarios (B-2006 y MI-2006), que implicarán una mayor constitución de reservas y ajustes en patrimonio, sin embargo en menor magnitud respecto al efecto antes mencionado. En este línea y de manera similar a la industria, el Directorio de Cruz Vida informó que reconocerá gradualmente el efecto en reservas producto de la aplicación de las nuevas tablas de beneficiarios (B-2006 y MI-2006), por un monto trimestral de UF 10.176. Cabe destacar que en dic-2005 la compañía reconoció en un 100% el cambio en las tablas de mortalidad para el caso de los causantes (RV-2004), a diferencia de gran parte de la industria que lo está reconociendo gradualmente.



Históricamente Cruz Vida no ha presentado obligaciones con instituciones financieras, en tanto a marzo-2009 registra un endeudamiento financiero normativo de 0,20 veces (FECU), manteniendo una amplia holgura respecto del límite normativo de una vez y las cuales son principalmente deudas menores con proveedores. Cabe mencionar que a nivel de mercado el endeudamiento con Instituciones Financieras no es una práctica frecuente.

Reaseguros

Históricamente y a diferencia de la industria, Cruz Vida ha operado bajo una estructura de coberturas de reaseguro más activa, específicamente en líneas tradicionales, reflejado tanto en indicadores de retención más acotados como en ingresos por comisiones de reaseguro cedido más amplias. Sin embargo el nuevo planteamiento comercial y técnico de la compañía considera un cambio en la estructura de reaseguros, el cual incorpora un mayor nivel de retención en las líneas tradicionales, el cual se alinea a los estándares de retención que mantiene el mercado. A marzo de 2009 la compañía registra un índice de retención de 72,4% en el segmento tradicional, ubicándose por bajo el promedio de la industria (93,3% a marzo-2009), y el cual se ve mayoritariamente influenciado por la menor retención en los ramos colectivos de vida, salud y desgravamen. En los próximos periodos esperamos que dicho indicador tienda a alinearse paulatinamente al promedio de mercado y por tanto disminuyan los ingresos por comisiones de reaseguro cedido.

Cruz Vida opera con un *pool* de reaseguradores de reconocido prestigio y solvencia internacional, que se ve reflejada en las respectivas clasificaciones de riesgo (ver cuadro adjunto). Las coberturas de reaseguros contratadas a marzo-2009 incorporan contratos proporcionales de tipo cuota parte para cada una de sus líneas de negocio, enfrentando niveles de exposición acotada respecto de su patrimonio (no superior en su máximo al 0,1% del patrimonio por siniestro). A su vez, la compañía cuenta con un contrato no proporcional de exceso de pérdida que limita la exposición a cúmulos a un máximo por evento que no supera 0,1% de su patrimonio.

Cuadro principales Reaseguradores (mar-09):

Reasegurador /	País	Rating	Outlook	Clasificador	Proporción Prima Cedida
Mapfre Re	España	A (IDR)	Negativo	Fitch	26.2%
Scor Re.	Francia	A (IDR)	Estable	Fitch	16.0%
Kolnische Ruck. (Gen Re)	Alemania	A+	Estable	A.M. Best	16.0%
Munchener Ruck.	Alemania	AA- (IDR)	Estable	Fitch	14.0%
Hannover Life Re	Chile	A+ (IDR)	Negativo	Fitch	27.9%

Resumen Financiero (MM\$)							
COMPAÑIA DE SEGUROS DE VIDA CRUZ DEL SUR S.A.							
BALANCE GENERAL	Mar-09	Mar-08	Dic-08	Dic-07	Dic-06	Dic-05	Dic-04
Activos Líquidos	417,877	345,326	394,529	335,429	315,104	303,391	292,460
Caja y Cuenta Corriente	1,179	254	608	594	260	1,878	2,121
Inversiones Renta Fija	405,949	343,008	391,834	332,593	310,083	300,689	289,819
Sector Privado	309,955	254,641	282,833	244,147	230,700	198,517	196,750
Estatal	9,606	4,040	10,110	6,722	5,910	36,875	41,586
Mutuos Hipotecarios	85,137	74,594	86,440	72,109	64,201	65,297	51,483
Renta Fija Extranjero	1,251	9,732	12,451	9,616	9,271	0	0
Otras Financieras	1,248	560	1,085	0	0	0	0
Fondos Mutuos	9,501	1,504	1,001	2,241	4,761	824	519
Leasing Inmobiliario	7,704	9,507	7,791	9,564	9,974	10,447	11,860
Renta Variable	9,399	51,237	31,356	59,030	40,318	19,882	21,951
Bienes Raíces	5,266	6,036	5,145	5,993	6,431	6,335	7,265
Inversiones CUI	25,628	24,920	24,286	24,672	25,440	21,163	15,763
Préstamos	149	122	144	119	110	185	127
Sobre Pólizas	149	122	144	119	110	185	127
Otros							
Deudores por Prima	948	880	1,056	654	676	460	545
Deudores por Reaseguro	2,411	4,452	3,233	6,918	608	2,361	4,259
Activos Fijos	528	587	532	608	663	625	434
Otros Activos	8,019	5,874	9,039	5,473	3,528	2,568	3,465
TOTAL ACTIVOS	477,929	448,941	477,113	448,461	402,850	367,417	358,129
Reservas Técnicas	403,408	353,102	394,782	341,745	316,119	297,646	287,068
Matemáticas	17,356	13,153	16,221	12,637	11,686	10,579	8,189
Riesgo en Curso	3,623	3,265	3,925	2,482	1,453	1,215	414
Previsionales	376,199	330,646	368,567	322,766	299,296	282,361	275,281
Reserva de Siniestros	3,053	3,278	2,905	3,268	3,082	3,011	2,700
Siniestros	2,482	1,976	2,336	2,034	1,964	1,961	1,854
Ocurrido y No Reportado	571	1,302	569	1,234	1,118	1,050	845
Otros	3,177	2,761	3,164	593	602	479	484
Reservas CUI	24,660	24,094	23,411	23,908	22,845	19,009	15,436
Obligaciones con Bancos	0	0	0	0	0	0	0
Primas por Pagar	3,627	4,920	4,274	7,025	982	1,211	3,462
Cuentas por Pagar	2,676	6,957	2,808	6,349	5,575	5,238	5,796
Otros Pasivos	1,915	2,975	7,833	1,827	2,362	2,346	3,408
TOTAL PASIVOS	436,285	392,049	433,108	380,855	347,883	325,450	315,170
Capital Pagado	45,958	38,747	39,070	39,066	39,080	39,089	39,097
Reservas	14,891	18,352	16,732	17,877	9,724	4,164	9,435
Utilidad (Pérdida) Retenida	(19,205)	(206)	(11,797)	10,662	6,163	(1,286)	(5,573)
PATRIMONIO	41,644	56,893	44,005	67,606	54,967	41,967	42,959

Resumen Financiero (MM\$)						
COMPANÍA DE SEGUROS DE VIDA CRUZ DEL SUR S.A.						
ESTADO DE RESULTADO	Mar-09	Mar-08	Dic-08	Dic-07	Dic-06	Dic-05
Prima Directa y Aceptada	18,978	22,048	96,547	83,337	67,818	56,465
Ajuste de Reservas	(2,088)	(1,481)	(4,794)	(3,168)	(4,959)	(6,640)
Prima Cedida	(2,834)	(2,847)	(11,250)	(12,411)	(10,205)	(9,851)
Prima Retenida Neta Devengada	14,057	17,719	80,502	67,758	52,653	39,974
Costo de Siniestro Directo	(19,047)	(21,860)	(93,451)	(78,102)	(64,373)	(39,923)
Costo de Siniestro Cedido	2,193	2,238	8,461	9,341	8,123	7,164
Costo de Siniestro Neto	(16,854)	(19,622)	(84,990)	(68,761)	(56,250)	(32,759)
Costo de Adquisición Directo	(888)	(1,826)	(6,269)	(5,053)	(4,344)	(4,271)
Gastos de Administración	(3,807)	(3,826)	(17,638)	(15,499)	(16,390)	(23,667)
Ingreso por Reaseguro Cedido	695	664	2,724	2,839	2,398	2,262
Costo Neto de Suscripción	(4,000)	(4,988)	(21,182)	(17,712)	(18,337)	(25,675)
Otros Ingresos (Gastos) Operacionales Netos	(8)	0	(7)	0	0	(18)
Resultado de Operación	(6,805)	(6,891)	(25,677)	(18,715)	(21,933)	(18,479)
Ingresos Financieros	3,098	(3,152)	(7,971)	25,758	31,364	21,859
Gastos Financieros	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos (Egresos) Netos	(22)	(7)	(31)	(170)	(726)	(369)
Items Extraordinarios	(2,573)	(1,562)	6,689	(2,791)	(106)	777
Resultado Antes de Impuesto	(6,302)	(11,612)	(26,989)	4,081	8,598	3,788
Impuestos	(1,105)	746	5,851	420	(1,150)	498
Resultado Neto	(7,407)	(10,866)	(21,138)	4,502	7,448	4,286
Indices Financieros	Mar-09	Mar-08	Dic-08	Dic-07	Dic-06	Dic-05
Desempeño						
Participación de Mercado (% Prima Directa)	3.8%	3.9%	4.2%	3.8%	3.5%	3.2%
Participación de Mercado (% Activos)	2.8%	2.7%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%
Indice de Retención	85.1%	87.1%	88.3%	85.1%	85.0%	82.6%
Indice de Siniestralidad Directa	100.4%	99.1%	96.8%	93.7%	94.9%	70.7%
Indice de Siniestralidad Neta	119.9%	110.7%	105.6%	101.5%	106.8%	82.0%
Costo de Adquisición Directo / Prima Directa y Aceptada	4.7%	8.3%	6.5%	6.1%	6.4%	7.6%
Gastos de Administración / Prima Directa y Aceptada	20.1%	17.4%	18.3%	18.6%	24.2%	41.9%
Costo Neto de Suscripción / Prima Retenida Neta Devengada	28.5%	28.2%	26.3%	26.1%	34.8%	64.2%
Resultado de Operación / Prima Retenida Neta Devengada	(48.4%)	(38.9%)	(31.9%)	(27.6%)	(41.7%)	(46.2%)
Indice Combinado	148.4%	138.9%	131.9%	127.6%	141.7%	146.2%
Indice Operacional	126.4%	156.7%	141.8%	89.6%	82.1%	91.5%
Ingreso Financiero Neto / Activo Promedio	2.6%	(2.8%)	(1.9%)	6.4%	15.6%	11.9%
ROAA	(6.2%)	(9.7%)	(4.6%)	1.1%	1.9%	1.2%
ROEA	(69.2%)	(69.8%)	(37.9%)	7.3%	15.4%	10.1%
Solvencia y Endeudamiento						
Pasivo Exigible / Patrimonio (Veces)	10.5	6.9	9.8	5.6	6.3	7.8
Reservas / Pasivo Exigible (Veces)	0.92	0.90	0.91	0.90	0.91	0.91
Obligaciones con Bancos / Pasivo Exigible	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Reservas / Prima Retenida Neta Devengada	672.7%	249.1%	457.5%	485.4%	582.8%	731.4%
Prima Retenida Neta Devengada / Patrimonio (Veces)	1.14	2.49	1.44	1.11	1.09	0.94
Leverage Normativo (Veces)	10.2	6.6	9.6	5.4	6.0	7.4
Patrimonio / Activos (%)	8.7%	12.7%	9.2%	15.1%	13.6%	11.4%
Inversiones y Liquidez						
Activos Líquidos / Reservas (Veces)	1.04	0.98	1.00	0.98	1.00	1.02
Activos Líquidos / (Reservas + Deuda Financiera) (Veces)	1.04	0.98	1.00	0.98	1.00	1.02
Activos Líquidos / Pasivo Exigible (Veces)	0.96	0.88	0.91	0.88	0.91	0.93
Activo Fijo / Activos Totales (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Rotación Prima por Cobrar (días)	4	4	4	3	4	3
Rotación Deudores por Reaseguro (días)	77	141	103	201	21	86
Deudores por Reaseguro / Patrimonio	5.8%	7.8%	7.3%	10.2%	1.1%	5.6%

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