



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña Anual

Analistas

Gonzalo Neculmán G.

Antonio Velázquez H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

antonio.velazquez@humphreys.cl

MAPFRE Garantías y Crédito S.A. Compañía de Seguros

Abril 2013

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	AA-
Tendencia	En Observación
Estados financieros base	Diciembre 2012

Balance general PCGA				
Cifras en M\$	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Inversiones	6.803.257	3.872.690	4.758.608	5.962.797
Deudores por primas	1.053.502	767.963	608.079	576.935
Deudores por reaseguros	239.597	3.061.497	1.146.366	83.573
Otros activos	2.121.985	2.124.552	1.606.339	1.480.396
Total activos	10.218.341	9.826.702	8.119.392	8.103.701
Reservas técnicas	4.499.491	4.347.183	2.820.713	2.875.167
Obligaciones financiera	0	0	0	0
Otros pasivos	683.099	1.913.230	1.335.287	1.327.475
Patrimonio	5.035.751	3.566.289	3.963.392	3.901.059
Total pasivos	10.218.341	9.826.702	8.119.392	8.103.701

Estado de resultado PCGA				
Cifras en M\$	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11
Prima Directa	7.782.656	6.075.670	6.005.405	5.117.939
Prima Cedida	-6.005.572	-4.588.159	-4.547.861	-3.862.055
Prima Retenida Neta	1.777.084	1.487.511	1.457.782	1.255.884
Siniestros Netos	-1.582.682	-2.634.873	-591.894	-846.050
R. Intermediación	1.480.192	816.435	798.644	653.758
Margen de Contribución	1.268.028	-390.647	1.522.747	970.310
Costo de Administración	-1.660.096	-1.819.095	-1.715.330	-1.603.278
Resultado Operacional	-392.068	-2.209.742	-192.583	-632.968
Resultado de Inversión	318.430	182.829	145.016	169.117
Resultado Final	101.276	-1.416.210	210.335	-194.137

Balance general IFRS	
M\$	Dic-12
Inversiones	4.092.224
Cuentas por cobrar de seguros	1.151.537
Participación del reaseguro en las reservas técnicas	4.207.692
Otros activos	1.434.995
Total activos	10.886.448
Reservas técnicas	5.387.156
Deudas por operaciones de seguro	916.314
Otros pasivos	1.323.827
Patrimonio	3.259.151
Total pasivos y patrimonio	10.886.448

Estado de resultado IFRS	
M\$	Dic-12
Prima directa	4.057.970
Prima cedida	3.097.946
Prima retenida	960.024
Costo de siniestros	-50.446
R. intermediación	-518.516
Costo de administración	1.297.076
Resultado de inversiones	123.266
Resultado final	732.890

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 adecuada solvencia, reconocido prestigio internacional y con una amplia trayectoria en el negocio de seguros, previsional y financiero.

A diciembre de 2012 **MAPFRE Garantías y Crédito** alcanzó un primaje directo de \$ 4.057 millones y reservas técnicas por \$ 5.387 millones contra un patrimonio de \$ 3.259 millones. Importante es destacar que la sociedad aseguradora está en un proceso de constitución de una alianza estratégica con Euler Hermes que, además de Chile, incluye a España y a América Latina. La participación en la asociación será de 50% para cada una de las compañías.

La tendencia de la categoría otorgada a las pólizas emitidas por **MAPFRE Garantías y Crédito** se modifica desde “Desfavorable” a “En Observación” por cuanto, si bien se mantienen los contratos de reaseguros con entidades clasificadas en escale global en “Categoría BBB+”, con *outlook* negativo, y su matriz continua con *rating* “Categoría BBB-” con perspectiva negativa¹; a futuro se espera que *el Joint Venture* con Euler Hermes Seguros de Crédito S.A., implique cambios en la estructura y modelo de negocios de la sociedad que, en opinión de la clasificadora, serán favorables para la entidad, toda vez que se aprovechara el conocimiento y presencia que tiene uno de los partícipes en el mercado chileno y la red mundial y experiencia en la materia del otro.

La calificación otorgada a las pólizas emitidas por la compañía se sustenta en el apoyo que recibe de su controlador en aspecto de gobiernos corporativos, sistema de control y materias propias de la actividad aseguradora, todo lo cual se ha adaptado satisfactoriamente a la realidad de Chile implicando una importante reducción de los riesgos operativos. Asimismo, se reconoce que dado la abismante diferencial de tamaño entre la filial y la matriz, esta última mantiene su capacidad para ser un soporte financiero de su filial (en caso de requerirse). Todos estos aspectos no se verían debilitados productos del *Joint Venture* y podrían verse mejorados, producto que el nuevo socio es parte del mayor grupo asegurador mundial.

La clasificación también 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 reporte a su matriz, lo que 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 posicionamiento de la marca de la compañía dentro de su segmento relevante y el potencial de crecimiento que implicaría el *Joint Venture* en que se encuentra la aseguradora, una buena cobertura de reservas (respaldada con activos de bajo riesgo) y su sólida política de reaseguros (altamente ligada al grupo).

Entre los años 2008 y 2011 la empresa ha presentado resultados operacionales negativos, elemento que se considera desfavorablemente en la clasificación; sin embargo, ello ha logrado ser revertido según lo mostrado al cierre de los estados financieros en IFRS a diciembre de 2012.

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.

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

¹ El *rating* de la aseguradora y de la matriz eran las principales razones que tuvo Humphreys para en el mes de diciembre de 2012 calificar la tendencia en “Desfavorable”.

La nota de riesgo de la compañía podría mejorar de observarse en la medida que alcance una escala de operaciones que fortalezca su posición competitiva, restrinja su exposición a la entrada de nuevos competidores y genere economías de escala. También se evaluará en la práctica las menores retenciones de riesgo que tendrá la compañía.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de las pólizas se requiere que la aseguradora no debilite las fortalezas que sustentan su clasificación, especialmente en lo referido al apoyo efectivo de la matriz en términos financieros y operacionales, y que no se debilite la capacidad del grupo para respaldar las operaciones locales. Adicionalmente, se espera que la empresa no deteriore la cobertura y calidad de sus reaseguros y reservas, y que mantenga una escala que le permita tener una cartera asegurada diversificada y sustentable en términos de flujos.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Apoyo de la matriz en términos financieros, operacionales y de gestión de riesgo.
- Flexibilidad de la compañía en relación a sus políticas de suscripción.

Fortalezas complementarias

- Potencial que implicaría el *Joint Venture* que está llevando a cabo la compañía.
- Activos financieros de bajo riesgo que respaldan las reservas.

Riesgos considerados

- Sensibilidad a ciclos económicos.
- Reducida escala de la sociedad.
- Deterioro en la solvencia del reasegurador (riesgo evitable vía sustitución de reasegurador).

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

El año 2012, la aseguradora presenta por primera vez sus estados financieros bajo la norma contable IFRS. Bajo esta modalidad al cierre del año 2012 la compañía presentó prima directa por \$ 4.057 millones, lo cual se compara negativamente con la los \$ 5.117 millones presentados el año anterior (bajo norma chilena). Los costos de siniestro se contabilizaron en \$ 50 millones negativos, producto de las recuperaciones de siniestros ocurridos el año 2011. Por su parte Los gastos de administración alcanzaron los \$ 1.297 millones, lo que se compara favorablemente con los \$ 1.603 millones contabilizados al cierre de 2011. El margen de contribución a diciembre de 2012 fue de \$ 1.660 millones.

A diciembre de 2012 las reservas técnicas de la aseguradora alcanzaron los \$ 5.387 millones, impulsadas principalmente por las reservas de siniestros que se contabilizaron en \$ 3.402 millones. En paralelo, su patrimonio, que llegó a \$ 3.259 millones, valor menor a los \$ 3.901 millones alcanzados al cierre de 2011 bajo norma chilena. A diciembre de 2012, sus indicadores de endeudamiento presentaban amplia holgura respecto de los límites normativos, alcanzando un endeudamiento de 1,05 veces.

La compañía se encuentra en un proceso de implementación de un *Joint Venture* con la empresa de seguros Euler Hermes Seguros de Crédito S.A., el cual a la fecha de clasificación no ha sido concretado cabalmente.

Oportunidades y fortalezas

Apoyo de la matriz: De acuerdo a lo observado por la Clasificadora, 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 € 10.136 millones, a diciembre de 2012, 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 A+”. Lo anterior se enmarca dentro de una política conservadora a lo largo del tiempo.

Posicionamiento de mercado: La compañía a la diciembre de 2012, posee una participación de mercado, medido como porcentaje de la prima directa, de casi 10% en el mercado de las compañías de seguros de crédito. Si bien esta participación ha ido disminuyendo en el tiempo, se espera que con el *joint venture* con Euler Hermes Seguros de Crédito S.A. la compañía resultante logre aumentar su participación de mercado en este segmento.

Características de reaseguros: Si bien la clasificación de riesgo de la reasegura del grupo ha tenido un deterioro, se espera que a futuro, dado el *joint venture* en que se encuentra la compañía, la reestructuración implique una diversificación de la compañía en términos de reaseguros, lo cual implicaría una potencial mitigación del riesgo.

Factores de riesgo

Concentración de la cartera de productos: MAPFRE Garantías y Crédito exhibe una alta concentración en sus productos de garantía, seguros de exportación y crédito a plazo. Además, dada la especialización del negocio y los pocos competidores en el negocio (a diciembre de 2012 existían solo seis compañías en el mercado de seguros de garantía y crédito), los ingresos de la compañía son altamente sensibles a las variaciones de precio 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 (2,59% de la prima directa total de las compañías de seguros no vida). A la fecha existen seis compañías especializadas en este nicho, sin incluir a las compañías de seguros generales que están autorizadas para vender pólizas de garantía. Esta situación, en opinión de **Humphreys**, dificulta el acceso a economías de escala que siempre favorecen la inversión recurrente en plataformas administrativas y tecnológicas, las cuales contribuyen a elevar 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 de 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 futuros podría afectar los 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 reconocido 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 “BBB+”, aunque ambas notas tienen perspectivas negativas, calificaciones vigentes desde octubre de 2012.

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

Nombre	Cargo
Juan García S.	Gerente General
Leonardo Zamorano C.	Gerente Unidad de Garantías y Crédito
Paloma Coletto F.	Gerente de Administración y Finanzas
Marcela Morales F.	Gerente de Informática y Tecnología
Mauricio Robles P.	Gerente de Operaciones y RRHH
Edmundo Agramunt O.	Fiscal
Jaime Pino C.	Gerente de Auditoría Interna

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 y rrhh, administración y finanzas, informática y tecnología, auditoría interna, fiscalía y, recientemente, la gerencia general es independiente. Adicionalmente, la empresa 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 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.

Con todo, dado el *Joint Venture* ante mencionado, es factible esperar en el corto y mediano plazo cambios de distinta índole al interior de la organización; no obstante, dada las características de las empresas que concurren a la asociación –Euler Hermes y MAPFRE- la clasificadora estima que ellos no implicarán cambios negativos en los niveles de riesgos financieros, de mercado y operativos, siendo posible un fortalecimiento en los aspectos comerciales, dado el posicionamiento de MAPFRE en Chile y la red mundial de Euler Hermes.

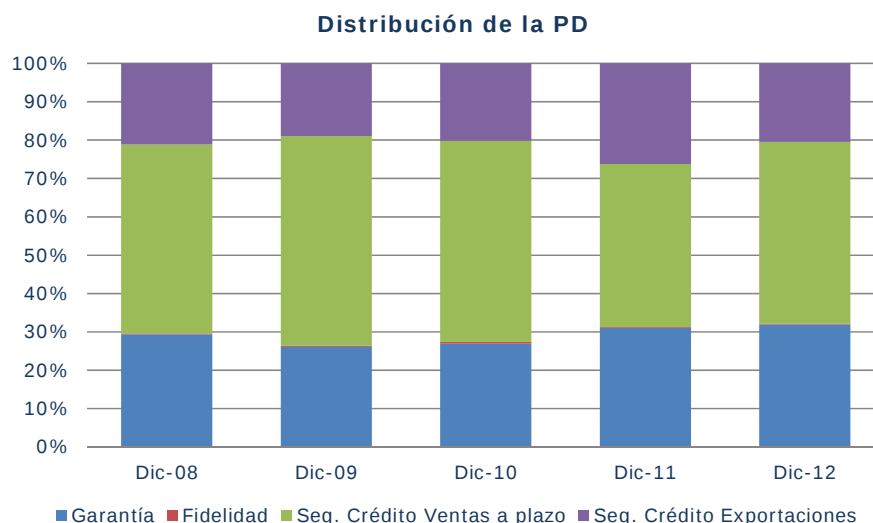
Cartera de productos

A diciembre de 2012 el ramo de seguros por ventas a plazo concentraba mayormente la prima directa, concentrando un 47,42% de la prima. Otro producto fuerte dentro de su cartera es la cobertura por crédito a las exportaciones, que a diciembre de 2012 representó el 20,42% de la prima directa.

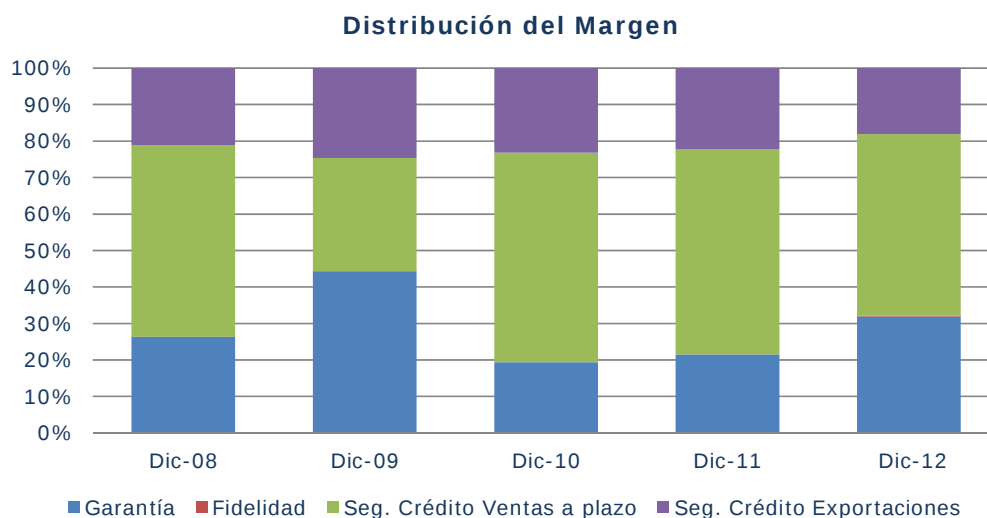
Por su parte, el segmento de pólizas de garantías, a la misma fecha, representó un 31,95% de la prima directa. En este segmento MAPFRE compite con todos los actores de la industria de seguros generales. Además, este tipo de productos compite directamente con boletas bancarias, que son instrumentos de amplia

difusión en el mercado nacional. Una pequeña proporción de las ventas se origina en seguros de fidelidad, correspondiente a menos del 1%.

Cabe señalar que la comercialización de sus productos se realiza preferentemente a través de corredores de seguros de diferente envergadura. A continuación se presenta la distribución de la prima directa en los últimos años:



En relación al margen, una proporción mayor de éste encontraba concentrado en los seguros de ventas a plazo, el cual, a diciembre de 2012, representaba un 49,74% del margen de contribución de operación. A la misma fecha, el ramo de garantía concentra un 31,89% y el ramo de exportaciones el 18,13%. El gráfico siguiente muestra la distribución el margen en los últimos cinco años.



Capitales asegurados

A diciembre de 2012 la compañía presentaba capitales asegurados directos por US\$ 1.738 millones, concentrados en seguros de ventas a plazo. Sobre este monto, la compañía a 2012 tiene una tasa de retención de cerca del 25% y de un 10% a partir de 2013.

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 por la empresa 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 1,38% a diciembre de 2012. Esta cifra es levemente superior a lo esperado por la clasificadora para empresas de igual clasificación. No obstante, se reconoce la existencia de coberturas catastróficas que permiten acotar las pérdidas ante eventos de gran magnitud.

A diciembre de 2012, la empresa presentaba 4.621 *ítems* vigentes, 4.490 de ellos correspondientes a coberturas de garantía.

Reaseguros

A diciembre de 2012 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.

La compañía trabaja con reaseguradores reconocidos por su calidad y solvencia, todos ellos con clasificación “BBB+” o superior 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 1,38%². Al considerar los contratos de exceso de pérdida, la máxima exposición por riesgo individual en el ramo de garantía asciende a UF 32.000 (prioridad del contrato catastrófico de exceso de pérdida), y US\$ 1 millón por riesgo (deudor o grupo de deudores) en el ramo de crédito (prioridad del contrato catastrófico de exceso de pérdida) A continuación se encuentran los niveles de retención de prima de los últimos seis años:

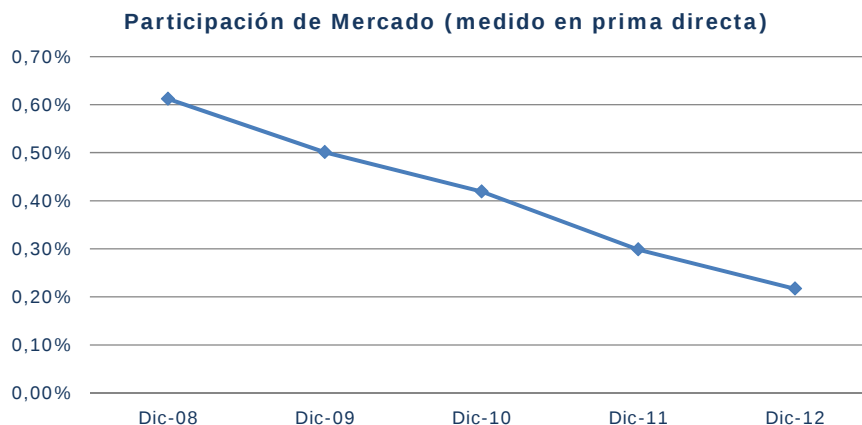
Indicadores	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12 (IFRS)
Retención de prima	20,05%	22,83%	24,48%	24,27%	24,54%	23,66%

Posicionamiento

La compañía presenta posicionamiento adecuado en su segmento relevante, aunque con una baja participación en relación a la industria de seguros generales (inferior al 1%)³. Cabe destacar que en los últimos años se ha observado un decrecimiento en la participación de mercado de la compañía en sus

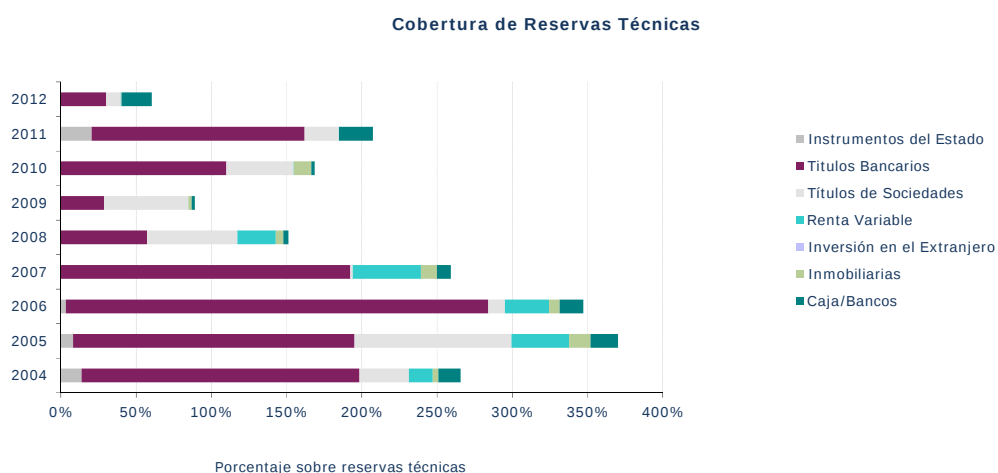
² Medido como monto asegurado promedio sobre número de ítems y ello sobre patrimonio.

distintas líneas de negocios, asociado a la entrada de nuevos actores a la industria. A continuación presentamos un gráfico que muestra la evolución de la participación de mercado de la compañía a nivel, de todo el mercado de las compañías de seguro no vida.



Inversiones

MAPFRE Garantías y Crédito ha mantenido una política de inversión conservadora a lo largo de los años. Esto puede observarse a través de la cartera de inversiones financieras a diciembre de 2012, la que se compone de un 54% en títulos bancarios chilenos, 11% por títulos del Estado y un 28% por títulos corporativos de bajo riesgo; por su parte, las inversiones en renta variable se manifiestan con sólo 0,4% de la cartera. El siguiente gráfico muestra la cobertura de reservas técnicas de la compañía en relación a sus inversiones y su caja. El año 2012 se presenta una baja en el indicador producto del aumento de las reservas de la compañía, generado por la normativa IFRS.

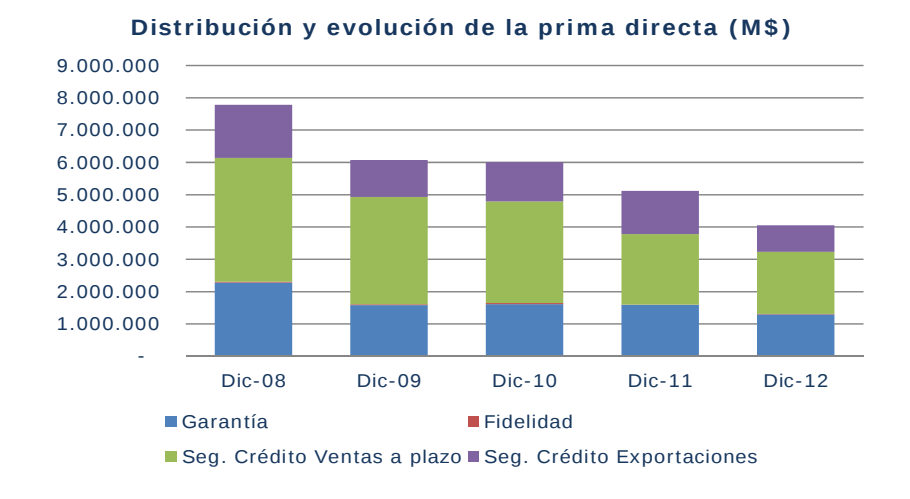


³ Participación de mercado medida como prima directa.

Análisis financiero

Evolución del primaje

La compañía desde el 2009 ha presentado una baja en su nivel de primaje producto de políticas internas que ha aplicado la empresa; es así como, desde el 2009, la empresa ha caído en sus ventas en torno al 15% en promedio anual, en términos nominales. Durante 2012 el primaje presentó una caída nominal de aproximadamente 21% con respecto al año anterior. Dado el *Joint Venture* que está experimentando la compañía, es esperable que a futuro la prima por el negocio de seguros de crédito y crédito a la exportación presente un alza. El siguiente gráfico muestra la evolución de la prima directa en los años anteriores.



Rendimiento técnico⁴ y siniestralidad⁵

Durante 2009, asociado al contexto económico nacional, la compañía presentó una caída del rendimiento técnico, el cual fue negativo ese año. En 2010 el rendimiento fue de 102,18%, un nivel alto en comparación a los otros agentes de la industria. Durante 2011 éste índice se mantuvo elevado, no obstante caer a 70,6%. Aun así, en promedio la compañía exhibe un desempeño que se ubica en una posición intermedia en relación a los pares de su industria. El año 2012 el rendimiento técnico se eleva, principalmente producto de una mayor recuperación de siniestros del año anterior.

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:

⁴ El rendimiento técnico de las compañías de seguros es calculado con el margen de contribución del periodo sobre el ingreso de explotación. Bajo la norma IFRS el indicador se calcula como margen de contribución sobre prima retenida.

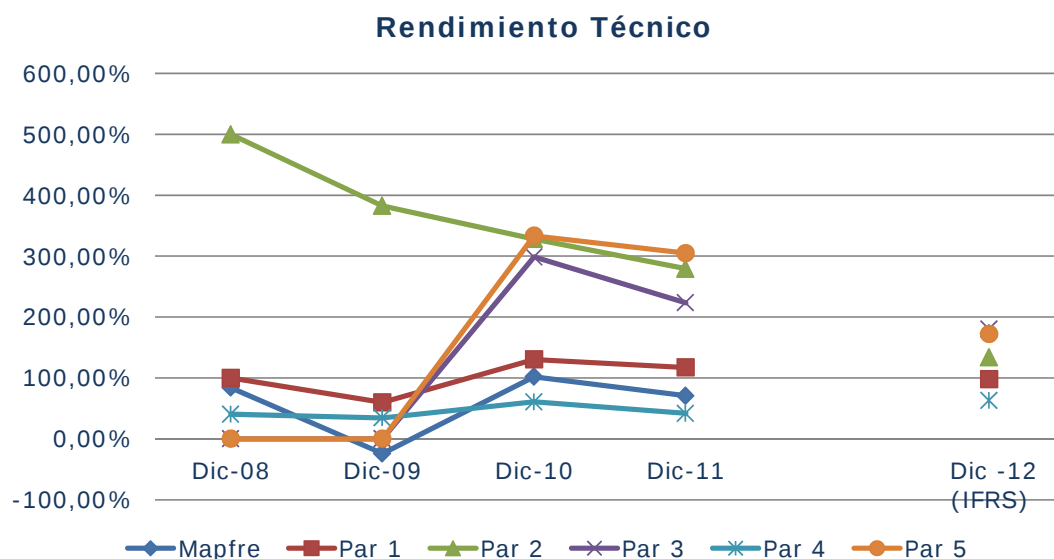


Tabla. Rendimiento técnico por líneas de negocio

Indicadores	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12 (IFRS)
Garantía	161,25%	75,80%	153,29%	151,15%	195,51%
Fidelidad	189,70%	309,06%	207,83%	267,56%	181,23%
Seguro de crédito por ventas a plazo	39,00%	-85,81%	95,24%	40,92%	146,30%
Seguro de crédito a la exportación	89,97%	-2,88%	54,25%	38,58%	245,85%

Durante 2008 y 2009 la aseguradora registró un incremento en su indicador de siniestralidad, lo que se asocia tanto a un crecimiento significativo en el número de siniestros como a la contracción del primaje observada en 2009, producto del entorno económico que se estaba viviendo. Ya en 2010 se evidencia que su siniestralidad retoma a niveles similares a los registrados con anterioridad a la crisis económica; sin embargo, al año siguiente se produce una nueva alza en el indicador, pasando desde un 39% en 2010 a un 60% en 2011, básicamente por siniestros particulares que afectaron a la compañía durante ese año. Al cierre de 2012, bajo la norma contable IFRS, la empresa muestra siniestralidad negativa, por la recuperación de siniestros que se generaron el año 2011.

En un periodo de cinco años, se puede observar que la compañía muestra niveles de siniestralidad elevados, en comparación a sus competidores relevantes, lo cual queda manifestado en el gráfico que sigue. A continuación se presenta el comportamiento de la siniestralidad para los últimos años, en comparación a sus principales pares de la industria:

⁵ La siniestralidad ha sido calculada como costo de siniestro sobre prima retenida neta ganada. Bajo la norma IFRS el indicador es calculado como costo de siniestro sobre prima retenida.

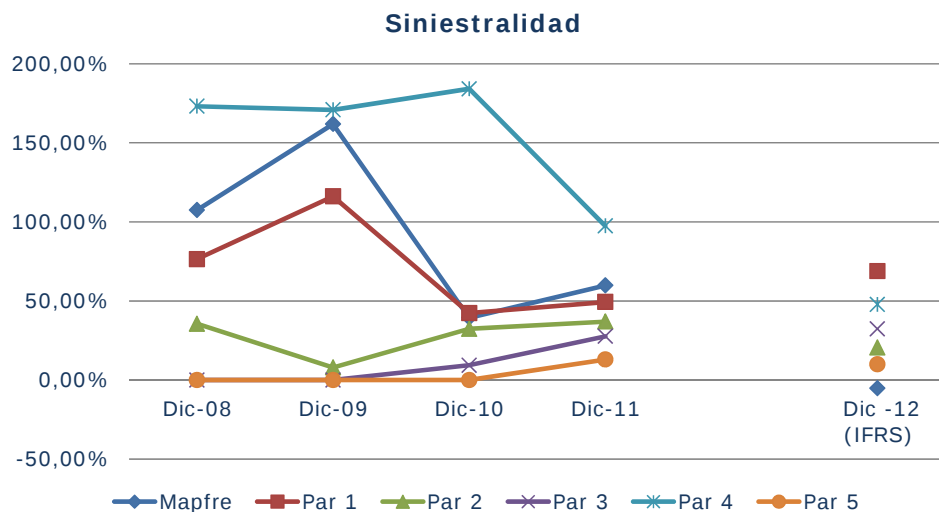
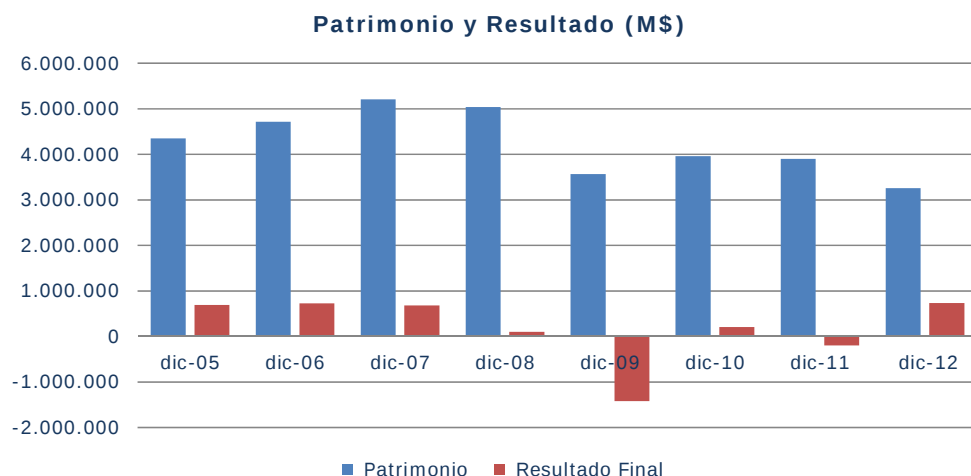


Tabla. Siniestralidad por líneas de negocio

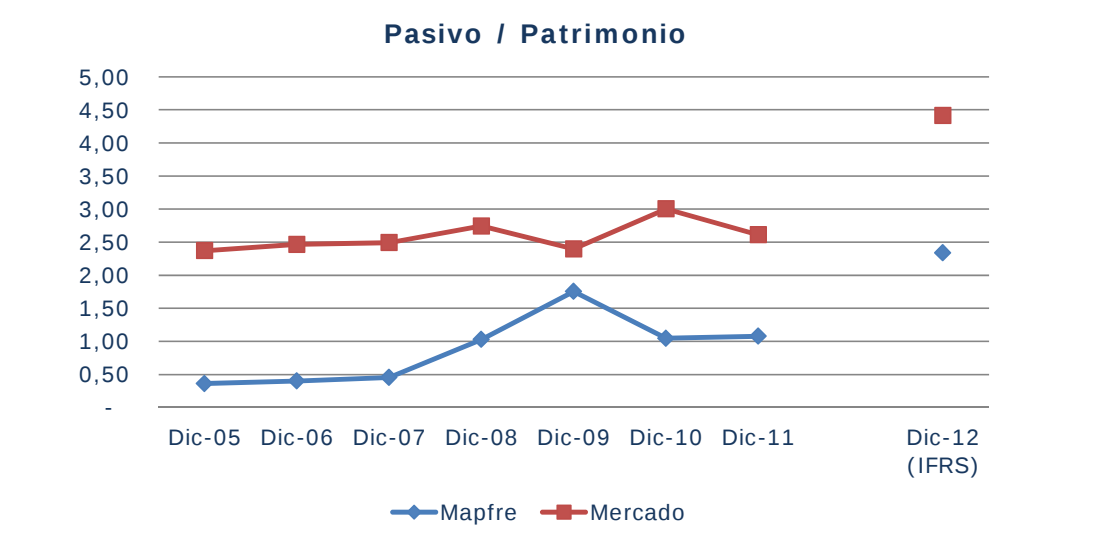
Indicadores	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12 (IFRS)
Garantía	58,52%	80,62%	16,48%	11,34%	34,82%
Fidelidad	3,91%	37,52%	-63,29%	-22,56%	0,00%
Seguro de crédito por ventas a plazo	140,40%	215,35%	35,81%	77,64%	-7,29%
Seguro de crédito a la exportación	99,87%	129,76%	78,49%	79,19%	-84,59%

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 las variaciones del patrimonio y del resultado final en los últimos años:



La compañía mostró crecientes niveles de endeudamiento (medido como pasivo exigible sobre el patrimonio) a causa del deterioro de sus resultados finales, lo que impactó su fortaleza patrimonial, y al incremento de sus reservas por el aumento de siniestros en el mismo periodo. No obstante, la situación tendió a bajar durante el año 2011 por un descenso del pasivo, producido por una disminución en las reservas técnicas. En 2012 el indicador, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, aumenta producto del incremento en las reservas técnicas de la aseguradora, generadas por la adopción de la norma contable IFRS, indicador que también crece para el mercado en su conjunto.



Indicadores

A continuación se presentan indicadores comparativos entre la compañía y el mercado de seguros generales.

Indicadores MAPFRE GyC	2008	2009	2010	2011	2012 (IFRS)
R. intermediación / Prima Directa	19,0%	13,4%	13,3%	12,8%	-12,8%
Gasto Ad. / Prima Directa	21,3%	29,9%	28,6%	31,3%	32,0%
Gasto Ad. / Margen Contribución	130,9%	-465,7%	112,6%	165,2%	78,1%
Margen Cont. / Prima Directa	16,3%	-6,4%	25,4%	19,0%	40,9%
Result. Final / Prima Directa	1,3%	-23,3%	3,5%	-3,8%	18,1%

Indicadores mercado g	2008	2009	2010	2011	2012 (IFRS)
R. intermediación / Prima Directa	-1,5%	-2,7%	-2,0%	-2,0%	4,7%
Gasto Ad. / Prima Directa	21,2%	21,7%	20,3%	19,0%	18,1%
Gasto Ad. / Margen Contribución	92,8%	104,1%	99,2%	89,8%	98,7%
Margen Cont. / Prima Directa	22,8%	20,9%	20,5%	21,1%	18,3%
Result. Final / Prima Directa	1,1%	2,0%	0,9%	3,0%	2,7%

“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”.