

Mapfre Garantías y Crédito S.A.
Mayo de 2008
Categoría de Riesgo y Contactos

Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Clasificación Actual	AA-	Aldo Reyes D.	56 - 2- 204 72 93
Tendencia de Clasificación	Estable	Gonzalo Neculmán G.	gonzalo.neculman@humphreys.cl
Clasificación Anterior	No hay	Página Web	www.humphreys.cl
EE.FF. de Base	31 de marzo de 2008	Tipo de Reseña	Reseña Anual

Balances (Cifras en Miles de Pesos)	Año 2001	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Marzo 2007	Marzo 2008
Inversiones	3.451.712	4.050.334	4.090.933	4.601.092	4.735.286	4.940.164	5.424.695	5.682.422
Deudores por Primas	512.691	597.878	608.753	498.585	779.553	1.030.570	962.486	717.563
Deudores por Reaseguros	727.640	516.584	674.412	526.252	43.739	133.835	90.171	791.282
Otros Activos	266.017	387.893	257.316	486.335	371.189	503.828	517.110	701.045
Total Activos	4.958.060	5.552.689	5.631.414	6.112.264	5.929.767	6.608.397	6.994.462	7.892.312
Reservas Técnicas	1.675.275	1.951.749	1.655.911	1.731.978	1.278.863	1.422.692	1.685.974	2.024.278
Obligaciones Financiera	0	0	0	0	0	69.782	0	166.755
Otros Pasivos	307.110	399.863	351.584	510.517	302.241	401.939	385.478	248.940
Patrimonio	2.975.675	3.201.077	3.623.919	3.869.769	4.348.663	4.713.984	4.923.010	5.452.339
Total Pasivos	4.958.060	5.552.689	5.631.414	6.112.264	5.929.767	6.608.397	6.994.462	7.892.312
Activos / Reservas	2,96	2,84	3,40	3,53	4,64	4,64	4,15	3,90
Reservas / Patrimonio	0,56	0,61	0,46	0,45	0,29	0,30	0,34	0,37
P. Exigible / Patrimonio	0,67	0,73	0,55	0,58	0,36	0,40	0,42	0,45

Estado de Resultados (Cifras en Miles de Pesos)	Año 2001	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Marzo 2007	Marzo 2008
Prima Directa	2.665.041	3.026.010	3.500.951	3.779.481	4.128.635	5.369.183	1.535.597	1.411.558
Prima Cedida	-2.071.520	-2.504.125	-2.997.780	-3.187.663	-3.094.184	-4.487.164	-1.209.206	-1.090.777
Prima Retenida	605.388	530.690	507.361	591.993	1.034.451	882.019	326.391	320.781
Siniestros Netos	-294.559	-172.272	-322.211	-205.435	-289.538	-327.736	-82.430	-136.847
R. Intermediación	505.718	635.534	827.157	797.424	846.238	1.293.011	310.463	300.981
Margen de Contribución	775.659	1.042.311	1.022.128	1.139.400	1.428.444	1.918.816	481.700	395.325
Costo de Administración	-673.959	-806.879	-881.937	-856.304	-997.921	-1.229.929	-262.135	-325.983
Resultado Operacional	101.700	235.432	140.191	283.096	430.523	688.887	219.565	69.342
Resultado de Inversión	300.219	249.278	286.102	250.045	157.121	240.338	73.189	51.856
Resultado Final	314.708	438.694	455.412	484.374	693.990	726.489	197.572	199.367
Retención	22,72%	17,54%	14,49%	15,66%	25,06%	16,43%	21,25%	22,73%
Siniestros Neto / Pr. Directa	-11%	-6%	-9%	-5%	-7%	-6%	-5%	-10%
R. Intermediación / Pr. Directa	19%	21%	24%	21%	20%	24%	20%	21%
C. Administración / Pr. Directa	-25%	-27%	-25%	-23%	-24%	-23%	-17%	-23%
Combinado	-80%	-62%	-73%	-47%	-48%	-27%	-14%	-55%
Margen / Prima Retenida	128%	196%	201%	192%	138%	218%	148%	123%
Resultado Final / Pr. Directa	12%	14%	13%	13%	17%	14%	13%	14%

Opinión
Fundamento de la Clasificación

Mapfre Garantías y Créditos S.A. Compañía de Seguros (Mapfre Garantía) 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.

A la fecha el primaje anual de la aseguradora asciende a aproximadamente US\$ 13 millones, con un nivel de reserva del orden de los US\$ 4 millones y montos totales asegurados cercanos a los US\$ 5.200 millones (montos retenidos en torno a US\$ 1.135 millones).

La compañía forma parte del Grupo Mapfre, consorcio español con presencia en latino-america y de reconocida solvencia y prestigio internacional, el cual posee una amplia trayectoria en el negocio de seguros, previsional y financiero.

La categoría de riesgo asignada a las pólizas emitidas por la compañía, *Categoría AA-*, se fundamenta principalmente en la existencia de una estructura de riesgo atomizada que se complementa con políticas de reaseguros que cubren adecuadamente la probabilidad de eventos catastróficos. Asimismo, se considera el hecho que la compañía se inserta dentro del grupo *Mapfre*, conglomerado asegurador solvente y con capacidad de apoyar efectivamente las necesidades de capital de la sociedad.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por el adecuado posicionamiento de la compañía dentro de su segmento relevante y por la implementación de mecanismos de control interno que están en proceso de adecuación con los estándares de su matriz. A su vez, se considera como un elemento positivo la conformación de una cartera de inversión de muy bajo riesgo que se enmarca dentro una política conservadora y persistente en el tiempo.

Por otra parte, dentro de lo elementos que restringen la clasificación, se considera las características propias de la industria, tanto por el hecho de no favorecer la diversificación de la cartera de productos como por el tamaño comparativamente moderado del mercado. Esta situación tiende a que la competencia al interior del sector se centre en la variable precio lo cual, a futuro, podría afectar negativamente los márgenes del negocio, proceso que se acentuaría con la eventual entrada de nuevos oferentes.

La evaluación también reconoce la exposición que tiene la compañía, y la industria en general, a los proveedores de la información relevante para la cuantificación de los riesgos y, por ende, de la siniestralidad futura de la compañía.

La tendencia de clasificación se califica en “*Estable*”¹, considerando que en el mediano plazo no se evidencian cambios significativos en la situación de solvencia de la compañía.

A futuro, la clasificación de riesgo de la compañía podría verse favorecida en la medida que la compañía, y el mercado en general, incremente el volumen de sus operaciones y con ellos se reduzca, en términos relativos, la exposición de sus ventas al ingreso de nuevas compañías a la industria. Junto a ello se espera que dicho crecimiento vaya acompañado de inversiones que permitan desarrollar una plataforma administrativa y tecnológica que responda a las necesidades propias que conllevan el operar a niveles de escala superior.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de las pólizas se requiere que la compañía no debilite su exposición ante siniestros individuales o a eventos catastróficos. Asimismo, se espera que la cartera de inversiones mantenga una adecuada relación entre nivel, rentabilidad y riesgo asumido.

Cifras Relevantes a Marzo de 2008

El primaje directo de la compañía a marzo de 2008 alcanzó los \$ 1.411 millones (casi US\$ 3,2 millones) y representó una disminución nominal de 8,08% respecto con igual período del año anterior. La baja experimentada obedece a una disminución de la prima promedio cobrada por póliza, en todos los ramos. En términos agregados el precio promedio por póliza, disminuyó en 44% respecto a marzo de 2007.

Por su parte, la prima retenida ascendió a \$ 320 millones, implicando una disminución nominal del 9,79% en comparación con marzo de 2007 y una retención sobre la prima directa de 22,73% (21,25% en el primer trimestre de 2007).

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

En términos de pólizas emitidas, se observa un crecimiento nominal de 39,1% en relación con el primer trimestre de 2007 (414 en marzo de 2007 y 576 en marzo de 2008). Por su parte, el *stock* de pólizas vigentes asciende a 2.647 pólizas (0.6% menos que en marzo de 2007), donde 92% pertenece al ramo Garantía, 5% a Seguros de Crédito de Ventas a Plazo y 3% a seguros de Crédito a la Exportación. Lo anterior se distribuye sobre una masa cercana a los 2.650 asegurados.

En cuanto a los costos por siniestros, éstos sumaron \$ 635 millones en términos directos y \$ 137 millones en términos netos. En relación con septiembre de 2006, estos valores implicaron un incremento nominal de 66% en ambos casos.

Los costos de administración ascendieron a \$ 326 millones, experimentando un aumento nominal de 24,36% en comparación con igual fecha del año anterior y una relación sobre la prima directa de 23% (en marzo del año 2007 esta cifra fue de 16%).

A su vez, a marzo de 2008 el producto de inversiones fue de \$ 51,8 millones, cifra que se compara desfavorablemente con la utilidad de \$ 73,2 millones obtenida en igual período del año anterior.

Con todo, la compañía obtuvo un margen de contribución de \$ 395,3 millones (17,93% menos que en marzo de 2007) y un resultado final de \$ 199,3 millones, cifra que se compara favorablemente con la utilidad de \$ 197,5 millones obtenida en igual período del año anterior.

Definición 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.

Oportunidades y Fortalezas

Riesgos Atomizados: Según datos al 31 de marzo de 2008, los montos asegurados promedios en el ramo garantía, sin considerar cesiones de riesgo, representan en torno al 1,9% del patrimonio (cifra que se reduce al 0,4% si se toma como referencia sólo los montos retenidos); situación que ha sido relativamente estable a través del tiempo. En cuanto a los seguros de créditos, en ellos el riesgo se diluye por cuanto cada contrato individual implica cubrir la probabilidad de incumplimiento de un número amplio de empresas deudoras (si bien existe concentración de deudores, ello se da en empresa solventes y de las cuales se dispone de información pública).

Política de Reaseguro: La empresa opera en cuanto a reaseguros, principalmente, con su relacionada *Mapfre Re*, entidad con una elevada clasificación de riesgo en escala global. Los reaseguros, tanto para los ramos de crédito como de garantía, implican contratos proporcionales con la modalidad cuota parte; adicionalmente para acotar el riesgo proporcionalmente retenido se han suscrito contratos de excesos de pérdidas lo cual reduce la exposición de *Mapfre Garantía* a niveles compatible con su capacidad patrimonial. En lo que respecta a contratos facultativos, éstos se suscriben de acuerdo con las necesidades de la firma y con compañía clasificadas en grado de inversión. Entre los reaseguradores con que opera *Mapfre Garantía* están Compañía Suiza de Reaseguros; Munchener Ruckversicherungs y Partner Re.(Paris), entre otras.

Apoyo Matriz: *Mapfre Mutualidad* es el principal grupo asegurador de España (en términos consolidados el grupo gestiona activos por un monto cercano a los US\$ 46.785 millones). Mantiene una fuerte presencia en

los mercados de España, Europa y América Latina, a través de una red de 250 empresas con una dotación de personal en torno a los 32.000 empleados. En escala internacional, la fortaleza financiera de *Mapfre Mutualidad* ha sido calificada en “AA”, y la de *Corporación Mapfre, Mapfre Re* y *Mapfre Reinsurance Corporation* en “AA-”.

Área de Control Interno: Ésta se inserta dentro del modelo de control general de grupo, la cual es totalmente independiente de *Mapfre Garantía* y dependiente de la unidad de control global radicada en España. Con todo, las necesidades de revisión y supervisión se determinan a nivel local.

Calidad de la Cartera de Inversiones: Sólo el portafolio de inversiones en renta fija de la compañía más que duplica su nivel de reservas. Además, según datos al 31 de marzo de 2008, las inversiones clasificadas en Categoría AA- o superior representan el 203% de las reservas.

Factores de Riesgo

Concentración de la Cartera de Productos: Dado la especialización del negocio, los ingresos de la compañía son altamente sensible a las variaciones de precios en los seguros de crédito y en los seguros de garantía. Hasta la fecha, la tendencia a la baja mostrada por los precios ha podido ser compensada por un mayor volumen de negocios.

Tamaño de la Industria: Al compararse el primaje del sector, por ejemplo con seguros generales, se observa que se trata de un mercado reducido en términos relativos. Esta situación, en opinión de **Humphreys**, hace más vulnerable al sector a las entrada de nuevos participantes y, además, dificulta el acceso a economías de escala (que siempre favorecen la inversión en plataformas administrativas y tecnológica que contribuyen en forma efectiva al control del riesgo).

Competencia en Variable Precio: La concentración de la cartera de productos, unido a un mercado comparativamente reducido, lleva a acentuar que la competencia se centre en la variables precio y, por ende, afecta los márgenes futuros 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 que se requiere externalizar una actividad de relevancia para el negocio.

Antecedentes Generales

La compañía, constituida en 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.

En cuanto a su propiedad, a marzo de 2008 pertenece en 99,99% a *Mapfre America Caución y Crédito*, entidad filial de *Mapfre S.A.* y en 0,01% a *inversiones Ibéricas Ltda.*

El *Grupo Mapfre* con 75 años de existencia, es el principal conglomerado asegurador de España (en términos consolidados el grupo gestiona activos por un monto cercano a los US\$ 47 mil millones y ventas en torno a los US\$ 22 mil millones), presentando una fuerte presencia en los mercados de España, Europa y América Latina. Ello, a través de una red de 250 empresas con una dotación de personal en torno a los 32.000 empleados.

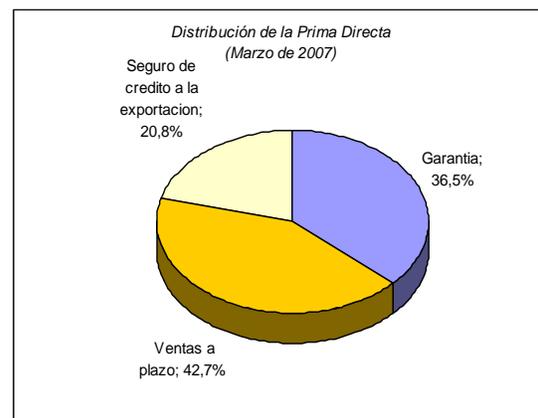
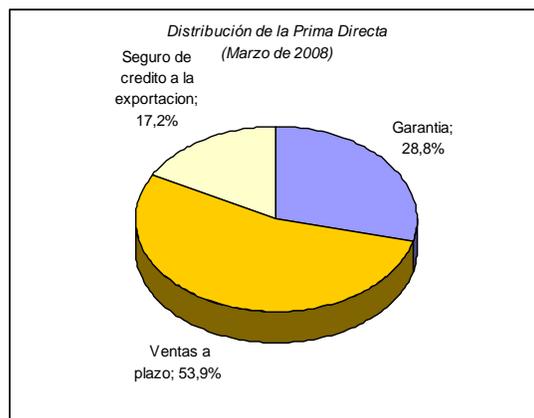
Cartera de Productos

Los seguros de créditos destacan por ser un tipo de pólizas que sólo pueden ser emitidas exclusivamente por sociedades de giro específico, característica que reduce la oferta del mercado a sólo tres compañías (cuatro si se agrega a *Cesce Chile*, compañía recién constituida en el año 2008) y en donde *Mapfre Garantía y Crédito* mantiene una participación en el mercado de seguros de créditos, a marzo de 2008, de 23% en ventas a plazo y de 16% en seguros de exportación (segundo y tercer lugar respectivamente)

En contraposición, los seguros de garantías los pueden comercializar cualquier compañía de seguros generales. Además, este tipo de producto compite con las boletas bancarias, instrumentos de amplia difusión en el mercado nacional. A marzo de 2008, *Mapfre Garantía y Crédito* alcanza una posición de liderazgo con una participación relativa de mercado de 30%, cifra que lo ubica en el primer lugar de la industria.

La comercialización de sus productos se realiza preferentemente a través de corredores de seguros de diferente envergadura, de los cuales 10 son los m. Bajo este contexto, la cartera de clientes de la compañía, tanto en créditos como en garantías, se concentra principalmente en la región Metropolitana (un 97,4%).

En términos individuales, los seguros de créditos de ventas a plazo son los que concentran el mayor primaje directo de la sociedad, con una cifra de 761 millones de prima directa a marzo de 2008. En el gráfico siguiente se esquematiza la participación individual de los ramos en términos de prima directa, a Marzo de 2007 y Marzo de 2008

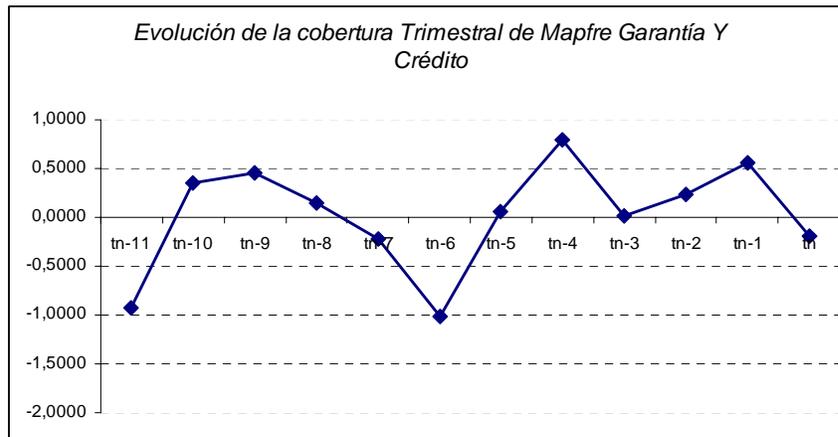


Índice de Cobertura

El índice de cobertura (IC), medido como la relación promedio entre los egresos e ingresos que se generan en la compañía. Entre menor sea el valor de este índice menor será la importancia relativa de los gastos de la compañía.

En el caso específico de *Mapfre Garantía y Crédito* el índice de cobertura se determinó en función de los resultados de los últimos doce trimestres, obteniéndose un indicador de 0.10 veces. El indicador, independiente de sus fluctuaciones, se ha mantenido en niveles reducido a través del tiempo². En el siguiente gráfico se presenta la evolución del índice de cobertura para los últimos 12 trimestres.

² El indicador inferior a cero se explica por el elevado y positivo resultado no operacional de la compañía el cual, para efectos del índice, se incluye dentro del ítem gastos (con signo negativo si corresponde a una utilidad).



En nuestra opinión, los niveles que presenta el índice de cobertura de la compañía se consideran más que adecuados en comparación con su industria relevante.

Generación de Caja

La compañía a partir del año 2003 sostenidamente ha presentado un aumento en sus flujos de caja, los cuales en promedio representan en torno al 4,3% de los ingresos de la compañía, a marzo de 2008 (cifra que aumenta a 7,7% si se incluyen los “Otros Ingresos”). A Marzo de 2008 la compañía obtiene un flujo neto de operaciones en torno a los \$ 101 millones y se incrementa a \$ 180 millones si se consideran como flujo los ingresos provenientes de “Otros Ingresos”.

La generación de flujos se concentra principalmente en la suscripción de riesgos (60%), mientras que los siniestros cedidos representan el 21,26% y el apoyo de reaseguros representa 18,52% de los ingresos. Por su parte, el ítems “otros ingresos” representa alrededor del 3% de la generación de caja de la compañía.

Con respecto a los egresos, se puede mencionar que la cesión de prima se constituye en la principal fuente de desembolso para la compañía, representando cerca del 48,63% de sus egresos. En tanto los costos por siniestros representan alrededor del 28% de los desembolsos mientras que la importancia relativa de los gastos combinados³ alcanza cerca del 20% de sus egresos.

³ Corresponde a la relación entre la suma de los gastos de administración e intermediación directa sobre el primaje directo de la compañía.

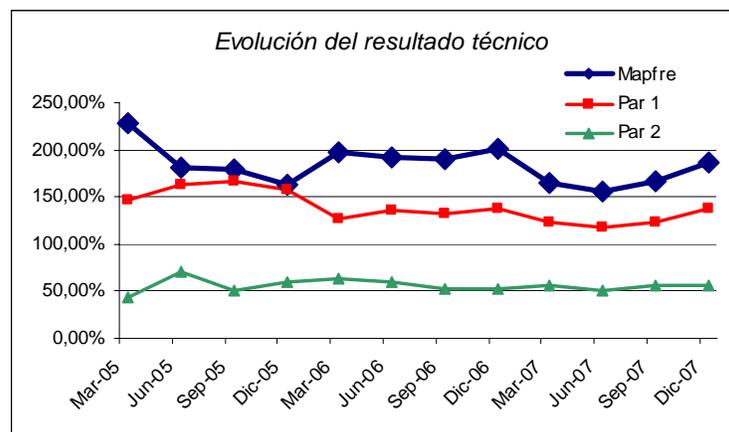
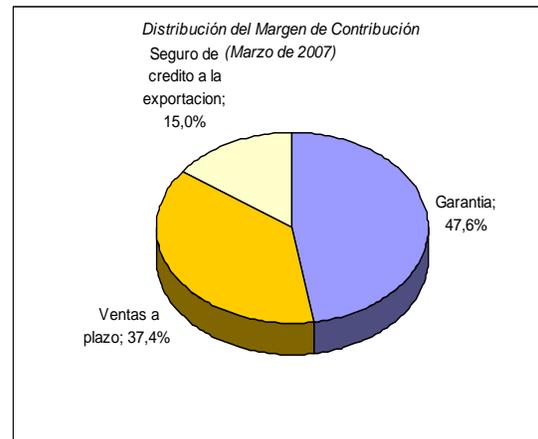
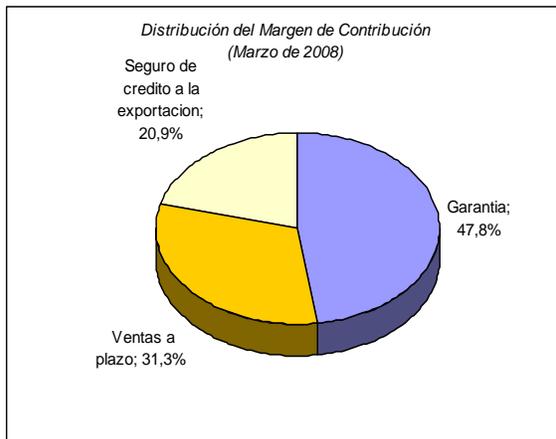
Flujos (MMS)	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Mar-08
Venta Total	3.505	3.780	4.129	5.369	6.192	1.412
Venta Directa	1.289	1.289	1.160	1.688	1.408	354
Venta Intermediarios	2.212	2.490	2.969	3.681	4.784	1.058
Prima Aceptada	4	0	0	0	0	0
Apoyo de Reaseguro	2.600	2.192	2.539	3.298	3.511	932
Siniestros Cedidos	1.553	1.128	1.393	1.638	1.666	498
Reaseguro Cedido	1.047	1.063	1.146	1.660	1.845	434
Total Ingresos	6.106	5.971	6.668	8.668	9.703	2.344
Costo de Siniestros	-1.876	-1.333	-1.682	-1.966	-2.057	-635
Siniestros Directos	-1.875	-1.333	-1.682	-1.966	-2.057	-635
Siniestros Aceptados	0	0	0	0	0	0
Reaseguro Aceptado	0	0	0	0	0	0
Costo Reaseguros	-2.998	-3.188	-3.094	-4.487	-5.009	-1.149
Prima Cedida	-2.998	-3.188	-3.094	-4.487	-4.950	-1.091
Exceso de Pérdidas	0	0	0	0	-58	-58
Gastos + Intermediación	-1.102	-1.122	-1.298	-1.597	-2.014	-459
Intermediación Directa	-220	-266	-300	-367	-489	-133
Costo de Administración	-882	-856	-998	-1.230	-1.525	-326
Total Egresos	-5.975	-5.643	-6.075	-8.050	-9.079	-2.243
Flujos Netos	130	328	593	617	624	101
Otros Ingresos	81	84	310	154	194	79
Flujo Neto + Otros Ingresos	211	412	903	771	818	180

Principales Fuentes (%)	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Mar-08
Ingresos						
Venta Directa	21,11%	21,59%	17,40%	19,48%	14,51%	15,09%
Venta Intermediarios	36,23%	41,71%	44,52%	42,47%	49,31%	45,14%
Siniestros Cedidos	25,43%	18,89%	20,89%	18,90%	17,17%	21,26%
Reaseguro Cedido	17,16%	17,81%	17,19%	19,15%	19,02%	18,52%
Otros Ingresos	1,32%	1,41%	4,64%	1,77%	2,00%	3,37%
Egresos						
Prima Cedida	50,17%	56,48%	50,94%	55,74%	54,52%	48,63%
Siniestros Directos	31,38%	23,63%	27,70%	24,42%	22,66%	28,31%
Intermediación Directa	3,68%	4,71%	4,94%	4,56%	5,39%	5,93%
Costo de Administración	14,76%	15,17%	16,43%	15,28%	16,79%	14,53%

Rendimiento Técnico

A marzo de 2008, la contribución por ramo al margen técnico de la compañía se distribuye en 53,9% para las ventas a plazo, 46,8% para los seguros de garantías y 20% para el crédito a la exportación. En términos relativos, durante el mismo período el margen de la compañía supera en 15% a los gastos de administración de la compañía, cifra que se compara desfavorablemente con el 29% que alcanzaba durante marzo de 2007.

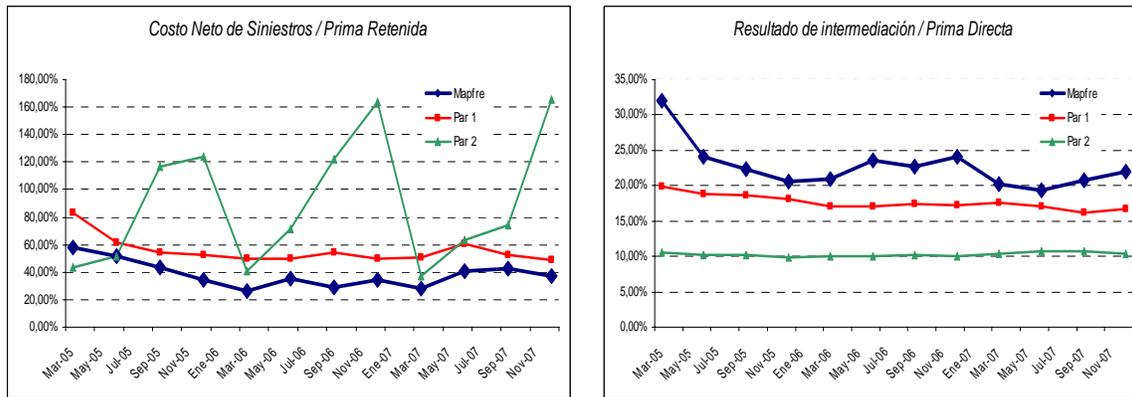
En los siguientes gráficos se presenta para la compañía la distribución del margen de contribución por líneas de negocios durante marzo de 2008 y 2007.



El resultado técnico promedio de la cartera presenta, sostenidamente, indicadores considerados como elevados (resultado técnico promedio asciende a 184%) y con un comportamiento considerado comparativamente como estable a través del tiempo. En relación con su mercado relevante, la compañía exhibe un rendimiento técnico elevado (primero dentro de sus pares) con una volatilidad considerada dentro de los estándares de la industria.

La siniestralidad⁴ de la cartera, medida como promedio de los últimos 12 trimestres se sitúa en torno al 38%, cifra que se compara positivamente mirando las cifras de sus pares relevantes. Este indicador presenta una tendencia estable. Por su parte, el resultado de intermediación sostenidamente se ha mantenido en niveles positivos y en promedio representa en torno al 23% de la prima directa mientras que sus pares relevantes muestran una cifra promedio de 17% y 10%

⁴ Se calcula como la relación entre los costos netos de siniestros y la prima retenida.



A la fecha de clasificación la compañía presenta un *stock* en torno a las 2.650 pólizas vigentes, e igual número de asegurados. Los montos asegurados promedio sobre patrimonio se consideran en niveles aceptables y controlables por la compañía, sin embargo su evolución se observa una clara tendencia al alza.

Reaseguros

En nuestra opinión, la política de reaseguro permite acotar adecuadamente los riesgos asumidos por la compañía y expone de manera razonable el patrimonio de la sociedad. Además, comparativamente, el portfolio de reaseguradores se fortalece producto de las características particulares de sus contratos y por la calidad y solvencia de sus reaseguradores; todos ellos calificados en categoría superior al grado de inversión. En la práctica, dado su estructura de contratos de reaseguros (incluye los catastróficos), el monto máximo de exposición por evento asciende a un 3% del patrimonio contable de la compañía.

A continuación se presenta la distribución de sus reaseguradores a marzo de 2008

	Pais	Prima Cedida	Prima Cedida/Total
Mapfre Re, Compañía de Reaseguros, S.A.	ESPAÑA	1.054.712	96,97%
Compañía Suiza de Reaseguros	SUIZA	14.006	1,29%
Folksamerica Reinsurance Company	E.E.U.U.	66	0,01%
Odyssey America Reinsurance Corporation	E.E.U.U.	2.367	0,22%
Scor	FRANCIA	36	0,00%
Hannover Ruckversicherungs Aktiengesellschaft	ALEMANIA	0	0,00%
Munchener Ruckversicherungs Aktiengesellschaft	ALEMANIA	12.860	1,18%
Partner Re S.A.	FRANCIA	3.631	0,33%
Total		1.087.678	100,00%