

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- (cl)
Rating Anterior	AA (cl)
Fecha de Cambio	Abr/03

Outlook

Estable

Resumen Financiero

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.	31/03/2010 (US\$524,46)
Activos (US\$ Mill.)	1.042
Patrimonio (US\$ Mill.)	104
Prima Directa (US\$ Mill.)	66
Prima Neta (US\$ Mill.)	62
Ut. Neta (US\$ Mill.)	-1,5
ROAE	-5,4%
ROAA	-0,6%

Analistas

Alejandro Hasbun S.
+56 2 499 3326
Alejandro.hasbun@fitchratings.com

Rodrigo Salas U.
+56 2 499 3309
Rodrigo.salas@fitchratings.com

Informes Relacionados

Metodología

- *Metodología para la Clasificación de Riesgo de Obligaciones de Compañías de Seguros.*

Otros Informes

- *Reporte Especial: Seguros de Vida Desempeño 2009, Mayo 2010 (Ver www.fitchratings.cl)*

Fundamentos de la Clasificación

- La clasificación de riesgo asignada a la Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A. (Cruz Vida) se fundamenta en su renovado portafolio de inversiones, de acotado riesgo de crédito y adecuado calce de pasivos, un nivel de apalancamiento bajo respecto a la mayor exposición relativa a instrumentos financieros de mayor volatilidad y apropiado para sostener una estrategia comercial enfocada a expandir su frontera de producción, además de considerar el mantenimiento de su operación bajo adecuados indicadores técnicos y de gestión junto a un mix de negocios de mayor diversificación que se complementa con la actividad de sus filiales y coligadas. Por su parte, la clasificación se encuentra limitada por la baja rentabilidad contable reciente y esperada, y una cartera de riesgos suscritos de aún corta data y en etapa de crecimiento dentro un mercado altamente competitivo.
- Durante los últimos años el Grupo Cruz del Sur ha atravesado por una profunda re-estructuración de sus operaciones en el sector financiero, que ha incluido entre otros, una redefinición estratégica de su actividad comercial así como la formación y adquisición de empresas de giro complementario, cuyo fin se ha enmarcado en optimizar la actividad del Grupo como proveedor integral de servicios financieros y de seguros. En el caso particular de Cruz Vida, dichos cambios han abarcado tanto la re-estructuración de sus balances como de su actividad comercial, manteniendo actualmente como estrategia central de negocios el desarrollo de productos ligados con administración de activos (rentas vitalicias, APV y flexibles). Si bien el fuerte crecimiento experimentado en rentas vitalicias ha implicado magros resultados contables durante los últimos periodos y presionado los índices de apalancamiento, el accionista controlador con el fin de sustentar los planes de crecimiento y sopesar una política de inversiones que incorpora una posición en instrumentos de retornos variables similar al de compañías que mantienen semejantes portafolios de inversión, ha decidido realizar paulatinos aportes de capital, destacando que el último enterado alcanzó los \$28 mil millones, monto que permitió reducir de forma importante el leverage de Cruz Vida (5,8 veces (estimado)) y posicionarla dentro de las entidades menos apalancadas de su peer group relevante, aunque estimamos que es transitorio considerando los planes de crecimiento proyectados.
- Los riesgos de suscripción se encuentran adecuadamente cubiertos mediante contratos de reaseguros con entidades de buen perfil crediticio, destacando que su exposición patrimonial frente a eventos catastróficos se encuentra altamente acotada (0,1% de su base patrimonial a marzo-2010).

Perspectiva de la Clasificación

- Estable. Una cartera de riesgos suscritos balanceada y bien posicionada en el mercado local, que vaya acompañada de favorables y estables indicadores técnicos, junto al mantenimiento de un portafolio de inversiones coherente al perfil de riesgos de sus activos favorecería la clasificación de la compañía. En tanto, 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, podrían poner presiones sobre la clasificación de Cruz Vida.

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- (cl)
Rating Anterior	AA (cl)
Fecha de Cambio	Abr/03

Outlook

Estable

Resumen Financiero

Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A.	31/03/2010 (US\$524,46)
Activos (US\$ Mill.)	1.042
Patrimonio (US\$ Mill.)	104
Prima Directa (US\$ Mill.)	66
Prima Neta (US\$ Mill.)	62
Ut. Neta (US\$ Mill.)	-1,5
ROAE	-5,4%
ROAA	-0,6%

Analistas

Alejandro Hasbun S.
+56 2 499 3326
Alejandro.hasbun@fitchratings.com

Rodrigo Salas U.
+56 2 499 3309
Rodrigo.salas@fitchratings.com

Informes Relacionados

Metodología

- *Metodología para la Clasificación de Riesgo de Obligaciones de Compañías de Seguros.*

Otros Informes

- *Reporte Especial: Seguros de Vida Desempeño 2009, Mayo 2010 (Ver www.fitchratings.cl)*

Fundamentos de la Clasificación

- La clasificación de riesgo asignada a la Compañía de Seguros de Vida Cruz del Sur S.A. (Cruz Vida) se fundamenta en su renovado portafolio de inversiones, de acotado riesgo de crédito y adecuado calce de pasivos, un nivel de apalancamiento bajo respecto a la mayor exposición relativa a instrumentos financieros de mayor volatilidad y apropiado para sostener una estrategia comercial enfocada a expandir su frontera de producción, además de considerar el mantenimiento de su operación bajo adecuados indicadores técnicos y de gestión junto a un mix de negocios de mayor diversificación que se complementa con la actividad de sus filiales y coligadas. Por su parte, la clasificación se encuentra limitada por la baja rentabilidad contable reciente y esperada, y una cartera de riesgos suscritos de aún corta data y en etapa de crecimiento dentro un mercado altamente competitivo.
- Durante los últimos años el Grupo Cruz del Sur ha atravesado por una profunda re-estructuración de sus operaciones en el sector financiero, que ha incluido entre otros, una redefinición estratégica de su actividad comercial así como la formación y adquisición de empresas de giro complementario, cuyo fin se ha enmarcado en optimizar la actividad del Grupo como proveedor integral de servicios financieros y de seguros. En el caso particular de Cruz Vida, dichos cambios han abarcado tanto la re-estructuración de sus balances como de su actividad comercial, manteniendo actualmente como estrategia central de negocios el desarrollo de productos ligados con administración de activos (rentas vitalicias, APV y flexibles). Si bien el fuerte crecimiento experimentado en rentas vitalicias ha implicado magros resultados contables durante los últimos periodos y presionado los índices de apalancamiento, el accionista controlador con el fin de sustentar los planes de crecimiento y sopesar una política de inversiones que incorpora una posición en instrumentos de retornos variables similar al de compañías que mantienen semejantes portafolios de inversión, ha decidido realizar paulatinos aportes de capital, destacando que el último enterado alcanzó los \$28 mil millones, monto que permitió reducir de forma importante el leverage de Cruz Vida (5,8 veces (estimado)) y posicionarla dentro de las entidades menos apalancadas de su peer group relevante, aunque estimamos que es transitorio considerando los planes de crecimiento proyectados.
- Los riesgos de suscripción se encuentran adecuadamente cubiertos mediante contratos de reaseguros con entidades de buen perfil crediticio, destacando que su exposición patrimonial frente a eventos catastróficos se encuentra altamente acotada (0,1% de su base patrimonial a marzo-2010).

Perspectiva de la Clasificación

- Estable. Una cartera de riesgos suscritos balanceada y bien posicionada en el mercado local, que vaya acompañada de favorables y estables indicadores técnicos, junto al mantenimiento de un portafolio de inversiones coherente al perfil de riesgos de sus activos favorecería la clasificación de la compañía. En tanto, 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, podrían poner presiones sobre la clasificación de Cruz Vida.

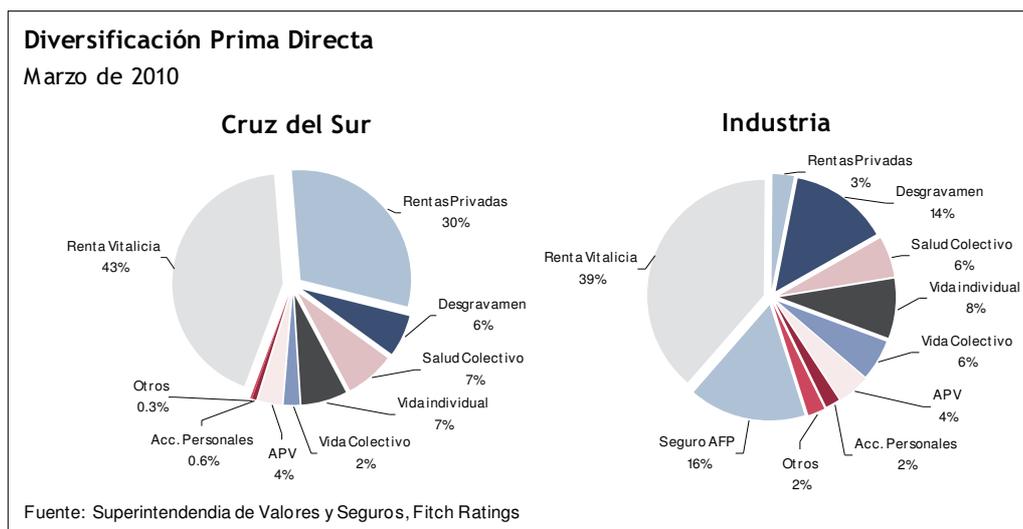
Antecedentes:

- 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 Rauli 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, todas las cuales orientados a la protección, ahorro, inversión y crédito.

Perfil de la Compañía

Cruz Vida se posiciona como un actor de tamaño mediano-pequeño en el mercado de seguros de vida, concentrando a marzo-2010 el 2,9% de los activos administrados y el 5,2% del primaje del mercado. Su actividad comercial se desarrolla sobre un *mix* de productos balanceado (43% de rentas vitalicias y 56,7% de coberturas tradicionales), 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 colectivas de vida y salud. Paralelamente, la entidad complementa su giro de negocios con una serie de entidades relacionadas (filiales y coligadas), cuyo fin global es integrar todos los negocios financieros del Grupo Cruz del Sur como proveedor integral de servicios financieros y seguros. Las empresas que integran dicha estructura son una Administradora General de Fondos (Fondos Mutuos Cruz del Sur), una Hipotecaria (Hipotecaria Cruz del Sur), una sociedad de inversiones (Sociedad de Asesorías e Inversiones Cruz del Sur) y una Corredora de Bolsa, la cual fue creada recientemente.

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, 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 diseñado un plan de mediano-largo plazo con claros objetivos propuestos y el cual debiese ir paulatinamente reflejándose en resultados favorables para la compañía. A la fecha Cruz Vida ya ha logrado incrementar la diversificación de su cartera de ingresos, destacando que ello lo ha conseguido bajo favorables márgenes técnicos, rescatando que la persistencia de su cartera suscrita también han presentado un notorio avance, mostrando actualmente índices de persistencia competitivos (sobre un 85%). En tanto los canales de venta también se han visto reforzados, incrementando la dotación de su fuerza de venta propia y nuevas aperturas de sucursales en regiones.

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 sucursales en las principales ciudades del país. Por su parte, en el segmento colectivo distribuye mayoritariamente por medio de un *pool* de Corredores de Seguros, donde los 20 más activos concentran el grueso del primaje.

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-2009 Inversiones Siemel registró activos consolidados por \$652.274 millones, una patrimonio neto de \$150.426 millones y una pérdida neta por \$805 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; 1). Inversiones Siemel S.A., por medio del cual canaliza su actividad en el ámbito financiero (descritas en el punto Perfil de la Compañía) y 2). AntarChile S.A. holding que canaliza sus operaciones en el sector industrial. AntarChile es uno de los mayores conglomerados económicos del país con una capitalización bursátil al 18 de enero de 2010 de US\$ 21.368 millones y cuya principal subsidiaria es Empresas Copec, donde posee un 60,8% de participación. Empresas Copec a través de sus filiales, participa en el sector forestal, combustibles y pesca; mientras que a través de subsidiarias, está presente en el segmento de distribución de gas natural, generación eléctrica y minería. Adicionalmente, AntarChile participa directamente en el sector pesquero y de generación eléctrica a través de sus participaciones minoritarias en Igemar, Eperva y Colbún. AntarChile es controlado por el Grupo Angelini con 74,3% de participación a través de distintas sociedades de inversión, siendo la principal Inversiones Angelini y Cía. Ltda.

Operaciones

Tras la venta de Cruz del Sur Seguros Generales S.A. a finales del 2005, el brazo financiero del Grupo Angelini ha atravesado por un intenso proceso de reestructuración y reorientación estratégica, cuyo fin se ha centrado en optimizar la actividad del Grupo como proveedor integral de servicios financieros. El modelo implementado se desarrolla sobre una base de negocios inter-relacionados (seguros de vida, ahorro, inversión y crédito), para lo cual se ha creado una estructura matricial, cuyo cabeza es la compañía de seguros de vida y sobre ella dependen cuatro sociedades que desarrollan actividades complementarias. Fitch estima que los cambios adoptados por el Grupo han marcado un giro importante en la compañía, tanto del punto de vista estructural como estratégico, y espera que un mediano-largo plazo ello comience a reflejarse en favorables y estables indicadores técnicos.

De forma similar al comportamiento de la industria de seguros de vida, Cruz Vida mostró una caída en sus volúmenes de venta durante el año 2009 (21,6% respecto al 2008), cuyo motivo estuvo ligado principalmente a la contracción del segmento de rentas vitalicias, mercado que durante dicho año mostró una caída de 17,8% en el volumen de primaje comercializado y llegó a caer hasta un 37,7% durante el primer semestre de dicho año, influenciado fuertemente por la crisis financiera que afectó a los mercados internacionales y su impacto en Chile desde el último trimestre de 2008, especialmente en términos de valorización de los fondos administrados por las AFP`s de los potenciales pensionados. Por otro lado, su actividad en los segmentos tradicionales mostró una caída

de 8,2%, afectada principalmente por su menor producción en las coberturas de vida colectivas (57%). Las restantes líneas de negocios en general presentaron alzas en sus primas suscritas, destacando que en aquellas líneas donde la compañía ha focalizado sus esfuerzos (vida con ahorro y APV) registraron alzas en su producción, ello a pesar de ser un año con mayores rescates y menores montos ahorrados a nivel de industria.

Durante el primer trimestre del 2010 Cruz Vida presentó una importante alza en su prima suscrita (81,3% respecto al 2009), la cual estuvo influenciada principalmente por su mayor actividad en rentas vitalicias, donde creció un 71,4% comparado con un 47,1% que creció el mercado en general. Las importantes alzas registradas se enmarcan dentro de un comportamiento natural de ajuste a nivel de industria considerando los efectos de la crisis del año 2009 antes mencionados y en el caso

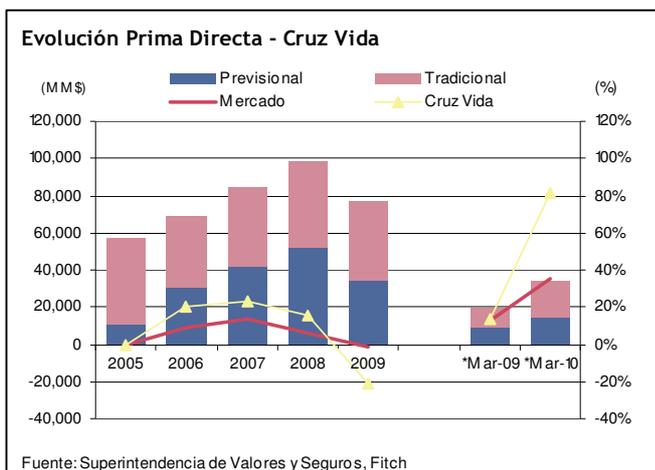
particular de Cruz Vida también ha influido la estrategia de crecimiento que mantiene en dicho segmento. Por su parte, las restantes líneas de negocios relevantes de la compañía presentaron alzas en su actividad con la excepción de las líneas colectivas de desgravamen, las cuales cayeron un 43,2% producto de la no renovación de una cuenta importante.

El plan de negocios de la compañía contempla continuar con su estrategia de fuerte crecimiento en prácticamente todas las líneas que aborda actualmente, siempre privilegiando criterios técnicos de suscripción, y complementarse con la actividad de sus filiales y coligadas con el objetivo de generar sinergias que le permitan mejorar su competitividad en el mercado.

Análisis Financiero

Desempeño

Durante los últimos dos años los resultados netos de Cruz Vida se han visto afectados principalmente por dos factores: i) una significativa desvalorización y re-estructuración de su cartera de inversiones, y ii) una re-orientación de su actividad comercial, considerando una estrategia de mayor crecimiento en el segmento de rentas vitalicias, ramo que en una etapa inicial genera una pérdida contable por la mayor constitución de reservas previsionales. A diciembre-2009 Cruz Vida registró pérdidas netas por \$812 millones, cuyo principal motivo estuvo asociado a los ajustes por corrección monetaria y diferencia de cambio considerando que el resultado técnico fue favorable (\$1.187 millones). En términos operacionales, el comportamiento técnico de su cartera de riesgos suscritos presentó un alza en la siniestralidad neta respecto al año anterior, principalmente proveniente de sus líneas de APV, salud y desgravamen colectivo, considerando que a nivel de industria igualmente hubo un alza generalizada de dicho indicador, especialmente en salud colectivo y productos asociados con ahorro (APV y flexibles). A Marzo de 2010 la compañía registró pérdidas por \$777 millones, las cuales se originaron principalmente por el fuerte incremento de rentas vitalicias (71,4%) y su consecuente impacto en resultados reflejado en un mayor costo de rentas. No obstante,



importante señalar que el resultado de su cartera de inversiones presentó un importante incremento respecto a igual fecha del año anterior (1,05 veces), explicado en gran medida por los mayores retornos provenientes de sus instrumentos de renta fija y fondos de inversión. Respecto al comportamiento de su cartera suscrita, sus líneas de negocios centrales presentaron un alza en los índices de siniestralidad, principalmente proveniente de sus coberturas colectivas de vida y salud, aunque según información proporcionada por la Administración dicha alza tuvo su origen en un hecho puntual relacionado con un retraso en las primas recaudadas y no en un alza relativa en los costos de siniestros netos, razón por la cual es esperable que dicho indicador retorne paulatinamente a los niveles de mercado.

Siniestralidad Neta

	Mar-10		Mar-09		Dic-09		Dic-08		Dic-07	
	Cruz Vida	Mercado								
Vida Individual	75.1%	75.3%	80.1%	59.8%	65.3%	72.9%	60.6%	55.2%	63.7%	62.7%
Renta Individual	117.7%	122.2%		108.5%	149.2%	111.2%	106.9%	103.5%	62.4%	125.6%
Salud I.	1.1%	50.2%	29.9%	57.7%	8.2%	52.6%	14.5%	47.5%	2.5%	38.3%
Accidentes personales I.	3.3%	1.5%	68.9%	17.2%	133.4%	10.1%	29.2%	11.1%	-12.5%	17.6%
APV	180.0%	136.8%	161.9%	49.5%	440.3%	216.2%	42.3%	32.6%	83.9%	67.1%
Vida Colectivo	60.6%	55.7%	33.2%	50.0%	23.8%	53.5%	26.5%	44.0%	42.0%	44.7%
Salud C.	106.2%	73.6%	79.2%	73.7%	96.5%	90.0%	78.9%	80.7%	87.6%	80.3%
Accidentes personales C.	90.5%	18.3%	44.5%	26.3%	56.5%	24.5%	65.2%	14.7%	53.2%	17.2%
Desgravamen C.	31.0%	23.5%	33.6%	26.9%	31.2%	20.5%	27.3%	21.0%	27.4%	21.3%

En términos de eficiencia operacional, la compañía presenta índices de gastos operacionales que se comparan favorablemente con el *peer group* de compañías que operan en el segmento previsional, considerando que a marzo-2010 registró un índice de gastos de Adm. sobre prima de 10,5% versus 12,6% del *peer group* y costos netos de suscripción sobre prima retenida neta devengada de 13,1% versus 19,6% 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.

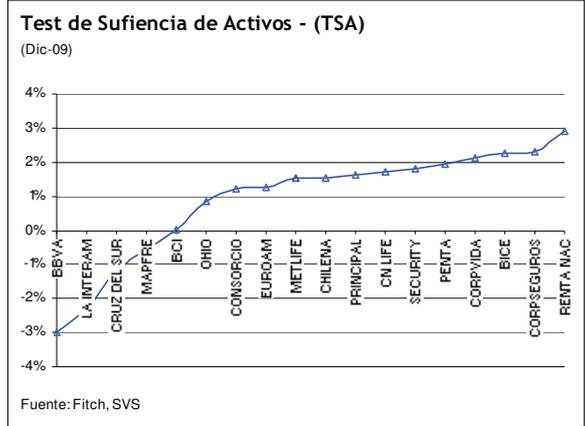
Para el corto-mediano plazo se espera que la compañía continúe mostrando una baja rentabilidad contable considerando que aún se encuentra en una etapa de pleno crecimiento en el segmento de rentas vitalicias, y a su vez podría presentar cierto grado de volatilidad asociada a un portafolio de inversiones que incorpora una mayor posición en instrumentos de renta variable.

Activos y Liquidez

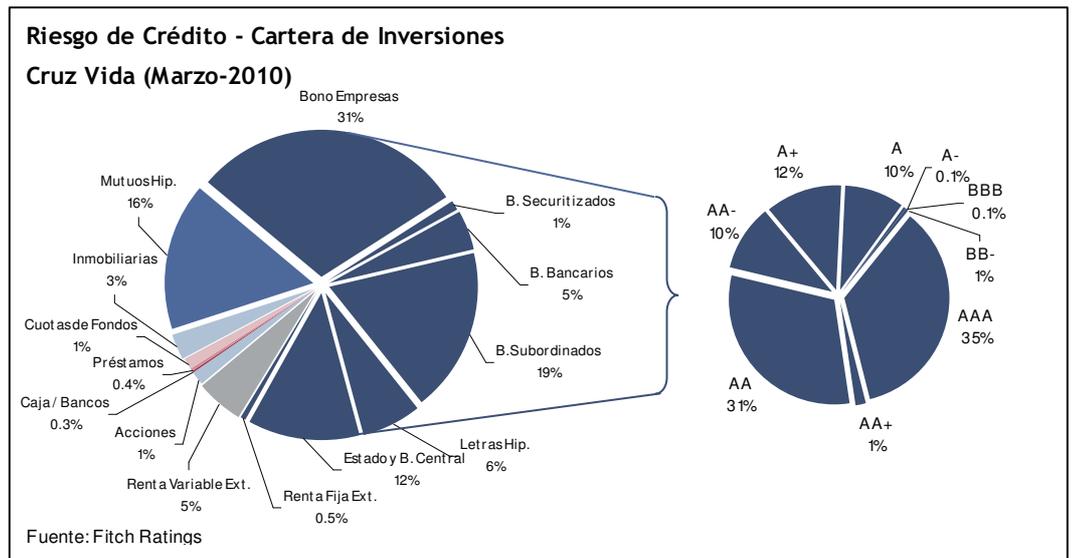
El fuerte crecimiento de Cruz Vida en el segmento de rentas vitalicias junto a los aumentos de capital realizados ha implicado un alza importante en el volumen de activos administrados durante el último tiempo, considerando que al cierre del 2009 registró un incremento de 9,3% y a marzo de 2010 un 14%. Estos se componen principalmente por inversiones de tipo financieras (96% a marzo-2010), y en menor magnitud inversiones CUI que respaldan los productos con ahorro (5,6%), inversiones inmobiliarias y similares (2,5%), deudores por reaseguros y otros activos (3,8%). El comportamiento de pago de sus cuentas de deudores por primas mostró un alza en el último trimestre, asociada a un retraso puntual en las primas recaudadas (explicado en el punto anterior), en tanto el comportamiento de pago de los reaseguradores 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.

La re-estructuración de Cruz Vida ha incluido, entre otras medidas, un cambio relevante en la política de inversiones, teniendo actualmente un portafolio constituido principalmente por instrumentos de renta fija de buen perfil crediticio y orientado a calce de pasivos, con adecuados niveles de liquidez (activos líquidos sobre reservas de 1 vez a marzo-2010), además de incorporar recientemente una posición en renta variable (acciones locales e índices bursátiles de economías desarrolladas), acorde a su mayor holgura patrimonial. A su vez, el calce de sus activos y pasivos se encuentra en rangos adecuados, considerando además que en el test de suficiencia de activos (TSA) exigido por la autoridad se mantiene dentro de los rangos exigidos por la normativa (-1,2%) (Ver cuadro Adjunto). En los próximos periodos la evolución de la cartera debiese tender a una mayor posición en inversiones en el extranjero, principalmente bonos corporativos de economías latinoamericanas, junto a una mayor posición en inversiones inmobiliarias, principalmente bienes raíces destinados a renta.



En el desglose de la cartera, se aprecian principalmente instrumentos ligados a retornos fijos con clasificación de riesgo (99,2% de los cuales se encuentran clasificados sobre la Categoría 'A (cl)'), que incorporan mayoritariamente instrumentos de largo plazo emitidos por Bancos y bonos corporativos, manteniendo una posición menor en instrumentos estatales. El porcentaje restante se concentra mayoritariamente en inversiones de tipo inmobiliarias, principalmente mutuos hipotecarios, los cuales representan 1,5 veces el patrimonio de la compañía. La posición en mutuos hipotecarios ha sido históricamente más elevada que el promedio de la industria (16% de la cartera



versus un 11,4% del mercado), no obstante ha tendido a disminuir su peso relativo en los últimos periodos. La morosidad de la cartera se encuentra en rangos adecuados, considerando que la mora dura medida como monto de dividendos impagos superiores a 3 cuotas sobre el saldo insoluto total de la cartera alcanza un 5,8% a Marzo-2010, y cuya proporción no provisionada representa un 6,5% del patrimonio. Importante mencionar que el impacto del reciente terremoto ocurrido en el país no significó un alza en la morosidad de la cartera, sino más bien se ha observado que ha disminuido en cierta medida. Por su parte, las inversiones en bienes raíces, que representa un 25% del 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 25 bienes raíces, donde el grueso de su valorización corresponde a bienes de uso propio.

Durante principios del año 2010, la compañía adquirió un paquete de activos a su grupo controlador (Inversiones Siemel S.A.), constituido por un stock de inversiones en renta variable extranjera por un total de USD 18 millones. Adicionalmente, decidió incrementar su posición accionaria en empresas locales y cuotas de fondos de inversión. Ambos efectos llevaron a incrementar a un 7% la posición accionaria de la cartera de inversiones y a un 73% la exposición patrimonial a dichos instrumentos, considerando que dentro de la cartera se mantenía adicionalmente las posiciones de sus filiales y coligadas (mencionadas en el pág.6), representativas de un 7,6% de su patrimonio junto con cuotas de fondos de inversión inmobiliarios y otros fondos cuyos principales activos son acciones chilenas de tipo *small cap*. En opinión de Fitch, si bien la compañía cuenta con una holgura patrimonial suficiente para afrontar fluctuaciones en el valor de dichas inversiones, sus resultados netos continuarán presentando un grado de volatilidad asociada a la inestabilidad que presentan actualmente los mercados bursátiles (local y extranjeros), y los requerimientos de capital que exige una estrategia de crecimiento importante en el segmento de rentas vitalicias.

Adicionalmente, cabe mencionar que luego de la re-estructuración de la cartera, la compañía decidió liquidar todas las posiciones que mantenía en notas estructuradas del tipo CDO's emitidas por Bancos Internacionales, donde si bien dicha venta fue realizada bajo su valor par, la compañía mantenía adecuadas provisiones que e ajustaban a las fluctuaciones de valor de mercado de las mismas y por tanto la venta no generará un impacto relevante en los resultados netos del segundo trimestre del 2010.

Apalancamiento y Capitalización

Cruz Vida mantiene una base patrimonial valorizada en \$54.527 millones (FECU) a marzo de 2010, compuesta por un capital suscrito de \$51.534 millones, reservas reglamentarias y legales por \$16.432 millones y pérdidas retenidas por \$13.439 millones. Si bien los magros resultados de los últimos años han afectado de manera importante el patrimonio de la compañía, su accionista controlador consciente de dicha situación ha realizado paulatinos aportes de capital, el primero aprobado a fines del 2008 que ascendió a \$12.000 millones (totalmente enterado a la fecha) y recientemente fue aprobado uno adicional por una suma aproximada de \$35 mil millones, del cual ya se han enterado \$28.000 millones. La intención de sus accionistas es mantener a la compañía suficientemente capitalizada para sustentar los futuros planes de crecimiento proyectados y sopesar una política de inversiones con posiciones en instrumentos de renta variable.

El nivel de apalancamiento de Cruz Vida se mantiene bajo el promedio del *peer group* de compañías que mantiene reservas previsionales, registrando al cierre del primer trimestre del 2010 un *leverage* normativo de 8,8 veces versus 9,7 veces de su mercado relevante. No obstante, con el reciente aporte de capital realizado por sus accionistas, el *leverage* de la compañía debiese situarse en el rango de las 5,8 veces (FECU) al finalizar el segundo

trimestre del año. En opinión de Fitch, el bajo nivel de apalancamiento con opera Cruz Vida respecto a sus competidores permite sustentar adecuadamente un volumen de obligaciones crecientes y presenta holgura para absorber volatilidades de su cartera de inversiones en renta variable, aunque estimamos que transitorio en la medida que la compañía alcance un nivel de operaciones de equilibrio.

Cabe señalar que adicionalmente 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-2010 registra un endeudamiento financiero normativo de 0,07 veces (FECU), manteniendo una amplia holgura respecto del límite normativo de una vez. 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 2010 la compañía registra un índice de retención de 90,4% en el segmento tradicional, ubicándose por bajo el promedio de la industria (94,1%), 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 del 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-2010 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.

Reasegurador / Corredor	País	Rating	Outlook	Clasificador	Proporción Prima Cedida
Mapfre Re	España	A (IFS)	Negativo	Fitch	37,1%
Scor Re.	Francia	A (IFS)	Estable	Fitch	16,2%
Kolnische Ruck. (Gen Re)	Alemania	A+	Estable	A.M. Best	16,2%
Munchener Ruck.	Alemania	AA- (IFS)	Estable	Fitch	16,1%
Aon Re (Chile) / Corredor	Chile				14,5%

Resumen Financiero (MM\$)

COMPAÑIA DE SEGUROS DE VIDA CRUZ DEL SUR S.A.

BALANCE GENERAL	Mar-10	Mar-09	Dic-09	Dic-08	Dic-07	Dic-06	Dic-05
Activos Líquidos	439,762	418,963	447,473	400,234	340,280	319,661	307,778
Caja y Cuenta Corriente	1,418	1,182	965	617	603	264	1,905
Inversiones Renta Fija	436,446	407,004	444,696	397,501	337,403	314,567	305,037
Sector Privado	294,339	310,761	305,219	286,923	247,678	234,037	201,388
Estatal	60,930	9,631	57,627	10,256	6,819	5,996	37,408
Mutuos Hipotecarios	78,887	85,358	81,690	87,691	73,151	65,129	66,241
Renta Fija Extranjero	2,291	1,254	160	12,631	9,755	9,405	0
Otras Financieras	1,899	1,251	1,812	1,101	0	0	0
Fondos Mutuos	0	9,525	0	1,016	2,274	4,830	836
Leasing Inmobiliario	7,331	7,724	7,528	7,904	9,703	10,118	10,598
Renta Variable	40,013	9,423	22,093	31,810	59,884	40,901	20,169
Bienes Raíces	6,098	5,280	6,687	5,220	6,080	6,524	6,426
Inversiones CUI	30,475	25,694	28,707	24,637	25,029	25,808	21,469
Préstamos	235	150	225	146	121	112	188
Sobre Pólizas	235	150	225	146	121	112	188
Otros							
Deudores por Prima	1,449	951	1,584	1,071	663	685	467
Deudores por Reaseguro	5,128	2,417	4,772	3,280	7,018	617	2,396
Activos Fijos	480	529	485	540	617	673	634
Otros Activos	15,459	8,040	9,324	9,170	5,552	3,579	2,605
TOTAL ACTIVOS	546,430	479,171	528,879	484,013	454,946	408,676	372,730
Reservas Técnicas	445,995	404,456	424,256	400,492	346,687	320,691	301,950
Matemáticas	19,189	17,401	20,757	16,456	12,820	11,855	10,732
Riesgo en Curso	2,497	3,633	2,675	3,981	2,518	1,474	1,233
Previsionales	406,126	377,176	394,342	373,898	327,433	303,625	286,445
Reserva de Siniestros	3,160	3,061	2,954	2,947	3,315	3,126	3,054
Siniestros	2,419	2,488	2,221	2,370	2,063	1,992	1,989
Ocurrido y No Reportado	741	572	734	577	1,252	1,134	1,065
Otros	15,023	3,185	3,528	3,210	601	611	486
Reservas CUI	29,853	24,724	28,114	23,750	24,254	23,175	19,284
Obligaciones con Bancos	0	0	0	0	0	0	0
Primas por Pagar	4,845	3,636	4,762	4,336	7,127	996	1,228
Cuentas por Pagar	6,568	2,683	2,977	2,848	6,441	5,656	5,314
Otros Pasivos	4,642	1,920	9,170	7,946	1,853	2,396	2,380
TOTAL PASIVOS	491,903	437,419	469,279	439,372	386,363	352,914	330,157
Capital Pagado	51,534	46,078	52,119	39,635	39,631	39,645	39,654
Reservas	16,432	14,929	20,256	16,974	18,136	9,865	4,224
Utilidad (Pérdida) Retenida	(13,439)	(19,255)	(12,776)	(11,968)	10,816	6,252	(1,305)
PATRIMONIO	54,527	41,752	59,600	44,641	68,584	55,762	42,574

Resumen Financiero (MM\$)

COMPañIA DE SEGUROS DE VIDA CRUZ DEL SUR S.A.

ESTADO DE RESULTADO	Mar-10	Mar-09	Dic-09	Dic-08	Dic-07	Dic-06
Prima Directa y Aceptada	34,502	19,028	76,823	97,943	84,543	68,798
Ajuste de Reservas	(450)	(2,093)	(7,356)	(4,864)	(3,214)	(5,031)
Prima Cedida	(1,878)	(2,842)	(10,168)	(11,413)	(12,590)	(10,352)
Prima Retenida Neta Devengada	32,175	14,093	59,299	81,667	68,738	53,415
Costo de Siniestro Directo	(37,709)	(19,097)	(76,136)	(94,803)	(79,232)	(65,304)
Costo de Siniestro Cedido	2,148	2,199	8,007	8,583	9,476	8,240
Costo de Siniestro Neto	(35,560)	(16,898)	(68,129)	(86,219)	(69,756)	(57,064)
Costo de Adquisición Directo	(1,039)	(890)	(3,791)	(6,360)	(5,126)	(4,407)
Gastos de Administración	(3,624)	(3,817)	(15,848)	(17,893)	(15,723)	(16,627)
Ingreso por Reaseguro Cedido	434	697	2,501	2,764	2,880	2,432
Costo Neto de Suscripción	(4,229)	(4,010)	(17,137)	(21,489)	(17,969)	(18,602)
Otros Ingresos (Gastos) Operacionales Netos	(12)	(8)	(17)	(7)	0	0
Resultado de Operación	(7,626)	(6,823)	(25,984)	(26,048)	(18,986)	(22,251)
Ingresos Financieros	6,365	3,106	27,512	(8,086)	26,131	31,818
Gastos Financieros	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos (Egresos) Netos	4	(22)	8	(31)	(173)	(737)
Items Extraordinarios	249	(2,579)	(2,795)	6,786	(2,832)	(108)
Resultado Antes de Impuesto	(1,008)	(6,319)	(1,260)	(27,380)	4,140	8,722
Impuestos	231	(1,108)	448	5,936	426	(1,166)
Resultado Neto	(777)	(7,426)	(812)	(21,444)	4,567	7,556

Indices Financieros

	Mar-10	Mar-09	Dic-09	Dic-08	Dic-07	Dic-06
Desempeño						
Participación de Mercado (% Prima Directa)	5.2%	3.8%	3.3%	4.2%	3.8%	3.5%
Participación de Mercado (% Activos)	2.9%	2.8%	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%
Indice de Retención	94.6%	85.1%	86.8%	88.3%	85.1%	85.0%
Indice de Siniestralidad Directa	109.3%	100.4%	99.1%	96.8%	93.7%	94.9%
Indice de Siniestralidad Neta	110.5%	119.9%	114.9%	105.6%	101.5%	106.8%
Costo de Adquisición Directo / Prima Directa y Aceptada	3.0%	4.7%	4.9%	6.5%	6.1%	6.4%
Gastos de Administración / Prima Directa y Aceptada	10.5%	20.1%	20.6%	18.3%	18.6%	24.2%
Costo Neto de Suscripción / Prima Retenida Neta Devengada	13.1%	28.5%	28.9%	26.3%	26.1%	34.8%
Resultado de Operación / Prima Retenida Neta Devengada	(23.7%)	(48.4%)	(43.8%)	(31.9%)	(27.6%)	(41.7%)
Indice Combinado	123.7%	148.4%	143.8%	131.9%	127.6%	141.7%
Indice Operacional	103.9%	126.4%	97.4%	141.8%	89.6%	82.1%
Ingreso Financiero Neto / Activo Promedio	4.7%	2.6%	5.4%	(1.7%)	6.1%	8.1%
ROAA	(0.6%)	(6.2%)	(0.2%)	(4.6%)	1.1%	1.9%
ROAE	(5.4%)	(68.8%)	(1.6%)	(37.9%)	7.3%	15.4%

Solvencia y Endeudamiento

Pasivo Exigible / Patrimonio (Veces)	9.0	10.5	7.9	9.8	5.6	6.3
Reservas / Pasivo Exigible (Veces)	0.91	0.92	0.90	0.91	0.90	0.91
Obligaciones con Bancos / Pasivo Exigible	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Reservas / Prima Retenida Neta Devengada	338.1%	713.9%	695.4%	457.5%	485.4%	582.8%
Prima Retenida Neta Devengada / Patrimonio (Veces)	2.26	1.31	1.14	1.44	1.11	1.09
Leverage Normativo (Veces)	8.8	10.2	7.6	9.6	5.4	6.0
Patrimonio / Activos (%)	10.0%	8.7%	11.3%	9.2%	15.1%	13.6%

Inversiones y Liquidez

Activos Líquidos / Reservas (Veces)	0.99	1.04	1.05	1.00	0.98	1.00
Activos Líquidos / (Reservas + Deuda Financiera) (Veces)	0.99	1.04	1.05	1.00	0.98	1.00
Activos Líquidos / Pasivo Exigible (Veces)	0.89	0.96	0.95	0.91	0.88	0.91
Activo Fijo / Activos Totales (%)	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
Rotación Prima por Cobrar (días)	4	4	7	4	3	4
Rotación Deudores por Reaseguro (días)	246	77	169	103	201	21
Deudores por Reaseguro / Patrimonio	9.4%	5.8%	8.0%	7.3%	10.2%	1.1%

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE.

Copyright © 2010 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.