



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña Anual

Analista

Bárbara Lobos M.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

ratings@humphreys.cl

Renta Nacional Seguros de Vida

Junio 2010

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

Categoría de Riesgo y Contacto

| Tipo de Instrumento | Categoría |
|---|------------------------|
| Pólizas de Seguros Perspectiva de Riesgo | BBB- En observación |
| EEFF base | 31 de Marzo 2010 |

Balance Individual

| (Cifras en M\$ Marzo 2010) | Dic-06 | Dic-07 | Dic-08 | Dic-09 | Mar-10 |
|--------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Inversiones | 330.142.038 | 308.850.628 | 301.422.347 | 362.600.753 | 372.996.487 |
| Deudores por Primas | 11.801 | 4.374 | 1.317 | 3.757 | 4.001 |
| Deudores por Reaseguros | 18.258 | 9.176 | 55.806 | 7.500 | 34.229 |
| Otros Activos | 9.084.749 | 19.250.183 | 20.498.781 | 4.926.178 | 4.957.268 |
| Total Activos | 339.256.846 | 328.114.361 | 321.978.252 | 367.538.188 | 377.991.985 |
| Reservas Técnicas | 288.206.974 | 277.325.798 | 273.255.074 | 328.022.222 | 343.007.611 |
| Reservas provisionales | 285.920.377 | 274.218.422 | 270.308.559 | 327.208.095 | 342.245.424 |
| Primas por Pagar | 47.491 | 58.033 | 45.398 | 46.452 | 1.564.051 |
| Otros Pasivos | 9.082.354 | 12.230.575 | 6.118.835 | 11.085.376 | 7.380.250 |
| Patrimonio | 41.920.026 | 38.499.954 | 42.558.944 | 28.384.138 | 27.542.034 |
| Total Pasivos | 339.256.846 | 328.114.361 | 321.978.252 | 367.538.188 | 377.991.985 |

Estado de Resultados Individual

| (Cifras en M\$ Marzo 2010) | Dic-06 | Dic-07 | Dic-08 | Dic-09 | Mar-10 |
|-------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|
| Prima Directa | 257.257 | 247.051 | 15.597.218 | 49.141.781 | 17.029.027 |
| Prima Retenida Neta | 185.324 | 165.109 | 15.517.193 | 49.070.732 | 17.009.880 |
| Costo Siniestros | -2.045.541 | -1.004.208 | -4.833 | -460.571 | -4.793 |
| Costo Renta | -11.573.368 | -10.733.630 | -29.957.062 | -66.656.929 | -20.940.648 |
| R. Intermediación | 4.981 | 8.995 | -334.215 | -877.854 | -294.410 |
| Margen de Contribución | -13.411.078 | -11.567.544 | -14.708.487 | -18.941.657 | -4.224.798 |
| Costo de Administración | -1.348.561 | -1.708.345 | -1.791.836 | -1.507.494 | -513.195 |
| Resultado Operacional | -14.759.639 | -13.275.889 | -16.500.322 | -20.449.151 | -4.737.993 |
| Resultado de Inversión | 28.407.664 | 22.345.629 | 73.480 | 24.835.233 | 4.064.247 |
| Resultado Final | 10.559.600 | 1.235.850 | -15.656.734 | 2.977.295 | 293.906 |

Opinión

Renta Nacional Compañía de Seguros de Vida S.A. (Renta Nacional) es una empresa de seguros de vida orientada a la administración de los activos que sirven de respaldo para el pago de los seguros previsionales, principalmente rentas vitalicias de vejez. La sociedad forma parte del grupo Errázuriz, conglomerado con participación en empresas de diversos sectores.

El primaje anual de la aseguradora alcanzó cerca de US\$ 94 millones durante 2009. A marzo de 2010 presentaba un nivel de reservas del orden de los US\$ 625 millones, de las cuales el 99% se concentraba en el negocio provisional, e inversiones por US\$ 691 millones.

La categoría de riesgo asignada a las pólizas emitidas por la compañía, "*Categoría BBB-*", se fundamenta principalmente en que su negocio principal –rentas vitalicias– presenta una cartera de asegurados considerada adecuada en tamaño, situación que favorece un comportamiento estadísticamente normal de la misma. Complementariamente, la clasificación se ve favorecida por una estructura liviana de gastos, la que le permite soportar periodos de baja actividad.

Por otra parte, dentro de los elementos que restringen la calificación otorgada, se considera que la compañía posee un apoyo comparativamente bajo en relación con otras entidades del rubro que forman parte de grupos aseguradores con presencia internacional y bajos niveles de riesgo según las agencias de *rating*. La nota también incorpora su baja participación de mercado, la concentración de sus ingresos en el negocio previsional y su necesidad de avanzar en materias de controles internos.

Adicionalmente, se considera la alta importancia de las acciones "Copec" dentro de su cartera de activos, considerándose los efectos de un eventual deterioro de estos títulos, aun cuando se reconoce que la concentración en estos instrumentos ha disminuido.

La tendencia de clasificación se califica en "En Observación" desde febrero del presente año, en atención a que su estructura administrativa y de control de gestión se encuentra en revisión debido a posibles deficiencias en sus sistemas y mecanismos de seguimiento de riesgos. Como atenuante a lo anterior, se reconoce que la compañía ha realizado mejoras en los mecanismos de control durante el presente año, de manera de subsanar las eventuales falencias. Con todo, aún es necesario evaluar que las instancias generadas logren un adecuado grado de formalización y alcancen un grado de efectividad similar al de sus pares de la industria.

A futuro, la clasificación de las pólizas de la compañía podría verse favorecida en la medida que la administración desarrolle instancias formales de control interno y de gestión con estándares más cercanos a los exhibidos en el mercado.

Asimismo, para el mantenimiento de la clasificación de riesgo se requiere que **Renta Nacional** no incremente la concentración de sus riesgos y no reduzca significativamente los excesos de inversión en relación a sus reservas mantenidos hasta la fecha. Igualmente se espera que la organización genere mecanismos de auditoría interna y de control independientes y formales.

Definición de Categorías de Riesgo

Categoría BBB-

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, 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

Hechos recientes

Durante el primer trimestre de 2010 el primaje de la compañía creció un 66% nominal en comparación con igual período de 2009, alcanzando los \$ 17.074 millones, aumento que se explica por el dinamismo que ha tomado la venta de seguros de rentas vitalicias (producto cuya comercialización estuvo suspendida entre los años 2004 y 2008). Este ramo ha sido históricamente su principal negocio (99% del primaje a marzo), con niveles de retención cercanos al 100% durante los últimos dos años (67% en 2007).

En el mismo periodo los seguros previsionales generaron una pérdida contable en el margen de contribución cercano a los \$ 4.259 millones (6% menor a igual periodo de 2009), la que se explica por la estructura deficitaria este producto en términos de margen. En el caso de los seguros tradicionales, el margen de contribución fue negativo por \$ 23 millones (\$22 millones en 2009).

Los gastos de administración han crecido en forma proporcional a la venta, manteniéndose niveles en torno al 3% del primaje, tanto durante 2009 como en lo que va de 2010. A pesar del bajo nivel de gastos relativos, el resultado operacional se mantiene negativo.

La cartera de inversión, que presenta una concentración inmobiliarias y renta variable mayor a la del mercado, generó un resultado de inversión de \$ 24.835 millones durante 2009 (muy por sobre los \$ 75 millones de 2008) y de \$ 4.075 millones durante el primer trimestre de 2010 (16% menos que el primer trimestre de 2009). Debido a este ítem sobre todo, la compañía obtuvo un resultado final de \$ 2.997 millones durante 2009 y \$ 295 millones durante el primer trimestre de 2010 (28% menor al del primer trimestre de 2009, dado la menor rentabilidad de inversiones).

Entre marzo de 2009 y marzo de 2010 el endeudamiento –medido como pasivo exigible sobre patrimonio- pasó desde 5,13 a 12,72 veces, lo que se relaciona con el incremento en sus reservas técnicas de 28% (por alza en rentas vitalicias) y con una disminución de su patrimonio 48% (por disminuciones en sus reservas reglamentarias).

En diciembre de 2009 **Renta Nacional** detectó un error en su sistema contable, a raíz del cual se comprometió a realizar cambios en su estructura interna los cuales actualmente se encuentran en etapa de implementación. De este error resultó que entre diciembre de 2008 y septiembre de 2009 la aseguradora informase -de acuerdo con lo reflejado en sus estados financieros- un superávit de inversiones representativas de reservas técnicas, cuando en la práctica mantuvo un déficit de inversiones. El déficit fue corregido reclasificando ciertas inversiones inmobiliarias que hasta la fecha eran consideradas no representativas, lo cual se vio reflejado en los estados financieros de diciembre, mostrando un superávit de 0,1% en relación a la obligación de invertir sus reservas y patrimonio de riesgo a marzo de 2010.

Oportunidades y Fortalezas

Stock y experiencia en rentas vitalicias: Si bien la compañía estuvo impedida de comercializar rentas vitalicias entre el año 2004 y febrero de 2008, la compañía posee experiencia en este negocio y una amplia base de asegurados. A marzo de 2010 mantiene un *stock* de pólizas vigentes en torno las 16.000, con una participación de mercado en este segmento de 6,55% como prima y de 2,78% medido como reservas previsionales.

Estructura liviana de gastos: La reducida estructura de gastos permite a la sociedad soportar de mejor manera las bajas en los niveles de actividad, situación que quedó de manifiesto en el período en que la compañía estuvo impedida de vender rentas vitalicias. Los gastos de la sociedad se sitúan en torno al 3% de su primaje.

Factores de Riesgo

Concentración de inversiones en Copec: Pese a que ha ido disminuyendo su importancia relativa a través del tiempo, la sociedad sigue presentando una elevada concentración en títulos accionarios de Copec (en torno al 7% de la cartera), situación que a juicio de la clasificadora implica un alto riesgo potencial en términos de pérdida patrimonial (mayor volatilidad). A la fecha de clasificación, el monto total de la inversión en acciones de Copec representa alrededor del 89% del patrimonio contable de la compañía.

Apoyo comparativamente bajo de la matriz: Renta Nacional no tiene el respaldo financiero y el *know how* con que cuentan otras compañías del sector, las cuales forman parte de grupos aseguradores importantes y con mayor experiencia en la industria, lo que les permite el acceso a nuevas tecnologías y les facilita la obtención de recursos para el desarrollo de nuevos productos.

Baja participación de mercado: La compañía ha presentado históricamente un baja participación de mercado, lo que dificulta la capacidad de la compañía para acceder a mayores economías de escala y un funcionamiento más eficiente. En la práctica, la participación de mercado de **Renta Nacional Vida** a marzo de 2010 es de 2,2% (medida en términos de reservas técnicas).

Controles internos: La compañía no ha evolucionado con igual velocidad que la industria de seguros en materias de controles internos. En todo caso, considerando que ahora la sociedad ha retomado la venta de seguros provisionales, se espera mayores avances en la materia.

Concentración de los ingresos: No obstante que la empresa participa en el negocio de seguros tradicionales, sus ingresos provienen casi en su totalidad de la gestión que se realiza en la administración de la cartera de previsionales. Si bien este hecho es generalizado en algunas empresas del sector, esto no la excluye de la exposición a eventos que afecten a su principal negocio.

Antecedentes generales

Historia y propiedad

Renta Nacional fue constituida en 1982 y su patrimonio está conformado por inversionistas nacionales. La propiedad de la compañía, asociada al grupo Errázuriz, se distribuye en los siguientes accionistas: Inversiones Familiares S.A. (53,74%), Inversiones Las Cruces S.A. (17,73%), Inmobiliaria Agustinas S.A. (5,09%), Ganadera y Forestal Nacional S.A. (6,83%) y Ganadera y Forestal Nacional II S.A. (16,61%).

El grupo Errázuriz, a través de un conjunto de empresas, participa activamente en variados mercados del ámbito nacional, destacando entre ellos los sectores pesquero, forestal minero, comercial, seguros, inmobiliario y construcción.

El directorio de la sociedad está conformado por cinco miembros. Su presidente es el Sr. Francisco Javier Errázuriz Talavera. Por su parte, la Gerencia General de la compañía está a cargo del Sr. Jorge Sims San Román, que en conjunto con las gerencias de Administración y Finanzas, Operaciones e Informática, Comercial y Departamento de Contabilidad, han conformado una administración flexible, con una estructura de gastos liviana y que en la práctica, a excepción de la Gerencia Comercial, comparten funciones con la empresa de seguros generales del grupo (Renta General).

En los siguientes cuadros se presentan los nombres de los directores y plana ejecutiva de la compañía:

| Principales Ejecutivos | |
|-------------------------------------|---------------------------|
| Errázuriz Talavera Francisco Javier | Presidente del Directorio |
| Viada Aretxabala Eduardo | Director |
| Errázuriz Ovalle Francisco Javier | Director |
| Hernandez Nuñez Sergio | Director |
| Goldfard Sklar Enrique | Director |
| Sims San Roman Jorge | Gerente General |
| Anabalón Alvaro | Gerente Adm. y Finanzas |

Según información de la administración, los señores Sergio Hernández y Enrique Goldfard se encuentran incorporados en carácter de directores independientes. Dentro de sus funciones específicas estaría la de aprobar las inversiones y transacciones de relevancia con personas relacionadas.

Cartera de productos

La exposición de **Renta Nacional**, pese a mantener presencia en las líneas de seguros tradicionales, está esencialmente orientada a los ramos previsionales. De hecho, según información al 31 de marzo de 2010, el 99% de las reservas técnicas, y el 99% del primaje son consecuencia directa del negocio de rentas previsionales en sus distintas modalidades.

En lo relativo a los canales de distribución, la comercialización de los productos se realiza preferentemente a través de corredores de seguros y agentes propios. Además, la compañía cuenta con sucursales distribuidas entre las regiones de Coquimbo y De Los Ríos; sin embargo, la mayor parte de las ventas se concentran en el área metropolitana.

Seguros previsionales

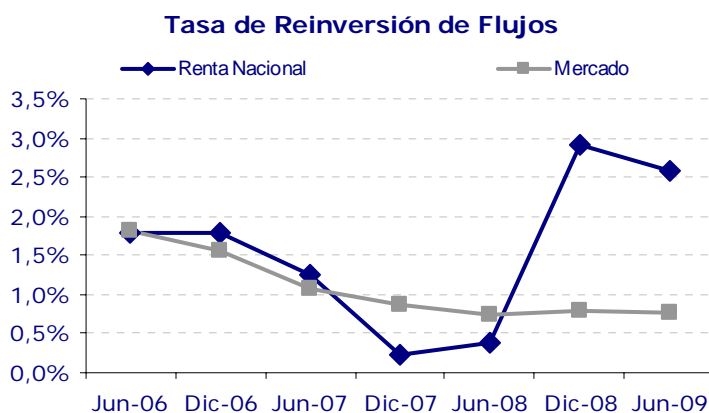
Desde febrero de 2008 la compañía quedó nuevamente habilitada para vender seguros de rentas vitalicias. Anteriormente –entre 2004 y 2008- **Renta Nacional** se dedicó a la administración de su cartera de pensionados.

La cartera total de rentas vitalicias presenta en torno a 16.000 pólizas vigentes, y se orienta al segmento de capitales asegurados de baja prima (C2 y C3).

A la fecha de clasificación, la compañía presenta bajos niveles de calce, ya que en todos los tramos, exceptuando el 8, existe déficit, siendo el más significativo de ellos el del tramo 10, donde el descalce representa casi 2,5 veces el patrimonio. En el siguiente cuadro se presenta la estructura de calce de la compañía para marzo de 2009 y marzo 2010:

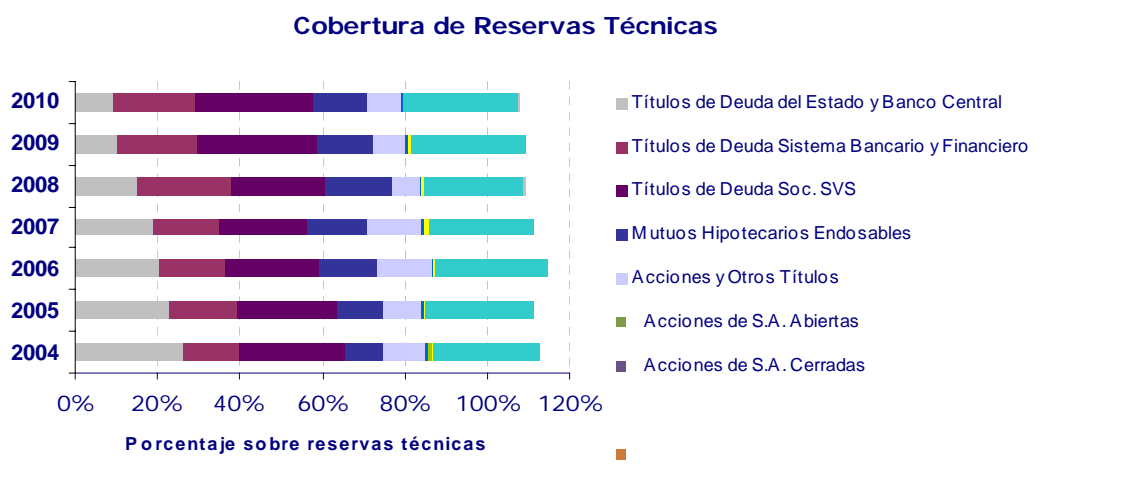
| Mar-09 | | | Mar-10 | | |
|--------------|-------------------|-----------------------|--------------|-------------------|-----------------------|
| Tramos | Activos / Pasivos | Descalce / patrimonio | Tramos | Activos / Pasivos | Descalce / patrimonio |
| Tramo 1 | 87% | -12% | Tramo 1 | 76% | -44% |
| Tramo 2 | 91% | -8% | Tramo 2 | 69% | -57% |
| Tramo 3 | 84% | -13% | Tramo 3 | 73% | -49% |
| Tramo 4 | 84% | -12% | Tramo 4 | 79% | -36% |
| Tramo 5 | 90% | -7% | Tramo 5 | 82% | -28% |
| Tramo 6 | 83% | -18% | Tramo 6 | 91% | -19% |
| Tramo 7 | 84% | -16% | Tramo 7 | 97% | -7% |
| Tramo 8 | 71% | -39% | Tramo 8 | 101% | 4% |
| Tramo 9 | 45% | -75% | Tramo 9 | 71% | -86% |
| Tramo 10 | 22% | -100% | Tramo 10 | 12% | -246% |
| Total | 70% | -299% | Total | 74% | -568% |

Respecto a la tasa de reinversión de suficiencia de activos, se puede observar que ha presentado una disminución hasta diciembre de 2007, debido principalmente a la baja en las obligaciones respecto a los activos asociada la imposibilidad de vender rentas vitalicias que la afectaba hasta esa fecha. Sin embargo, este indicador comienza a aumentar con el incremento de la emisión de pólizas de este tipo, lo cual hace aumentar las obligaciones asumidas a largo plazo. A la fecha, dicha tasa se encuentra en el nivel más alto de su mercado.



Por su parte, los niveles de solvencia previsional, medida como el total de inversiones sobre reservas previsionales, se mantienen estables en relación a lo observado en los ejercicios anteriores. Por otro lado, a la fecha de sus últimos estados financieros la compañía presentaba un exceso de inversiones representativas de reservas y patrimonio de riesgo de 0,1%. 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:

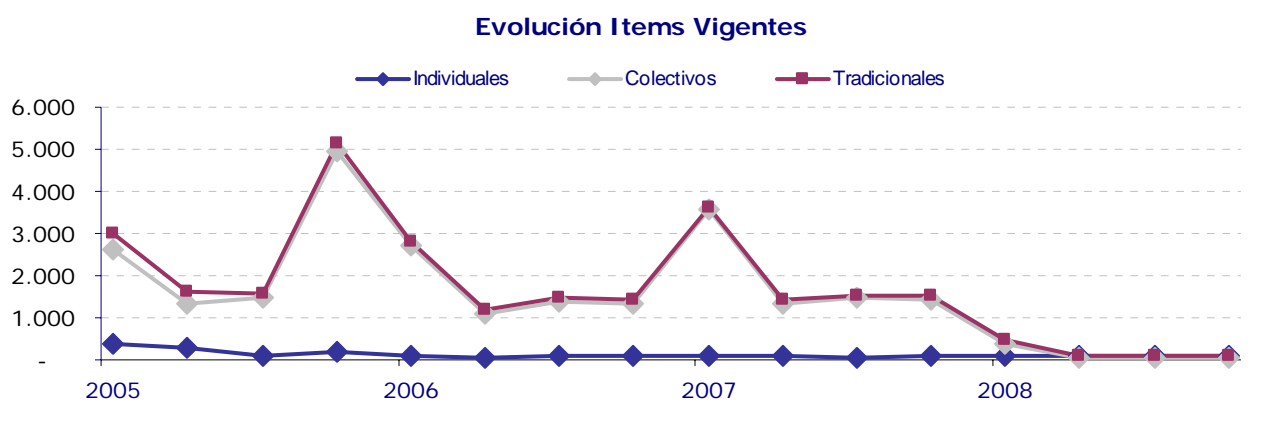
| Indicadores | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Mar-10 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Inversiones sobre Reservas Técnicas | 1,13 | 1,11 | 1,15 | 1,11 | 1,10 | 1,11 | 1,09 |
| R. previsionales / Reservas técnicas | 1,00 | 1,00 | 0,99 | 0,99 | 0,99 | 1,00 | 0,99 |



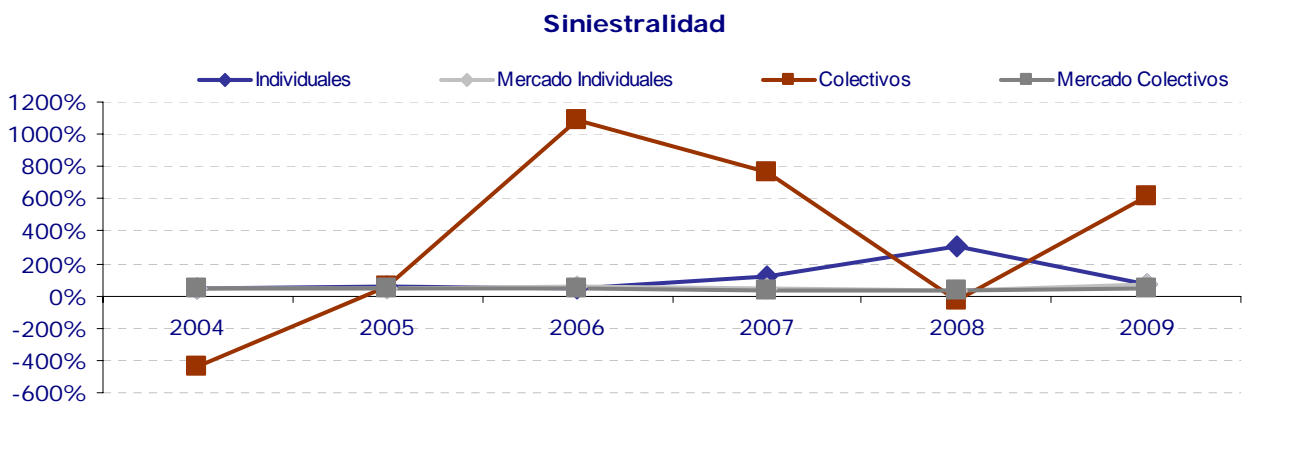
Seguros tradicionales

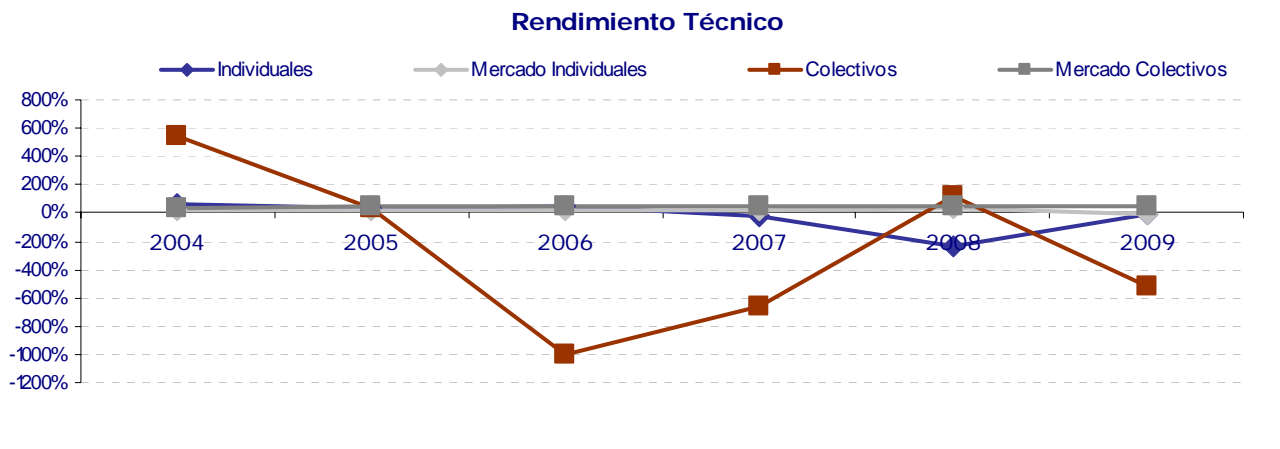
La cartera de seguros tradicionales no es relevante dentro del contexto global de ventas de la compañía. De hecho, a la fecha alcanza menos del 1% del primaje directo y menos de 1% de las reservas. Durante 2009 la compañía presentó \$ 50 millones de primaje en estos productos.

Asimismo, el volumen de pólizas vigentes de los seguros tradicionales se considera como reducido y bastante distante a la masa de clientes que alcanzan las empresas líderes en esta materia, situación que no contribuye al normal desempeño de la cartera, así como no permite una adecuada absorción de los gastos asociados. A marzo de 2010 existían 349 pólizas vigentes. A continuación se presenta la evolución del número de ítems vigente:



Por otra parte, se presentan los niveles de siniestralidad y rendimiento técnico de la cartera de seguros tradicionales.





Reaseguros

Dada la orientación de su negocio, a marzo de 2009 Renta Nacional retiene el 99,9% de la prima directa. En relación a lo anterior, la compañía posee contratos de reaseguros con la Caja Reaseguradora de Chile y con la Compañía Suiza de Reaseguros, los que representaron un 93% y un 7% de la prima cedida durante 2009, respectivamente.

Inversiones

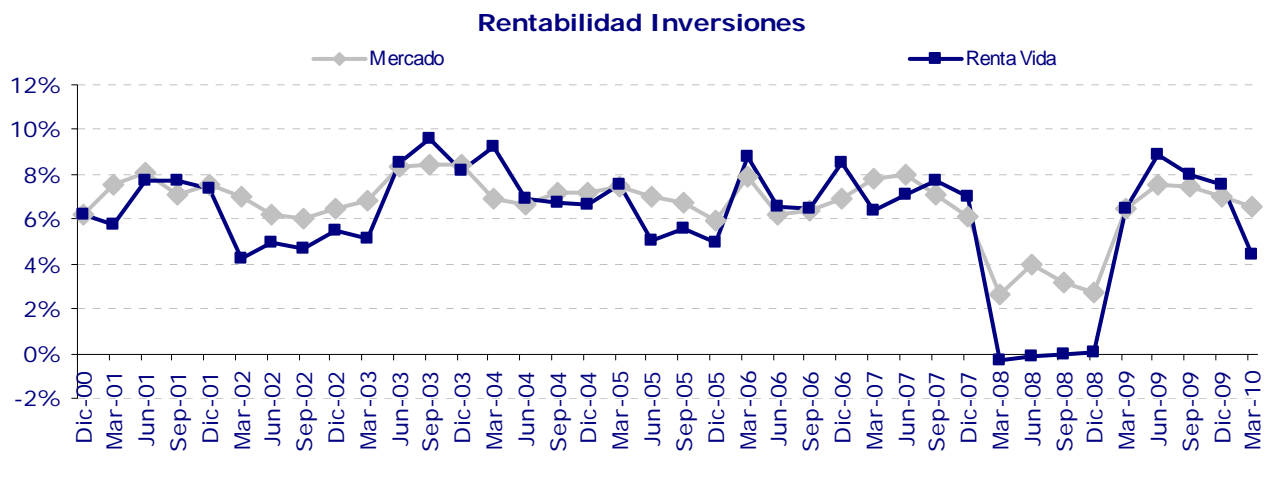
La cartera de inversiones de la compañía se compone mayoritariamente en instrumentos de renta fija (65%), siendo los más relevantes los instrumentos emitidos por empresas privadas (27%) y títulos bancarios (18%). En forma adicional, la empresa presenta una proporción de inversiones inmobiliarias superior al promedio del mercado. Por su parte, las acciones concentran el 7,36% del total de las inversiones de la compañía, cifra que se considera elevada en comparación a la que alcanza el mercado en su conjunto, otorgándole con ello mayor variabilidad al rendimiento de la cartera. A lo anterior, se suma la alta concentración que existe en la cartera accionaria, donde los instrumentos de Copec representan un 6,6% del total de inversiones. En el cuadro siguiente se muestra la importancia de cada tipo de instrumento en los *portfolios* de inversión de **Renta Nacional** y el mercado al cierre de marzo de 2010:

| | Renta Nacional* | Mercado* |
|--|--------------------|-------------------|
| Total (MM\$) | 373.979.848 | 17.931.108 |
| Financieras | 74,45% | 82,55% |
| Renta fija | 65,41% | 68,78% |
| Instrumentos del Estado | 8,65% | 9,30% |
| Títulos Bancarios | 17,94% | 18,25% |
| Títulos emitidos por Sociedades | 26,68% | 30,96% |
| Mutuos hipotecarios endosables | 12,14% | 10,27% |
| Renta variable | 7,73% | 5,30% |
| Acciones | 7,36% | 2,41% |
| Inmobiliarias y similares | 25,46% | 12,11% |
| Bienes raíces | 25,46% | 11,99% |
| Bienes raíces urbanos | 18,53% | 5,14% |
| Bienes raíces en leasing | 6,93% | 6,84% |
| Inversiones Cuenta Única de Inversión (CUI) | 0,09% | 5,34% |

* Indica importancia sobre total inversiones

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 (**Renta Nacional** con 4,61% y mercado con 5,77%). Además, su comportamiento es más volátil, ya que **Renta Nacional** presenta un coeficiente de variación de 61% mientras que el mercado arroja un indicador de 30%, lo que se condice con la importancia de la renta variable dentro de la cartera.

A continuación se muestra gráficamente la evolución de la rentabilidad de sus inversiones contrastada con lo obtenido por el mercado en su conjunto:



Por otra parte, se presenta la composición de su cartera de renta fija según categoría de riesgo, y la cobertura de esta en relación a sus reservas:

| Rating | Monto (M\$) | % Cartera RF | % Acumulado RF | % Sobre Reservas | Acum. Sobre Reservas |
|--------------|--------------------|--------------|----------------|------------------|----------------------|
| AAA | 99.760.270 | 41% | 41% | 29% | 29% |
| AA+ | 2.673.940 | 1% | 42% | 1% | 30% |
| AA | 31.368.703 | 13% | 55% | 9% | 39% |
| AA- | 34.560.449 | 14% | 69% | 10% | 49% |
| A+ | 8.894.700 | 4% | 72% | 3% | 52% |
| A | 5.368.930 | 2% | 75% | 2% | 53% |
| A- | 5.238.600 | 2% | 77% | 2% | 55% |
| Total | 244.603.200 | 100% | 100% | 71% | 71% |

Industria y posicionamiento

Renta Nacional es un actor pequeño en la industria. A marzo de 2010 poseía participaciones de 2,6% en términos de prima directa y 2,2% en términos de reservas técnicas.

Entre 2004 y marzo de 2008 la compañía no generó ventas en el mercado de las rentas vitalicias. Aun así, mantuvo su participación en términos reservas, debido a que en torno a 14.000 pólizas de renta vitalicia se mantuvieron vigentes durante el periodo. A la fecha de la clasificación la participación de mercado en rentas vitalicias, principal negocio de la compañía en términos de prima directa, alcanza el 6,6%.

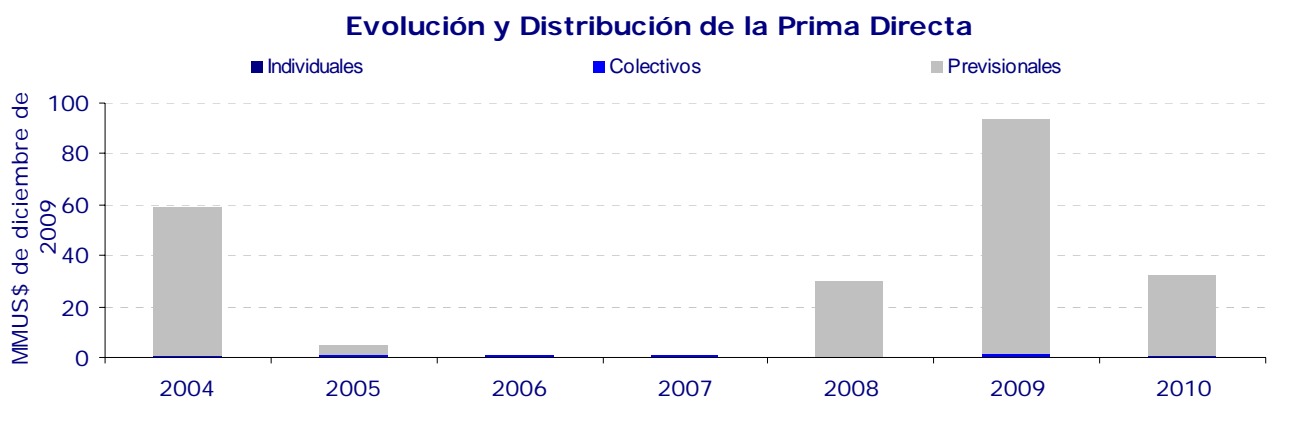
| Fecha | Dic-06 | Dic-07 | Dic-08 | Dic-09 |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Individuales | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Colectivos | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Tradicional | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| AFP | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Vitalicias | 0,0% | 0,0% | 1,5% | 6,3% |
| Total | 0,0% | 0,0% | 0,7% | 2,2% |

| Fecha | Dic-06 | Dic-07 | Dic-08 | Dic-09 |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Reservas Técnicas | 2,20% | 2,01% | 1,83% | 2,37% |
| Reservas Previsio- nales | 2,40% | 2,21% | 2,01% | 2,69% |

Análisis Financiero

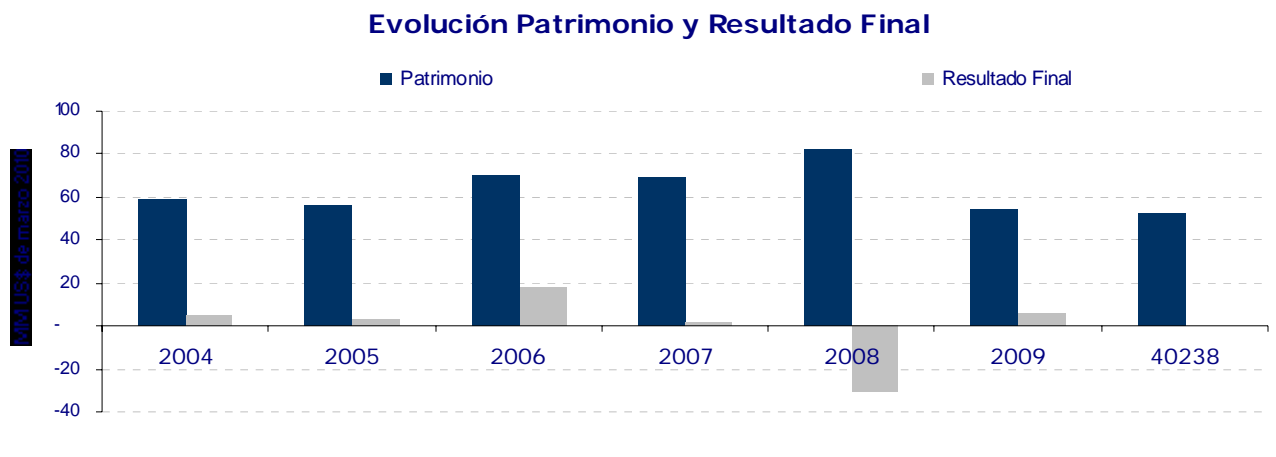
Evolución de la prima

El primaje de la compañía se ha visto afectado principalmente por la restricción sobre la venta de rentas vitalicias observada entre 2005 y 2008. El crecimiento durante los últimos periodos se explica únicamente por los productos de este tipo. A continuación se muestra la evolución del primaje:

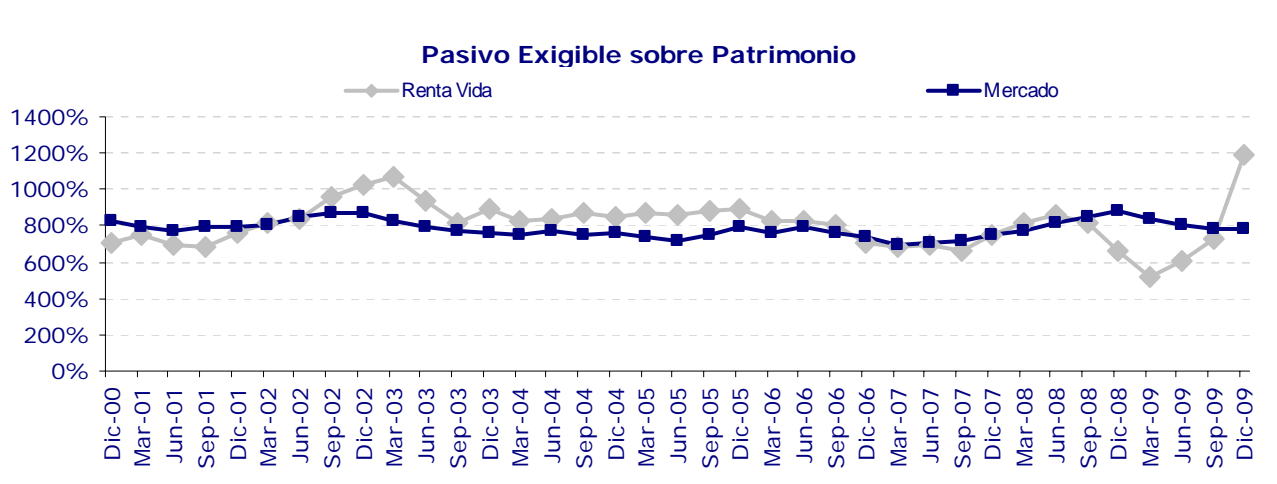


Endeudamiento y posición patrimonial

Renta Nacional mostró una tendencia al alza de su patrimonio entre 2004 y 2008, observándose una pérdida de 34% en su patrimonio durante el ejercicio 2009, que se explica por disminuciones en sus reservas reglamentarias. A continuación se muestra la evolución del patrimonio y resultados:



La compañía muestra niveles de endeudamiento (medido como pasivo exigible sobre el patrimonio) similares a los del mercado en su conjunto. El nivel de endeudamiento aumenta a partir de marzo de 2009 por las disminuciones sobre el patrimonio descritas, y por el aumento de sus pasivos exigibles ante el mayor volumen de rentas vitalicias. La relación entre reservas y patrimonio se comporta de forma similar al nivel de endeudamiento, debido a la importancia de las reservas dentro del pasivo exigible de la compañía. El siguiente gráfico ilustra lo descrito:



Margen y gastos

La relación de gastos sobre prima resultó afectada por la inhabilitación para la venta de rentas vitalicias. Pese a ello, desde junio de 2008 a la fecha se ha observado que la relación entre gastos de administración y prima directa retorna a niveles cercanos al de mercado. La relación entre los gastos de administración y los márgenes de contribución –negativos para todos los periodos presentados- se mantiene estable en el tiempo.

| Indicadores | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Mar-10 |
|-------------------------------------|------|------|-------|--------|------|------|--------|
| Gastos Sobre Prima Directa | -6% | -85% | -524% | -691% | -11% | -3% | -3% |
| Gastos Sobre Prima Retenida | -6% | -87% | -728% | -1035% | -12% | -3% | -3% |
| Gastos Sobre Margen de Contribución | 13% | 14% | 10% | 15% | 12% | 8% | 12% |

Resultado de intermediación

El resultado de intermediación se ha revertido en estos últimos años, pasando desde un resultado positivo entre 2005 y 2007 a un resultado negativo desde 2008, debido al reingreso de la compañía a la venta de rentas vitalicias, lo cual repercute en mayores gastos por concepto de intermediación a través de corredores.

| Indicadores | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Mar-10 |
|------------------------------------|------|------|------|------|------|------|--------|
| R. Intermediación / Prima Directa | -4% | 0% | 2% | 4% | -2% | -2% | -2% |
| R. Intermediación / Prima Retenida | -4% | 0% | 3% | 5% | -2% | -2% | -2% |

“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”