

Seguros de Vida
Chile
Resumen Ejecutivo

Cía. de Seguros CorpVida S.A.

Rating

CorpVida	Rating
Rating Actual	AA- (Chl)
Rating Anterior	AA (Chl)
Fecha de Cambio	Abril-2003

Outlook

Estable

Resumen Financiero

CorpVida	30/06/2009 (US\$1=\$531,76)
Activos (US\$ Mill.)	\$2.326
Patrimonio (US\$ Mill.)	\$202
Prima Directa (US\$ Mill.)	\$101
Prima Re. Neta (US\$ Mill.)	\$100,6
Utilidad Neta (US\$ Mill.)	\$24
ROEA (anualizado)	25,3%
ROAA (anualizado)	2,1%

Analistas

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

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

Informes Relacionados

- Seguros de Vida: Desempeño 3er Trimestre 2008. ver www.fitchratings.cl

Fundamentos de la Clasificación

- La clasificación asignada a la Compañía de Seguros CorpVida S.A. (CorpVida) se fundamenta en el mantenimiento de adecuados indicadores técnicos y eficiencia operativa, una suficiente holgura patrimonial respecto del perfil de riesgo y estructura de activos, además de considerar el buen posicionamiento en la industria aseguradora local. Por su parte, limita la clasificación una evolución creciente de inversiones en activos vinculados al grupo controlador (leasing y acciones), gran parte de los cuales responden a posiciones estratégicas.
- Transcurridos el primer semestre del 2009, los resultados de CorpVida presentan una notoria recuperación respecto al año 2008, luego que se vieran resentidos por el derrumbe de los mercados financieros internacionales. Particularmente, la Cía. se vio afectada por inversiones que mantenía en activos ligados a riesgo Lehman Brothers (actualmente en Default) y desvalorizaciones de ciertas notas estructuras y posiciones en renta variable. A pesar de ello, la Cía. contó con la holgura patrimonial suficiente para afrontar dicha situación, considerando que su nivel de capitalización se incrementó en línea con el mercado. A junio/09 registra un leverage de 10,5 veces (FECU), ubicándola en la media de las cías. que participan en el mercado previsional, con similares estrategias de inversión. Su cartera de inversiones mantiene una adecuada diversificación y liquidez, compuesta principalmente por instrumentos de renta fija de acotado riesgo crediticio, aunque reconocemos en el último tiempo una mayor concentración en activos de empresas relacionadas, que están ligadas a recientes adquisiciones del grupo controlador.
- A fines de julio de 2009, Fitch tomó conocimiento del acuerdo alcanzando entre el accionista controlador de CorpVida, 'Corp Group Vida Chile S.A.' (CGV), e ING S.A., matriz de ING Seguros de Vida S.A. (ING Vida), para adquirir el negocio de rentas vitalicias de ésta última. Dicho acuerdo, aparte de generar un fuerte fortalecimiento a CGV en su posición de mercado en términos de activos administrados y reservas técnicas, permitiría a CorpVida incrementar fuertemente su actividad comercial, especialmente en el segmento de rentas vitalicias, aunque como contrapartida se generará inicialmente un efecto negativo en resultados y apalancamiento, a lo cual Fitch mantendrá especial atención.

Perspectiva de la Clasificación

- Estable. CorpVida presenta retos importantes con la futura adquisición de ING Rentas, considerando que la administración integrada de ambas compañías debería permitir economías de escala que favorezcan los indicadores de gestión y eficiencia de ambas. Adicionalmente, CorpVida deberá ser capaz de absorber eficientemente la fuerza de venta proveniente de ING Rentas, y a su vez potenciar su base de negocios. En este sentido, la consolidación de sus operaciones, actual y esperada, que vaya acompañada de favorables resultados netos con un nivel de holgura patrimonial competitiva y alineada al perfil de riesgo de sus activos, favorecerían la clasificación de la compañía. Por otro lado, la clasificación se podría ver presionada por un aumento significativo del leverage fuera de los rangos esperados y/o un mayor riesgo de su perfil de activos que expongan su base patrimonial, especialmente instrumentos de renta variable o inversiones relacionadas.

Seguros de Vida
Chile
Análisis de Riesgo

Cía. de Seguros CorpVida S.A.

Rating

CorpVida	Rating
Rating Actual	AA- (Chl)
Rating Anterior	AA (Chl)
Fecha de Cambio	Abril-2003

Outlook

Estable

Resumen Financiero

CorpVida	30/06/2009 (US\$1=\$531,76)
Activos (US\$ Mill.)	\$2.326
Patrimonio (US\$ Mill.)	\$202
Prima Directa (US\$ Mill.)	\$101
Prima Re. Neta (US\$ Mill.)	\$100,6
Utilidad Neta (US\$ Mill.)	\$24
ROEA (anualizado)	25,3%
ROAA (anualizado)	2,1%

Analistas

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

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

Informes Relacionados

- Seguros de Vida: Desempeño 3er Trimestre 2008. ver www.fitchratings.cl

Fundamentos de la Clasificación

- La clasificación asignada a la Compañía de Seguros CorpVida S.A. (CorpVida) se fundamenta en el mantenimiento de adecuados indicadores técnicos y eficiencia operativa, una suficiente holgura patrimonial respecto del perfil de riesgo y estructura de activos, además de considerar el buen posicionamiento en la industria aseguradora local. Por su parte, limita la clasificación una evolución creciente de inversiones en activos vinculados al grupo controlador (leasing y acciones), gran parte de los cuales responden a posiciones estratégicas.
- Transcurridos el primer semestre del 2009, los resultados de CorpVida presentan una notoria recuperación respecto al año 2008, luego que se vieran resentidos por el derrumbe de los mercados financieros internacionales. Particularmente, la Cía. se vio afectada por inversiones que mantenía en activos ligados a riesgo Lehman Brothers (actualmente en Default) y desvalorizaciones de ciertas notas estructuras y posiciones en renta variable. A pesar de ello, la Cía. contó con la holgura patrimonial suficiente para afrontar dicha situación, considerando que su nivel de capitalización se incrementó en línea con el mercado. A junio/09 registra un leverage de 10,5 veces (FECU), ubicándola en la media de las cías. que participan en el mercado previsional, con similares estrategias de inversión. Su cartera de inversiones mantiene una adecuada diversificación y liquidez, compuesta principalmente por instrumentos de renta fija de acotado riesgo crediticio, aunque reconocemos en el último tiempo una mayor concentración en activos de empresas relacionadas, que están ligadas a recientes adquisiciones del grupo controlador.
- A fines de julio de 2009, Fitch tomó conocimiento del acuerdo alcanzando entre el accionista controlador de CorpVida, 'Corp Group Vida Chile S.A.' (CGV), e ING S.A., matriz de ING Seguros de Vida S.A. (ING Vida), para adquirir el negocio de rentas vitalicias de ésta última. Dicho acuerdo, aparte de generar un fuerte fortalecimiento a CGV en su posición de mercado en términos de activos administrados y reservas técnicas, permitiría a CorpVida incrementar fuertemente su actividad comercial, especialmente en el segmento de rentas vitalicias, aunque como contrapartida se generará inicialmente un efecto negativo en resultados y apalancamiento, a lo cual Fitch mantendrá especial atención.

Perspectiva de la Clasificación

- Estable. CorpVida presenta retos importantes con la futura adquisición de ING Rentas, considerando que la administración integrada de ambas compañías debería permitir economías de escala que favorezcan los indicadores de gestión y eficiencia de ambas. Adicionalmente, CorpVida deberá ser capaz de absorber eficientemente la fuerza de venta proveniente de ING Rentas, y a su vez potenciar su base de negocios. En este sentido, la consolidación de sus operaciones, actual y esperada, que vaya acompañada de favorables resultados netos con un nivel de holgura patrimonial competitiva y alineada al perfil de riesgo de sus activos, favorecerían la clasificación de la compañía. Por otro lado, la clasificación se podría ver presionada por un aumento significativo del leverage fuera de los rangos esperados y/o un mayor riesgo de su perfil de activos que expongan su base patrimonial, especialmente instrumentos de renta variable o inversiones relacionadas.

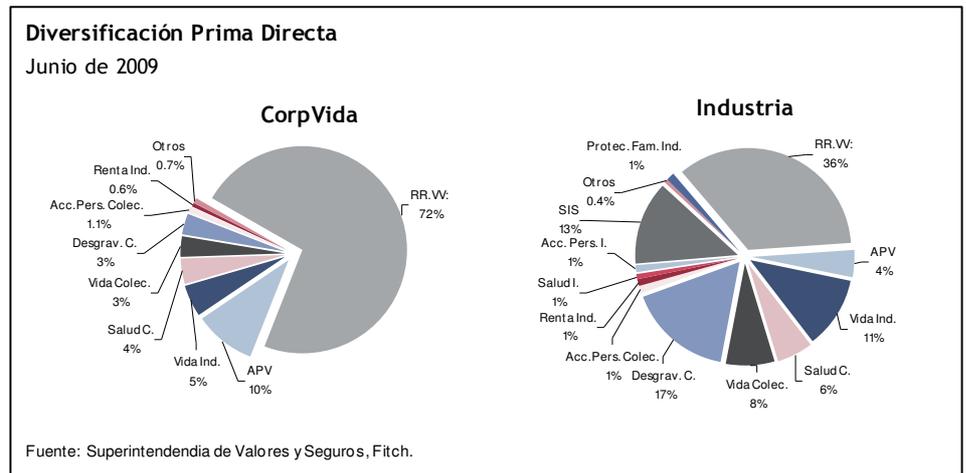
Eventos Históricos

- 1989; La compañía se constituye originalmente como Cia. de Seguros de Vida Compensa S.A., entidad dedicada principalmente a la venta de rentas vitalicias.
- 1996; La Cía. es adquirida por los holdings Corp Group y Mass Mutual Internacional, con la intención de complementar la actividad que mantiene en el país, a través de la compañía Mass Seguros de Vida.
- 1997; Se modifica su razón social, pasando a llamarse Compañía de Seguros Vida Corp.
- 2000; La Cía. se fusiona con Mass Seguros de Vida S.A., aumentando de manera importante su base patrimonial y su volumen de activos, conservando su antiguo nombre y manteniendo el control Corp Group.
- 2007; la Junta de Accionistas decidió modificar su razón social a Compañía de Seguros CorpVida S.A. (Corp Vida), con la intención de re-posicionar a la compañía en el mercado asegurador local y alinearse a la estrategia de potenciar la marca del conglomerado financiero.
- 2009; El Grupo ING anuncia el acuerdo de venta de su cartera de rentas vitalicias y su filial de créditos hipotecarios a 'Corp Group Vida Chile S.A.', sociedad controladora de la aseguradora Corp Vida.

Perfil de la Compañía

Corp Vida se posiciona como una compañía de tamaño mediano-grande en el mercado de seguros de vida chileno, registrando a junio-2009 una participación de 7,1% en activos administrados y 7,4% en reservas técnicas, que la ubica en el sexto lugar del sistema asegurador local. Históricamente su producción se ha concentrado en el segmento de rentas vitalicias (representa un 69% de sus ventas a junio-2009), no obstante en los últimos años, y al igual que gran parte de la industria, sus esfuerzos comerciales se han orientado en diversificar sus fuentes de ingresos, principalmente potenciando la venta de productos ligados con administración de activos (seguros de vida con ahorro y APV) así como seguros colectivos, principalmente vida y salud, donde si bien su prima históricamente se concentraba en empresas ligadas al grupo controlador, en el último tiempo ello ha mostrado un notorio avance.

El siguiente cuadro muestra la diversificación de la prima directa de la compañía por línea de negocio y su comparación con el mercado.



CorpVida cuenta con una estructura organizacional de carácter matricial, distribuida por líneas funcionales, y caracterizada por un equipo administrativo consolidado y de experiencia en la industria aseguradora local. Todos los riesgos operativos se controlan y monitorean a través de un área de contraloría que reporta internamente al Directorio y que está fuertemente arraigada a la organización. Su Administración General está en manos de su Accionista Controlador, considerando que Mass Mutual actúa sólo como accionista minoritario, no involucrándose activamente en materia de gestión. Actualmente CorpVida opera a través de doce sucursales ubicadas en las principales ciudades del país, de las cuales dos se encuentran en la ciudad de Santiago, además de su Casa Matriz.

Respecto a los canales de comercialización, para el segmento de coberturas individuales utiliza principalmente su fuerza de venta propia, en tanto para el segmento colectivo opera a través de Corredores Tradicionales, Grandes Tiendas y sus dos entidades financieras relacionadas (Corpbanca y Bancondell). En éstas últimas, la compañía accede a un importante canal de distribución, considerando la amplia base de clientes que disponen y la cautividad del canal, la cual aún presenta un fuerte potencial de desarrollo en comparación a otras entidades que operan el canal banca-seguros. Por su parte, las ventas del segmento de rentas vitalicias provenían principalmente de Corredores, sin embargo con la incorporación de la fuerza de venta proveniente de ING Rentas, su canal interno se potenciará fuertemente, estimando que su producción en el corto-mediano

plazo pasará a concentrarse en sus agentes libres.

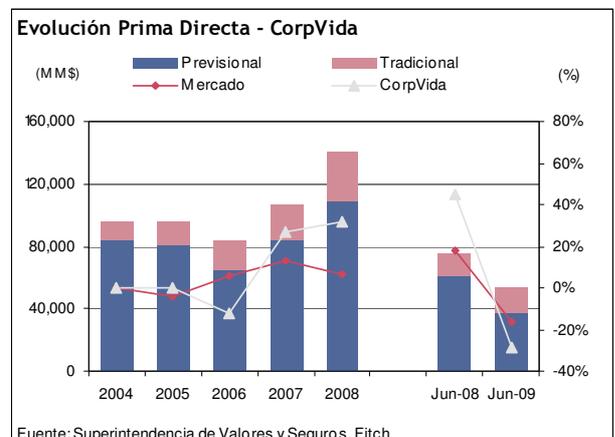
Propiedad

La propiedad de la compañía se concentra en Corp Group Vida Chile S.A. (66,5%) y Mass Mutual (Chile) Ltda. (33,5%). Corp Group Vida S.A. (CGV) pertenece a Corp Group Interhold S.A. (Chile), sociedad ligada a capitales locales, liderados por Álvaro Saieh. Paralelamente Corp Group Interhold S.A. controla Corp Group Banking, holding financiero clasificado por Fitch en Categoría A (cl), y es poseedor del 49,5% de la propiedad de Corp Banca. Ésta última entidad mantiene el carácter de relacionada con CorpVida y es clasificada por Fitch en Categoría AA- (cl) y BBB+ (IDR) en escala internacional. Mass Mutual Chile Ltda. es subsidiaria de Massachusetts Mutual Life Insurance Company, uno de los conglomerados de seguros y servicios financieros más grandes de EE.UU.

A fines de julio de 2009, Fitch tomó conocimiento del acuerdo alcanzando entre Corp Group Vida Chile S.A. (CGV), e ING S.A., accionista controlador de la compañía de seguros ING Seguros de Vida S.A. (ING Vida), para adquirir el negocio de Rentas Vitalicias de ésta última. Para llevar a cabo dicha venta se procedió a la división de ING Vida en dos sociedades, la primera, siguió bajo la misma razón social de ING Vida y actualmente centra su actividad en negocios de seguros individuales, colectivos, seguros de invalidez y sobrevivencia, así como a actividades afines a su giro social. La segunda, se creó bajo la razón social ING Seguros de Rentas Vitalicias S.A., e incorporó todos los activos y pasivos asociados a dicha línea de negocios, procediendo al traspaso del 100% de las acciones de esta última a Inversiones Corp Seguros S.A. con fecha 10 de Noviembre de 2009. Dicha adquisición significó para el Grupo Corp pasar a convertirse en el principal holding asegurador del país, concentrando a nivel consolidado el 17,3% de los activos administrados del sistema y 18,5% de las reservas técnicas, posiciones que incluyen tanto a CorpVida como a ING Rentas a septiembre de 2009.

Operaciones

Alineada a la tendencia del mercado asegurador, la actividad de CorpVida ha mostrado una evolución creciente en los últimos cierres de años, registrado entre el periodo 2006-2008 tasas de crecimiento promedio del orden de 29% anual versus un 9,6% que presenta el promedio de la industria. El crecimiento de sus ventas ha estado marcada por su mayor actividad en el mercado previsional, donde ha tomado paulatinamente una mayor participación de mercado, aunque también es importante destacar que las ventas de sus otras líneas de negocios también han mostrado un avance importante, principalmente aquellos que incorporan un componente de ahorro (APV y seguros de vida flexibles) y las coberturas colectivas de vida y salud, lo cual ha contribuido en diversificar en alguna medida sus fuentes de ingresos por línea de negocio. En esta línea, si bien el grueso de las ventas en el segmento colectivo provienen de Empresas ligadas al Grupo Controlador, reconocemos que en el último año ha mejorado su diversificación en términos de primaje suscrito por póliza, incorporando un mayor número de nuevas empresas, aunque estimamos que dicho factor seguirá siendo uno de los desafíos



de la entidad para el mediano plazo. En términos de ventas, a dic-2008 CorVida registró una prima directa por US\$263,8 millones, superando en un 32,2% las primas suscritas de dic-2007, y cuya alza se explica básicamente por la fuerte actividad que ha mantenido en el segmento de rentas vitacilas (alza de 32,1%), aunque tal como fue mencionado anteriormente sus otras líneas de negocios también mostraron un crecimiento importante, particularmente el segmento de desgravén colectivo.

Durante el primer semestre del 2009 las ventas de la compañía estuvieron marcadas por la contracción del mercado de rentas vitalicias, provocando una caída en su primaje de 28,7% respecto a igual fecha del año anterior, mientras que la industria cayó un 16,2%, diferencia que se da principalmente por la mayor concentración de la compañía en el segmento de rentas vitalicias. En esta línea, el significativo deterioro que sufrieron los ahorros previsionales en los fondos que administran las AFP tras los embates de la crisis internacional, provocó que una parte importante de la población en edad de pensionarse postergara o viera impedida su decisión a tomar una renta vitalicia, situación que llevó a contraer el mercado previsional en un 37,7%. A pesar de lo anterior, las ventas del segmento tradicional aumentaron un 12%, alza que se originó principalmente en el mayor primaje proveniente de los seguros de salud colectivos y APV.

Para el mediano plazo Fitch estima que la evolución de las ventas de CorpVida estarán directamente ligadas al nivel de recuperación que presente el mercado previsional, segmento que actualmente ya presenta signos de mejoría por la importante recuperación de los fondos previsionales de las AFP's. Adicionalmente, otro factor que influirá en su actividad será el cierre de la adquisición de ING Rentas (actualmente en su etapa final), considerando que dicha compañía incorpora una importante fuerza de venta propia (agentes libres), lo cual potenciará fuertemente su canal de comercialización en el segmento previsional y por ende su volumen de actividad global.

Análisis Financiero

Desempeño

Con excepción del año 2008, el desempeño de la compañía ha mostrado favorables resultados netos, atribuibles tanto a adecuados procesos de suscripción, reflejados en sus indicadores técnicos, como también a una cartera de rentas vitalicias ya en etapa de madurez, que entrega favorables retornos a la compañía. En el caso particular del año 2008, los resultados netos de la compañía se vieron fuertemente deteriorados producto de la desvalorización que sufrió su cartera de inversiones, afectada por la caída de los principales mercados financieros internacionales. Ello significó a CorpVida registrar pérdidas netas por \$29.990 millones con un ROAE de -27,5% y ROAA de -2,5%, donde el grueso de dicha caída estuvo asociada a dos inversiones ligadas a riesgo Lehman Brothers (actualmente en Default) y desvalorizaciones que presentaron ciertas notas estructuradas en el exterior (actualmente 100% provisionadas) y posiciones en instrumentos de renta variable. A pesar de lo anterior, la compañía contó con la capacidad patrimonial necesaria para absorber adecuadamente dichas pérdidas y mantener sus índices de solvencia aún en niveles saludables y en torno al mercado. Por su parte, los indicadores operacionales mostraron un buen comportamiento por línea de negocio, registrando un índice de siniestralidad 37,6% para el segmento de coberturas tradicionales mientras que el mercado alcanzó un 42,1%.

La menor venta de rentas vitalicias en el periodo, y fundamentalmente, la favorable evolución de los mercados financieros locales e internacionales durante el primer semestre del 2009, han sido determinante en la recuperación de los resultados netos de la compañía, destacando el importante repunte que mostraron éstos (utilidades netas por \$12.641 millones) junto con registrar atractivos niveles de rentabilidad (ROAE de 25,3% y ROAA de 2,1%). Ello permitió fortalecer la base patrimonial de la compañía, y acercar sus

índices de apalancamiento a niveles históricos. Al igual que el mercado en general, sus indicadores técnicos mostraron un deterioro respecto al año anterior, elevando su siniestralidad a 59% versus un 44% que registraba a junio-2008. El alza se explica en gran medida por el mayor volumen de rescates en sus pólizas con componente de ahorro (APV y vida flexible), generando a su vez una mayor siniestralidad por selección adversa de sus asegurados. Adicionalmente, influyó el impacto del virus de la influenza humana en su cartera de coberturas de salud colectivas, ramo donde la compañía creció fuertemente en el último año móvil (1,3 veces respecto a junio-2008) en un entorno altamente competitivo en el mercado de seguros de vida, y cuyo reflejo se visualiza en los acotados niveles de rentabilidad con que opera a nivel de industria. Parte de los desafíos de la entidad para el año entrante estará en reducir los niveles de siniestralidad en el segmento colectivo, considerando el alza antes mencionada.

Dada la estructura actual de su cartera de inversiones y un entorno económico más estable respecto a los primeros meses del año, los resultados netos de la compañía debiesen mostrar un grado de estabilidad para lo que resta del 2009, aunque podrían mostrar un leve grado de volatilidad asociada al rendimiento de sus inversiones en títulos de renta variable, posición que actualmente es acotada respecto al volumen total de su cartera de inversiones (2,2% a junio-2009). No obstante, con el reciente acuerdo de compra de ING Rentas dicha premisa podría cambiar sustancialmente en caso que la Administración decidiese tomar una estrategia comercial más activa en el segmento de rentas vitalicias, considerando la importante potencialidad que le generará en su canal de comercialización previsional la fuerza de venta proveniente de la nueva compañía. Bajo este escenario, Fitch mantendrá un monitoreo permanente a la evolución que presenten sus indicadores de solvencia, considerando que un incremento significativo al histórico producto del alza en las ventas de rentas vitalicias, probablemente presionará tanto sus resultados netos como relaciones de endeudamiento, dada la mayor constitución de reservas técnicas.

En términos de eficiencia, el alto crecimiento experimentado por la compañía en los últimos años, principalmente en los negocios tradicionales, ha ido acompañado de un mayor volumen de gastos de administración, especialmente en líneas de negocios que llevan asociados una serie de gastos asociados al canal (cobranza, uso marca, canal y red). A pesar de ello, la entidad ha mantenido índices de eficiencia operativa que se comparan favorablemente con el grupo de compañías que operan en el segmento previsional, registrando a junio-2009 un índice de gastos de administración sobre reservas técnicas de 1,4% versus un 1,8% de su mercado relevante. En tanto el índice que incluye costos netos de suscripción sobre prima retenida neta devengada alcanzó un 25,3% a dicha fecha alineándose al mercado relevante que registró un 24,8%. Para el mediano plazo, es esperable que los niveles de gastos de la compañía se alivien respecto a los que mantiene actualmente considerando las potenciales sinergias que se logren operacionalmente con la adquisición de ING Rentas.

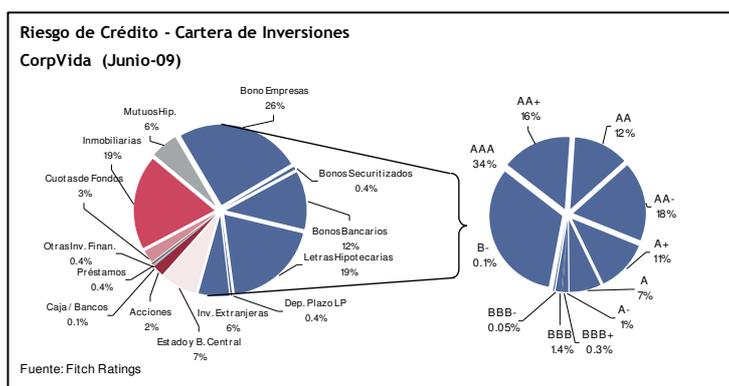
Activos y Liquidez

El mayor volumen de operaciones, especialmente en el segmento de rentas vitalicias y en productos ligados con ahorro (APV y flexibles), explica la tendencia creciente que muestra el stock de activos de la compañía, registrando en los últimos cinco años un crecimiento promedio de 5,3% real anual. Su evolución seguirá ligada al comportamiento de dichas líneas de negocios, aunque estimamos que debiese continuar acrecentándose, por lo menos en el mediano plazo, considerando los futuros planes comerciales de la Administración tras la adquisición de ING Rentas. A junio-2009 la estructura de activos se compone principalmente por inversiones de tipo financieras (76,4%) e inversiones inmobiliarias (18%), manteniendo una proporción menor en deudores varios (1,7%) y deudores por primas y reaseguro (0,2%). La liquidez de sus activos se mantiene en rangos

adecuados para su operación, registrando un índice de activos líquidos sobre reservas técnicas de 0,8 veces a junio-2009, aunque es levemente inferior al que promedia su mercado relevante (0,92 veces).

Históricamente la cartera de inversiones de CorpVida ha incorporado principalmente instrumentos de renta fija local, en su gran mayoría de buen perfil crediticio y adecuada diversificación por emisor, manteniendo una posición menor en títulos de rentas variable, que en nuestra opinión es compensada con su mayor holgura patrimonial. No obstante, reconocemos en el último tiempo una evolución creciente de sus inversiones en activos vinculados al grupo controlador (principalmente leasing y acciones), gran parte de los cuales responden a posiciones estratégicas. En esta línea, el mantenimiento de un portafolio de colocaciones e inversiones en valores de empresas relacionadas (de buena calidad crediticia) y el reciente aumento de su exposición a otras operaciones de inversiones con entidades relacionadas (Unimarc, sin calificación de riesgo, y Ripley) se ha traducido en una concentración del portafolio de inversiones relacionadas mayor que el promedio del sector, siendo que al cierre de junio-2009 dicha relación se ubica en torno a una vez su patrimonio. Es importante destacar, que si bien la mayoría de dichas inversiones corresponden a instrumentos de adecuada calidad crediticia (Categoría A+ (cl) o superior), el carácter de estratégicas de sus posiciones accionarias restan liquidez a la cartera (CorpBanca, CLC y Ripley), y una mayor posición en leasing cuyo deudor son entidades relacionadas sin clasificación de riesgo, genera mayor incertidumbre frente a otras inversiones que tienen una mediación de riesgo pública y monitoreada constantemente.

A junio-2009 las inversiones en renta fija local representan un 66,9% de la cartera total, posición que se incrementa a un 72% al incorporar sus posiciones en leasing y renta fija internacional. Éstas se componen en un 6,8% por bonos emitidos por el Estado y el Banco Central de Chile, principalmente Bonos de Reconocimiento



(47,4%), y papeles del Banco Central (50,1%). Las inversiones en instrumentos del sistema financiero, representativas del 30,1% de la cartera, están constituidas en un 61% por Letras Hipotecarias, un 37,6% por Bonos Bancarios y 1,5% por Depósitos a Plazo. Si bien todas las entidades emisoras de dichos instrumentos presentan un buen perfil crediticio individual (aproximadamente un 80% están clasificadas sobre la Categoría AA- (cl)), la cartera muestra concentraciones por emisor, particularmente Banco Estado y Banco Santander, lo cual se explica por las particularidades de un mercado poco profundo. Por su parte, la cartera de bonos corporativos se compone por un amplio *pool* de empresas, diversificadas por sector industrial y emisor, contando con una proporción relevante en instrumentos de buena clasificación de riesgo, favoreciendo el riesgo de crédito global de la cartera.

A partir del 2008 la compañía incrementó de manera importante sus inversiones en mutuos hipotecarios, representando a junio-2008 una vez su patrimonio, y los cuales comenzaron a ser adquiridos principalmente a su relacionada bancaria Corpbanca. En general, la cartera de mutuos ha mostrado un buen comportamiento de pago en el último tiempo, sin mostrar desviaciones en sus índices de morosidad, lo cual se atribuye

principalmente a los estrictos parámetros con que opera la compañía para su adquisición. La morosidad dura medida como monto de dividendos impagos superiores a 90 días sobre el saldo insoluto total de la cartera alcanza un 2,3% a junio-2009, y cuya proporción no provisionada representa un 1,1% de su patrimonio. Para el mediano plazo, estimamos que dicha posición debiese mantenerse o presentar algún grado incremento considerando la reciente adquisición de la Mutuaria relacionada a ING Rentas (ING Créditos Hipotecarios S.A.), no obstante la posición que mantiene actualmente la compañía en mutuos hipotecarios es más baja que el promedio del mercado en general.

Hasta el año 2007 la compañía había incrementado sostenidamente su posición en inversiones en el extranjero, sin embargo tras la inestabilidad de los mercados financieros internacionales, su Administración decidió no continuar incrementando dicha posición, al menos por el momento, y concentrar sus nuevos flujos de ingresos en inversiones locales. A junio-2009 la posición total en el extranjero representa un 6% de la cartera, donde su principal componente son bonos y notas estructuradas emitidas por sociedades extranjeras (80%), y en menor proporción cuotas de fondos de inversión, bonos soberanos, y acciones, todas las cuales están cubiertas frente a riesgo cambiario mediante contratos de derivados y cuyo riesgo de contraparte se mantiene igualmente acotado. En general, dicha cartera mantiene un buen perfil de crédito, sin mostrar concentraciones importantes por emisor, y cuya valorización de mercado en general no ha mostrado variaciones importantes en el último tiempo, salvo dos posiciones que presentaron una fuerte desvalorización en el último año móvil. Sobre éstas últimas, cabe señalar que el Directorio decidió provisionarlas en un 100% en los balances de la compañía, política que se mantendrá ante inversiones que presenten desvalorizaciones importantes en su valor de mercado. Importante mencionar que hasta mediados del año 2008 la compañía contaba dentro de sus inversiones en el extranjero con dos posiciones ligadas a la entidad financiera Lehman Brothers (actualmente en Quiebra), debiendo ser provisionadas en un 100% en los estados financieros de la compañía del año 2008. Actualmente la compañía ha logrado recuperar un porcentaje menor de dichas inversiones.

La posición en instrumentos de renta variable, que a junio-2009 representó un 61% del patrimonio, muestra en los últimos periodos un descenso en su concentración relativa dentro monto total de la cartera de inversiones. Su explicación se ha dado tanto por la desvalorización que presentado la cartera en general como también por una política de inversiones más restrictiva en dicho tipo de instrumentos, considerando la coyuntura de los mercados financieros de los últimos meses. La cartera se compone principalmente por cuotas de fondos de inversión locales (24,5% del patrimonio) y títulos accionarios de empresas nacionales (24,1%), manteniendo una posición menor en fondos extranjeros y fondos mutuos locales. En términos particulares, la posición en acciones si bien incorpora un amplio número de empresas, mantiene una alta concentración en Clínica Las Condes y Corpbanca (91% del portafolio accionario) y las cuales en términos de patrimonio representan un 9,4% y 12,5% respectivamente. De manera adicional, la agencia fue informada que la compañía incorporó recientemente una posición estratégica relevante de acciones en Ripley, donde el grupo ha tomado una lugar relevante en su propiedad. Por su parte, las inversiones en fondos de inversión se distribuyen en fondos de desarrollo inmobiliario, small cap y private equity, las cuales si bien en los últimos años han mostrado atractivos márgenes de rentabilidad, en los últimos periodos éstos se han ajustado bastante.

Al igual que la media de la industria, CorpVida mantiene una proporción relevante de sus inversiones en el sector inmobiliario, principalmente contratos de bienes raíces entregados en leasing y bienes raíces urbanos (10,9% y 8,1% respectivamente). La cartera de leasing se compone por 53 contratos, donde los dos principales fueron otorgados a Codelco, clasificado por Fitch en Categoría AAA (cl) y que representa un 12% del

patrimonio, e Inmobiliaria R CC, con el 19%, que forma parte del Grupo Controlador, y sin clasificación de riesgo sus principales activos (Unimarc). Dentro de los restantes contratos destacan las inversiones realizadas en instituciones educativas, cuyo comportamiento de pago ha estado dentro de parámetros normales.

El Test de Suficiencia de Activos (TSA) medido para CorpVida resultó en una tasa de reinversión ajustada por riesgo de activos de 2,1% a junio-2009 al aplicar las nuevas tablas de beneficiarios bajo la modalidad gradual, manteniéndose dentro del límite normativo de 3%. No obstante reconocemos que se ubica en la cota superior de la industria (como se observa en el gráfico), cuya razón se explica por el menor calce de la cartera con respecto a sus obligaciones.

Apalancamiento y Capitalización

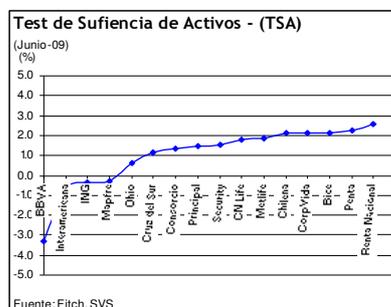
El mayor volumen de operaciones mostradas en los últimos periodos, especialmente en el segmento previsional, sumado a las pérdidas registradas durante el ejercicio 2008, explican en gran medida el deterioro de la base patrimonial y el nivel de endeudamiento de la compañía en el último tiempo. A su vez, dichas variables se han visto afectadas por cambios normativos exigidos por La Superintendencia de Valores y Seguros, en relación al reconocimiento de nuevas tablas de mortalidad (causantes; (RV-2004) y beneficiarios; (RV-2006)), hecho que ha implicado una mayor constitución de reservas previsionales presionando al alza los indicadores de apalancamiento de la compañía y el mercado. A junio-2009 CorpVida opera con un leverage normativo de 10,4 veces (FECU), ubicándose en torno al promedio del grupo de compañías que participa en el mercado previsional (10,5 veces (FECU)) y es adecuado en opinión de Fitch para el perfil de riesgo que mantiene su cartera de activos. Por su parte, su base patrimonial se compone por un capital pagado y suscrito de \$122.423 millones, reservas reglamentarias y legales por \$21.767 millones y mantiene pérdidas retenidas por \$24.207 millones, lo cual limita actualmente realizar repartos de dividendos a la entidad.

Para el mediano plazo la agencia estima que los indicadores de endeudamiento de CorpVida presentarán un leve grado de incremento considerando los planes de crecimiento que tiene presupuestados su Administración en el segmento de rentas vitalicias. En esta línea, Fitch mantendrá un monitoreo permanente a que la relación entre nivel de endeudamiento y riesgo de activos se ajusten a la clasificación de riesgo asignada.

Históricamente CorpVida no ha registrado obligaciones con Instituciones Financieras al cierre de cada periodo, considerando que a nivel de mercado dichas obligaciones tradicionalmente han representado una proporción menor del patrimonio. A junio-2009 la compañía registró un índice de pasivos financieros sobre patrimonio neto de 0,13 veces (FECU), manteniendo una adecuada holgura respecto del límite normativo de una vez.

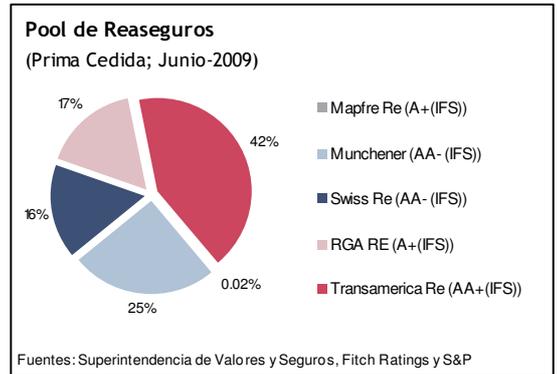
Reaseguros

CorpVida opera con una estructura de reaseguros que considera entidades reaseguradoras de prestigio y solvencia a nivel internacional, tomando como principales variables para su elección la experiencia en el mercado local, la calidad del servicio y la calidad crediticia, exigiendo como requisito una clasificación de riesgo con grado de inversión. Los contratos de reaseguros están definidos en función de los requerimientos de cada línea de negocio. Para ello, la compañía cuenta con contratos no proporcionales para sus líneas de vida, salud y desgravamen de tipo exceso de pérdida operativa, que se complementan con una cobertura de exceso de pérdida catastrófica en caso de un evento de magnitudes mayores (contratada con PartnerRe (AA- (IFS)), donde la exposición máxima de la compañía representa un 3,9% de su patrimonio a junio de 2009. Actualmente la compañía opera con un buen pool de reaseguradores internacionales, manteniendo una mayor concentración en Hannover, aunque todos presentan un buen perfil de riesgo crediticio individual (ver



cuadro adjunto).

Al igual que las demás compañías del segundo grupo, en especial aquellas que comercializan rentas vitalicias, CorpVida retiene prácticamente la totalidad de su primaje suscrito (99,6% a junio-2009), considerando que en el segmento previsional retiene el 100% del primaje y es su mayor generador de ingresos. En tanto el nivel de retención en el segmento tradicional ha tendido a incrementarse en los últimos periodos, reteniendo a junio-2009 el 98,8% de las primas suscritas, levemente por sobre el promedio que registra el mercado. Dicha alza provino principalmente de la mayor retención en las cuentas vida y salud del segmento colectivo.



Resumen Financiero (MM\$)

COMPANÍA DE SEGUROS CORPVIDA S.A.

BALANCE GENERAL	Jun-09	Jun-08	Dic-08	Dic-07	Dic-06	Dic-05	Dic-04
Activos Líquidos	877,918	899,127	892,751	895,613	879,356	888,393	846,015
Caja y Cuenta Corriente	1,576	1,027	1,705	1,579	446	328	880
Inversiones Renta Fija	864,550	894,542	886,024	888,626	874,631	887,375	845,002
Sector Privado	658,099	613,282	673,489	619,085	636,311	612,136	570,227
Estatal	82,300	106,986	82,649	155,507	164,377	237,907	235,483
Mutuos Hipotecarios	64,331	93,503	66,626	24,876	16,067	17,074	25,261
Renta Fija Extranjero	59,821	80,771	63,260	89,159	57,876	20,258	14,031
Otras Financieras	8,497	3,558	3,988	5,407	1,833	0	0
Fondos Mutuos	3,296	0	1,035	0	2,447	690	133
Leasing Inmobiliario	127,212	88,499	90,974	90,968	70,810	56,220	52,207
Renta Variable	66,636	87,574	69,139	68,354	71,473	52,366	48,717
Bienes Raíces	94,159	64,718	90,577	45,551	26,525	13,190	11,509
Inversiones CUI	33,405	28,796	27,116	26,069	19,721	14,692	10,555
Préstamos	784	650	703	613	572	441	502
Sobre Pólizas	784	650	703	613	572	441	502
Otros							
Deudores por Prima	1,195	1,781	1,887	2,221	1,326	2,442	3,938
Deudores por Reaseguro	897	379	486	194	348	205	170
Activos Fijos	1,927	1,500	1,811	1,061	760	266	253
Otros Activos	33,006	56,574	25,183	42,024	37,925	39,737	29,179
TOTAL ACTIVOS	1,237,139	1,229,598	1,200,627	1,172,668	1,108,815	1,067,952	1,003,044
Reservas Técnicas	1,082,843	1,028,062	1,065,167	983,565	945,934	927,262	877,051
Matemáticas	5,444	4,585	5,130	3,520	2,675	2,363	2,330
Riesgo en Curso	768	867	1,139	342	444	395	164
Previsionales	1,065,334	1,012,551	1,047,633	969,648	933,397	917,347	867,463
Reserva de Siniestros	1,427	929	1,178	1,059	886	782	771
Siniestros	1,218	790	1,002	967	797	692	698
Ocurrido y No Reportado	209	139	177	92	89	90	73
Otros	9,871	9,131	10,088	8,996	8,532	6,376	6,323
Reservas CUI	32,999	28,399	26,684	25,493	19,084	14,171	10,483
Obligaciones con Bancos	0	0	0	0	0	0	0
Primas por Pagar	305	338	390	410	585	363	710
Cuentas por Pagar	13,143	54,425	15,444	37,760	28,519	27,819	14,076
Otros Pasivos	289	975	268	206	65	49	17
TOTAL PASIVOS	1,129,579	1,112,200	1,107,953	1,047,434	994,188	969,663	902,338
Capital Pagado	122,423	115,819	119,577	119,563	119,604	119,631	119,658
Reservas	21,767	26,535	22,356	24,937	23,361	16,392	23,893
Utilidad (Pérdida) Retenida	(36,630)	(24,955)	(49,258)	(19,266)	(28,338)	(37,734)	(42,844)
PATRIMONIO	107,560	117,398	92,674	125,234	114,627	98,288	100,707

Resumen Financiero (MM\$)						
COMPAÑIA DE SEGUROS CORPVIDA S.A.						
ESTADO DE RESULTADO	Jun-09	Jun-08	Dic-08	Dic-07	Dic-06	Dic-05
Prima Directa y Aceptada	53,705	75,340	140,294	106,129	83,869	95,708
Ajuste de Reservas	(6,250)	(4,505)	(3,595)	(7,159)	(5,279)	(3,954)
Prima Cedida	(203)	(363)	(765)	(666)	(798)	(573)
Prima Retenida Neta Devengada	47,251	70,471	135,935	98,304	77,791	91,181
Costo de Siniestro Directo	(69,699)	(90,254)	(171,622)	(136,189)	(119,605)	(130,672)
Costo de Siniestro Cedido	1,018	1,382	2,825	2,393	2,281	2,161
Costo de Siniestro Neto	(68,681)	(88,872)	(168,796)	(133,796)	(117,324)	(128,511)
Costo de Adquisición Directo	(4,143)	(4,784)	(9,510)	(6,378)	(5,080)	(4,999)
Gastos de Administración	(7,846)	(8,066)	(16,570)	(12,459)	(10,522)	(9,505)
Ingreso por Reaseguro Cedido	12	14	43	0	0	0
Costo Neto de Suscripción	(11,976)	(12,836)	(26,037)	(18,837)	(15,603)	(14,504)
Otros Ingresos (Gastos) Operacionales Netos	(123)	(43)	(95)	(13)	(34)	(32)
Resultado de Operación	(33,529)	(31,280)	(58,993)	(54,342)	(55,169)	(51,865)
Ingresos Financieros	47,943	24,880	25,448	68,948	64,855	58,707
Gastos Financieros	(27)	0	0	0	(468)	(158)
Otros Ingresos (Egresos) Netos	(318)	(84)	386	80	46	345
Items Extraordinarios	(423)	(346)	(1,817)	(4,179)	(407)	(1,712)
Resultado Antes de Impuesto	13,645	(6,830)	(34,976)	10,507	8,856	5,317
Impuestos	(1,005)	1,135	4,986	(1,445)	532	(217)
Resultado Neto	12,641	(5,695)	(29,990)	9,062	9,388	5,100
Indices Financieros	Jun-09	Jun-08	Dic-08	Dic-07	Dic-06	Dic-05
Desempeño						
Participación de Mercado (% Prima Directa)	5.3%	6.2%	6.1%	4.9%	4.4%	5.4%
Participación de Mercado (% Activos)	7.1%	7.3%	7.0%	7.1%	7.1%	7.2%
Indice de Retención	99.6%	99.5%	99.5%	99.4%	99.0%	99.4%
Indice de Siniestralidad Directa	129.8%	119.8%	122.3%	128.3%	142.6%	136.5%
Indice de Siniestralidad Neta	145.4%	126.1%	124.2%	136.1%	150.8%	140.9%
Costo de Adquisición Directo / Prima Directa y Aceptada	7.7%	6.4%	6.8%	6.0%	6.1%	5.2%
Gastos de Administración / Prima Directa y Aceptada	14.6%	10.7%	11.8%	11.7%	12.5%	9.9%
Costo Neto de Suscripción / Prima Retenida Neta Devengada	25.3%	18.2%	19.2%	19.2%	20.1%	15.9%
Resultado de Operación / Prima Retenida Neta Devengada	(71.0%)	(44.4%)	(43.4%)	(55.3%)	(70.9%)	(56.9%)
Indice Combinado	171.0%	144.4%	143.4%	155.3%	170.9%	156.9%
Indice Operacional	69.6%	109.1%	124.7%	85.1%	88.2%	92.7%
Ingreso Financiero Neto / Activo Promedio	7.9%	4.1%	2.2%	6.3%	11.6%	11.0%
ROAA	2.1%	(0.9%)	(2.5%)	0.8%	0.9%	0.5%
ROAE	25.3%	(9.4%)	(27.5%)	7.6%	8.8%	5.1%
Solvencia y Endeudamiento						
Pasivo Exigible / Patrimonio (Veces)	10.5	9.5	12.0	8.4	8.7	9.9
Reservas / Pasivo Exigible (Veces)	0.96	0.92	0.96	0.94	0.95	0.96
Obligaciones con Bancos / Pasivo Exigible	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Reservas / Prima Retenida Neta Devengada	1,116.9%	364.7%	753.6%	981.4%	1,204.0%	989.4%
Prima Retenida Neta Devengada / Patrimonio (Veces)	0.84	2.40	1.25	0.82	0.73	0.92
Leverage Normativo (Veces)	10.4	9.3	11.9	8.2	8.6	9.8
Patrimonio / Activos (%)	8.7%	9.5%	7.7%	10.7%	10.3%	9.2%
Inversiones y Liquidez						
Activos Líquidos / Reservas (Veces)	0.81	0.87	0.84	0.91	0.93	0.96
Activos Líquidos / (Reservas + Deuda Financiera) (Veces)	0.81	0.87	0.84	0.91	0.93	0.96
Activos Líquidos / Pasivo Exigible (Veces)	0.78	0.81	0.81	0.86	0.88	0.92
Activo Fijo / Activos Totales (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Rotación Prima por Cobrar (días)	4	4	5	8	6	9
Rotación Deudores por Reaseguro (días)	793	188	229	105	157	129
Deudores por Reaseguro / Patrimonio	0.8%	0.3%	0.5%	0.2%	0.3%	0.2%

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