

**MAPFRE Garantías y Crédito S.A.**

Abril 2010

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Pólizas de Seguros	<b>AA-</b>	Analista	Bárbara Lobos M.
Perspectiva de Riesgo	<b>Estable</b>	Teléfono	56-2-433 5200
		Fax	56-2-433 5201
		Correo Electrónico	<a href="mailto:ratings@humphreys.cl">ratings@humphreys.cl</a>
		Sitio Web	<a href="http://www.humphreys.cl">www.humphreys.cl</a>
EEFF base	Diciembre 2008	Tipo de Reseña	Reseña Anual

Estado de Resultados Individual					
Cifras en Miles de \$ de diciembre de 2009	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Prima Directa	4.128.635	5.369.183	6.191.833	7.782.656	6.075.670
Prima Cedida	-3.094.184	-4.487.164	-4.950.127	-6.005.572	-4.588.159
Prima Retenida Neta	1.034.451	882.019	1.241.706	1.777.084	1.487.511
Siniestros Netos	-289.538	-327.736	-391.097	-1.582.682	-2.634.873
R. Intermediación	846.238	1.293.011	1.356.217	1.480.192	816.435
<b>Margen de Contribución</b>	<b>1.428.444</b>	<b>1.918.816</b>	<b>1.943.805</b>	<b>1.268.028</b>	<b>-390.647</b>
Costo de Administración	-997.921	-1.229.929	-1.524.726	-1.660.096	-1.819.095
<b>Resultado Operacional</b>	<b>430.523</b>	<b>688.887</b>	<b>419.079</b>	<b>-392.068</b>	<b>-2.209.742</b>
<b>Resultado de Inversión</b>	<b>157.121</b>	<b>240.338</b>	<b>251.933</b>	<b>318.430</b>	<b>182.829</b>
<b>Resultado Final</b>	<b>693.990</b>	<b>726.489</b>	<b>681.702</b>	<b>101.276</b>	<b>-1.416.210</b>

Balance General Individual					
Cifras en Miles de \$ de diciembre de 2009	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Inversiones	5.530.875	5.625.724	5.479.736	6.709.372	3.872.690
Deudores por Primas	910.528	1.173.585	1.084.395	1.038.964	767.963
Deudores por Reaseguros	51.088	152.408	676.333	236.291	3.061.497
Otros Activos	433.554	573.746	758.895	2.092.702	2.124.552
<b>Total Activos</b>	<b>6.926.044</b>	<b>7.525.463</b>	<b>7.999.359</b>	<b>10.077.328</b>	<b>9.826.702</b>
Reservas Técnicas	1.493.728	1.620.123	2.114.087	4.437.398	4.347.183
Obligaciones Financiera	0	79.466	0	0	0
Otros Pasivos	353.021	457.717	386.144	673.672	1.913.230
Patrimonio	5.079.294	5.368.157	5.499.129	4.966.258	3.566.289
<b>Total Pasivos</b>	<b>6.926.044</b>	<b>7.525.463</b>	<b>7.999.359</b>	<b>10.077.328</b>	<b>9.826.702</b>

## 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 empresa forma parte del Grupo *MAPFRE*, consorcio español con presencia en Latinoamérica, de reconocida solvencia y prestigio internacional y con una amplia trayectoria en el negocio de seguros, previsional y financiero. A la fecha participa en los ramos de garantía, seguros de crédito a la exportación y ventas a plazo, alcanzando un primaje total anual a diciembre de 2009 de US\$12 millones.

Durante 2009, como resultado del entorno económico recesivo (caída de 1,5% del producto interno bruto), de fluctuaciones de precios que afectaron al sector agrícola en donde la compañía presentaba exposición y de un endurecimiento temporal de las políticas de suscripción de riesgos por parte de la compañía, se observó una contracción del primaje de la firma y un importante incremento en su siniestralidad, provocando pérdidas por aproximadamente US\$ 2,8 millones y una disminución del 29% de su patrimonio, todo lo cual implicó que el endeudamiento relativo de MAPFRE Garantía y Crédito aumentara a 1,76 veces.

Si bien el efecto de la coyuntura económica en el patrimonio de la compañía fue mayor que el esperado por *Humphreys*, la ratificación de la clasificación en "*Categoría AA-*" se sustenta en que la empresa forma parte del grupo *MAPFRE*, conglomerado asegurador solvente y con capacidad de apoyar efectivamente las eventuales necesidades de capital que la sociedad tenga en el futuro. También se tomó en consideración que el nivel de endeudamiento relativo de la compañía, pese a su significativo incremento, se mantiene en niveles controlables; asimismo, se espera que exista un fortalecimiento patrimonial respecto de la situación actual, a consecuencia del recupero de parte de los siniestros reconocidos durante el periodo (actualmente 100% provisionados).

En una perspectiva de más largo plazo, la clasificación se ve favorecida por el aporte de la matriz en términos operativos, comerciales y de control de riesgos, así como por el adecuado posicionamiento de la compañía dentro de su segmento relevante.

Por otra parte, entre los elementos que restringen la clasificación destacan las características propias de su negocio, al no favorecer la diversificación de la cartera de productos, por una parte, así como por el tamaño comparativamente pequeño del mercado. Lo descrito favorece que la competencia al interior del sector se centre en la variable precio, lo que a futuro podría afectar negativamente los márgenes del negocio, proceso que se acentuaría con la eventual entrada de nuevos oferentes. Esto se ve atenuado por los aumentos en los precios de las pólizas registrados durante el último período, cuestión propiciada por la manifestación de los riesgos involucrados en éstas.

La evaluación también reconoce la exposición de la compañía, y de la industria en general, a los proveedores de información relevante para la cuantificación de los riesgos asumidos.

La tendencia de clasificación se califica "*Estable*"<sup>1</sup>, tomando en cuenta de que en el mediano plazo no se evidencian cambios significativos en la situación de solvencia de la sociedad.

A futuro la nota de riesgo de la compañía podría verse favorecida en tanto se observe una disminución relevante en la exposición de su patrimonio ante siniestros individuales, y en tanto incrementa el volumen de sus operaciones –del mismo modo que su mercado-, reduciendo en términos relativos la exposición de sus ventas al ingreso de nuevos competidores al negocio.

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

## Definición de Categoría de Riesgo

### 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

---

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

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 mostró un deterioro de 22% durante 2009 respecto al año anterior, alcanzando los \$ 6.075 millones (alrededor de US\$ 12 millones). Esta disminución, en términos de magnitud, se observó de forma similar en los ramos de garantía y de crédito por venta a plazo y a la exportación (disminuciones entre \$ 500 millones y \$ 700 millones en cada ramo), aun cuando proporcionalmente las caídas más relevantes se observaron en los ramos de garantía y crédito a la exportación (el primaje en ambos ramos cayó 30%, mientras que en crédito por ventas a plazo bajó 13%). El primaje directo total de la compañía representa un 0,5% del mercado total de seguros generales y un 20% del primaje de las empresas especializadas en seguros de garantías y crédito.

La prima retenida neta ascendió a \$ 1.488 millones, implicando una disminución nominal de 15% y un nivel de retención de 24% (23% en 2008).

En términos de pólizas vigentes, durante 2009 se observó una caída de 21% en relación con el año anterior, sumando 2.092 (2.644 en 2008 y 2.678 en 2007). En el mismo período, el monto promedio asegurado pasó de \$ 690 millones en 2008 a \$ 545 millones en 2009.

Los costos por siniestros sumaron \$ 10.789 millones en términos directos y \$ 2.635 millones en términos netos, implicando incrementos nominales de 63% y 66%, respectivamente, en comparación con igual período anterior. Este aumento se relaciona con un alza del indicador de siniestralidad retenida global, el que alcanzó una relación de 161,83% durante 2009, mientras que en 2008 alcanzaba un valor de 107,43%. El incremento de la siniestralidad ocurrió principalmente en los ramos de crédito por ventas a plazo y de garantía, los que a la fecha concentran la mayor proporción de sus ventas, con alzas de 53% y 38%, respectivamente (el ramo de fidelidad aumentó ocho veces su indicador, pero presenta baja participación en la prima total de la compañía en relación a los ramos mencionados). Paralelamente, el crecimiento en el número de siniestros en estos ramos fue de 88% y 59%, respectivamente.

Como resultado de lo anterior se observaron disminuciones en los márgenes de contribución de todos los ramos en los que participa, especialmente en seguros de crédito por ventas a plazo y de garantía (donde los márgenes presentaron disminuciones de \$ 1.032 millones y \$ 330 millones, respectivamente).

Los resultados de intermediación han producido un beneficio para la compañía de \$ 816 millones, cifra que se compara negativamente con el beneficio que alcanzaba durante el año 2008 (\$ 1.480 millones).

Respecto a los costos de administración, éstos ascendieron a \$ 1.819 millones, experimentando un aumento nominal de 10% en comparación con igual período anterior. Adicionalmente, en términos relativos, los gastos de administración sobre prima directa alcanzaron una relación de 30% durante 2009, mientras que en 2008 la relación alcanzó un nivel de 21%.

A su vez, el producto de inversiones mostró una disminución nominal de 43%, situándose en torno a \$ 183 millones durante 2009 (\$ 318 millones en 2008).

Con todo, la compañía anotó un margen de contribución negativo de \$ 1.390 millones durante el ejercicio que se compara negativamente con el margen positivo de \$ 1.268 millones en 2008. Finalmente, el resultado del período implicó una pérdida de \$ 1.410 millones (US\$ 2,8 millones), cifra que se compara desfavorablemente con lo acontecido en igual período anterior, cuando obtuvo una utilidad de \$ 101 millones, lo que se explica principalmente por las disminuciones del primaje y el aumento de los siniestros mencionados anteriormente.

## Oportunidades y Fortalezas

**Apoyo de la matriz:** En nuestra opinión, dentro del grupo *MAPFRE* se visualiza un esfuerzo real por traspasar la experiencia y *know how* hacia sus filiales, así como aprovechar las sinergias entre todas las empresas del grupo. En lo concreto, este punto se materializa a través de canales de comunicación directos y expeditos, con una fuerte supervisión y permanente apoyo al control de las operaciones, y adopción de las políticas impulsadas por el grupo para la región a la que pertenece. Adicionalmente se considera que la matriz tiene una adecuada capacidad de responder a las eventuales necesidades de capital de la sociedad evaluada. En la práctica, se

observa que MAPFRE S.A., cabeza del grupo, en términos consolidados, mantiene un patrimonio neto por un monto cercano a € 7.094 millones a diciembre 2009, mientras que el patrimonio de **MAPFRE Garantía y Crédito** representa menos del 1% de este monto.

**Área de Control Interno:** Se inserta dentro del modelo de control general del grupo, que es totalmente independiente de **MAPFRE Garantía y Crédito** y dependiente de la unidad de control global radicada en España.

**Calidad de la Cartera de Inversiones:** La compañía cuenta con una política de inversión que permite acotar los riesgos de la cartera. A la fecha, la totalidad de las inversiones en renta fija cuenta con clasificación superior a categoría "A", cubriendo un 85% de las reservas técnicas. Lo anterior se enmarca dentro de una política de inversiones conservadora a lo largo del tiempo.

**Solvencia de Reaseguro:** En cuanto a reaseguros, la empresa opera principalmente con su relacionada *MAPFRE Re* (98% de la prima cedida en 2009), entidad con una elevada clasificación de riesgo a escala global. Adicionalmente, para acotar el riesgo proporcionalmente retenido se han suscrito contratos catastróficos de exceso de pérdida al interior del grupo. 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.

## 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 de las compañías de garantía y crédito, comparada con todos los seguros generales, evidencia que se trata de un mercado reducido en términos relativos (a diciembre de 2009 representa cerca de un 3% en comparación con el mercado de seguros generales<sup>2</sup>). Esta situación, en opinión de *Humphreys*, hace más vulnerable al sector frente al ingreso de nuevos partícipes al negocio 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). Sin embargo, cabe destacar que las áreas administrativas se manejan en conjunto con la

<sup>2</sup> Se considera la prima en relación al conjunto de las compañías de seguros generales y de garantía y crédito.

administración del grupo MAPFRE en Chile (incluye además las compañías de seguros de vida y generales), lo que permite acotar los efectos de las escala en la calidad de la administración.

**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 de que se requiera 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 sociedad forma parte del grupo *MAPFRE*, consorcio español de reconocida solvencia y prestigio internacional, el cual posee una amplia experiencia en las actividades aseguradora, previsional y financiera, y que actualmente mantiene presencia en España y otros 44 países. En la práctica, la solvencia financiera del grupo queda de manifiesto dado que, a escala global, MAPFRE S.A. ha sido calificada en "A+", y la fortaleza financiera de MAPFRE Empresa Compañía de Seguros y Reaseguros S.A., y MAPFRE Re en "AA".

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.	99,99%
Inversiones Ibéricas Ltda.	0,01%

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 Casas Gutiérrez	Presidente
Carlos Molina Zaldivar	Director
Juan Pablo Uriarte Díaz	Director
Ernesto Illanes Leiva	Director
Orlando Sillano Zan	Director
Miguel Luis Amunátegui Monckeberg	Director
Gonzalo Febrer Pacho	Director
Luis Santamaría Campusano	Director
Andrés Chaparro Kaufmann	Director

Ejecutivo	Cargo
Rodrigo Campero Peters	Gerente General
Leonardo Zamorano Cecchi	Gerente de Producción
Jorge Brito Naranjo	Gerente Comercial

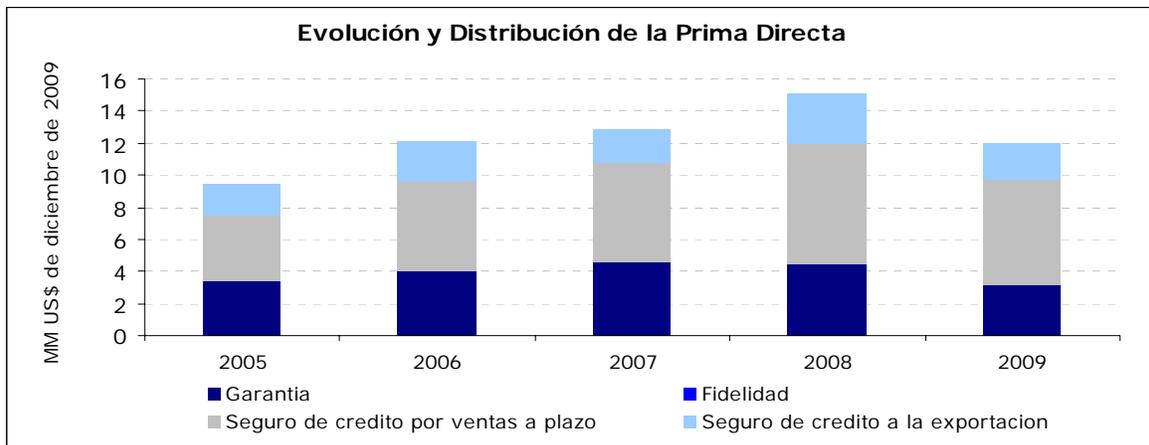
## Cartera de Productos

Los seguros de créditos destacan por ser un tipo de pólizas que pueden ser emitidas exclusivamente por sociedades de giro específico. 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.

Individualmente, los productos comercializados por la compañía corresponden a los seguros de garantía (26,1%), fidelidad (0,3%), seguros de crédito a ventas a plazo (54,6%) y seguros de crédito de exportaciones (18,9%). A continuación se muestra la prima directa, su distribución y

el margen para los últimos dos años, así como la evolución y distribución de la prima para los últimos cinco años:

	Prima Directa (MM\$)		Distribución de la Prima		Distribución del Margen (MM\$)	
	Dic-09	Dic-08	Dic-09	Dic-08	Dic-09	Dic-08
<b>Garantía</b>	1.587	2.280	26%	29%	345	675
<b>Fidelidad</b>	20	25	0%	0%	7	10
<b>Seg. Crédito Ventas a plazo</b>	3.320	3.832	55%	49%	-733	299
<b>Seg. Crédito Exportaciones</b>	1.149	1,645	21%	21%	-9	284



## 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 cinco compañías y donde **MAPFRE Garantía y Crédito** mantenía una participación, a diciembre de 2009, de 19,1% en ventas a plazo, ocupando un tercer lugar en el segmento (segundo durante 2008) y de 14,1% en seguros de exportación. Por su parte, los seguros de garantías y fidelidad pueden ser comercializados por cualquier compañía de seguros generales. En estos segmentos, la compañía mantiene participaciones de 18% (que implica un tercer lugar en el segmento) y menor a 1% en términos de prima directa, respectivamente (considerando la oferta de la totalidad de las compañías de seguros generales). A diciembre de 2009, **MAPFRE Garantía y Crédito** alcanzaba el tercer lugar en el mercado de garantía y crédito con un 20% de

participación (medido en términos de prima directa), manteniendo menos del 1% de la prima del mercado de seguros generales.

A continuación se presentan las participaciones de mercado de **MAPFRE Garantía y Crédito** por segmento medidas en términos de prima directa en relación a todas las compañías de seguros generales y de garantía y crédito:

Participación de mercado por prima directa					
	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Garantía	25,27%	27,99%	30,87%	26,05%	
Fidelidad	0,00%	0,00%	0,00%	0,43%	
Seg. Crédito Ventas a plazo	21,16%	24,98%	23,15%	23,33%	19,12%
Seg. Crédito Exportaciones	18,99%	17,71%	15,68%	16,53%	14,07%
<b>TOTAL</b>	<b>0,54%</b>	<b>0,65%</b>	<b>0,61%</b>	<b>0,61%</b>	0,50%

## 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 15%. En relación a los montos asegurados retenidos sobre el patrimonio, a la fecha de la clasificación, la compañía muestra un indicador promedio total de 3,82%, teniendo la máxima exposición en el ramo de seguros de crédito para las ventas a plazo, con una exposición por póliza del 43,26% 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 cinco años<sup>3</sup>:

Monto Asegurado Promedio sobre Patrimonio					
	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
<b>Garantía</b>	1,58%	1,87%	1,97%	2,39%	3,12%
<b>Fidelidad</b>				1,90%	3,62%
<b>Seg. Crédito Ventas a plazo</b>	46,17%	71,76%	222,34%	141,73%	173,03%
<b>Seg. Crédito Exportaciones</b>	20,88%	29,07%	123,87%	130,95%	111,64%
<b>TOTAL</b>	<b>4,72%</b>	<b>6,33%</b>	<b>16,65%</b>	<b>13,71%</b>	<b>15,29%</b>

<sup>3</sup> Indicadores se calculan en base al monto asegurado y el número de pólizas vigentes a la fecha de los estados financieros correspondientes.

Monto Asegurado Retenido Promedio sobre Patrimonio					
	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
<b>Garantía</b>	0,32%	0,41%	0,43%	0,53%	0,78%
<b>Fidelidad</b>				0,42%	0,90%
<b>Seg. Crédito Ventas a plazo</b>	6,93%	12,92%	48,92%	32,90%	43,26%
<b>Seg. Crédito Exportaciones</b>	3,13%	5,23%	27,25%	30,40%	27,91%
<b>TOTAL</b>	<b>0,78%</b>	<b>1,21%</b>	<b>3,66%</b>	<b>3,16%</b>	<b>3,82%</b>

El alza en el indicador de riesgo promedio retenido sobre patrimonio desde 2006 a 2007 se debe, principalmente, a cambios la forma de contabilizar los montos asegurados. En cualquier caso, debe considerarse que sobre estos montos retenidos la compañía cuenta con contratos de reaseguro catastróficos de exceso de pérdida que permiten acotar más aún los riesgos asumidos sobre el patrimonio.

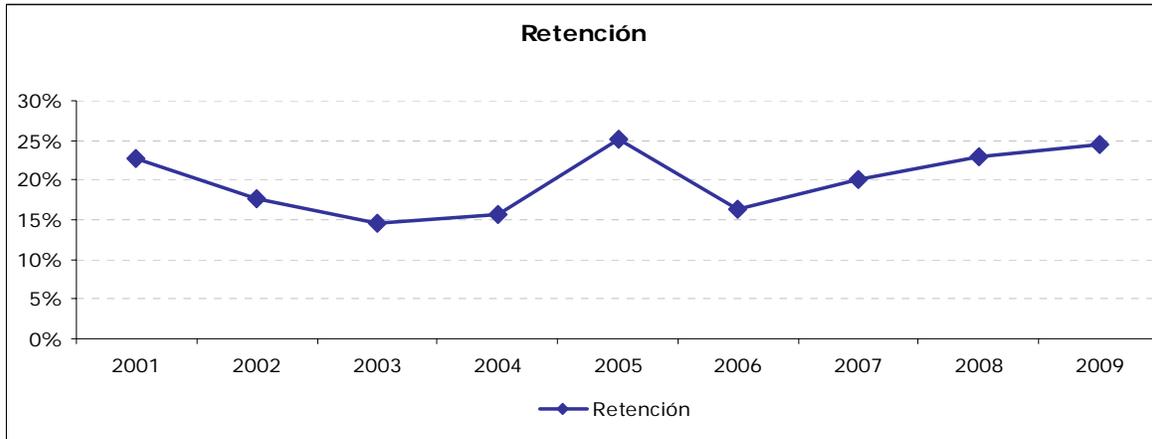
## Reaseguros

Durante 2009, el 98% de la prima cedida se traspasó al interior del grupo MAPFRE a través de MAPFRE Re., firma clasificada en categoría "AA" en escala global. A la fecha, el 100% de los reaseguros proporcionales y de los contratos catastróficos se han contratado con MAPFRE Re., en tanto los facultativos se han suscrito con Munchener Ruckversicherungs Aktiengesellschaft In Manchen, Hannover Ruckversicherungs Aktiengesellschaft y Axis Re Limited.

Si bien la compañía trabaja con reaseguradores de reconocidos por su calidad y solvencia, en la práctica, dada su estructura de contratos de reaseguro, el monto promedio de exposición por evento –antes de considerar los contratos de exceso de pérdida- asciende a un 3,82% de su patrimonio contable (3,2% a diciembre de 2008)<sup>4</sup>. Al considerar los contratos de exceso de pérdida, la máxima exposición por riesgo individual en el ramo de garantía son UF 32.000 (prioridad del contrato catastrófico de exceso de pérdida), lo que equivale al 18% del patrimonio vigente, y US\$1 millón por riesgo (deudor o grupo de deudores) en el ramo de crédito (prioridad del contrato catastrófico de exceso de pérdida), lo que equivale al 14% del patrimonio.

A lo anterior se suma un sostenido incremento en los niveles de retención desde 2006 a la fecha, según se muestra a continuación:

<sup>4</sup> Medido como monto asegurado promedio retenido sobre patrimonio.

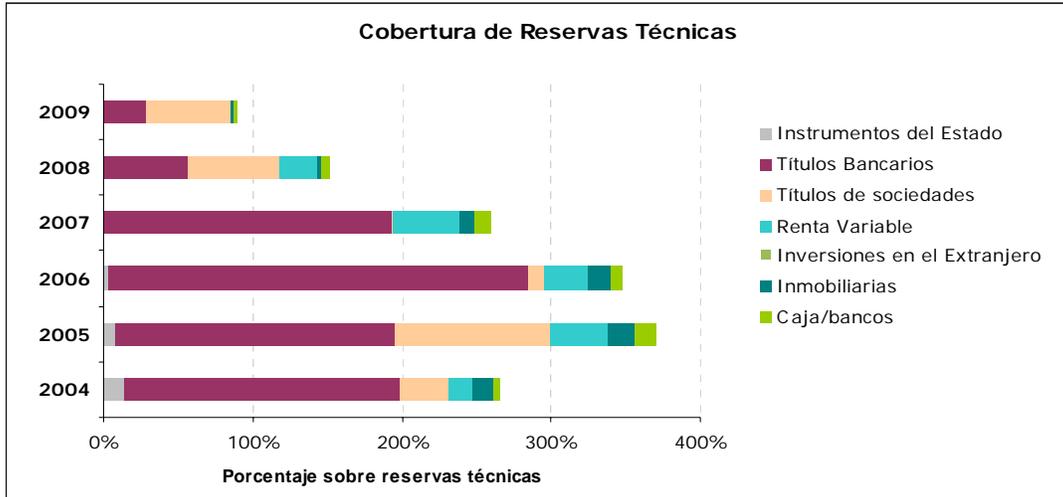


Según lo manifestado por la administración de la compañía, el *peak* de retención observado en 2005 se debe a un ajuste puntual del reaseguro y no a un cambio en las políticas.

## 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 2009, en la que se puede observar que el 95,1% de las inversiones se materializan en instrumentos de renta fija. En contraposición, las inversiones en renta variable se manifiestan con un 0,1% de la cartera. En el ejercicio de 2009 la compañía obtuvo una rentabilidad real de 3,48% por sus inversiones. A continuación se muestra la distribución de las inversiones en los últimos cinco años, la evolución de cobertura de reservas técnicas según tipo de instrumento y la composición de la cartera de renta fija según clasificación de riesgo a la fecha de los últimos estados financieros:

	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
<b>Inversiones (\$ Miles)</b>	<b>4.735.286</b>	<b>4.940.164</b>	<b>5.188.413</b>	<b>6.803.257</b>	<b>3.872.690</b>
Renta fija	80,9%	85,0%	74,8%	77,6%	95,1%
Instrumentos del Estado	2,2%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Títulos Bancarios	50,5%	80,9%	74,3%	37,8%	32,3%
Títulos emitidos por Sociedades	28,2%	3,2%	0,6%	39,8%	62,8%
Renta variable	10,3%	8,5%	17,5%	16,8%	0,1%
Acciones	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Inversiones en el extranjero	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Inmobiliarias y similares	5,0%	4,5%	3,6%	2,3%	2,5%
Caja/bancos	3,8%	2,0%	4,1%	3,3%	2,3%



Composición inversiones en renta fija diciembre 2009			
Clasificación	Monto (M\$)	Proporción	Proporción acum.
AAA	972.597	26%	26%
AA+	262.911	7%	34%
AA	1.455.580	40%	73%
AA-	444.829	12%	85%
A+	-	0%	85%
A	547.057	15%	100%
<b>Total Renta Fija</b>	<b>3.682.974</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

## Generación de Caja<sup>5</sup>

Hasta 2007 la compañía aumentó sostenidamente sus flujos de caja, mostrando flujos netos negativos durante 2008 y 2009. Durante el ejercicio 2009 obtuvo un flujo neto negativo de operaciones en torno a los \$ 2.352 millones, el que se mantuvo negativo por \$ 1.996 millones al incluir el importe contabilizado en "Otros Ingresos" dentro del flujo de caja.

La generación de flujos durante el último periodo se concentró principalmente en la cesión de riesgos (61%), mientras que la venta directa y a través de intermediarios representaron en conjunto un 39% de los ingresos.

<sup>5</sup> 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.

La cesión de prima, en tanto, representó el 25% de sus egresos, siendo los siniestros directos la principal fuente de desembolso para la compañía (alrededor del 60%), mientras que la importancia relativa de los gastos combinados<sup>6</sup> alcanzó al 14% de sus egresos.

Flujos (M\$)	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Venta Total	4.128.635	5.369.183	6.191.833	7.782.656	6.075.670
Venta Directa	1.160.134	1.688.263	1.407.580	1.177.831	525.257
Venta Intermediarios	2.968.501	3.680.920	4.784.253	6.604.825	5.550.413
Prima Aceptada	0	0	0	0	0
Apoyo de Reaseguro	2.539.158	3.298.362	3.511.141	7.134.455	9.649.731
Siniestros Cedidos	1.392.941	1.638.186	1.665.869	5.023.474	8.153.694
Reaseguro Cedido	1.146.217	1.660.176	1.845.272	2.110.981	1.496.037
<b>Total Ingresos</b>	<b>6.667.793</b>	<b>8.667.545</b>	<b>9.702.974</b>	<b>14.917.111</b>	<b>15.725.401</b>
Costo de Siniestros	-1.682.479	-1.965.922	-2.056.966	-6.606.156	-10.788.567
Siniestros Directos	-1.682.479	-1.965.922	-2.056.966	-6.606.156	-10.788.567
Siniestros Aceptados	0	0	0	0	0
Reaseguro Aceptado	0	0	0	0	0
Costo Reaseguros	-3.094.184	-4.487.164	-5.008.567	-6.140.567	-4.789.898
Prima Cedida	-3.094.184	-4.487.164	-4.950.127	-6.005.572	-4.588.159
Exceso de Pérdidas	0	0	-58.440	-134.995	-201.739
Gastos + Intermediación	-1.297.900	-1.597.094	-2.013.781	-2.290.885	-2.498.697
Intermediación Directa	-299.979	-367.165	-489.055	-630.789	-679.602
Costo de Administración	-997.921	-1.229.929	-1.524.726	-1.660.096	-1.819.095
<b>Total Egresos</b>	<b>-6.074.563</b>	<b>-8.050.180</b>	<b>-9.079.314</b>	<b>-15.037.608</b>	<b>-18.077.162</b>
Flujos Netos	<b>593.230</b>	<b>617.365</b>	<b>623.660</b>	<b>-120.497</b>	<b>-2.351.761</b>
Otros Ingresos	239.104	-35.339	177.547	562.598	355.881
<b>Flujo Neto + Otros Ingresos</b>	<b>832.334</b>	<b>582.026</b>	<b>801.207</b>	<b>442.101</b>	<b>-1.995.880</b>

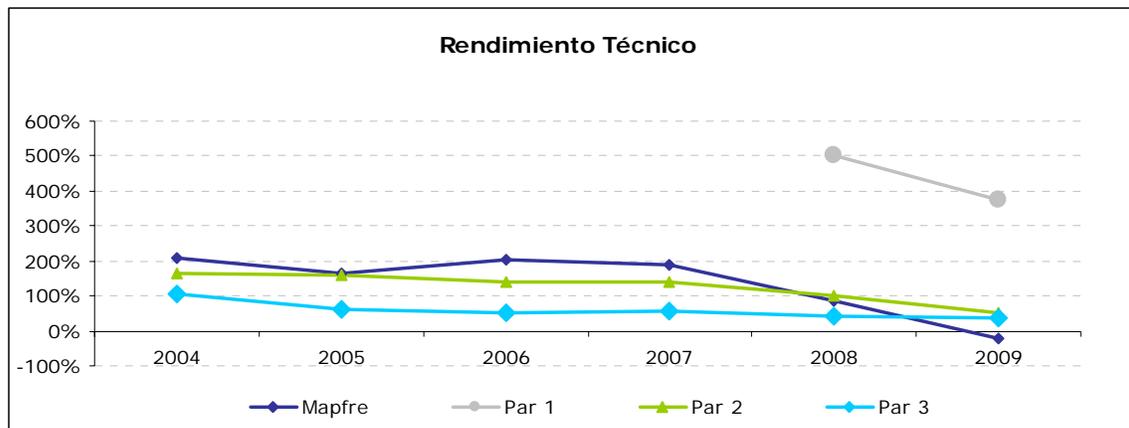
<sup>6</sup> Corresponde a la relación entre la suma de los gastos de administración e intermediación directa sobre el primaje directo de la compañía.

## Análisis Financiero

### Rendimiento Técnico<sup>7</sup> y Siniestralidad<sup>8</sup>

El resultado técnico de la cartera presentó indicadores considerados como elevados en relación a su mercado relevante y al promedio de las compañías de seguros generales hasta 2008. Durante 2009, producto del contexto económico nacional, presentó un rendimiento técnico negativo de 23%. Aún así, en promedio, la compañía exhibe un rendimiento elevado (resultado técnico promedio anual de los últimos tres ejercicios asciende a 83%) en relación a las compañías del mercado de seguros generales. Respecto a los pares de su mercado objetivo, la compañía alcanza el tercer lugar de rendimiento (según promedio anual de los últimos tres ejercicios).

A continuación se presenta el comportamiento de los resultados técnicos para los últimos seis años en relaciones a sus pares de garantía y crédito. También se presenta el rendimiento técnico de los distintos ramos en los que participa:

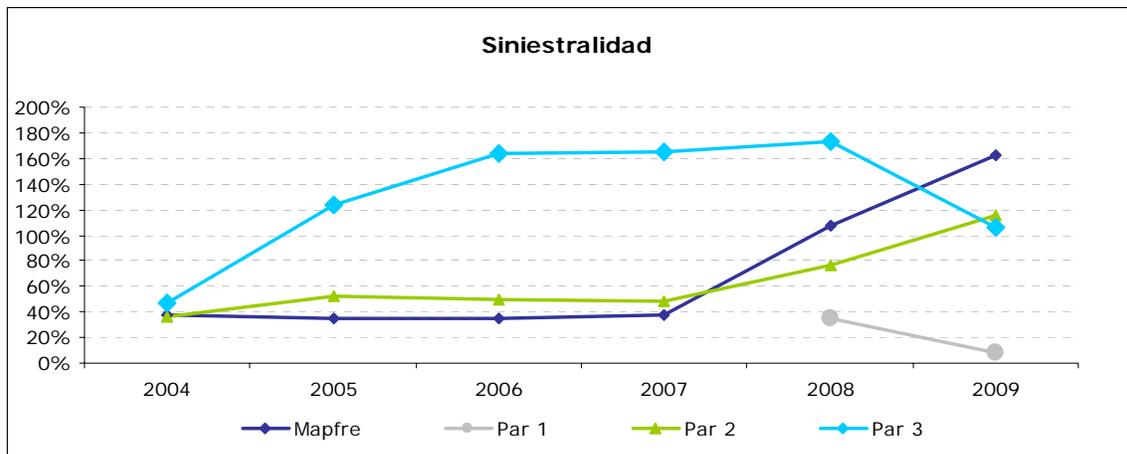


Fecha	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Garantía	217,4%	248,5%	287,4%	161,3%	75,80%
Fidelidad				189,7%	309,06%
Seg. Crédito Ventas a plazo	120,9%	146,7%	144,3%	39,0%	-85,81%
Seg. Crédito Exportaciones	168,9%	189,6%	158,7%	90,0%	-2,88%
<b>TOTAL</b>	<b>163,86%</b>	<b>201,23%</b>	<b>187,42%</b>	<b>84,23%</b>	<b>-23,97%</b>

<sup>7</sup> El rendimiento técnico de las compañías de seguros es calculado con el margen de contribución del periodo sobre el ingreso de explotación.

El indicador de siniestralidad anual alcanzó un valor de 162% durante el ejercicio 2009, cifra que se compara desfavorablemente con las relaciones obtenidas durante los años anteriores. Este aumento se ha debido tanto al alza en el número de siniestros, lo que se observa especialmente en el ramo de seguros de crédito por ventas a plazo, como por una contracción del primaje en todos los ramos en los que participa, lo que se vio precipitado por la reciente crisis económica. Es así como podemos observar que el incremento de la siniestralidad de todos los ramos en los que la compañía participa, siendo los de garantía y ventas a crédito los que afectan de manera más importante al indicador global (por su importancia dentro del primaje total). Los seguros de garantía han aumentado su siniestralidad debido primordialmente a la siniestralidad de las pólizas de contrato de promesa de compraventa en verde.

A continuación se presenta el comportamiento de la siniestralidad para los seis últimos años:



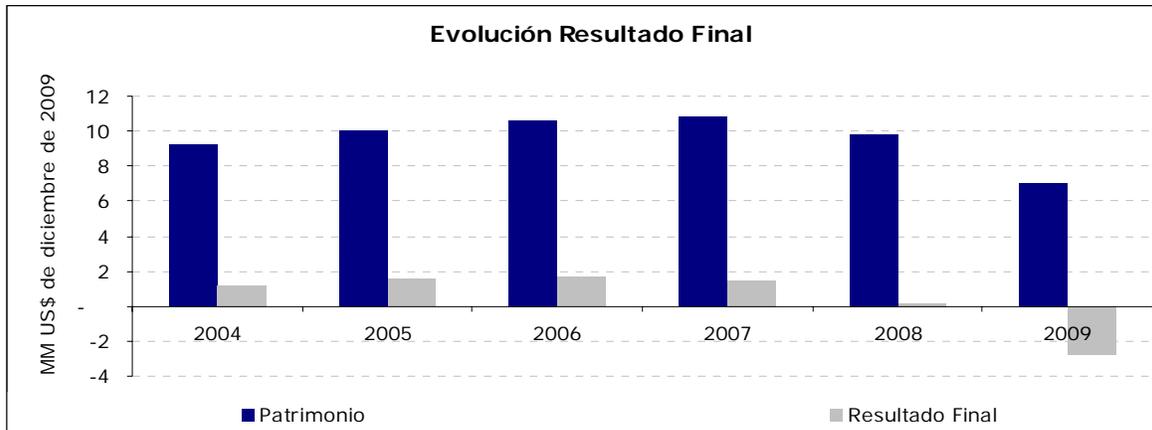
Fecha	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Garantía	29,31%	-19,20%	13,56%	58,52%	80,62%
Fidelidad				3,91%	37,52%
Seg. Crédito Ventas a plazo	57,76%	93,32%	54,22%	140,40%	215,35%
Seg. Crédito Exportaciones	-1,53%	51,75%	28,87%	99,87%	129,76%
<b>TOTAL</b>	<b>34,41%</b>	<b>34,70%</b>	<b>37,09%</b>	<b>107,43%</b>	<b>161,83%</b>

## Endeudamiento y Posición Patrimonial

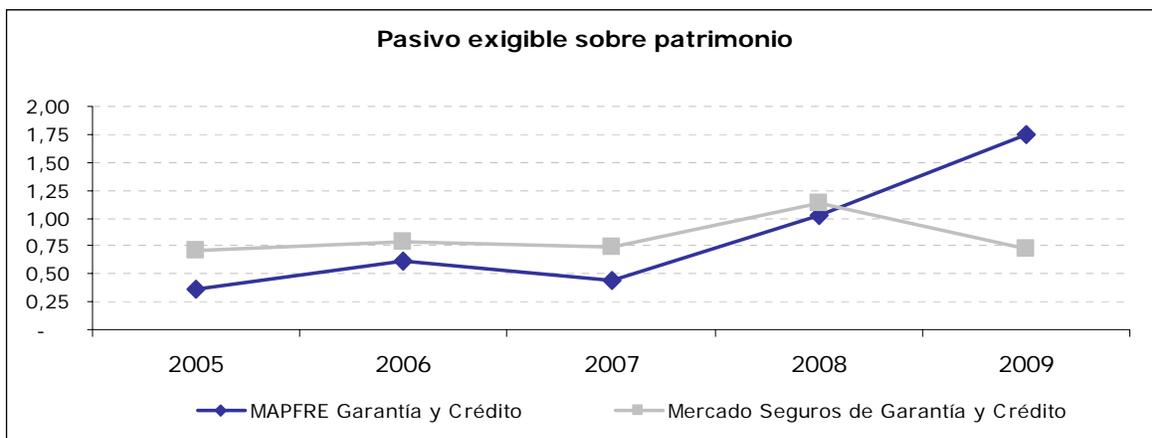
El patrimonio de **MAPFRE Garantía y Crédito** mostró una tendencia al alza en términos nominales entre 2004 y 2007, explicada principalmente por las utilidades de cada período. No

<sup>8</sup> La siniestralidad ha sido calculada como costo de siniestro sobre prima retenida neta ganada.

obstante, en 2008 se quebró esta tendencia, con una caída nominal de 3,3% debido, principalmente, a ajustes en las utilidades acumuladas, retenidas y del ejercicio. La disminución en el patrimonio durante 2009 se explica mayormente por el resultado final negativo, según se analiza en la sección hechos recientes. El siguiente gráfico muestra la evolución del patrimonio y el resultado final entre 2004 y 2009:

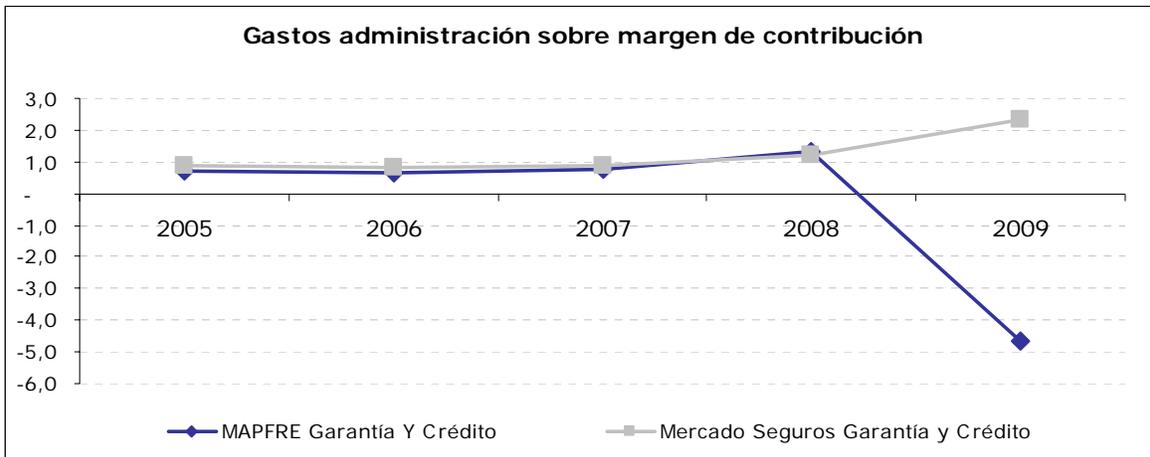


La compañía mostró niveles de endeudamiento (medido como pasivo exigible sobre el patrimonio) menores a los del mercado de garantía y crédito en su conjunto hasta 2008. Durante 2009, producto de la caída en el patrimonio, el endeudamiento relativo fue superior al de su mercado. Esto se ve reflejado en los gráficos que siguen:

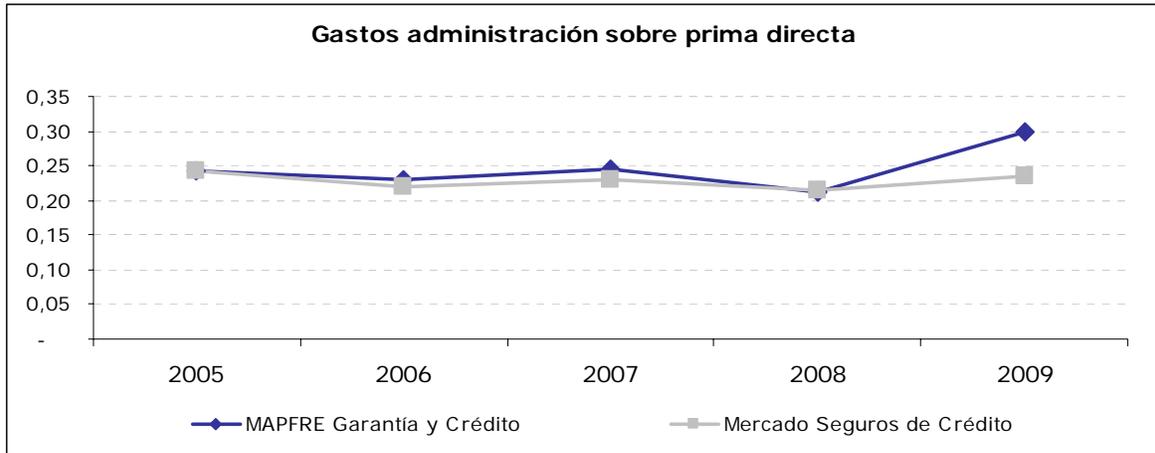


## Margen y Gastos

Hasta 2007 **MAPFRE Garantía y Crédito** mostró un nivel de eficiencia superior al de su mercado relevante, medido como gastos de administración sobre margen de contribución. Sin embargo, este indicador evidencia un deterioro desde 2008, llegando a situarse con el indicador de eficiencia más bajo dentro de sus pares en diciembre de dicho año. Ello 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. A diciembre de 2009, el deterioro del indicador se explica por el margen negativo mostrado por MAPFRE, en tanto el mercado presenta un margen de contribución negativo.

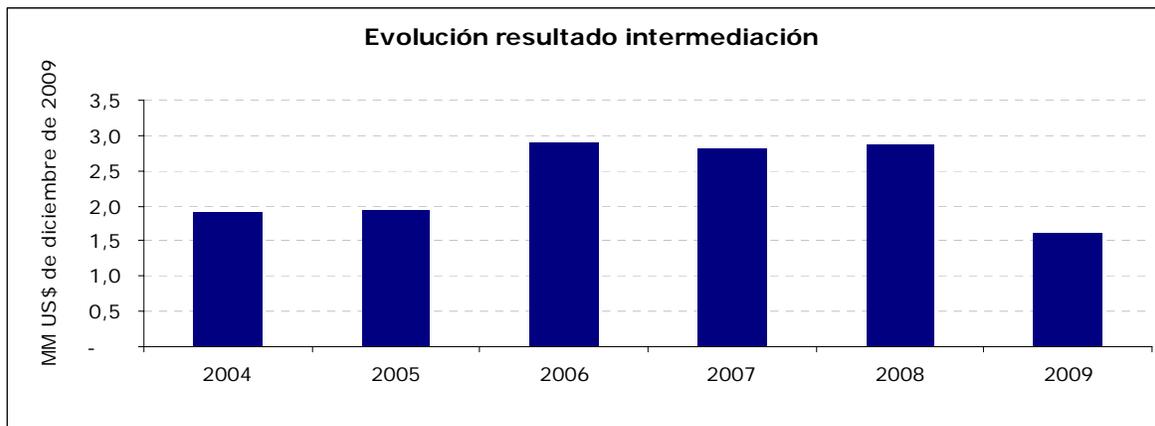


Adicionalmente, el gasto de administración sobre la prima directa se mantiene en niveles relativamente estables y en línea con las compañías comparables, aun cuando se observa un mayor deterioro que el mercado durante 2009.

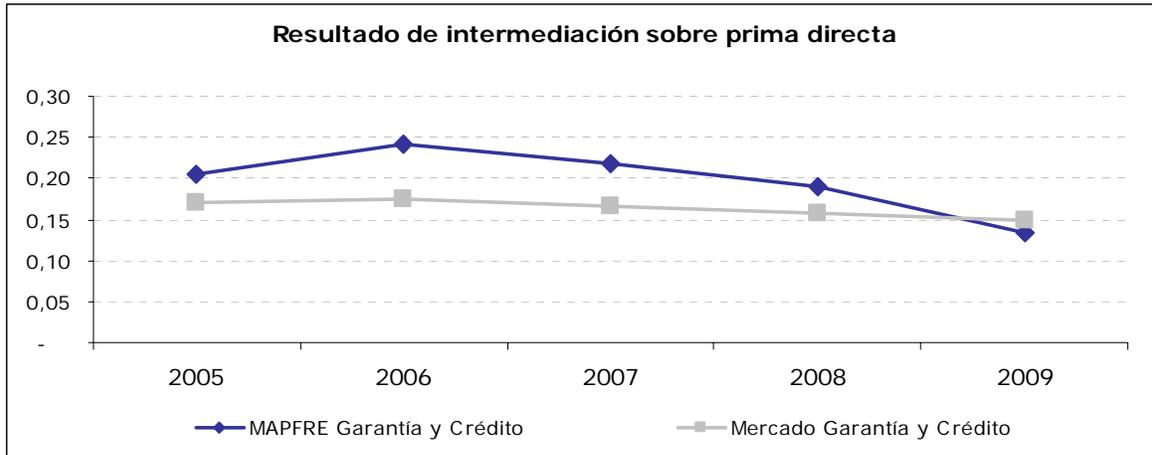


### Resultado de intermediación

El resultado de intermediación presenta un deterioro durante 2009 relacionada con la caída del primaje. Su evolución 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 las variaciones en el valor del resultado de intermediación se explican principalmente por los cambios en el nivel de prima cedida, efecto del nivel de 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"*