



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Reseña anual

Analistas
Felipe Guerra T.
Luis Felipe Illanes Z.
Tel. 56 - 22433 5200
felipe.guerra@humphreys.cl
luisfelipe.illanes@humphreys.cl

MAPFRE Compañía de Seguros de Vida de Chile S.A.

Abril 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Pólizas Tendencia Estados financieros base	AA- Estable Diciembre 2017

Estado de Situación Financiera (IFRS)						
MM\$	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Inversiones Financieras	31.026	31.571	32.163	32.819	32.252	33.326
Inversiones Inmobiliarias	1.572	1.311	1.366	1.462	7.365	7.394
Cuentas de Seguros	3.038	2.939	3.754	5.544	7.004	7.146
Otros Activos	84	205	236	148	1.084	1.412
Total Activo	36.586	36.836	38.549	40.943	47.706	49.279
Reservas Técnicas	31.574	31.137	32.134	33.029	33.632	34.307
Reservas Previsionales	28.016	27.517	27.840	27.800	27.315	26.690
Deudas por Op. de Seguro	748	561	767	959	1.025	1.400
Otros Pasivos	419	959	937	1.746	1.860	2.252
Patrimonio	3.517	3.817	4.213	4.623	11.188	10.978
Total Pasivo y Patrimonio	36.586	36.836	38.549	40.943	47.706	49.279

Estado de Resultados (IFRS)						
MM\$	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Prima Directa	3.156	3.543	4.398	7.135	8.979	9.000
Prima Retenida	1.972	2.190	2.779	4.570	6.038	5.867
Costo de Siniestros	1.029	930	1.474	1.167	2.687	3.545
Costo de Rentas	1.059	1.031	912	1.087	1.018	1.148
Resultado de Intermediación	218	338	537	569	835	749
Margen de Contribución	-316	-120	-156	586	696	-33
Costos de Administración	924	962	1.092	1.417	1.596	2.017
Resultado de Inversiones	1.189	1.315	1.410	1.233	1.531	1.638
Resultado Final	157	410	585	525	793	-42

Opinión

Fundamentos de la clasificación

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 una participación inferior al 1% de las ventas y reservas del mercado de seguros de vida (sin incluir rentas vitalicias). Adicionalmente, hasta abril de 2008, la compañía comercializó rentas vitalicias; por ello, a diciembre de 2017, mantenía reservas previsionales que alcanzaban los \$ 26.690 millones (su patrimonio a la misma fecha alcanzaba \$ 10.978 millones). Su primaje, durante el ejercicio 2017, alcanzó \$ 9.000 millones.

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 S.A. ha sido clasificada en "*Categoría BBB+*" con perspectiva "Estable"

La clasificación de riesgo asignada a "*Categoría AA-*" obedece al comportamiento histórico mostrado por la compañía, de continuo crecimiento, y al fortalecimiento patrimonial de la compañía, que favorece su crecimiento futuro, considerando también que la compañía se beneficia por la sinergia que presenta con la compañía relacionada de seguros generales (clasificada en AA por **Humphreys**).

La clasificación asignada a **MAPFRE Seguros de Vida** se sustenta en el importante apoyo que recibe de su matriz, tanto en términos financieros, operacionales y de gestión de riesgos, y en la fuerte presencia comercial del grupo a escala local (comparte administración con la compañía de seguros Generales). 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 aportes de capital y en una constante comunicación de la administración local con la administración del grupo en la región.

Otro aspecto que apoya la clasificación es la estrategia en la cartera de inversiones, exponiendo su riesgo principalmente a instrumentos de renta fija con buena calidad crediticia, lo cual es consistente con la política conservadora del grupo, y que se traduce, salvo excepciones, en niveles muy bajos de pérdida esperada asociada a los instrumentos y al portafolio, situación que ha sido una constante en el tiempo.

Sin perjuicio de lo anterior, un factor que limita la clasificación es la alta concentración de su cartera de productos, aunque es consecuencia de la estrategia establecida por la compañía, de igual forma que la reducida escala en comparación con los demás actores del mercado

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 (reflejada en una clasificación del grupo en escala global en grado de inversión) y el carácter conservador de su política de inversiones.

En el mediano plazo, la clasificación podría verse mejorada si la compañía logra conseguir una mayor participación de mercado en los productos que comercializa como también en la eventual apertura de otros segmentos a asegurar. Estos mayores niveles de actividades y volumen le permitirán aprovechar las economías de escala ligado a una mayor diversificación de su ingreso y del margen, junto a alcanzar niveles de endeudamiento, patrimonio y cobertura de las reservas consistentes con una mejor clasificación de riesgo. Además la empresa se podría ver favorecida frente a una mejora en la clasificación de su matriz.

La perspectiva de la clasificación se estima “*Estable*”¹, principalmente porque en el corto plazo no se visualizan cambios en los factores que sustentan la nota asignada.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Apoyo de la matriz en términos financieros, operacionales y de gestión de riesgo.
- Políticas de inversión conservadora.

Fortalezas complementarias

- Adecuado calce de activos y tasa de reinversión de flujos negativa.
- Apropiada cobertura de inversiones representativas sobre reservas técnicas y patrimonio de riesgo.
- Programa de reaseguro de alta calidad crediticia.

Fortalezas de apoyo

- Sinergia con la compañía de seguros generales.

Riesgos considerados

- Elevada concentración de su cartera de productos (riesgo moderado).
- Baja escala de la sociedad (riesgo compensado por su cooperación con la compañía de seguros generales).

Hechos recientes

Al cierre del ejercicio 2017 la empresa, como lo viene haciendo ya desde hace varios años, comercializó o exclusivamente producto del segmento de seguros tradicionales (colectivos e individuales). Su prima directa alcanzó los \$ 9.000 millones, mostrando un crecimiento de un 0,23% con respecto al ejercicio 2016, crecimiento limitado en comparación con lo mostrado entre 2016 y 2015 donde el aumento fue de 26%. Si bien hubo un aumento de un 8,77% en el ramo temporal vida individual y crecimientos menores en

¹ Corresponde a aquellos instrumentos que podrían mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

desgravamen hipotecario para individuales y accidentes personales para colectivos, el bajo crecimiento global se explica por los restantes segmentos, que presentaron disminuciones en su prima directa lo que en el neto redundó en el escaso crecimiento mencionado. En resumen los seguros individuales disminuyeron en un 0,67% mientras que los colectivos aumentaron en 0,48%.

En el mismo periodo, el costo de siniestros ascendió a \$ 3.545 millones lo que representa un crecimiento de un 32%, mientras que el costo de rentas llegó a \$ 1.148 millones. Durante el ejercicio, la sociedad registró un margen de contribución negativo de \$ 33,7 millones, bajo en comparación con los \$ 696 millones del año anterior.

Los costos de administración en 2017 alcanzaron los \$ 2.017 millones, superiores a los registrados en 2016, representando un aumento de un 26,37% de la prima directa. El resultado de inversiones fue positivo en \$ 1.638 millones. A diferencia de los periodos anteriores, el resultado final del ejercicio fue negativo, alcanzando una pérdida por \$ 42,5 millones, lo que representa una caída de un 105,4% en relación a diciembre de 2016. Esto se explica por el mayor crecimiento de los costos en comparación con la prima retenida, mayores costos de rentas, menor resultado de intermediación y mayores costos de administración.

A diciembre de 2017, el patrimonio de la sociedad ascendía a \$ 10.978 millones, y el *leverage* llegaba a 3,49 veces.

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.

“-” Corresponde a aquellas obligaciones de seguros con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y fortalezas

Apoyo de la matriz: En opinión de la clasificadora, el grupo MAPFRE realiza el suficiente esfuerzo para traspasar su experiencia y *know how* hacia sus filiales en las diferentes áreas, aprovechando las sinergias entre todas las empresas del grupo. Lo anterior se materializa mediante 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 elevada capacidad de responder a las posibles necesidades de capital de la sociedad, lo cual quedó demostrado por el aumento de capital realizado en marzo de 2016 por \$ 5.900 millones, lo que permite reducir el

apalancamiento (de 7,86 a 3,26 después del aumento) y otorga holgura suficiente para crecer en ventas de primas sin la necesidad de nuevos aumentos de capital. MAPFRE S.A., matriz del grupo, en términos consolidados, mantenía un patrimonio neto por un monto cercano a € 10.513 millones a diciembre 2017, mientras que el patrimonio de **MAPFRE Seguros de Vida** representa menos del 1% de este monto. Además se recalca que la clasificación en escala global de la matriz del grupo se mantiene en grado de inversión, "BBB+", MAPFRE Re en categoría "A" y MAPFRE Global Risks en categoría "A", todas con perspectivas "Estable".

Portafolio de inversión: La política de inversión de la empresa se traduce en una cartera diversificada y de bajo riesgo, la cual está 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 2017, la compañía mantenía un 77,02% de sus inversiones en renta fija².

Programa de Reaseguros: Los reaseguros de la empresa son contratados en un 99% a MAPFRE Re que se encuentra clasificada en "categoría A" con tendencia "Estable" en escala internacional. El resto se encuentra en John Hancock clasificada en AA-.

Sinergia con Seguros Generales: Considerando que la compañía de seguros de vida y generales responden a un modelo de negocios elaborado por la matriz, se estima que la relación de cooperación entre ambas filiales es de largo plazo y, por lo tanto, la compañía de seguros se beneficia de las economías de escala y la red de la compañía de seguros generales.

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 y, por ende, una elevada dependencia de los ingresos que obtiene de sus principales productos (sin perjuicio que dicha situación responda a la estrategia de la compañía de participar en los seguros tradicionales, especializándose en los segmentos de mercado de Vida). La oferta de la compañía, a diciembre de 2017 se limitaba a la venta de productos en ocho ramos, donde el de temporal vida (incluido individual y colectivo) representaba el 47,5% del total de la prima directa, mientras que el de accidentes personales (incluido individual y colectivo) alcanzaba un 43,0% de la prima.

Baja participación de mercado: La empresa muestra una participación por ventas y por reservas inferior al 1% del mercado. Desde la perspectiva de la clasificadora, la baja participación genera mayores dificultades para alcanzar economías de escala en la operación del negocio. Como atenuante, se reconoce la existencia

² No contempla caja y banco ni bienes raíces, solamente IRF Vida e IRF Flexible.

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, en la práctica, el negocio de seguros de vida se constituye y es tratado como una línea 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 reconocido prestigio internacional, que desarrolla actividades aseguradoras, reaseguradoras, financieras, inmobiliarias y de servicios en España y otros 44 países. A escala global, la solvencia financiera de la matriz ha sido calificada en “BBB+” con tendencia “Estable”, mientras que la solvencia y la fortaleza financiera de las reaseguradoras pertenecientes al grupo han sido calificadas en “A” (MAPFRE Global Risks y MAPFRE Re). Todas las notas tienen perspectivas estables.

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 recursos humanos, administración y finanzas, informática y tecnología, auditoría interna 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 (área sólida, totalmente independiente dentro de la estructura que depende directamente de MAPFRE España).

La administración, en tanto, está a cargo de un grupo de profesionales con experiencia en el sector y un nivel de formación 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:

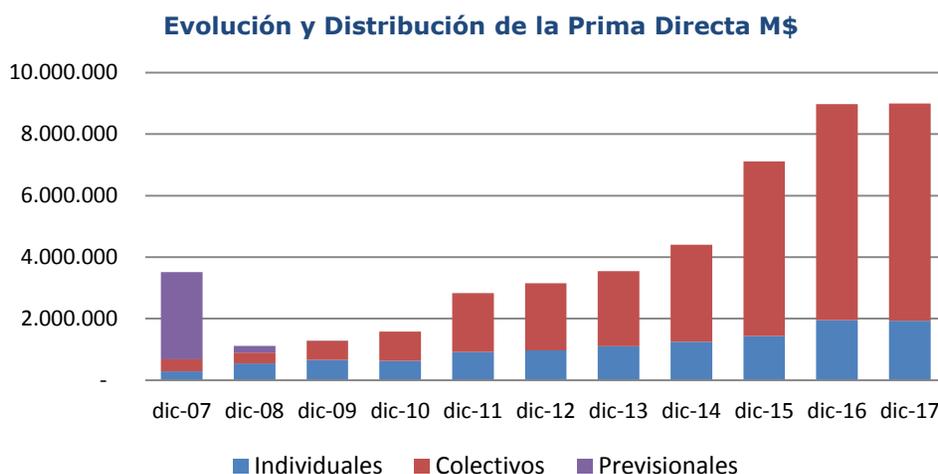
Nombre	Cargo
Carlos Molina Zaldívar	Director
José Miguel Sánchez Callejas	Director
Orlando Sillano Zan	Director
Ricardo Blanco Martínez	Director
Mauricio Robles Parada	Director

Nombre	Cargo
Miguel Barcia Gozalbo	Gerente General
Jaime Pino Concha	Gerente de Auditoría Interna
Cristian Urrego Calderón	Gerente de Operaciones
Pedro José Carreño González	Gerente Comercial
Aurelio Pastori Ramos	Gerente Técnico
Marcela Morales Farías	Gerente de Informática
Maximiliano Schmidt Gabler	Fiscal
Isabel Pinto Riedemann	Actuario
Yasmery Morales Abreu	Gerente Recursos Humanos

Desempeño cartera de productos

La empresa orienta su actividad a la venta de seguros tradicionales, especialmente colectivos. Sin perjuicio de esto, a la fecha también cuenta con una cartera vigente de rentas vitalicias en *run off*, línea de negocios que representa el 77,80% de sus reservas vigentes. Durante 2017 el 21,5% de sus ventas se generó en seguros individuales (disminuye en 20 pb en relación al mismo periodo año anterior) y el 78,50% en seguros colectivos (aumenta en 30 pb en relación al mismo periodo año anterior). Su nivel de primaje ha estado en constante crecimiento desde 2007; no obstante, que en 2017 creció sólo en 0,23%.

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



En la actualidad, las ventas se realizan principalmente mediante corredores que se suman a la fuerza propia de la compañía. Ambos canales, corredores y venta directa, se administran a través de la red de sucursales compartida con MAPFRE Generales. Además, la compañía ha desarrollado y dado énfasis a Internet como medio de distribución para sus productos menos sofisticados, basándose en sistemas centralizados que permiten emitir las pólizas en línea.

A diciembre de 2017, la compañía mantenía una baja participación de mercado, que medido en prima directa y reservas técnicas ascendía a 0,16% y 0,10%, respectivamente. Considerando el primaje directo de los ramos que comercializa, su participación es del 0,68%.

Seguros tradicionales:

Los tres principales productos de la aseguradora, medidos bajo su contribución a la prima directa, son los seguros colectivos Accidentes Personales (36,7%), Temporal Vida (33,1%) y seguros individuales Temporal vida (14,37%). La participación de mercado de estos seguros corresponde a 20,02%, 3,78% y 7,37% respectivamente.

Tabla 1. Participación en el primaje directo anual

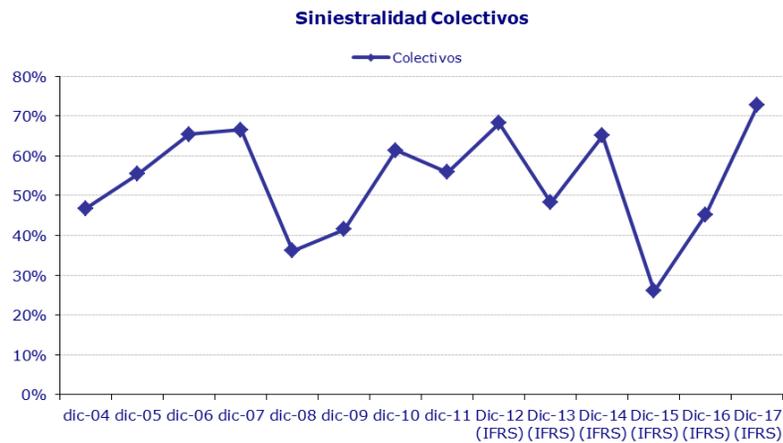
Indicadores MAPFRE Vida	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Individual Temporal Vida	16,00%	19,26%	19,19%	20,99%	20,07%	14,79%	13,2%	14,4%
Individual Accidentes Personales	7,00%	7,47%	6,54%	6,58%	6,20%	4,05%	7,52%	6,3%
Individual Flexibles	5,00%	4,33%	3,89%	2,69%	1,96%	1,12%	0,81%	0,8%
Individual Protección Familiar	1,00%	0,94%	0,86%	0,74%	0,09%	0,09%	0,06%	0,04%
Individual Desgravamen	0,00%	0,37%	0,31%	0,18%	0,09%	0,06%	0,05%	0,05%
Individual Mixto o Dotal	0,00%	0,06%	0,05%	0,04%	0,03%	0,02%	0,02%	0,01%
Colectivo Temporal Vida	31,00%	26,39%	29,99%	26,26%	24,93%	24,17%	36,22%	33,1%
Colectivo Accidentes Personales	28,00%	30,63%	29,79%	33,86%	38,31%	47,23%	32,77%	36,7%
Colectivo Desgravamen	7,00%	6,78%	4,72%	4,43%	3,37%	5,50%	4,33%	4,1%
Colectivo Salud	4,00%	3,78%	4,66%	4,23%	4,95%	2,98%	4,98%	4,6%
Seguros Tradicionales	100,00%							

A diciembre de 2017 la cartera asegurada en este segmento, desglosada por líneas de negocio, presenta en seguros individuales una siniestralidad³ de un 29,16% (31,41% promedio de tres años), mientras que en el caso de los seguros colectivos la siniestralidad llega a 72,71% influenciado principalmente por el seguro Temporal Vida con \$ 1.500 millones de costos. A continuación se muestra la evolución del indicador anual desde 2004 a la fecha:

Siniestralidad por línea de negocios



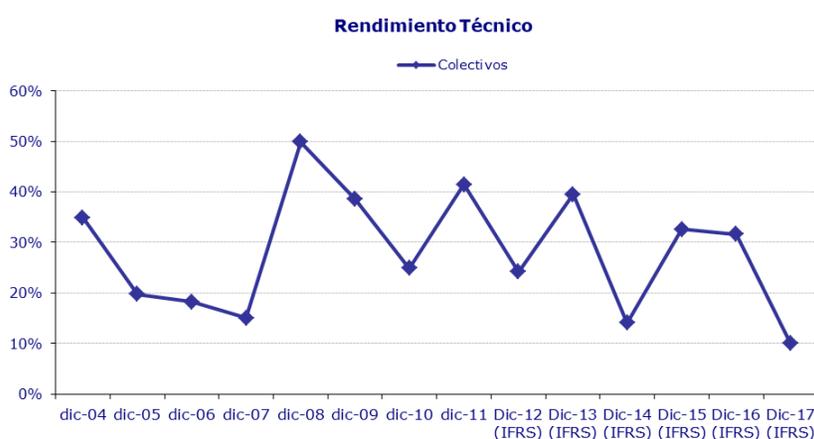
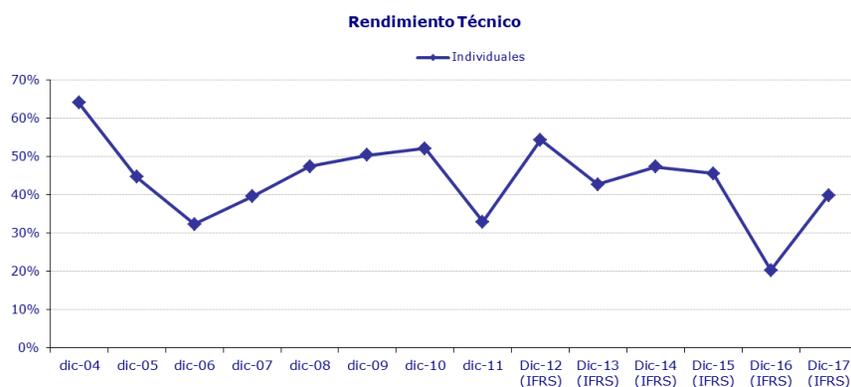
³ La siniestralidad ha sido calculada como costo de siniestro sobre prima retenida neta ganada hasta 2011 y como costo de siniestro sobre prima retenida desde 2012.



La cartera de seguros tradicionales, en términos de rendimiento técnico⁴, presentó una disminución considerable, desde un 28,61% en 2016 a un 18,18% en 2017, debido a una baja en el margen de contribución producto del aumento de 55,65% en costos de siniestros para el segmento colectivo. En promedio de tres años, alcanza un rendimiento técnico de 27,58% .A continuación se presenta el rendimiento técnico por línea de negocio de **MAPFRE** por ramos:

⁴ El rendimiento técnico de las compañías de seguros es calculado con el margen de contribución del periodo sobre el ingreso de explotación.

Rendimiento técnico por línea de negocios

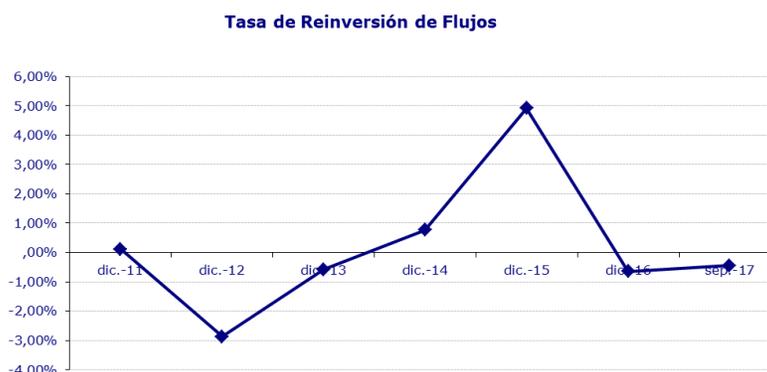


Rentas Vitalicias:

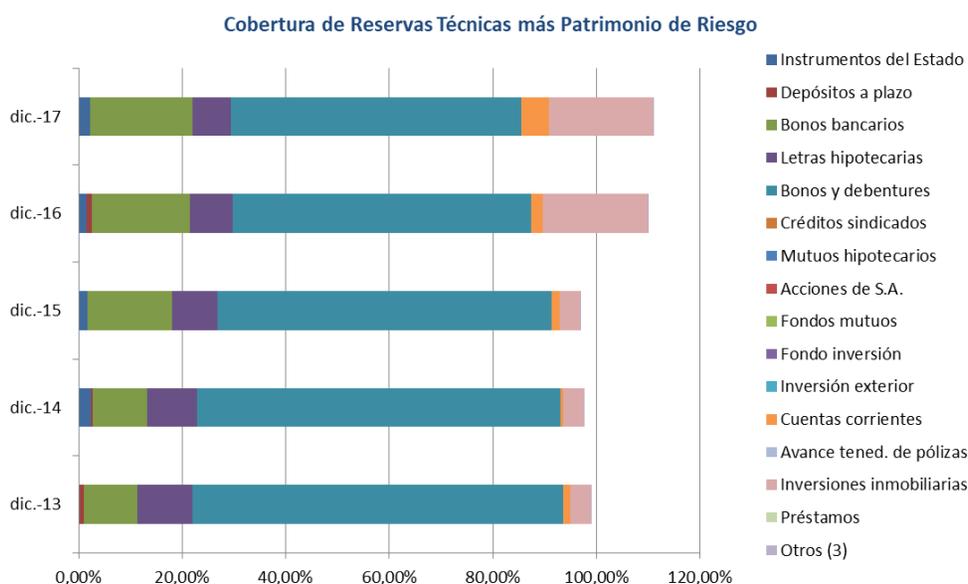
Como consecuencia de un cambio de estrategia la empresa dejó de comercializar rentas vitalicias en 2008. La cartera vigente le permite alcanzar una participación por reservas rentas vitalicias de 0,09%, en tanto que estos productos representaban el 77,80% de sus reservas técnicas a diciembre de 2017.

El calce de los pasivos de la empresa es adecuado, de 100% hasta el tramo 8 a diciembre de 2017. 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, se torna cada vez menos importante para la compañía la cobertura de plazo para los tramos más largos.

En cuanto al test de suficiencia (TSA⁵), a septiembre de 2017, la compañía tenía una tasa de reinversión de -0,44%, lo que ratifica el bajo riesgo existente ante una eventual baja futura en la tasa de interés de mercado (tasa de reinversión).



En relación a la solvencia, al cierre de 2017, los estados financieros presentan inversiones representativas de reservas y patrimonio de riesgo de 110,9% (inversiones sobre reservas + patrimonio de riesgo) cifra similar a los 110,04% de 2016. Como se mencionó anteriormente en el informe, la empresa ya realizó un aumento de capital el día 24 de marzo de 2016 por \$ 5.900 millones y es por ello que los ratios de solvencia aumentaron significativamente. 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 y patrimonio de riesgo de la firma:



⁵ Conforme lo dispuesto en la Norma de Carácter General N° 209 de la SVS.

Si se compara con el mercado, la empresa presente una mayor cobertura sobre las reservas técnicas a diciembre de 2017. Así mismo, al revisar las reservas previsionales sobre las reservas técnicas, se puede observar que representan un menor porcentaje que el mercado, en parte por la disminución de esta cartera en *run off*.

Indicadores MAPFRE Vida	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Inversiones sobre reservas téc.	107,61%	106,73%	109,96%	103,24%	105,60%	104,34%	103,79%	117,80%	118,69%
Reservas previsionales / res. téc.	94,64%	93,85%	92,68%	88,73%	88,37%	86,64%	84,17%	81,22%	77,80%

Indicadores Mercado Vida	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Inversiones sobre reservas téc.	113,92%	114,81%	113,59%	112,46%	112,53%	111,40%	112,41%	110,40%	109,98%
Reservas previsionales / res. téc.	87,72%	86,65%	86,13%	87,06%	86,71%	85,64%	84,97%	84,40%	83,87%

Reaseguros

La aseguradora retuvo aproximadamente el 65,2% de la prima directa durante 2017. A la misma fecha, la compañía se reaseguraba en un 99,62% con el mismo grupo (MAPFRE RE, con clasificación A internacional) y un 0,38% de la prima cedida se reasegura con *John Hancock* (reaseguradora de EEUU, con clasificación de riesgo AA- internacional). Adicionalmente, la firma cuenta coberturas catastróficas también con MAPFRE RE.

Inversiones

La cartera de inversión de la compañía es conservadora y se compone casi exclusivamente de instrumentos de renta fija (77,02%), concentrándose en un 50,49% en Bonos y Debentures. En el cuadro siguiente se muestra la importancia de cada tipo de instrumento en los portafolios de inversión de **MAPFRE Vida** y el mercado correspondiente al cierre de 2017:

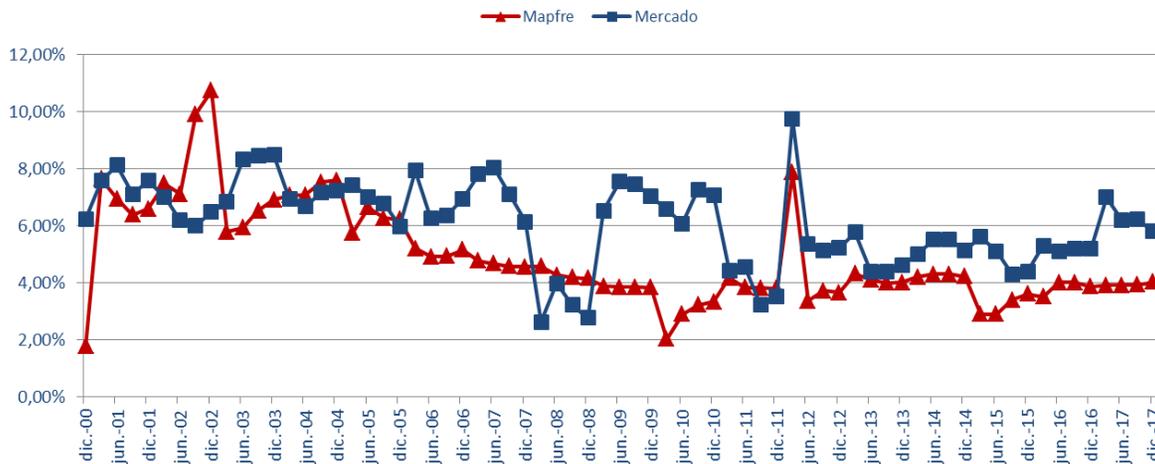
Tabla 3. Distribución cartera de inversiones por tipo de instrumento

Diciembre 2017	MAPFRE	TOTAL CIAS. DE SEGUROS DE VIDA
Total MM\$	40.721	38.346.830
Instrumentos del Estado	1,93%	2,56%
Depósitos a plazo	0,00%	1,94%
Bonos bancarios	17,93%	12,33%
Letras hipotecarias	6,67%	1,00%
Bonos y debentures	50,49%	30,33%
Créditos sindicados	0,00%	1,87%
Mutuos hipotecarios	0,00%	8,99%
Acciones de S.A.	0,00%	1,12%
Fondos mutuos	0,00%	4,88%
Fondo inversión	0,00%	1,86%
Inversión exterior	0,00%	13,56%
Cuentas corrientes	4,81%	0,39%
Avance tened. de pólizas	0,00%	0,06%
Inversiones inmobiliarias	18,13%	15,31%
Préstamos	0,00%	1,31%
Otros (1)	1,93%	2,48%

(1) Incluye acciones de S.A. cerradas, muebles y útiles, caja, derechos por inversiones en instrumentos derivados.

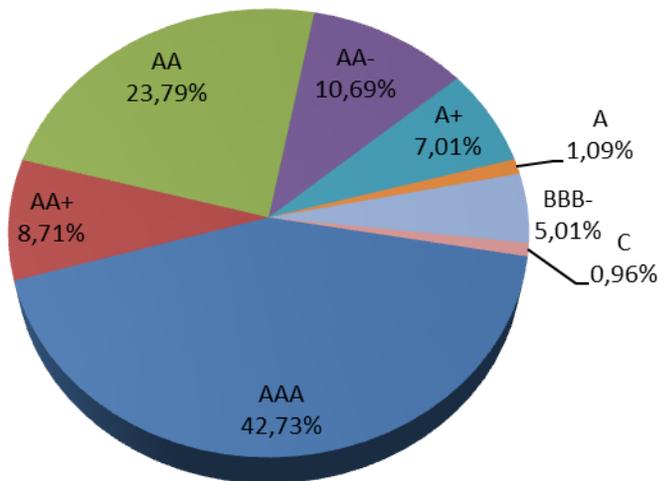
En relación al rendimiento de la cartera de inversiones, si bien la compañía muestra una rentabilidad que se encuentra en su mayoría por debajo a la del mercado con un *spread* de 177 pb a diciembre 2017, se considera adecuada considerando la estrategia de **MAPFRE Vida** que implica una cartera conservadora. La inversión se encuentra en su mayoría en instrumentos de renta fija clasificados en A hacia arriba. Por otra parte, los retornos de la cartera de **MAPFRE Vida** son menos volátil, presentando durante los últimos cinco años una desviación estándar de 0,23%, mientras que el mercado arroja un indicador de 0,55%, lo que es coherente con la política de la compañía. A continuación se muestra la evolución de la rentabilidad de sus inversiones contrastada con lo obtenido por el mercado en su conjunto:

Rentabilidad de Inversiones



El riesgo crediticio de la cartera de inversiones en instrumentos de renta fija se considera igualmente adecuado. A diciembre de 2017 el 94,02% de las inversiones se encontraban en instrumentos con categoría superior a "A" y N-1.

Clasificación de Riesgo

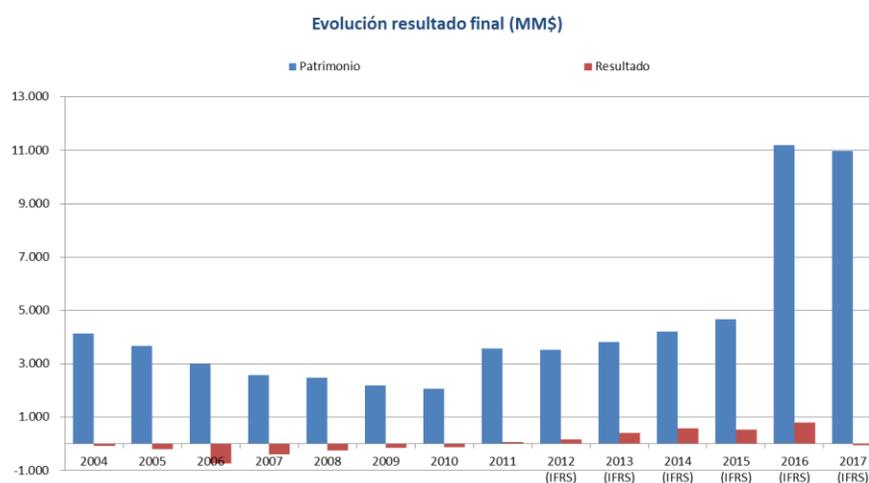


⁶ A partir de marzo de 2012, la información financiera se presenta en IFRS.

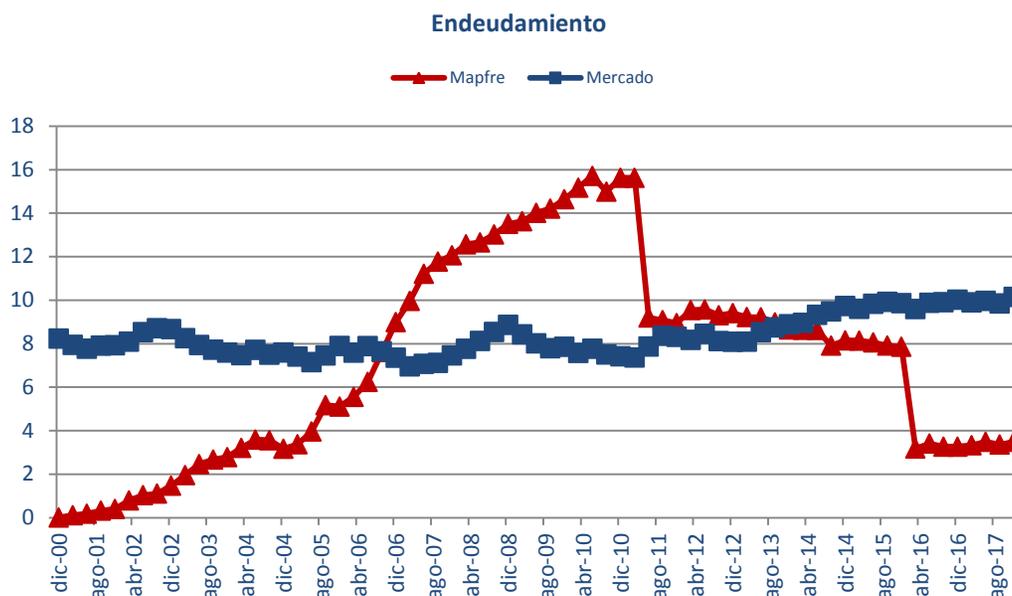
Análisis financiero

Endeudamiento y posición patrimonial

Debido al aumento de capital en 2011, la compañía revirtió el deterioro en su situación patrimonial y fortaleció sus indicadores de endeudamiento y cobertura de reservas técnicas, situación que se acentuó fuertemente en 2016 por la capitalización efectuada en este ejercicio. Cabe destacar que en 2011 se registraron utilidades por primera vez desde que **Humphreys** clasifica la empresa (2004), situación que se mantuvo hasta 2016, pero que fue interrumpida por las pérdidas de \$ 42,5 millones en 2017.



Adicionalmente, el endeudamiento de la compañía, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, que hasta mediados de 2011 había mostrado un crecimiento sostenido, tras el aumento de capital de ese año, disminuyó de 15,62 veces en marzo de 2011 a 8,94 veces en diciembre del mismo año. A diciembre de 2017, este indicador estaba en 3,49 veces, encontrándose bajo el endeudamiento de mercado correspondiente (10,15 veces), debido al aumento de capital realizado en el año 2016. En el siguiente gráfico se presenta la evolución del endeudamiento, 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), situación que también afecta su índice de gastos combinados.

Indicadores MAPFRE	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12 IFRS	Dic-13 IFRS	Dic-14 IFRS	Dic-15 IFRS	Dic-16 IFRS	Dic-17 IFRS
Gasto Ad./ Prima Directa	47%	35%	33%	29%	27%	25%	20%	18%	22%
Result. Final/ Prima Directa	-8%	-5%	3%	5%	12%	13%	7%	9%	-0,47%

Indicadores Mercado	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12 IFRS	Dic-13 IFRS	Dic-14 IFRS	Dic-15 IFRS	Dic-16 IFRS	Dic-17 IFRS
Gasto Ad./ Prima Directa	19%	18%	17%	14%	14%	14%	12%	11%	13%
Result. Final/ Prima Directa	16%	16%	4%	10%	6%	8%	7%	7%	10%

"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"