



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña anual

Analista

Antonio Velásquez Herrera

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

antonio.velasquez@humphreys.cl

MAPFRE Seguros de Vida

Abril 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º

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 Estados financieros base	A Estable Diciembre 2011

(Cifras en MM\$ de Dic-11)	2007	2008	2009	2010	2011
Inversiones	36.646	36.945	35.316	33.957	33.637
Deudores por Primas	225	259	679	1.057	931
Deudores por Reaseguros	87	55	43	89	113
Otros Activos	1.262	713	802	826	769
Total Activos	38.220	37.972	36.840	35.928	35.450
Reservas Técnicas	33.924	33.846	32.818	31.815	30.591
Reservas Previsionales	32.464	32.344	31.060	29.858	28.352
Primas por Pagar	1.000	924	950	845	665
Otros Pasivos	369	584	717	1.107	630
Patrimonio	2.926	2.618	2.355	2.161	3.565
Total Pasivos y patrimonio	38.220	37.972	36.840	35.928	35.450

(Cifras en MM\$ de Dic-11)	2007	2008	2009	2010	2011
Prima Directa	4.269	1.481	1.974	2.574	2.835
Prima Retenida Neta	3.988	1.184	1.377	1.646	1.830
Costo Siniestros	-354	-269	-391	-717	-992
Costo Renta	-4.475	-1.386	-1.165	-1.114	-1.096
R. Intermediación	-187	-159	-196	-184	-106
Margen de Contribución	-1.129	-695	-632	-566	-351
Costo de Administración	-953	-1.034	-929	-914	-923
Resultado Operacional	-2.082	-1.728	-1.561	-1.479	-1.274
Resultado de Inversión	1.636	1.539	1.380	1.150	1.279
Resultado Final	-443	-270	-151	-124	77

Opinión

MAPFRE Compañía de Seguros de Vida de Chile S.A. (MAPFRE Seguros de Vida) es una sociedad con presencia en los segmentos de seguros individuales y seguros colectivos, con participación inferior al 1% de las ventas y reservas del mercado de seguros de vida. Adicionalmente, hasta abril de 2008 la compañía comercializó rentas vitalicias, debido a lo que a diciembre de 2011 mantenía reservas previsionales que alcanzaban los \$ 28.352 millones (su patrimonio a la misma fecha alcanzaba \$ 3.565 millones). Su primaje anual alcanzó \$ 2.835 millones en 2011.

La empresa forma parte del grupo MAPFRE, consorcio español de adecuada solvencia y reconocido prestigio internacional, poseedor de una amplia experiencia en las actividades aseguradoras, previsionales y financieras, cuyo negocio asegurador tiene presencia en 45 países.

A escala global, la solvencia del grupo MAPFRE ha sido clasificada en “*Categoría BBB+*”, mientras que la del negocio asegurador se mantiene en “*Categoría A*”, ambos con perspectiva negativa.

La clasificación asignada a la empresa se sustenta en el importante apoyo que recibe de su matriz, tanto en términos financieros, operacionales y de gestión de riesgos, y en la presencia del grupo a escala local (comparte administración con la compañía de seguros Generales y la de Garantías y Crédito). El apoyo del grupo se ha materializado en normas sobre control y auditoría interna, las cuales se enmarcan dentro de las políticas de MAPFRE, en reportes recurrentes a nivel regional, en un reciente aporte de capital y en una constante comunicación de la administración local con la administración grupo en la región.

Otro elemento que incide favorablemente sobre la clasificación es la existencia de una cartera de inversión orientada a la renta fija con bajo riesgo crediticio, consistente con la política conservadora del grupo, que se traduce en una baja probabilidad de pérdida asociada a los instrumentos y al portafolio. Asimismo, se reconoce un reciente aporte de capital que permitió disminuir el nivel de endeudamiento de 15,62 veces en diciembre de 2010 a 8,94 veces a diciembre de 2011.

Desde otra perspectiva, la clasificación reconoce riesgos a los cuales se ve enfrentada la entidad, entre los que destacan los derivados de la alta concentración de su cartera de productos, así como la menor escala de la misma en comparación al resto de los actores del segmento.

Hasta 2010, la empresa registró un sostenido incremento de su endeudamiento relativo, un debilitamiento de su nivel patrimonial y un deterioro en la holgura en la cobertura de sus reservas técnicas a través de inversiones, debido a la persistencia de resultados finales negativos, asociados a la administración de la cartera de rentas vitalicias vigente y a que su actual modelo de negocio, orientado a los seguros tradicionales, se encuentra aún en proceso de desarrollo. Sin embargo, esta situación se revirtió en 2011, como resultado de un aumento de capital por UF 62.000 en el mes de abril y del resultado final positivo generado durante la gestión, lo que permitió mejorar los indicadores de solvencia, llegando a niveles que se consideran en línea con la nota asignada a la solvencia de la compañía.

Si bien se reconoce la capacidad de apoyo de la matriz en términos financieros y la voluntad del controlador de velar por la solvencia de la filial local, para la mantención de la clasificación se espera que en sus indicadores financieros la empresa mantenga niveles que se consideren consistentes con la clasificación asignada. Junto con esto, no debieran debilitarse las fortalezas que sustentan la clasificación actual, especialmente la calidad del apoyo de grupo controlador y el carácter conservador de su política de inversiones.

En el mediano plazo, la clasificación podría verse favorecida si la compañía logra una mayor penetración en el mercado y accede a niveles de actividad que le permitan un mejor aprovechamiento de las economías de escala y una mayor diversificación de sus ingresos, asociados a niveles de endeudamiento, patrimonio y cobertura de reservas consistentes con una mejor categoría de riesgo.

La perspectiva de la clasificación se estima “*Estable*”¹, principalmente porque tras el incremento en el capital social, no se visualizan cambios favorables o desfavorables en los factores que sustentan la nota asignada.

Hechos recientes

Durante 2011 la empresa comercializó exclusivamente seguros tradicionales (colectivos e individuales). Su primaje fue 10,12%² superior al del ejercicio 2010, crecimiento que se originó fundamentalmente en los segmentos de temporal vida y accidentes personales.

En el mismo intervalo, su costo de siniestros se incrementó en 38,47% real, mientras que el costo de renta decreció en 1,69% real. Su margen de contribución, en tanto, cayó un 3,79%. Los gastos de administración aumentaron en 1,01%, pero su importancia en relación a las ventas cayó de un 35,49% a 32,55%. En línea con su desempeño histórico, la empresa registró resultados operacionales negativos, aunque la pérdida operacional fue 13,88% menor que en 2010. El resultado de inversiones fue positivo en \$ 1.279 millones (11,19% mayor al del ejercicio anterior). A diferencia de lo sucedido hasta 2010, el resultado final fue positivo, alcanzando los \$ 76,77 millones.

Paralelamente, como fruto de un incremento en el capital social aprobado en abril de 2011, el patrimonio se incrementó en 64,94%, mientras que la razón de pasivo exigible sobre patrimonio pasó de 15,62 a 8,94 veces entre diciembre de 2010 y diciembre de 2011. Por su parte, las reservas técnicas y previsionales decrecieron 3,85% y 5,04%, respectivamente.

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

² Los cambios porcentuales a los que esta sección hace referencia corresponden a variaciones reales interanuales.

Definición de categoría de riesgo

Categoría A

Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una buena capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

Oportunidades y fortalezas

Apoyo de la matriz: En opinión de la clasificadora, dentro del grupo MAPFRE se visualiza un esfuerzo real por traspasar su experiencia y *know how* hacia sus filiales, así como aprovechar las sinergias entre todas las empresas del grupo. 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 la adopción de las políticas impulsadas por el grupo para sus filiales de la región. Adicionalmente, la matriz tiene una adecuada capacidad de responder a las eventuales necesidades de capital de la sociedad evaluada, lo cual quedó demostrado por el aumento de capital realizado en abril de 2011 por UF 62.000, lo que permitió reducir el apalancamiento de la compañía de 15,62 veces en diciembre de 2010 a 8,94 veces un año después. MAPFRE S.A., cabeza del grupo, en términos consolidados, mantenía un patrimonio neto por un monto cercano a € 9.727 millones a diciembre 2011, mientras que el patrimonio de **MAPFRE Seguros de Vida** representa menos del 1% de este monto. 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 MAPFRE Empresa Compañía de Seguros y Reaseguros S.A. y Mapfre Re se ha calificado en “A-”.

Portafolio de inversión: La empresa cuenta con una cartera de inversiones considerada de bajo riesgo, caracterizada por alcanzar un adecuado nivel de diversificación. La política de inversiones se encuentra orientada principalmente a instrumentos de renta fija, ya que por definición de su matriz, debe mantener la totalidad de sus activos en instrumentos clasificados a lo menos en “Categoría A-”. A diciembre de 2011, la compañía mantenía un 96% de sus inversiones en renta fija³, de las cuales el 96,49% se encontraba clasificado en categorías superiores o iguales a “A-”.

Factores de riesgo

Elevada concentración de la cartera de productos: Pese a la evolución que ha mostrado la cartera de productos durante sus diez años de operaciones, la compañía aún presenta un bajo grado de diversificación

³ No contempla caja y banco ni bienes raíces, solamente IRF Vida e IRF Flexible.

y, por ende, una elevada dependencia de los ingresos que obtiene de sus principales productos. La oferta de la compañía, a diciembre de 2011, se limitaba a la venta de productos en diez ramos, donde el de temporal vida (incluido individual y colectivo) representaba el 45,6% del total de la prima directa, mientras que el de accidentes personales (incluido individual y colectivo) alcanzaba un 38,1% de la prima.

Baja participación de mercado: La empresa exhibe una participación por ventas y por reservas inferior al 1% del mercado. Desde nuestra perspectiva, esta situación genera mayores dificultades para alcanzar economías de escala en la operación del negocio. Como atenuante, se reconoce la existencia del apoyo operacional por parte del grupo y la actual estrategia de la compañía, la que busca generar mayor volumen de ventas mediante un crecimiento orgánico en seguros individuales y colectivos.

Antecedentes generales

Historia y propiedad

MAPFRE Seguros de Vida fue constituida el 21 de septiembre de 2000. Su creación responde a la exigencia legal que obliga a que en Chile los negocios de seguros de vida y generales se desarrollen a través de compañías independientes. Sin embargo, el negocio de vida se constituye y es tratado como una línea de negocio más dentro del *mix* de productos que ofrece el conglomerado al que pertenece en Chile.

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 45 países. A escala global, la solvencia financiera de la matriz ha sido calificada en "BBB", mientras que la solvencia y la fortaleza financiera de las reaseguradoras pertenecientes al grupo (MAPFRE Compañía de Seguros y Reaseguros S.A. y Mapfre Re) han sido calificadas en "A-", aunque ambas notas tienen perspectivas negativas, calificaciones vigentes desde abril de 2012.

Administración

La aseguradora mantiene una administración conjunta con MAPFRE Compañía de Seguros Generales de Chile S.A. (empresa del mismo grupo), compartiendo la dirección general y las gerencias de operaciones y medios, administración y finanzas, sistemas y fiscalía. Adicionalmente, la firma cuenta con el apoyo que le brinda el grupo, especialmente en temas ligados a las áreas técnica, sistemas, gestión y auditoría interna.

La administración, en tanto, está a cargo de un grupo de profesionales con experiencia en el sector y un nivel de formación profesional acorde con las responsabilidades asumidas, quienes, mediante la interrelación con las distintas unidades y el apoyo que le entrega el grupo, han logrado crear instancias de análisis y control que permiten presumir el adecuado desempeño de sus funciones, así como el cumplimiento de su plan estratégico.

En el siguiente cuadro se detallan los principales ejecutivos de la compañía:

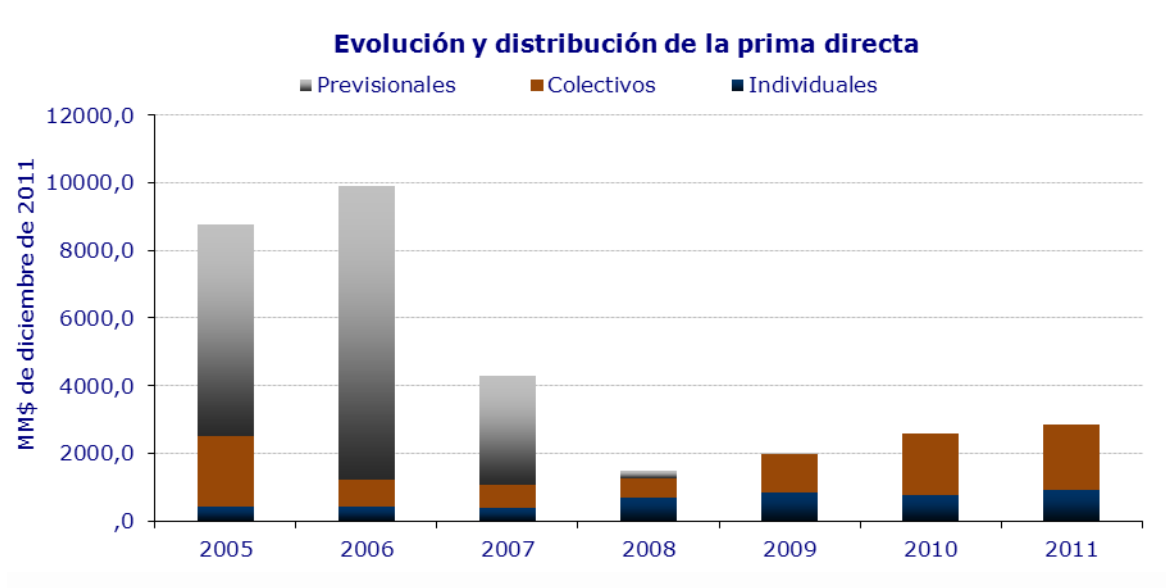
Nombre	Cargo
Diego Sobrini	Presidente del Directorio
Juan Pablo Uriarte Díaz	Director
Andrés Chaparro Kaufman	Director
Ricardo Blanco Martínez	Director
Renzo Calda Giurato	Director

Nombre	Cargo
Rodrigo Campero Peters	Gerente General
Jaime Pino Concha	Gerente de Auditoria Interna
Mauricio Robles Parada	Gerente de Operaciones y Medios
Jorge Levy Campoy	Gerente Comercial
Jorge Lillo Cepeda	Gerente Unidad Vida
Paloma Coletto Fuentes	Gerente de Administración y Finanzas
Marcela Morales Farías	Gerente de Informática y Tecnología
Edmundo Agramunt Orrego	Fiscal

Desempeño cartera de productos

La empresa orienta su actividad a la venta de seguros tradicionales. Sin perjuicio de esto, a la fecha también cuenta con una cartera vigente de rentas vitalicias, línea de negocios que representa el 93% de sus reservas vigentes. Durante 2011 el 32,42% de sus ventas se generó en seguros individuales y el 67,58% en seguros colectivos. Su actual nivel de primaje es inferior al mostrado hasta 2007, debido principalmente a que la compañía -por razones estratégicas- dejó de comercializar pólizas de seguros previsionales en abril de 2008.

A continuación se muestra la evolución y distribución por producto de la prima de la compañía:



La cartera de seguros tradicionales ha mostrado un crecimiento sostenido durante los últimos tres años, con un desarrollo más pronunciado en el área de seguros colectivos, lo que ha generado una mayor concentración de las ventas en este tipo de productos. No obstante la antigüedad de la compañía, **Humphreys** considera el portafolio de seguros tradicionales -dado su volumen- como una cartera en desarrollo, por lo que la distribución de las ventas podría variar a futuro. Por otra parte, la empresa no descarta retomar su participación en el negocio de seguros previsionales en la medida que el contexto, según su juicio, sea favorable desde una perspectiva económica y financiera.

Actualmente las ventas se generan, principalmente, a través de corredores, los cuales se complementan con la fuerza de venta propia. Ambos canales, corredores y venta directa, se conducen a través de la red de sucursales compartida con MAPFRE Generales. Igualmente, la compañía ha desarrollado y dado énfasis al sistema electrónico (internet) como medio de distribución para sus productos menos sofisticados, basándose en los sistemas centralizados, los que permiten emitir las pólizas de manera *online*.

A diciembre de 2011, la compañía mantenía una participación de mercado reducida, que en términos de primaje directo y reservas técnicas ascendía a 0,1% y 0,2%, respectivamente.

Seguros tradicionales:

Los principales productos dentro de la prima total de 2011 fueron los seguros colectivos de accidentes personales (31%), seguros colectivos temporales (26%) y seguros individuales temporales (19%). El primaje retenido, en tanto, se concentró en seguros individuales de temporal vida (25%), colectivos de accidentes personales (23%) y colectivos de temporal vida (23%).

Tabla 1. Participación en el primaje directo anual

Indicadores MAPFRE Vida	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Individual Temporal Vida	0,0%	3,0%	21,0%	18,0%	16,0%	19,3%
Individual Accidentes Personales	0,0%	0,0%	8,0%	10,0%	7,0%	7,5%
Individual Flexibles	2,0%	4,0%	12,0%	9,0%	5,0%	4,3%
Individual Protección Familiar	2,0%	1,0%	4,0%	3,0%	1,0%	0,9%
Individual Desgravamen	0,0%	0,0%	1,0%	1,0%	0,0%	0,4%
Individual Mixto o Dotal	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Colectivo Temporal Vida	5,0%	9,0%	20,0%	29,0%	31,0%	26,4%
Colectivo Accidentes Personales	1,0%	4,0%	10,0%	18,0%	28,0%	30,6%
Colectivo Desgravamen	1,0%	3,0%	6,0%	11,0%	7,0%	6,8%
Colectivo Salud	0,0%	0,0%	1,0%	1,0%	4,0%	3,8%
Seguros Tradicionales	12,0%	25,0%	84,0%	100,0%	100,0%	100,0%

La aseguradora cuenta con una masa relevante de asegurados, especialmente en seguros colectivos, a pesar de que en el último año se ha observado una disminución del número de ítems vigentes dentro de este tipo de seguros.

Tabla 1. Evolución de los ítems asegurados

Ítems vigentes	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Individuales	11.734	8.689	3.245	7.571	8.586	8.316	9.620
Colectivos	229.050	113.596	42.794	44.452	73.088	82.591	66.232
Tradicionales	240.784	122.285	46.039	52.023	81.674	90.907	75.852

La cartera asegurada en este segmento presenta una siniestralidad⁴ que, en promedio, resulta muy similar a la del mercado de seguros tradicionales⁵. Desglosando las líneas de negocio, en seguros individuales el valor del indicador se ha presentado históricamente bajo los niveles que exhibe su mercado relevante, brecha que se ha ido acortando los últimos dos años, mientras que en el segmento de seguros colectivos la siniestralidad ha sido históricamente superior, exceptuando lo observado en 2008 y 2009 (como promedio de los últimos tres años se mantiene sobre el mercado). A continuación se muestra la evolución del indicador anual desde 2005 a la fecha:

⁴ La siniestralidad ha sido calculada como costo de siniestro sobre prima retenida neta ganada.

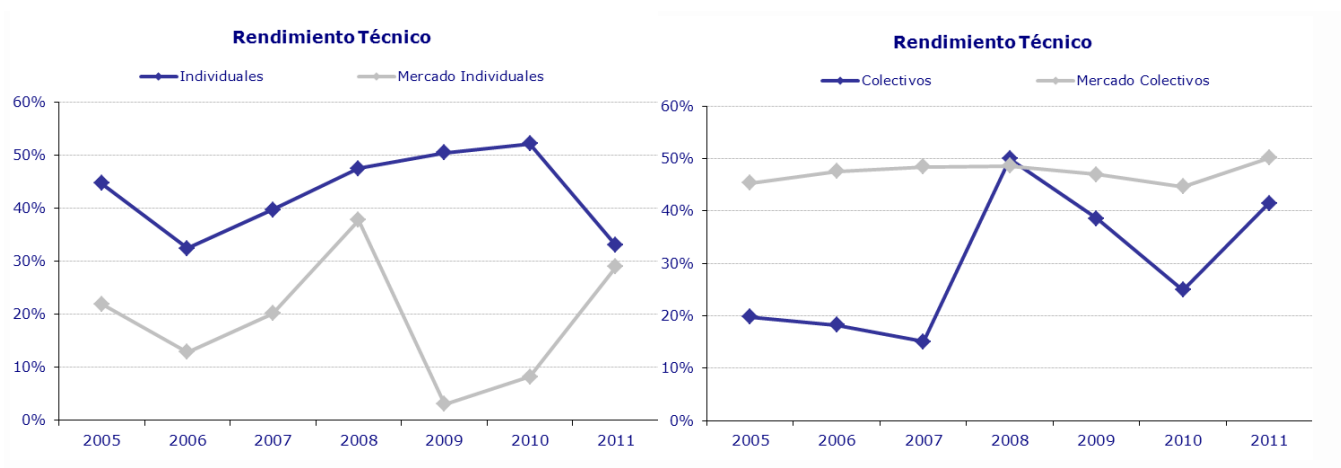
⁵ Comparación del promedio anual de los últimos tres años de 44,58% de la compañía contra 45,41% del mercado.

Siniestralidad por línea de negocios



La cartera de seguros tradicionales presenta un desempeño promedio superior al del mercado en términos de rendimiento técnico⁶ (promedio anual de los últimos tres años de 40% contra 36% del mercado). No obstante, en seguros colectivos se presenta un desempeño inferior al mercado (comparación del promedio anual de los últimos tres años). A continuación se presenta el rendimiento técnico por línea de negocio de MAPFRE por ramos comparado con sus respectivos mercados:

Rendimiento técnico por línea de negocios



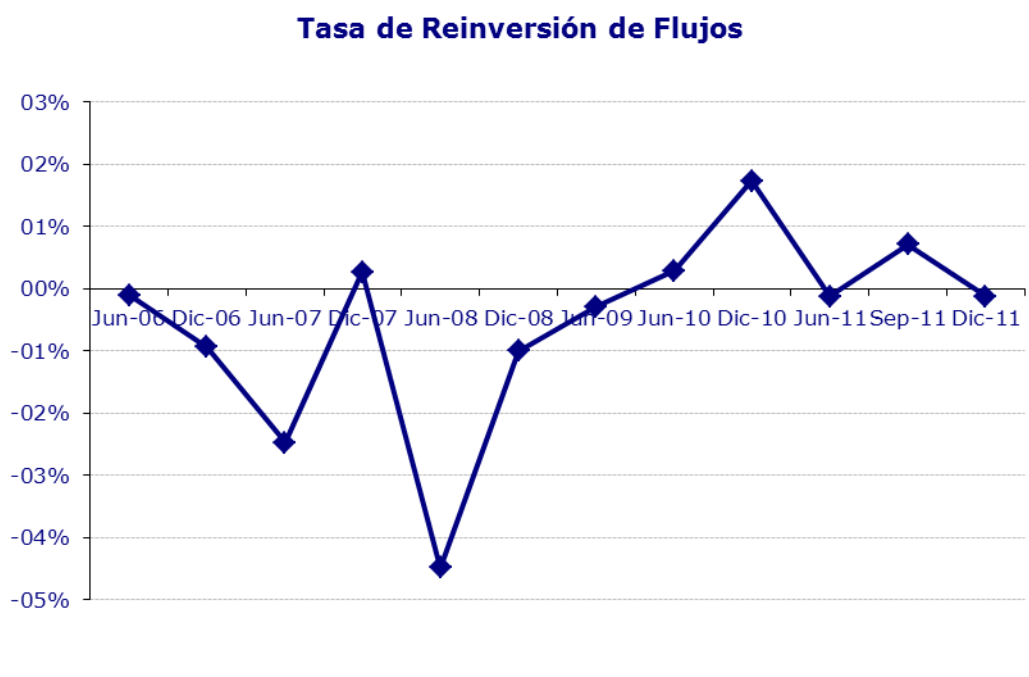
Rentas Vitalicias:

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

Como se mencionó, la firma dejó de comercializar el producto como consecuencia de un cambio de estrategia. La cartera vigente le permite alcanzar una participación por reservas previsionales de 0,20%, en tanto que estos productos generaban el 93% de sus reservas técnicas a diciembre de 2011.

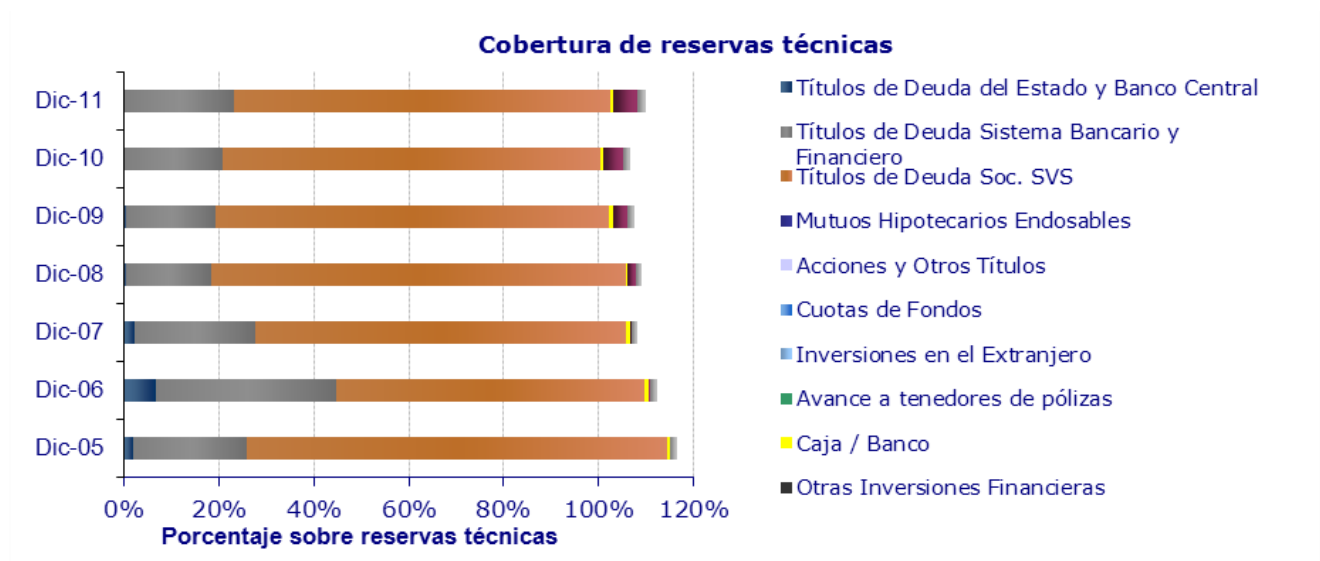
La compañía presenta un adecuado calce de sus obligaciones (de 100% hasta el tramo 9 a diciembre de 2011, a excepción de los tramos 2 y 8, en los que tenía calces del 98,13% y 92,48%, respectivamente), lo que muestra un leve deterioro en relación a lo observado al cierre del ejercicio 2010 (calce de 100% hasta el tramo 8). Su política es mantener un elevado calce hasta el tramo 8, posición que se considera conservadora y que reconoce la dificultad de encontrar instrumentos a tasas convenientes, que permitan calzarse en los tramos de mayores plazos (situación transversal a la industria). Sin embargo, es importante destacar que al haber dejado de comercializar rentas vitalicias, es menos importante para la compañía calzarse en los tramos más largos.

En cuanto al *test* de suficiencia (TSA⁷), a diciembre de 2011 lograba una tasa de reinversión de -0,12%, lo que implica una mejora de su posición en relación a lo observado a diciembre de 2010. Según información proporcionada por la compañía, el deterioro del indicador durante el ejercicio 2010 se debió principalmente a ajustes en la cartera de inversiones, aunque se recoge el efecto del cambio en las tablas de mortalidad subyacentes, situación que se revirtió en 2011. En el gráfico siguiente se presenta la evolución de la tasa de reinversión durante los últimos años:



⁷ Conforme lo dispuesto en la Norma de Carácter General N° 209 de la SVS.

En términos de solvencia, a la fecha de los últimos estados financieros la compañía presentaba un exceso de inversiones representativas de reservas y patrimonio de riesgo de 3,30%, un incremento considerable respecto al 0,37% registrado en diciembre de 2010. Esto fue resultado del aumento de capital mencionado anteriormente. A continuación se presenta la evolución del total inversiones (financieras y no financieras) y su composición por tipo de instrumentos, en relación a las reservas técnicas de la firma:



La compañía mostró un deterioro en la cobertura de sus reservas hasta 2010, situándola por debajo del nivel de cobertura de la industria; sin embargo, este indicador mostró un incremento en 2011 a causa del incremento en el capital social, aunque aún continúa por debajo del nivel exhibido por la industria.

Indicadores MAPFRE Vida	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Inversiones sobre reservas téc.	1,16	1,12	1,08	1,09	1,08	1,07	1,10
Reservas previsionales / res. téc.	94%	95%	96%	96%	95%	94%	93%

Indicadores Mercado Vida	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Inversiones sobre reservas téc.	1,12	1,14	1,13	1,12	1,13	1,14	1,13
Reservas previsionales / res. téc.	92%	91%	90%	90%	89%	88%	87%

Reaseguros

La aseguradora retuvo aproximadamente el 65% del primaje emitido durante 2011, con cesión hacia el mismo grupo (MAPFRE RE) de \$ 967 millones y hacia John Hancock Life de \$ 38 millones. Adicionalmente, la firma cuenta coberturas catastróficas con MAPFRE RE.

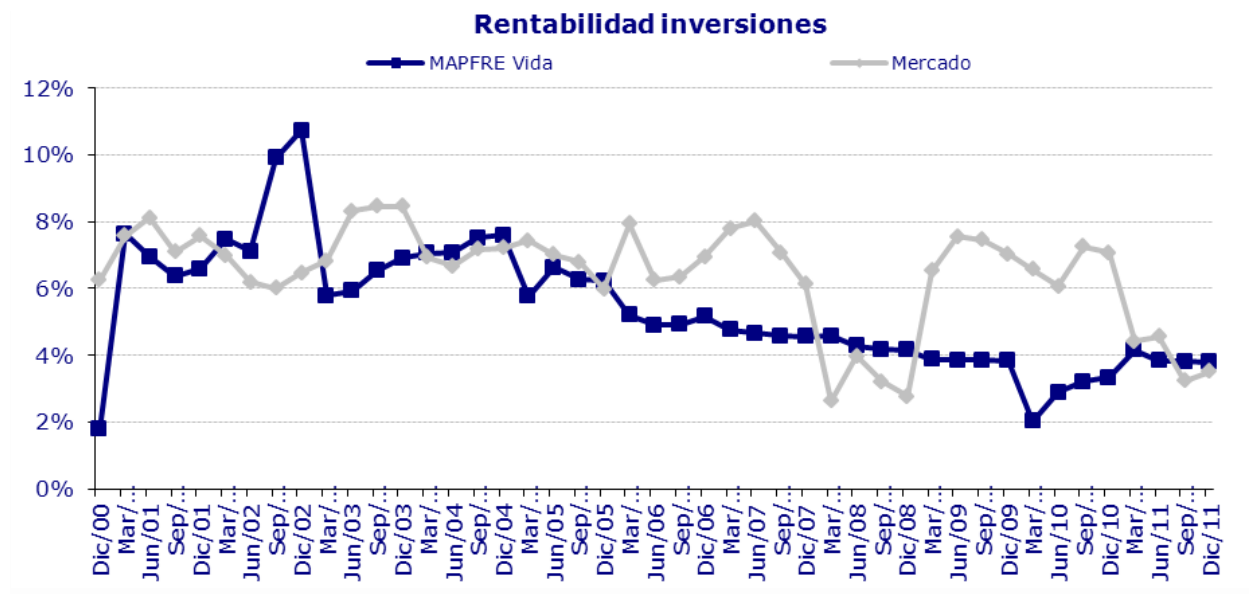
Inversiones

La cartera de inversión de la compañía se compone casi exclusivamente de instrumentos de renta fija (96%), concentrándose fundamentalmente en instrumentos emitidos por empresas privadas (72%). En el cuadro siguiente se muestra la importancia de cada tipo de instrumento en los portafolios de inversión de **MAPFRE Vida** y el mercado al cierre de diciembre de 2011:

Tabla 3. Distribución cartera de inversiones por tipo de instrumento

Diciembre 2010	MAPFRE	TOTAL CIAS. DE SEGUROS DE VIDA
Total MM\$	33.637	21.025.637
Instrumentos del Estado	0%	6%
Depósitos a plazo	1%	2%
Bonos bancarios	10%	14%
Letras hipotecarias	12%	4%
Bonos y debentures	72%	33%
Créditos sindicados	0%	0%
Mutuos hipotecarios	0%	9%
Acciones de S.A.	0%	2%
Fondos mutuos	0%	2%
Fondo inversión	0%	2%
Inversión exterior	0%	9%
Cuentas corrientes	0%	0%
Avance tened. de pólizas	0%	1%
Inversiones inmobiliarias	4%	12%
Préstamos	0%	1%
Otros (1)	0%	1%
<i>(1) Incluye acciones de S.A. cerradas, muebles y útiles, caja, derechos por inversiones en instrumentos derivados.</i>		

En lo que respecta al rendimiento de la cartera de inversiones, la compañía muestra una rentabilidad que se juzga adecuada, aun cuando el promedio anual de los últimos cinco años se sitúa en niveles inferiores a los que presenta el mercado en su conjunto (**MAPFRE Vida** con 3,91% y mercado con 5,30%), lo que se explica por su cartera de inversiones más conservadora. Por otra parte, su comportamiento es menos volátil, ya los retornos de la cartera de **MAPFRE Vida** durante los últimos cinco años tienen una desviación estándar de 0,66%, mientras que el mercado arroja un indicador de 1,88%, lo que es coherente con la política conservadora de inversiones de la compañía. A continuación se muestra gráficamente la evolución de la rentabilidad de sus inversiones contrastada con lo obtenido por el mercado en su conjunto:



El riesgo crediticio de la cartera de inversiones en instrumentos de renta fija se considera igualmente adecuado. A diciembre de 2010 el 96,49% las inversiones de este tipo se encontraban en instrumentos con categoría superior a "A-", situación similar a la existente en 2010. Según lo mostrado en los últimos estados financieros, las inversiones en renta fija exceden en 2,54% el total de las reservas técnicas de la compañía.

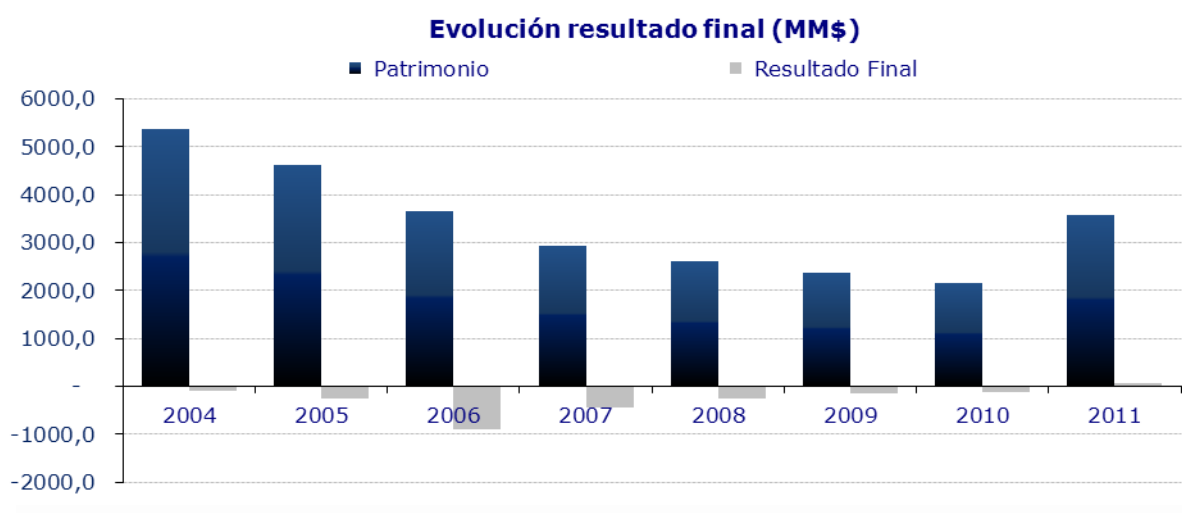
Tabla 4. Distribución de inversiones por clasificación de riesgo

Clasificación	M\$	Porcentaje RF	Acumulado RF	Inv/Reservas	Acumulado I/R
AAA	10.150.824	31,77%	31,77%	33,18%	33,18%
AA+	765.591	2,40%	34,16%	2,50%	35,69%
AA	11.750.839	36,78%	70,94%	38,41%	74,10%
AA-	2.348.718	7,35%	78,29%	7,68%	81,78%
A+	766.892	2,40%	80,69%	2,51%	84,28%
A	2.865.333	8,97%	89,66%	9,37%	93,65%
A-	2.181.818	6,83%	96,49%	7,13%	100,78%
BBB+	-	0,00%	96,49%	0,00%	100,78%
BBB	471.432	1,48%	97,96%	1,54%	102,32%
BBB-	99.972	0,31%	98,28%	0,33%	102,65%

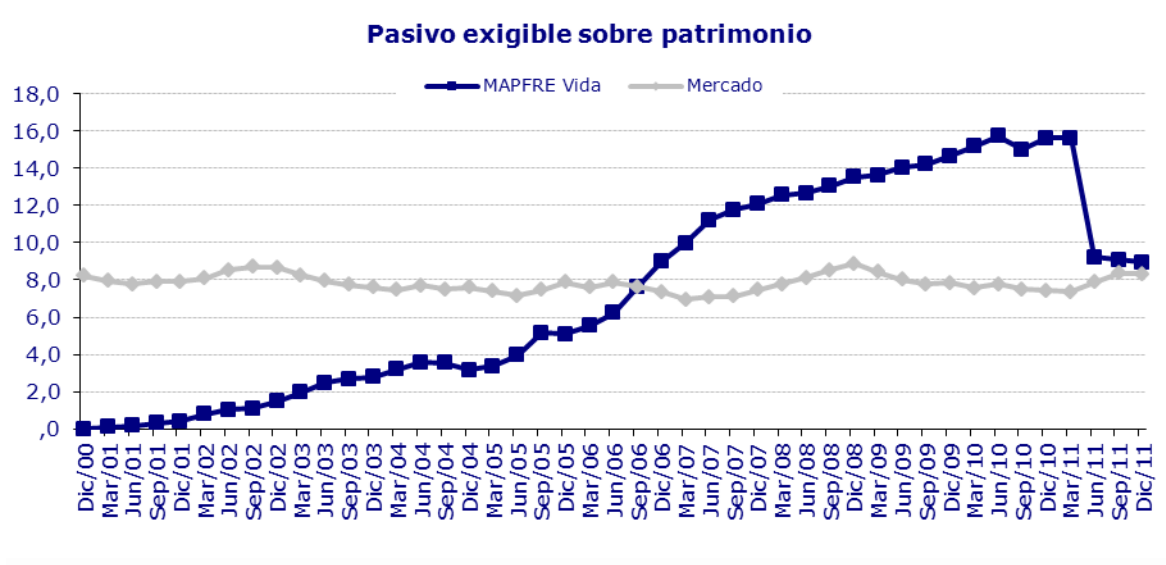
Análisis financiero

Endeudamiento y posición patrimonial

Debido al aumento de capital, la compañía ha revertido el deterioro en su situación patrimonial y ha fortalecido sus indicadores de endeudamiento y cobertura de reservas técnicas. Cabe destacar que en 2011 se registraron utilidades por primera vez desde que **Humphreys** clasifica la empresa (2004). Este resultado refleja la maduración del modelo de negocio actual y el descenso de las obligaciones por la anterior emisión de rentas vitalicias.



Paralelamente, su endeudamiento, que hasta mediados de 2011 había mostrado un crecimiento sostenido, tras el aumento de capital disminuyó de 15,62% en marzo de 2011 a 8,94% en diciembre del mismo año. En el siguiente gráfico se presenta la evolución del endeudamiento, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio, desde el inicio de operaciones hasta la fecha:



Indicadores de eficiencia

La baja participación de mercado de la empresa se refleja en el logro de menores economías de escala en relación con su industria (pese al efecto positivo que genera la administración conjunta con las compañías de seguros generales y de garantía y créditos), situación que también afecta su índice de gastos combinados. Sin embargo, aun cuando los resultados operacionales son sostenidamente negativos, en 2011 el resultado final arrojó cifras positivas, alcanzando niveles comparables a los exhibidos por el mercado.

Indicadores MAPFRE	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Gasto Ad./ Prima Directa	-12%	-14%	-22%	-70%	-47%	-35%	-33%
Gastos Combinados / Prima Directa	-16%	-18%	-27%	-81%	-57%	-43%	-36%
Result. Op/ Prima Directa	-20%	-26%	-49%	-117%	-79%	-57%	-45%
Result. Final/ Prima Directa	-3%	-9%	-10%	-18%	-8%	-5%	3%

Indicadores Mercado	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Gasto Ad./ Prima Directa	-18%	-19%	-19%	-18%	-19%	-18%	-17%
Gastos Combinados / Prima Directa	-25%	-26%	-25%	-25%	-26%	-24%	-23%
Result. Op/ Prima Directa	-33%	-35%	-29%	-26%	-33%	-25%	-15%
Result. Final/ Prima Directa	8%	15%	10%	-6%	16%	16%	4%

"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"