



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña anual

Analista

Paulina Medina C.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

paulina.medina@humphreys.cl

MAPFRE Garantías y Crédito

Abril 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Pólizas Tendencia	AA- Estable
Estados financieros base	Diciembre 2011

(Cifras en M\$ Dic-11)	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Inversiones	31.354.264	4.567.844	6.414.365	3.600.929	4.556.294	5.962.797
Deudores por primas	841.477	903.939	993.281	714.072	582.226	576.935
Deudores por reaseguros	109.278	563.784	225.901	2.846.660	1.097.628	83.573
Otros activos	411.384	632.606	2.000.687	1.975.464	1.538.045	1.480.396
Total activos	5.395.862	6.668.172	9.634.234	9.137.125	7.774.193	8.103.701
Reservas técnicas	1.161.651	1.762.278	4.242.288	4.042.125	2.700.789	2.875.167
Obligaciones financiera	56.978	0	0	0	0	0
Otros pasivos	328.190	321.885	644.051	1.778.971	1.278.517	1.327.475
Patrimonio	3.849.043	4.584.010	4.747.894	3.316.029	3.794.887	3.901.059
Total pasivos	5.395.862	6.668.172	9.634.234	9.137.125	7.774.193	8.103.701

(Cifras en M\$ Dic-11)	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Prima Directa	4.384.024	5.451.248	7.337.779	5.649.317	5.750.083	5.117.939
Prima Cedida	-3.663.841	-4.358.058	-5.662.278	-4.266.190	-4.354.507	-3.862.055
Prima Retenida Neta	720.183	1.093.190	1.675.501	1.383.127	1.395.804	1.255.884
Siniestros Netos	-267.602	-344.319	-1.492.212	-2.449.974	-566.729	-846.050
R. Intermediación	1.055.764	1.194.004	1.395.580	759.143	764.689	653.758
Margen de Contribución	1.566.744	1.711.313	1.195.544	-363.234	1.458.007	970.310
Costo de Administración	-1.004.257	-1.342.358	-1.565.201	-1.691.442	-1.642.402	-1.603.278
Resultado Operacional	562.487	368.954	-369.656	-2.054.676	-184.395	-632.968
Resultado de Inversión	196.240	221.800	300.228	169.999	138.851	169.117
Resultado Final	593.190	600.166	95.487	-1.316.829	201.393	-194.137

Opinión

MAPFRE Garantías y Crédito S.A. Compañía de Seguros (MAPFRE Garantías 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 adecuadasolvencia y reconocido prestigio internacional y con una amplia trayectoria en el negocio de seguros, previsional y financiero. A la fecha se perfila como uno de los principales actores del mercado en los ramos de garantía, seguros de crédito a la exportación y ventas a plazo, alcanzando un primaje de US 9,7 millones y mantiene reservas por US\$ 5.4 millones contra un patrimonio de US\$ 7,5 millones.

Durante 2010, enfrentó un incremento de la competencia, como resultado del fortalecimiento de los nuevos entrantes al segmento de garantías y crédito. Durante 2011 los niveles de ingresos de la compañía se han visto disminuidos, acompañados por la reducción de los precios durante los últimos años. Por otro lado, la compañía se ha visto afectada por el aumento de los costos de siniestralidad, mostrando mayores niveles de siniestralidad específicamente en el ramo de garantía.

En los últimos cuatro años, la compañía ha presentado resultados operacionales negativos, el resultado operacional a 2011 fue negativo y de US\$ 1,2 millones, no pudiendo ser revertido con los resultados no operacionales, pero propios del negocio (cobros efectuados a clientes que no se contabilizan como primas).

Más allá del deterioro mostrado por los indicadores durante los cuatro años, la ratificación de la calificación otorgada a las pólizas emitidas por **MAPFRE Garantías y Crédito** se sustenta en que la empresa cuenta con el respaldo del grupo MAPFRE, conglomerado asegurador solvente y con capacidad de apoyar efectivamente las eventuales necesidades de capital que la sociedad tenga en el futuro (no obstante, se debe consignar que la matriz ha experimentado baja en su *rating*). Adicionalmente, se ha considerado lo informado por la administración de la compañía en cuanto a que el 2012 debieran revertirse los resultados negativos en atención a los recuperos en desarrollo asociados a los siniestros originados en 2011; también, según opinión de la misma administración, habría un fortalecimiento del primaje y de la siniestralidad producto del cambio de perfil de la cartera de clientes.

La clasificación, además, pondera de forma positiva la flexibilidad de la empresa para ajustar sus políticas de suscripción frente a un contexto económico desfavorable y la modificación de las instancias de reportes a su matriz, lo cual es resultado de las políticas de gestión de riesgos del grupo.

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; el adecuado posicionamiento de la compañía dentro de su segmento relevante; una buena cobertura de reservas y su política de reaseguros (altamente ligada al grupo).

Entre los elementos que restringen la clasificación destacan características propias de su negocio, como la alta sensibilidad a los ciclos económicos, el tamaño comparativamente pequeño que tiene actualmente el mercado y las restricciones legales que favorecen la concentración de su cartera de productos. Adicionalmente, se evalúa el eventual efecto de la entrada de nuevos competidores al sector, lo que podría afectar negativamente los márgenes del negocio.

La evaluación también reconoce la relevancia de los proveedores dentro del este negocio, factor que se ve atenuado por el apoyo del grupo MAPFRE.

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

A futuro para la mantención de la clasificación de las pólizas se requiere que en el presente año la aseguradora revierta efectivamente los magros resultados pasados y, además, su matriz no continúe reduciendo su calificación de riesgo a niveles que no reflejen una elevada capacidad de pago .

Asimismo, la nota de riesgo de la compañía sólo podría verse favorecida en la medida que la compañía, una vez revertido su bajo desempeño financiero, logra mantener en el tiempo adecuados niveles de resultados y, conjuntamente, fortalezca su escala de operación.

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 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

Durante 2011 la aseguradora experimentó una caída real de sus ingresos de 5%, uno de los factores que afectó la disminución de sus ingresos fue la reducción en los precios cercana al 7%, con respecto al año 2010. Por otro lado, los costos de siniestro aumentaron en un 40%, asociado a un aumento de la siniestralidad de las ventas a plazo, cercana al 50%. Como resultado, el margen de contribución cayó un

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

33%, sumando US\$1,8 millones. Los gastos de administración se redujeron en un 2%, lo cual corresponde a una caída no proporcional en comparación la disminución de los ingresos. El resultado operacional fue negativo por cuarto año consecutivo, mostrando una pérdida de US\$ 1,2 millones. A diferencia de otros años, el resultado no operacional no fue suficiente para compensar el resultado de explotación negativo, cerrando a diciembre de 2011, con una pérdida de US\$ 370 mil.

A diciembre de 2011 las reservas técnicas de la aseguradora aumentaron un 6% real en relación con igual fecha de 2010, esto se debe a la disminución interanual de los costos por siniestros, cayendo a niveles inferiores a los antes de la crisis económica.

En paralelo, su patrimonio, que llegó a \$ 3.901 millones, se incrementó en 3% (real) en relación con diciembre de 2010. A diciembre de 2011, sus indicadores de endeudamiento presentaban amplia holgura respecto de los límites normativos. En términos de pasivo exigible sobre patrimonio, la aseguradora alcanzó un endeudamiento de 1,08 veces.

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 € 9.727 al 31 de diciembre de 2011, mientras que el patrimonio de **MAPFRE Garantías y Crédito** representa menos del 1% de este monto.

Auditoría interna: Se inserta dentro del modelo de control general del grupo, que es totalmente independiente de **MAPFRE Garantías 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 AA-", excediendo en 107% 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, quien es el receptor principal de su prima con un 99%, MAPFRE Re posee clasificación de riesgo A a escala global, lo que nos muestra un alto nivel de solvencia. 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: Posee una alta concentración en sus productos de garantía, seguros de exportación y crédito a plazo. Además, dada la especialización del negocio y a los pocos competidores en el 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 la fecha existen seis compañías especializadas en seguros de garantía y créditos, sin incluir a las compañías de seguros generales que están autorizadas para vender pólizas de garantía. 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). Como atenuante, se reconoce que las áreas administrativas se manejan en conjunto con la administración del grupo MAPFRE en Chile (incluye además las compañías de seguros de vida y generales), lo que favorece la calidad de la administración.

Competencia en variable precio: La concentración de la cartera de productos, unida a un mercado comparativamente reducido, hace que se acentúe la competencia por precios dentro de la industria, lo que a la larga afectará los futuros márgenes 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. Como atenuante de este factor, se reconoce la amplia gama de proveedores que posee Mapfre y el apoyo del grupo en proveer información de deudores a escala global. Además de la capacidad interna de generar información directamente con el tomador.

Antecedentes generales

Historia y propiedad

La compañía opera en el mercado local desde 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, que desarrolla actividades aseguradoras, reaseguradoras, financieras, inmobiliarias y de servicios en España y otros 44 países. El grupo se organiza en divisiones y unidades operativas con amplia autonomía de gestión, bajo la coordinación y supervisión de los altos órganos directivos del grupo, a los que corresponde fijar las directrices generales y las políticas comunes de actuación. A escala global, la solvencia financiera de la matriz del grupo ha sido calificada en "BBB+" mientras que la solvencia y la fortaleza financiera de las reaseguradoras pertenecientes al grupo, MAPFRE Empresa Compañía de Seguros y Reaseguros S.A. y MAPFRE Re, se califica en "A" (. Legalmente, la propiedad de la compañía es compartida por MAPFRE América Caución y Crédito, S.A. (99,99%) e Inversiones Ibéricas Ltda. (0,01%).

Nombre	Cargo
Diego Sobrini	Presidente del directorio
Juan Pablo Uriarte	Director
Gonzalo Febrer P.	Director
Orlando Sillano Z.	Director
Carlos Molina Z.	Director
Andrés Chaparro K.	Director
Renzo Celda	Director

Nombre	Cargo
Rodrigo Campero P.	Gerente General
Leonardo Zamorano C.	Gerente Unidad de Garantías y Crédito
Paloma Coleto F.	Gerente de Administración y Finanzas
Marcela Morales F.	Informática y Tecnología
Mauricio Robles P.	Operaciones y Medios
Edmundo Agramunt O.	Fiscalía
Jaime Pino C.	Gerente Contralor

La estructura administrativa de la compañía comparte áreas de apoyo con otras aseguradoras del grupo (MAPFRE Compañía de Seguros de Vida de Chile S.A. y MAPFRE Compañía de Seguros Generales de Chile S.A), entre ellas, las gerencias de operaciones, administración y finanzas, informática, auditoría interna, fiscalía y, recientemente, la gerencia general. Adicionalmente, la compañía cuenta con el apoyo que le brinda el grupo en aspectos técnicos, comerciales, entre otros.

La calidad de su administración, en tanto, descansa sobre un grupo de profesionales con experiencia en el sector y con un nivel profesional acorde con las responsabilidades asumidas, los cuales mediante la interrelación con las distintas unidades y con el apoyo que le entrega el grupo, han logrado crear instancias de análisis y de control que favorecen el adecuado desempeño de sus funciones, así como el cumplimiento de su plan estratégico.

Cartera de productos

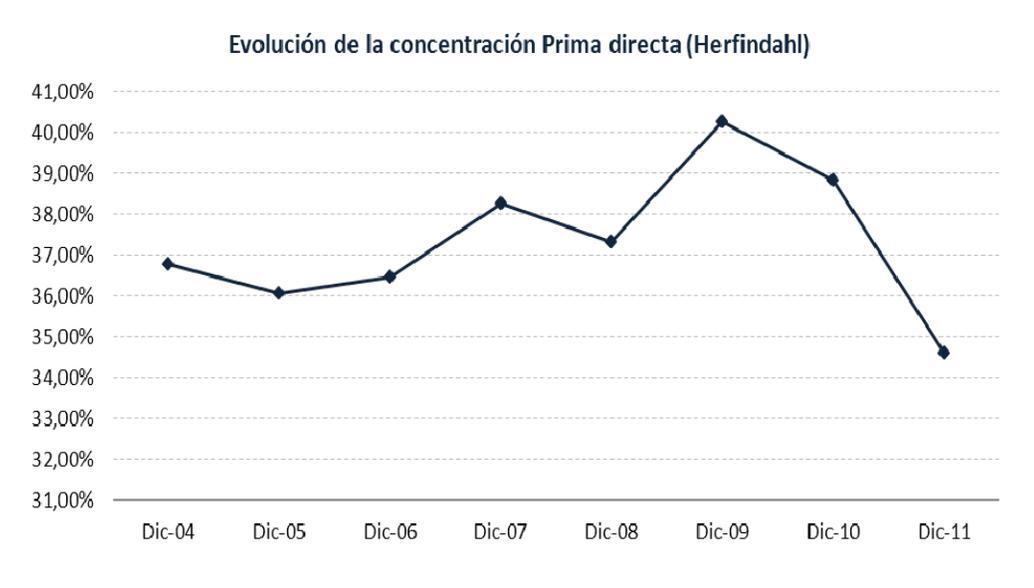
A diciembre de 2011 la concentración de las ventas ha tenido variaciones con respecto al año anterior. El ramo que concentra mayormente la prima directa es el ramo de seguros por ventas a plazo, pasando de concentrar un 52% de la prima durante el 2010 a un 43% durante 2011. Por otro lado, la participación de mercado de este ramo ha pasado de 16% a 9% durante 2011, perdiendo terreno ante los nuevos actores del mercado.

Otro producto fuerte dentro de su cartera es la cobertura por crédito a las exportaciones, que durante 2011 pasó de originar el 20% al 26% de la prima directa. En este segmento posee una participación del 14% mercado, siendo el tercer actor del segmento del mercado de garantía y crédito.

El segmento de pólizas de garantías ha pasado a concentrar desde un 27% a un 31% de la prima directa. Posee una participación de mercado de un 13%, la cual es menor al 18% que poseía a diciembre de 2010. Mapfre se ubica como segundo actor del nicho, pese a competir con todos los actores de la industria de seguros generales. Además, este tipo de productos compite directamente con boletas bancarias, los cuales son instrumentos de amplia difusión en el mercado nacional.

Una pequeña proporción de las ventas es originada por seguros de fidelidad, correspondiente a un porcentaje al 1%, al igual que su participación de mercado.

Durante el año 2011, se pudo apreciar una baja en la concentración de la prima directa por ramo. El índice de Herfindahl² para la concentración de la prima directa pasó de un 39% durante 2010 a 36% durante 2011.

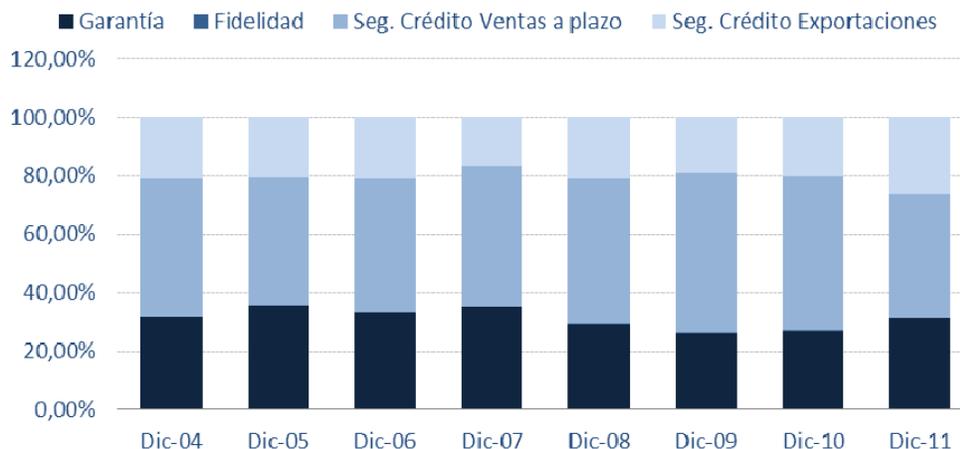


La comercialización de sus productos se realiza preferentemente a través de corredores de seguros de diferente envergadura. En los segmentos de crédito a la exportación y crédito a plazo, la comercialización a través de intermediarios alcanza el 95%, mientras que en el segmento de garantía alcanza el 70%.

A continuación se presenta la distribución de la prima directa en los últimos años:

² Índice de concentración calculado como la suma de los cuadrados de los porcentajes de participación por ramo. A mayor índice de Herfindahl, mayor concentración de los ramos.

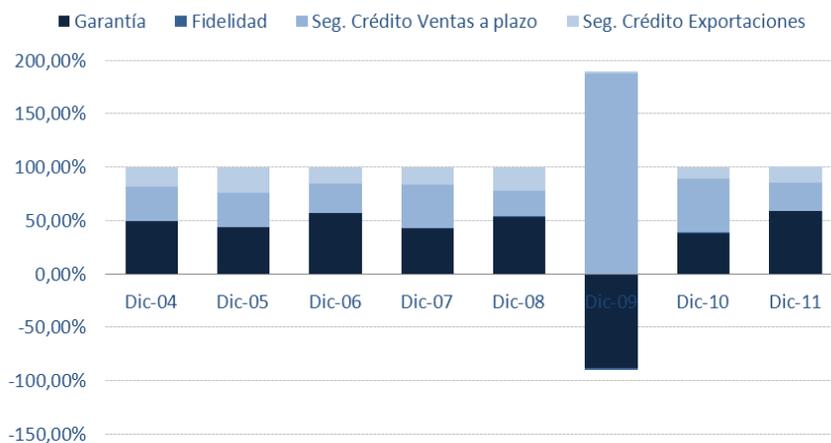
Distribución de la Prima Directa



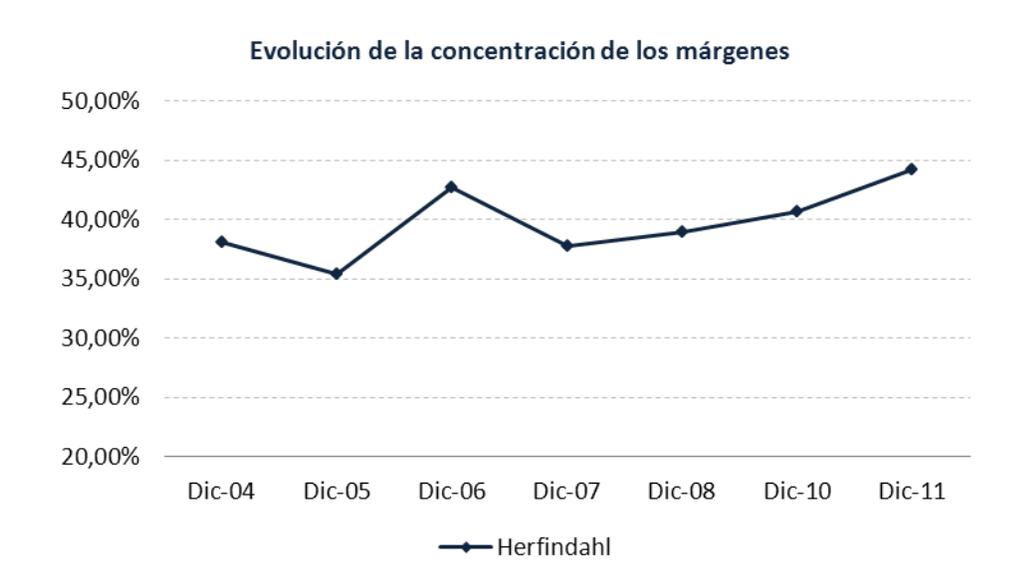
Si bien, ha disminuido la concentración de la prima, un efecto inverso ha ocurrido con los márgenes. Una proporción del margen se encontraba concentrada en los seguros de ventas a pazo el cual a diciembre de 2010 representaba un 50% del margen de operación, en cambio a diciembre de 2011 este representaba sólo un 27%. La situación inversa ha sucedido con el ramo de garantía, pasando de concentrar un 38% del margen en 2010 a un 59% en 2011. Por otro lado, el ramo de exportaciones ha pasado de concentrar un 11% del margen a un 15% durante el 2011.

A continuación se presenta la distribución del margen de operaciones por ramo:

Distribución del Margen



A Continuación se presenta un gráfico que muestra la evolución en la concentración de los márgenes en los últimos años.



Capitales asegurados

A diciembre de 2011, la compañía presentaba capitales asegurados por US\$ 1.664 millones, concentrados en seguros de ventas a plazo. Sobre este monto, la compañía tiene una tasa de retención del 25%.

En este tipo de compañías los niveles de riesgo asumidos dependen, en gran parte, de la calidad crediticia de los deudores cubiertos por las pólizas emitidas. En ese sentido, se observa que los principales deudores subyacentes a las pólizas emitidas cuentan con una buena calidad de solvencia. Por otra parte, el monto de exposición del patrimonio que representa cada ítem asegurado ha ido bajando en los últimos años. Pasando de 3,35% en 2010 a 1,98% durante el 2011. Esta cifra es levemente superior a lo esperado por la clasificadora para empresas de igual clasificación. No obstante ello, se reconoce la existencia de coberturas catastróficas que permiten acotar las pérdidas ante eventos de gran magnitud.

A diciembre de 2011, la empresa presentaba 2.780 *ítems* vigentes, 2.639 de ellos correspondientes a coberturas de garantía.

Reaseguros

Durante 2011, el 99% de la prima cedida se traspasó al interior del grupo MAPFRE a través de MAPFRE Re. 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 Mapfre Re y Munchener Ruckversicherungs Aktiengesellschaft In Manchen..

Si bien la compañía trabaja con reaseguradores reconocidos por su calidad y solvencia, todos ellos con clasificación A- en escala global, 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 1,98% de su patrimonio contable (3,35% a diciembre de 2010)³. 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 13% del patrimonio.

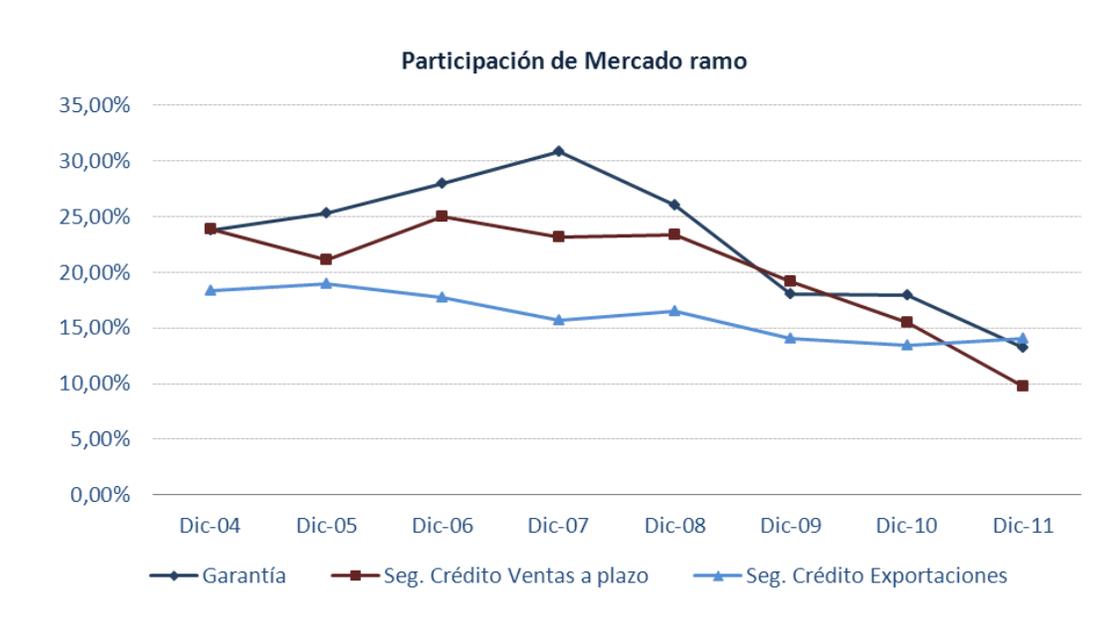
A continuación se encuentran los niveles de retención de prima de los últimos seis años:

Indicadores	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Retención de prima	25,06%	16,43%	20,05%	22,83%	24,48%	24,27%	24,54%

Posicionamiento

La empresa presenta un buen posicionamiento en su segmento relevante, aunque baja participación en relación a la industria de seguros generales (inferior al 1%)⁴. Sin embargo, se observa un decrecimiento de su participación en sus distintos segmentos en los últimos tres años, asociada a la entrada de nuevos actores a la industria. Con todo, se considera que la empresa conserva su posición de liderazgo en su mercado, manteniéndose entre los tres principales aseguradores locales de crédito.

A continuación presentamos un gráfico que muestra la evolución de la participación por ramo:



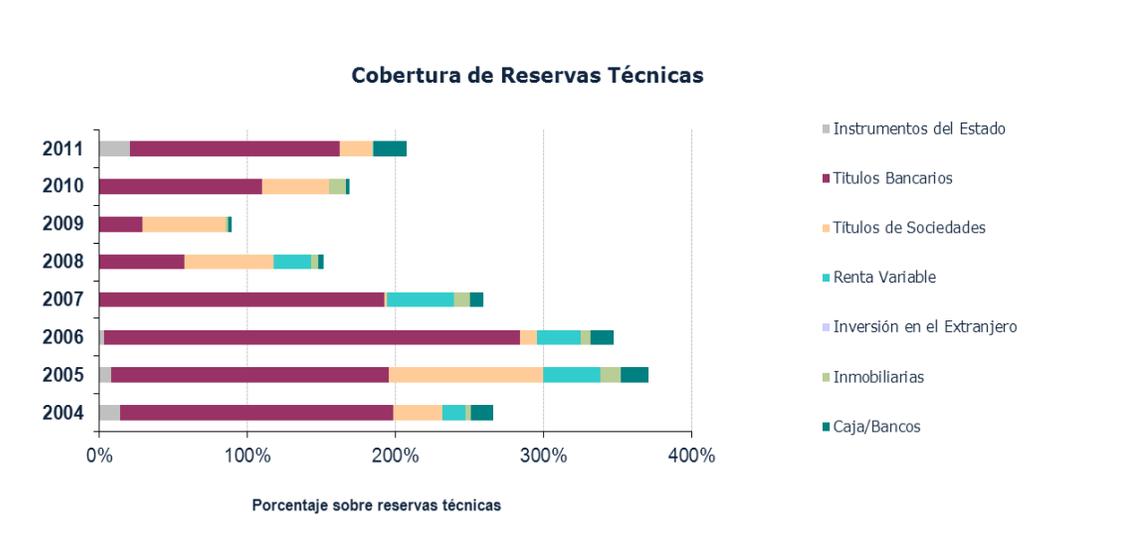
³ Medido como monto asegurado promedio retenido sobre patrimonio.

⁴ Participación de mercado, medida sobre el total del mercado de seguros generales y de garantías y crédito.

Inversiones

MAPFRE Garantías y Crédito ha mantenido una política de inversión conservadora a lo largo de los años. Esto puede ser observado a través de la cartera de inversiones a diciembre de 2011, la que se compone de un 68%, por títulos bancarios, un 10% por títulos del estado y un 11% por títulos corporativo, todos con clasificaciones superiores a "A" y concentrados principalmente en clasificación "AAA". En contraposición, las inversiones en renta variable se manifiestan con un 0,1% de la cartera. En el ejercicio de 2011 la compañía obtuvo una rentabilidad nominal de 3,10% por sus inversiones.

Por otro lado, MAPFRE Garantías y Crédito ha tenido una holgada cobertura de sus reservas técnicas, en comparación al mercado. A diciembre de 2011, la cobertura de reservas técnicas fue de 207%.



Generación de caja⁵

Durante el 2011, hubo una caída en las ventas de 15% con respecto al año anterior, concentradas en una baja de 18% de las ventas a través de intermediarios; la disminución en las ventas viene acompañada de una reducción en promedio del 7% en los precios. Por otro lado, los costos por siniestros se incrementaron en un 40% con respecto al año anterior. La compañía ha venido mostrando flujos operacionales negativos desde 2008, alcanzando en 2011, antes de otros ingresos, flujos negativos por \$ 751 millones (234% mayor al registrado el año 2010). Al incluir la partida "Otros Ingresos" alcanzó los menos \$341 millones.

Durante 2011, el 59% de los ingresos operacionales se generó en la venta, principalmente por el aporte a través de intermediarios, en tanto que el 41% se generó en el apoyo del reaseguro. Los costos del reaseguro representaron un 43% de los egresos, repartiéndose los egresos restantes en un 35% los costos de siniestros y un 22% los gastos operacionales (de administración e intermediación). Adicionalmente, la

⁵ 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.

empresa generó otros ingresos, no operacionales, pero que se consideran recurrentes, que equivalieron a un 7% de los ingresos totales.

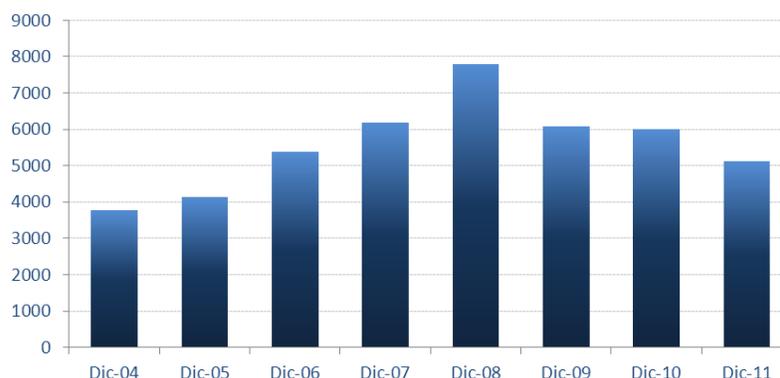
Flujos M\$	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Venta Total	5.369.183	6.191.833	7.782.656	6.075.670	6.005.643	5.117.939
Venta Directa	1.688.263	1.407.580	1.177.831	525.257	469.124	597.948
Venta Intermediarios	3.680.920	4.784.253	6.604.825	5.550.413	5.536.281	4.519.991
Prima Aceptada	0	0	0	0	238	0
Apoyo de Reaseguro	3.298.362	3.511.141	7.134.455	9.649.731	3.155.519	3.615.425
Siniestros Cedidos	1.638.186	1.665.869	5.023.474	8.153.694	1.791.641	2.502.237
Reaseguro Cedido	1.660.176	1.845.272	2.110.981	1.496.037	1.363.878	1.113.188
Total Ingresos	8.667.545	9.702.974	14.917.111	15.725.401	9.161.162	8.733.364
Costo de Siniestros	-1.965.922	-2.056.966	-6.606.156	-10.788.567	-2.383.535	-3.348.287
Siniestros Directos	-1.965.922	-2.056.966	-6.606.156	-10.788.567	-2.383.535	-3.348.287
Siniestros Aceptados	0	0	0	0	0	0
Reaseguro Aceptado	0	0	0	0	0	0
Costo Reaseguros	-4.487.164	-5.008.567	-6.140.567	-4.789.898	-4.722.154	-4.073.456
Prima Cedida	-4.487.164	-4.950.127	-6.005.572	-4.588.159	-4.547.861	-3.862.055
Exceso de Pérdidas	0	-58.440	-134.995	-201.739	-174.293	-211.401
Gastos + Intermediación	-1.597.094	-2.013.781	-2.290.885	-2.498.697	-2.280.564	-2.062.708
Intermediación Directa	-367.165	-489.055	-630.789	-679.602	-565.234	-459.430
Costo de Administración	-1.229.929	-1.524.726	-1.660.096	-1.819.095	-1.715.330	-1.603.278
Total Egresos	-8.050.180	-9.079.314	15.037.608	18.077.162	-9.386.253	9.484.451
Flujos Netos	617.365	623.660	-120.497	-2.351.761	-225.091	-751.087
Otros Ingresos	-35.339	177.547	562.598	355.881	321.969	341.256
Flujo Neto + Otros Ingresos	582.026	801.207	442.101	-1.995.880	96.878	-409.831

Análisis financiero

Evolución del primaje

La aseguradora presentó un sostenido crecimiento de sus ventas entre 2005 y 2008. No obstante, en 2009 la compañía registró una fuerte contracción respecto de 2008, producto de un entorno económico desfavorable (decrecimiento del 1,5% del PIB) que, además, implicó la decisión de la empresa de restringir su política de suscripción. Asimismo, en los años siguientes, la sociedad no ha logrado revertir la caída en las ventas; es así como a la fecha, acumula un decrecimiento real de sus ventas de 23% respecto del nivel alcanzado en el ejercicio 2008. Durante 2011, el primaje presentó una nueva caída real del 11% con respecto al año anterior, sumando US\$ 9,7 millones.

Evolución Prima Directa (\$ MM)

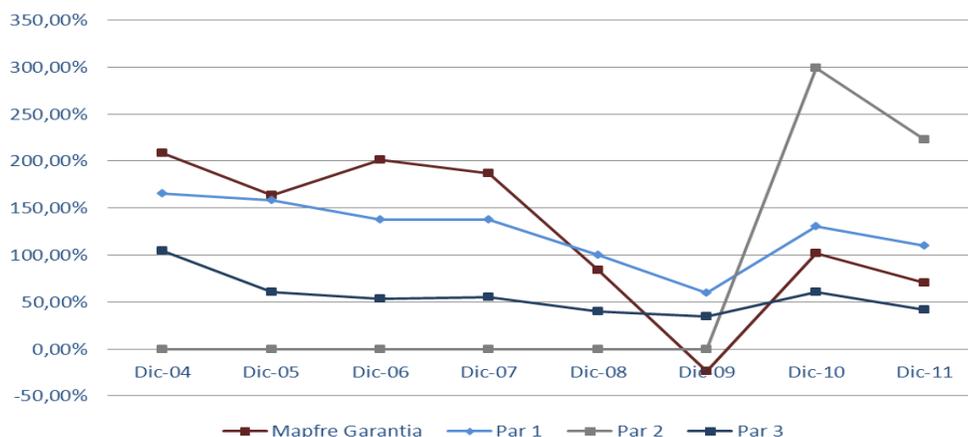


Rendimiento técnico⁶ y siniestralidad⁷

Hasta el 2008 el resultado técnico de la aseguradora presentó indicadores considerados elevados en relación a su mercado relevante y al promedio de las compañías de seguros generales; además durante 2009, asociado al contexto económico nacional, presentó un rendimiento técnico negativo. El año 2010, el rendimiento fue de 102,18%, lo cual es alto en comparación a los otros agentes de la industria; durante 2011 éste índice se mantuvo elevado; no obstante cayó a 70,6%. Aun así, en promedio, la compañía exhibe un desempeño (resultado técnico promedio anual de los últimos tres ejercicios asciende a 49,6%) que se ubica en una posición intermedia en relación a los pares de su industria.

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

Rendimiento Técnico Mercado



⁶ El rendimiento técnico de las compañías de seguros es calculado con el margen de contribución del periodo sobre el ingreso de explotación.

⁷ La siniestralidad ha sido calculada como costo de siniestro sobre prima retenida neta ganada.

Tabla. Rendimiento técnico por líneas de negocio

Indicadores	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Garantía	248,53%	287,43%	161,25%	75,80%	153,29%	151,15%
Fidelidad			189,70%	309,06%	207,83%	267,56%
Seguro de crédito por ventas a plazo	146,70%	144,28%	39,00%	-85,81%	95,24%	40,92%
Seguro de crédito a la exportación	189,58%	158,65%	89,97%	-2,88%	54,25%	38,58%

Durante 2008 y 2009 la aseguradora registró un incremento en su indicador de siniestralidad asociado tanto a un incremento significativo en el número de siniestros, como a la contracción del primaje observada en 2009, producto del entorno económico que se estaba viviendo. Pese a ello, durante 2010 se observó que su siniestralidad retomó niveles similares a los registrados con anterioridad a la crisis económica. Sin embargo, durante el 2011 se puede apreciar una nueva alza en este tipo de indicador, pasando esta desde un 39% a 2010 a un 60% a 2011. Como promedio de los tres años, la empresa presenta un indicador de 89% lo que se encuentra en concordancia con los rangos observados dentro de su industria, y muy por encima del nivel de siniestralidad registrada en el mercado de no vida (51% para igual periodo).

A continuación se presenta el comportamiento de la siniestralidad para los últimos años, en comparación a sus principales pares de la industria:

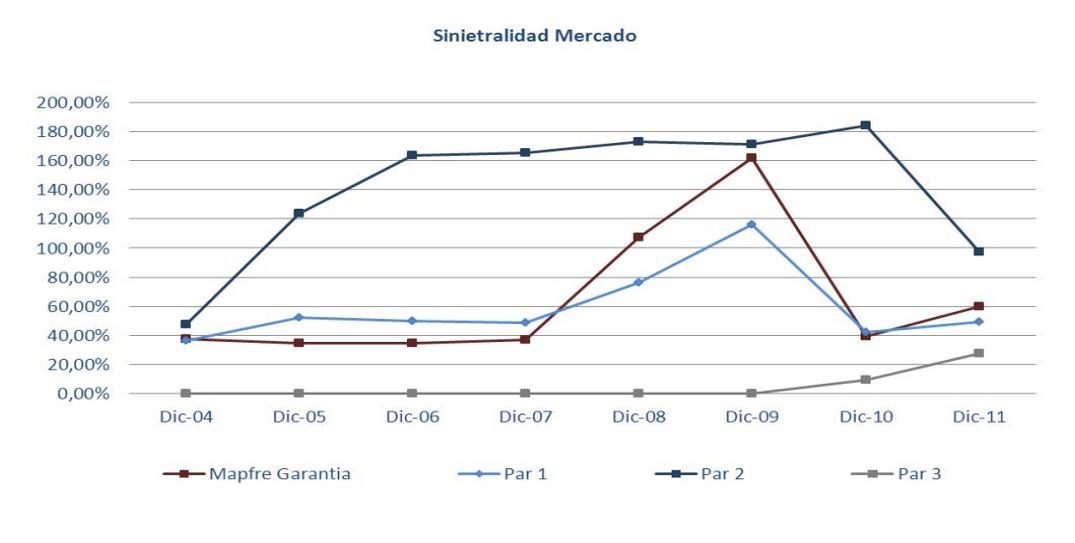
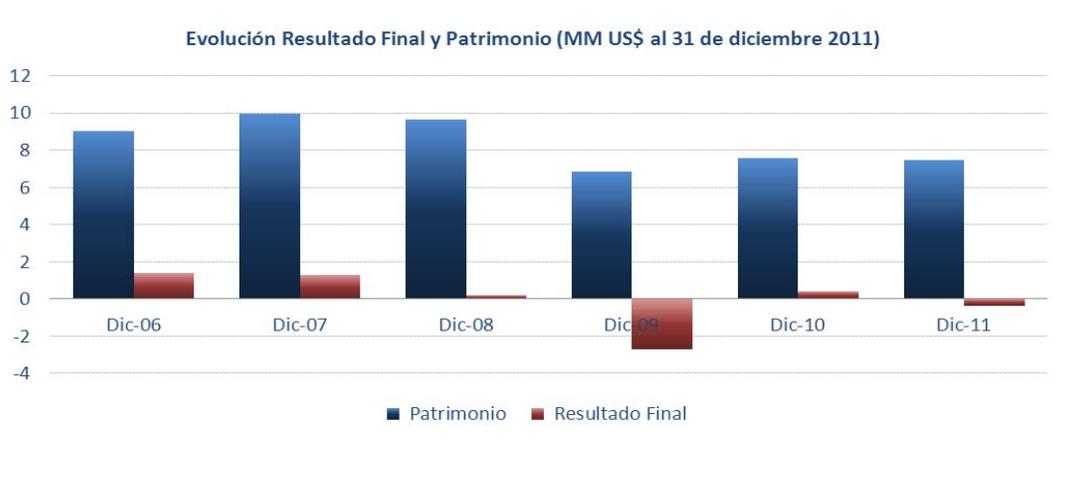


Tabla. Siniestralidad por líneas de negocio

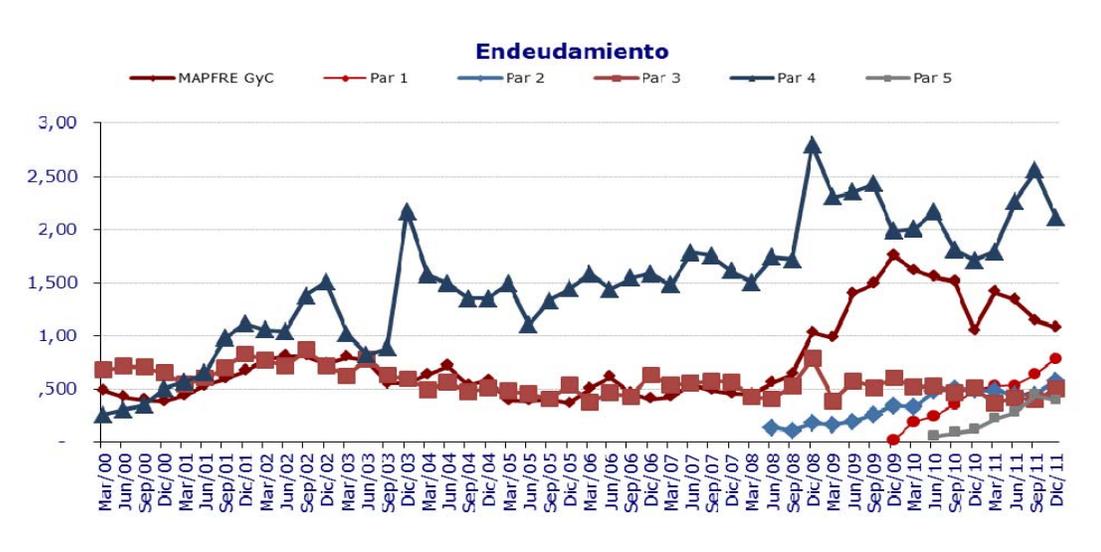
Indicadores	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Garantía	-19,20%	13,56%	58,52%	80,62%	16,48%	11,34%
Fidelidad			3,91%	37,52%	-63,29%	-22,56%
Seguro de crédito por ventas a plazo	93,32%	54,22%	140,40%	215,35%	35,81%	77,64%
Seguro de crédito a la exportación	51,75%	28,87%	99,87%	129,76%	78,49%	79,19%

Endeudamiento y posición patrimonial

La evolución de la posición patrimonial de **MAPFRE Garantías y Crédito** durante los últimos años ha estado fuertemente ligada al desempeño de sus resultados finales. El siguiente gráfico muestra la evolución del patrimonio y el resultado final de los últimos 5 años:



La compañía mostró niveles de endeudamiento (medido como pasivo exigible sobre el patrimonio) con un sostenido crecimiento durante 2009, debido al deterioro de sus resultados finales que impactó su fortaleza patrimonial, y al incremento de sus reservas por el incremento de siniestros en el mismo periodo. No obstante, a la fecha ha tendido a bajar, manteniéndose a niveles más bajos a los mostrados durante el 2009, pero aún altos en comparación a los mostrados anterior a la crisis.



Margen y gastos

MAPFRE Garantías y Crédito presenta un resultado de intermediación que representa una proporción de la venta muy superior al mercado de seguros de no vida, debido a su alta tasa de cesión de prima a los reaseguradores. Sus gastos de administración, en tanto, prestaron una importancia sobre las ventas similar al mercado de no vida hasta 2008, observándose un aumento relativo durante los últimos años. A diciembre 2011, éste indicador se encuentra por sobre el mercado. Producto de ello, sus gastos combinados (administración e intermediación) son acotados en relación a la industria de no vida, aunque la diferencia se vuelve más estrecha en los últimos dos años.

Durante los últimos tres años la empresa presentó resultados no operacionales negativos (no considera el efecto positivo de ciertos ingresos no operacionales, que se consideran recurrentes). Adicionalmente, se observan indicadores de resultado operacional sobre prima con un coeficiente de variación a cinco años superior al de la industria de no vida, lo que nos indica que posee una mayor volatilidad con respecto al mercado. Su resultado final (que incorpora los otros ingresos no operaciones, pero recurrentes), ha sido volátil durante los últimos 3 años y negativo durante 2011, estando por debajo de los mostrados por el mercado.

Indicadores MAPFRE GyC	2007	2008	2009	2010	2011
R. intermediación / Prima Directa	22%	19%	13%	13%	13%
Gasto Ad./ Prima Directa	25%	21%	30%	29%	31%
Gasto Ad. / Margen Contribución	78%	131%	-466%	113%	165%
Margen Cont. / Prima Directa	31%	16%	-6%	25%	19%
Gastos Combinados / Prima Directa	33%	29%	41%	38%	40%
Result. Op. / Prima Directa	7%	-5%	-36%	-3%	-12%
Result. Final/ Prima Directa	11%	1%	-23%	4%	-4%

Indicadores mercado no vida	2007	2008	2009	2010	2011
R. intermediación / Prima Directa	-2%	-2%	-3%	-2%	-2%
Gasto Ad./ Prima Directa	22%	21%	22%	20%	19%
Gasto Ad. / Margen Contribución	98%	93%	104%	99%	90%
Margen Cont. / Prima Directa	23%	23%	21%	20%	21%
Gastos Combinados / Prima Directa	35%	32%	34%	32%	31%
Result. Op. / Prima Directa	0%	2%	-1%	0%	2%
Result. Final / Prima Directa	1%	1%	2%	1%	3%

“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”