

Compañía de Seguros Crédito Continental S.A. (Continental Crédito)

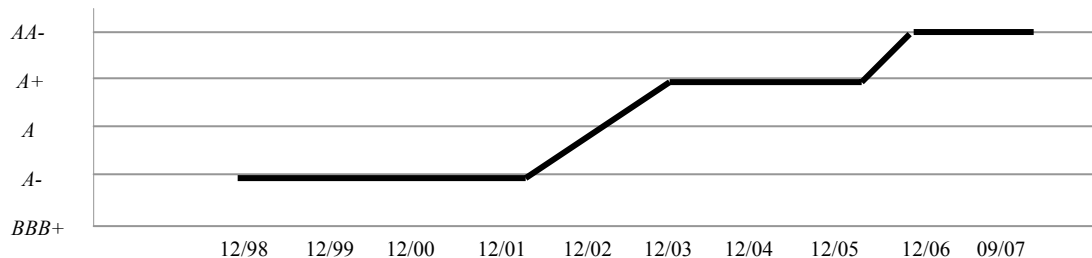
Noviembre 2007

Categoría de Riesgo y Contacto

Tipo de Instrumentos	Categoría	Contactos:	
Clasificación Actual	AA- Estables A+ No Hay	Gerente	Aldo Reyes D.
Perspectivas de Riesgos		Analista Senior	Sergio Mansilla R.
Clasificación Anterior		Analista	Andrés Silva P.
Otros Instrumentos		Fono	56-2-204 72 93
EE. FF Base	30 de septiembre de 2007	Fax	56-2-223 49 37
Tipo de Reseña		E-mail	sergio.mansilla@humphreys.cl
		Sitio Web	www.humphreys.cl
	Reseña Anual		

Clasificación Histórica

Pólizas de Seguros



Balances (Cifras en Millones de Pesos)	Sep 2007	Sep 2006	Año 2006	Año 2005	Año 2004	Año 2003	Año 2002	Año 2001
Inversiones	11.485	7.909	10.325	7.377	5.794	4.223	3.701	2.559
Deudores por Primas	1.775	1.138	1.545	1.154	1.248	1.332	1.153	1.262
Deudores por Reaseguros	1.017	999	680	653	387	480	416	627
Otros Activos	913	561	758	739	844	952	866	1.085
Total Activos	15.189	10.607	13.307	9.923	8.274	6.986	6.136	5.534
Reservas Técnicas	4.584	2.545	3.600	2.348	2.011	1.794	1.767	1.592
Obligaciones Financiera	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	942	644	1.540	1.122	767	802	799	924
Patrimonio	9.664	7.417	8.166	6.453	5.496	4.390	3.570	3.017
Total Pasivos	15.189	10.607	13.307	9.923	8.274	6.986	6.136	5.534
Activos / Reservas	3,31	4,17	3,70	4,23	4,11	3,89	3,47	3,47
Reservas / Patrimonio	0,47	0,34	0,44	0,36	0,37	0,41	0,49	0,53
P. Exigible / Patrimonio	0,57	0,43	0,63	0,54	0,51	0,59	0,72	0,83

Estado de Resultados (Cifras en Millones de Pesos)	Sep 2007	Sep 2006	Año 2006	Año 2005	Año 2004	Año 2003	Año 2002	Año 2001
Prima Directa	7.985	6.802	9.674	8.496	7.365	6.224	5.523	4.559
Prima Cedida	-6.409	-5.530	-7.867	-7.142	-6.180	-5.088	-4.406	-3.767
Prima Retenida	1.578	1.272	1.807	1.354	1.185	1.136	1.127	876
Siniestros Netos	-776	-655	-842	-660	-430	-450	-935	-787
R. Intermediación	1.290	1.189	1.675	1.541	1.355	1.134	1.045	1.041
Margen de Contribución	1.865	1.648	2.381	2.027	2.009	1.667	1.049	984
Costo de Administración	-1.793	-1.528	-2.073	-2.114	-1.753	-1.370	-1.196	-1.146
Resultado Operacional	71	121	308	-88	256	297	-147	-162
Resultado de Inversión	645	428	637	164	193	-64	26	-117
Resultado Final	1.506	1.219	1.989	1.161	1.285	1.001	568	324
Retención	19,8%	18,7%	18,7%	15,9%	16,1%	18,3%	20,4%	19,2%
Siniestros Neto / Pr. Directa	10%	10%	9%	8%	6%	7%	17%	17%
R. Intermediación / Pr. Directa	16%	17%	17%	18%	18%	18%	19%	23%
C. Administración / Pr. Directa	22%	22%	21%	25%	24%	22%	22%	25%
Combinado	31%	31%	30%	33%	32%	31%	31%	33%
Margen / Prima Retenida	118%	130%	132%	150%	170%	147%	93%	112%
Resultado Final / Pr. Directa	19%	18%	21%	14%	17%	16%	10%	7%

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Compañía de Seguros Crédito Continental S.A. (Continental Crédito) es una sociedad, según datos a septiembre de 2007, orientada en más de un 83% a la comercialización de seguros de créditos (61% en ventas a plazo y 22% en créditos a las exportaciones) y en 17% a seguros de garantía, segmentos en donde mantiene sostenidamente una posición de liderazgo (del total de las compañías que participan en la industria local de seguros generales, sólo tres de ellas pueden otorgar cobertura de riesgo crediticio).

La propiedad de la compañía pertenece en 50,01% a *Agustinas Servicios Financieros S.A* y en 49,99% a *Atradius Re*. Esta última sociedad pertenece en un 100% al *Grupo Atradius*, conglomerado de reconocida solvencia y prestigio internacional, cuyos accionistas principales son Swiss Re, Crédito y Caución, Seguros Catalana Occidente y Deutsche Bank.

Las fortalezas, que sirven de fundamento a la clasificación de riesgo¹ de sus contratos de seguros en “*Categoría AA-*”, son:

- Fuerte Presencia en los Mercados Relevantes;
- Calidad y Capacidad de su Política de Reaseguro;
- Resultados Técnicos Elevados;
- Aumento en el *Stock* de pólizas;
- Administración Comprometida y con Experiencia;
- Experiencia de Accionista No Controlador

En contraposición, la clasificación reconoce los siguientes riesgos a los cuales se ve enfrentada la entidad:

- Concentración de la Cartera de Productos;
- Bajo Volumen de Operación de la Industria;
- Dependencia de los Proveedores de Información

La categoría de riesgo refleja la sólida posición en su mercado relevante, contar con un directorio activo y comprometido con el desarrollo de la sociedad y por el apoyo que le brinda su accionista no controlador, el cual junto con entregar conocimiento y experiencia al negocio, ha estado dispuesto a participar en los aportes de capital necesarios para financiar sus proyecciones. Asimismo, la clasificación reconoce que la compañía ha logrado desarrollar su negocio bajo un escenario de resultados operacionales elevados y estables a través del tiempo. Además, su crecimiento ha sido acompañado de un considerable aumento de su masa de asegurados (desde un total cercano a los 7 mil asegurados en el 2001 pasa a cerca de 28 mil en septiembre de 2007), lo cual contribuye positivamente en la dispersión de los riesgos asumidos. Todo esto, bajo una política de reaseguro que en su máximo evento sólo expone cerca del 1% del patrimonio y con un índice de gasto combinado que se ha mantenido en niveles controlables por la compañía.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra contraída, dado que existen factores - tanto externos como internos- que afectan o podrían afectar negativamente la situación financiera de la compañía. Entre ellos, destaca el tamaño del mercado, el cual es relativamente pequeño; situación que intensifica la competencia y la hace particularmente sensible a la entrada de nuevos oferentes. Otro factor de relevancia dice relación con la elevada concentración de sus ingresos y el menor desarrollo operacional que presentan en comparación con otras sociedades que alcanza categorías similares.

¹ La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para contratar, terminar o mantener una póliza de seguro de una compañía. El análisis efectuado no es el resultado de una auditoría practicada a la compañía evaluada, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que voluntariamente aportó la compañía, no siendo responsabilidad de la clasificación la verificación de la autenticidad de la misma.

En este sentido, en comparación con otras compañías de similar clasificación, *Continental Crédito* se distingue por presentar una sólida posición en su mercado relevante. En contraposición, destaca la concentración de su cartera de productos y el menor desarrollo de los procesos de controlaría interna, sistemas y control de gestión (no obstante, se reconoce los avances alcanzados en estas materias por la compañía).

Las perspectivas de la clasificación en el corto plazo se estiman “*Estables*”², principalmente porque no se visualizan modificaciones en los factores de relevancia que incidan favorable o desfavorablemente en la clasificación de riesgo de la compañía.

En el mediano plazo, la clasificación de riesgo podría verse favorecida en la medida que la compañía logre alcanzar mayores volúmenes de operación y, con ello, permitir profundizar más en la diversificación de sus productos, así como alcanzar mayores niveles de automatización y control de sus procesos.

Asimismo, para la mantención de la clasificación, es necesario que la sociedad no experimente deterioros significativos en las fortalezas que determinan su clasificación de riesgo.

Cifras Relevantes a Septiembre de 2007

El primaje directo de la compañía a septiembre de 2007 alcanzó los \$ 7.985 millones (casi US\$ 16 millones) y representó un incremento nominal de 17% respecto con igual período del año anterior. Este incremento se explica principalmente por el mayor desempeño que presentaron los seguros de créditos de ventas a plazos, los cuales presentaron un aumento del 25% con respecto a septiembre de 2006. Sin perjuicio de lo anterior, si a la prima directa se le agregan los flujos provenientes de “Otros Ingresos”³, esta partida aumenta a \$ 9.383 y su incremento aumenta a 20%.

Por su parte, la prima retenida ascendió a \$ 1.578 millones, implicando un aumento nominal del 24% en comparación con septiembre de 2006 y una retención sobre la prima directa de 20% (19% en el tercer trimestre de 2006).

En términos de pólizas emitidas, se observa un crecimiento nominal de 2% en relación con los tres primeros trimestres de 2006 (9.552 en septiembre de 2007 y 9.343 en septiembre de 2006), de las cuales el 99% corresponden a los seguros de garantía. Por su parte, el *stock* de pólizas vigentes asciende a 12.003 pólizas (2% más que en septiembre de 2006) y se distribuye sobre una masa cercana a los 27.705 asegurados (3.275 más que en septiembre de 2006).

En cuanto a los costos por siniestros, éstos sumaron \$ 3.689 millones en términos directos y \$ 776 millones en términos netos. En relación con septiembre de 2006, estos valores implicaron un incremento nominal de 4% y 18%, respectivamente. Por su parte, la siniestralidad global de la compañía ascendió a 53% (durante los tres primeros trimestres de 2006 alcanzó un indicador de 54%).

Los costos de administración ascendieron a \$ 1.793 millones, experimentando un aumento nominal de 17% en comparación con igual fecha del año anterior y una relación sobre la prima directa de 22% (cifra similar a la relación alcanzada durante septiembre de 2006). En tanto, el gasto combinado ascendió a MM\$ 2.485, cifra que representa 31% de la prima directa y se mantiene en niveles similares a los alcanzados durante el tercer trimestre de 2006.

A su vez, a septiembre de 2007 el producto de inversiones fue de \$ 645 millones, cifra que se compara favorablemente con la utilidad de \$ 428 millones obtenida en igual período del año anterior. El incremento en

² Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

³ Corresponde al cobro que realiza a los clientes por concepto de la evaluación crediticia de su cartera de asegurados.

el producto de inversiones se explica principalmente por el mayor rendimiento que alcanzaron tanto la cartera de acciones como por el *portfolio* de renta fija, los cuales incrementaron nominalmente su producto de inversiones en un 86% y 16%, respectivamente.

Con todo, la compañía obtuvo un margen de contribución de \$ 1.865 millones (13% más que en septiembre de 2006) y un resultado final de \$ 1.506 millones, cifra que se compara favorablemente con la utilidad de \$ 1.219 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

Fuerte Presencia en los Mercados Relevantes: La compañía de manera sostenida ha logrado una posición de liderazgo en su mercado relevante. Según datos a septiembre de 2007, medido en términos de prima directa, la compañía presenta una cuota de mercado de 49% en los seguros de créditos (individualmente, alcanza el primer lugar con 54% en los seguros de ventas a plazo y el segundo lugar con 39% en los seguros de exportación) y de 28% en los seguros de garantía (ocupa el segundo lugar en esta línea de negocios).

Política Reaseguro: La compañía se caracteriza por contar con una estructura de contratos de reaseguro acorde a con su nivel de actividad y con su capacidad patrimonial. En la práctica su estructura de contratos de reaseguros le permite contar con capacidades en donde su exposición máxima por evento asciende a US\$ 250 mil, cifra que representa en torno al 1% del patrimonio contable de la compañía.

Los riesgos son transferidos, a través del *broker* de reaseguros AON Group Limited, a una cartera de reaseguradores que goza de un adecuado nivel de diversificación. Dicho *portfolio* cuenta entre otros con Munchener (Alemania), Hannover (Alemania), Atradius Re (Bélgica) y Ge Frankona Ruck (Alemania).

Resultados de la Compañía: Continental Crédito presenta en los últimos años un rendimiento promedio, medido sobre la base de los resultados técnicos⁴, considerado como elevado (130%), cifra que además ha mostrado una volatilidad considerada como moderada (coeficiente de variación de 20%).

En este sentido se destaca que la compañía a partir del año 2003 sostenidamente ha mostrado un flujo operacional neto positivo, el cual se ha situado en promedio en torno 3% de los ingresos. Es así como, a septiembre de 2007 la compañía obtiene un flujo de operaciones neto en torno a los \$ 176 millones y se incrementa a \$ 1.574 millones si se consideran como flujo los ingresos provenientes del *ítems* “Otros Ingresos” (a septiembre de 2006 ascendió a \$ 1.167 millones).

Stock de Pólizas: El volumen de negocios de la compañía ha crecido de manera sostenida durante los últimos cinco años, pasando de una cartera de 2.384 pólizas vigentes en el año 2001 a una de 12.003 pólizas vigentes en septiembre de 2007. Asimismo, en términos de masa de asegurados, durante el mismo período la cartera se incrementa de alrededor de 7 mil a cerca de 28 mil asegurados. En la práctica, este hecho ha implicado que el indicador de capitales asegurados promedio sobre patrimonio disminuya desde 1% en el año 2003 a cerca de 0,49% durante lo que va del año 2007.

⁴ Se calcula como la relación entre el margen técnico y los ingresos de explotación.

En cuanto a la diversificación de los riesgos asumidos, según los últimos datos disponibles, se puede mencionar que el principal cliente del negocio de seguros domésticos concentra casi el 4% de la cartera; no obstante, sus capitales asegurados se distribuyen sobre una base aproximada de 35 sujetos de riesgo. Por su parte, los seguros de créditos a las exportaciones presentan una distribución adecuada, en donde su principal mercado representa el 16% de la cartera (corresponde a México, clasificado en Grado de Inversión, seguido más atrás por Brasil y Estados Unidos con concentraciones del 14% y 11%, respectivamente). En tanto, los seguros de garantía se distribuyen sobre la base de 11.500 pólizas, los cuales presentan una relación de capitales asegurados promedio sobre patrimonio del orden de 0,19%.

Sin perjuicio de lo anterior, en opinión de **Humphreys**, esta fortaleza se ve atenuada dado que comparativamente con otros segmentos de mercado sus niveles de ventas aún son considerados de menor desarrollo y, por lo tanto, no generan volúmenes que permita una atomización que atenúe en forma más significativa los riesgos sectoriales, lo que hace que la compañía sea altamente dependiente de sus posibilidades de reaseguros. A septiembre de 2006, del total de la industria de seguros generales, el seguro crediticio representa cerca del 2% de la venta y menos del 1% de los capitales asegurados.

Administración: La compañía cuenta con un directorio activo, con experiencia y comprometido con el desarrollo de la compañía. En este sentido, destacan las labores ejecutivas que desempeñan dos de sus directores, los cuales a través de *Agustinas Servicios Financieros S.A.* son propietarios controladores de la compañía.

Experiencia de Accionista No Controlador: El grupo Atradius -al cual pertenece Atradius Re, propietaria de un 49,99% de la compañía- es un conglomerado internacional de reconocido prestigio y experiencia en el mercado asegurador, en especial en lo relativo a los seguros de crédito (ubicado entre los dos principales actores del mundo). En la actualidad, la solvencia de las sociedades aseguradoras del grupo queda de manifiesto en el hecho que *Moody's Investors Service*, entre otras, clasifica a Atradius Credit Insurance en categoría A2, Swiss Re en categoría Aa2 y Deutsche Bank en categoría Aa3.

Adicionalmente, se considera como positivo que Atradius Re haya participado activamente en todos los aumentos de capitales realizados por *Continental Crédito*. Ello, desde que inició su participación en la propiedad de la empresa. En tal sentido, en nuestra opinión, esto refleja de alguna manera la apreciación positiva que se tiene en cuanto a las proyecciones de la compañía, hecho relevante si se considera que esta visión la mantiene una de las empresas líderes del rubro a nivel mundial.

Factores de Riesgo

Concentración de la Cartera de Productos: Dado su giro de negocio, los ingresos de la compañía se concentran tan solo en tres productos (ventas a plazo 61%, crédito a la exportación 22% y garantía 17%), reflejando con ello la elevada dependencia de sus resultados a cualquier variable exógena que pudiese afectar a dichos segmentos de mercado (guerra de precio o cambios legislativos).

En todo caso, es una atenuante que en los seguros de ventas a plazo y en los créditos a la exportación (ramos que concentran en torno al 83% de las ventas de la compañía) solo existan tres oferentes en el mercado; situación que restringe de manera considerable sus niveles de competencia.

Operaciones: Si bien su estructura organizacional está acorde con su volumen de negocio, en nuestra opinión, en términos comparativos con compañías de similar calificaciones, sus operaciones presentan un alto grado de centralización y menor automatización.

En todo caso, se reconocen los esfuerzos realizados por la administración en otorgar un mayor respaldo a la sistematización de sus procesos, en especial en el apoyo a los procesos de control.

Proveedores de Información: Dado el tipo de negocio, 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. Este hecho se complica para el caso de los mercados extranjeros (22% de la cartera) en donde la dependencia de los proveedores externos es aún mayor (incluso con un fuerte riesgo de interpretación por lo poco uniforme de la información).

Antecedentes Generales

La compañía, constituida en 1990, y conforme con su giro exclusivo, sólo puede suscribir pólizas de seguros de créditos (domésticos y exportación), pólizas de garantía y pólizas de fidelidad. En general, se puede señalar que la sociedad ha sido una de las entidades relevantes en el desarrollo de este mercado, manteniendo sostenidamente una posición de liderazgo en lo relativo a los seguros de créditos y garantía.

En cuanto a su propiedad, al 30 de septiembre de 2007 ésta pertenece en 50,01% a *Agustinas Servicios Financieros S.A.*, sociedad anónima cerrada, cuyos accionistas en partes iguales son don *Enrique Aragons Marfil* y don *Alfredo Stöhwing Leischner* (ambos directores titulares de la sociedad), y en 49,99% a *Atradius Re*, sociedad que pertenece en 100% al *Grupo Atradius*, conglomerado de reconocida solvencia y prestigio internacional (se ubica dentro de dos principales aseguradores de crédito del mundo) y cuyos accionistas principales son Swiss Re, Crédito y Caución, Seguros Catalana Occidente y Deutsche Bank.

Cartera de Productos

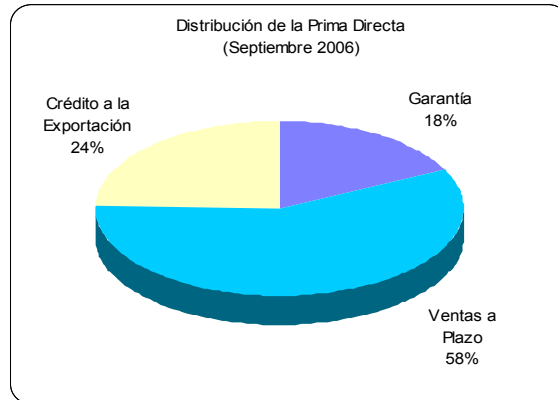
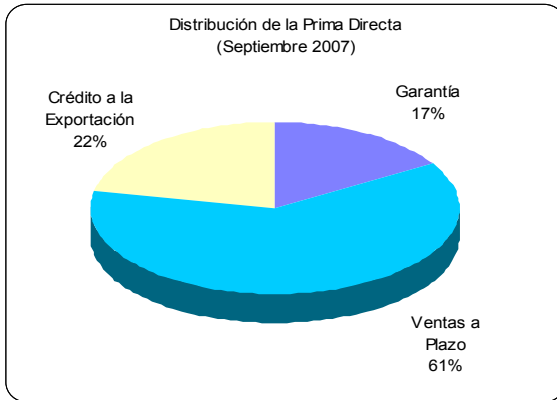
Los seguros de créditos destacan por ser un tipo de pólizas que sólo pueden ser emitidas exclusivamente por sociedades de giro específico, característica que reduce la oferta del mercado a sólo tres compañías y en donde *Continental Crédito* sostenidamente mantiene el liderazgo con una participación de mercado total en seguros de créditos, a septiembre de 2007, de 49% (en términos individuales, el primer lugar con 54% en ventas a plazo y el segundo lugar con 39% en seguros de exportación).

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 septiembre de 2007, *Continental Crédito* alcanza también una posición de liderazgo con una participación relativa de mercado de 28%, cifra que lo ubica en el segundo lugar de la industria.

La comercialización de sus productos se realiza preferentemente a través de corredores de seguros de diferente envergadura. Bajo este contexto, la cartera de clientes de la compañía, tanto en créditos como en garantías, se concentra en su totalidad en la región Metropolitana, no registrándose ventas fuera de dicho lugar. Asimismo, de acuerdo a nuestros procedimientos la compañía concentra la totalidad de sus ventas en las líneas de negocios de seguros masivos⁵ (aunque expuesta a riesgos catastróficos).

En términos individuales, los seguros de créditos de ventas a plazo son los que concentran el mayor primaje directo de la sociedad, más que duplica a los seguros de crédito a la exportación y a los seguros de garantías. En el gráfico siguiente se esquematiza la participación individual de los ramos en términos de prima directa, a septiembre de 2007 y septiembre de 2006.

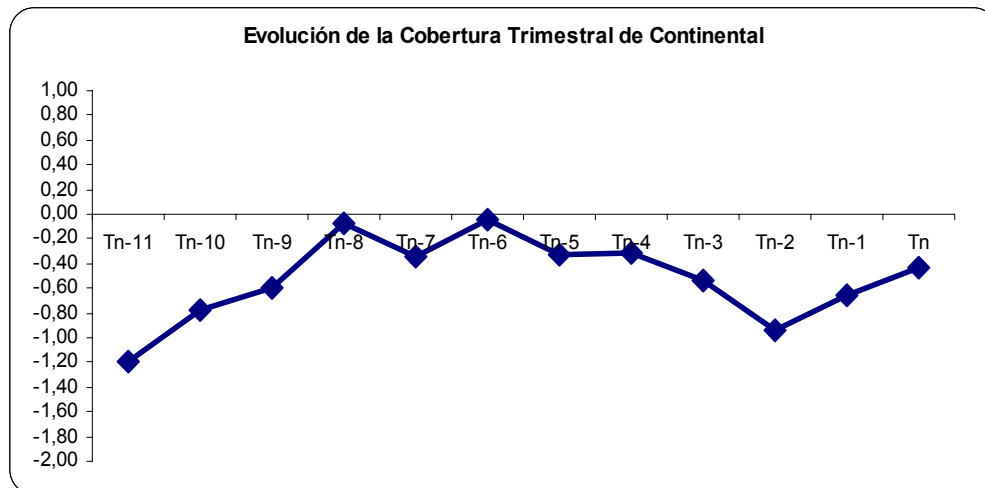
⁵ *Humphreys*, como regla general y exceptuando casos específicos, clasifica como Grandes Riesgos a aquellos ramos cuya relación entre el capital asegurado y el número de pólizas vigentes supera el 5% del patrimonio de la sociedad. En todo caso, es importante considerar que dentro de estos ramos es posible encontrar pólizas individuales orientadas a mercados masivos.



Índice de Cobertura

El índice de cobertura (IC) se mide 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 *Continental* el índice de cobertura se determinó en función de los resultados de los últimos doce trimestres, obteniéndose un indicador de -0,46 veces (ello producto de la contribución que realizan a los resultados los ingresos provenientes de los *items* de “otros ingresos” y “producto de inversiones”). Este nivel se considera reducido y se ha mantenido estables a través del tiempo⁶. En el siguiente gráfico se presenta la evolución del índice de cobertura para los últimos 12 trimestres.



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.

⁶ 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).

Generación de Caja

La compañía a partir del año 2003 sostenidamente ha presentado flujos netos positivos⁷, los cuales en promedio representan en torno al 3% de los ingresos de la compañía (cifra que aumenta a 17% si se incluyen los “Otros Ingresos”). A septiembre de 2007 la compañía obtiene un flujo neto de operaciones en torno a los \$ 176 millones y se incrementa a \$ 1574 millones si se consideran como flujo los ingresos provenientes de “Otros Ingresos” (a septiembre de 2006 ascendió a \$ 1.167 millones).

La generación de flujos se concentra principalmente en la suscripción de riesgos (56%), mientras que el apoyo de reaseguro⁸ representa en torno al 34% de los flujos. Por su parte, el ítem “otros ingresos” representa alrededor del 10% 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 51% de sus egresos. En tanto los costos por siniestros representan alrededor del 29% de los desembolsos mientras que la importancia relativa de los gastos combinados⁹ esta alcanza cerca del 20% de sus egresos.

Flujos (MM\$)	Sep-07	Dic-06	Dic-05	Dic-04	Dic-03	Dic-02
Venta Directa	1.040	1.407	1.405	959	636	670
Venta Intermediarios	6.945	8.267	7.091	6.406	5.587	4.853
Prima Aceptada	2	0	0	0	0	10
Siniestros Cedidos	2.914	3.303	4.050	1.809	2.631	3.224
Reaseguro Cedido	1.982	2.476	2.229	1.968	1.666	1.548
Prima Cedida	-6.409	-7.867	-7.142	-6.180	-5.088	-4.406
Exceso de Perdidas	-124	-161	-119	-136	-147	-152
Siniestros Directos	-3.689	-4.145	-4.710	-2.240	-3.081	-4.159
Siniestros Aceptados	0	0	0	0	0	0
Intermediación Directa	-692	-800	-689	-614	-531	-503
Reaseguro Aceptado	0	0	0	0	0	0
Costo de Admin.	-1.793	-2.073	-2.114	-1.753	-1.370	-1.196
Total Ingresos	12.883	15.453	14.775	11.143	10.520	10.305
Total Egresos	-12.708	-15.046	-14.774	-10.922	-10.217	-10.416
Flujo Neto	176	407	1	221	303	-111
Otros Ingresos	1.398	1.500	1.372	1.153	1.204	808
Flujo Neto + Otros Ingresos	1.574	1.907	1.374	1.373	1.507	697

Principales Fuentes (%)	Sep-07	Dic-06	Dic-05	Dic-04	Dic-03	Dic-02
Ingresos						
Venta Directa	7%	10%	10%	7%	4%	5%
Venta Intermediarios	49%	58%	50%	45%	39%	34%
Siniestros Cedidos	20%	23%	28%	13%	18%	23%
Reaseguro Cedido	14%	17%	16%	14%	12%	11%
Otros Ingresos	10%	11%	10%	8%	8%	6%
Egresos						
Prima Cedida	50%	52%	48%	57%	50%	42%
Siniestros Directos	29%	28%	32%	21%	30%	40%
Intermediación Directa	5%	5%	5%	6%	5%	5%
Costo Administración	14%	14%	14%	16%	13%	11%

⁷ Este indicador se estima en función de los ingresos y egresos operacionales.

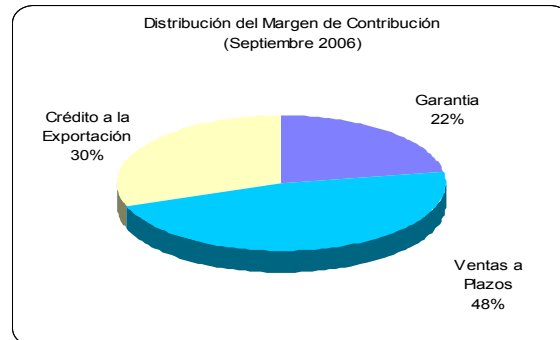
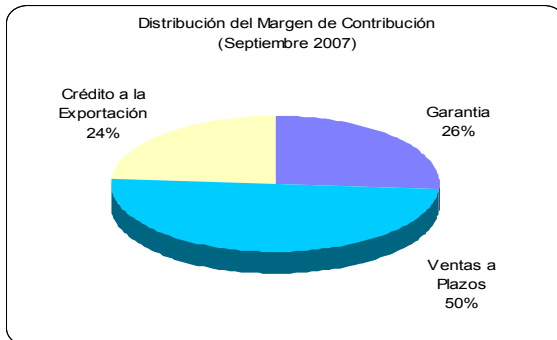
⁸ Corresponde a la suma entre los siniestros cedidos y las comisiones por reaseguro.

⁹ Corresponde a la relación entre la suma de los gastos de administración e intermediación directa sobre el primaje directo de la compañía.

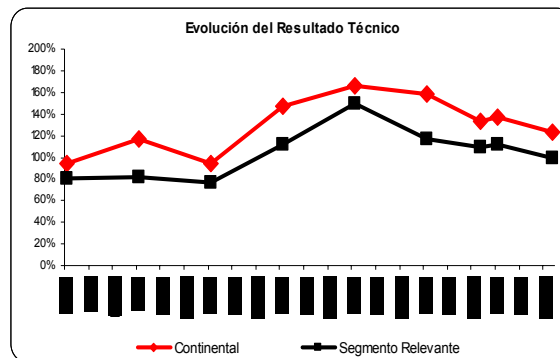
Rendimiento Técnico

A septiembre de 2007, la contribución por ramo al margen técnico de la compañía se distribuye en 50% para las ventas a plazo, 26% para los seguros de garantías y 24% para el crédito a la exportación. En términos relativos, durante el mismo período el margen de la compañía supera en 4% a los gastos de administración de la compañía (aumenta a 82% si se incluyen el ítems de “Otros Ingresos”) cifra que se compara desfavorablemente con el 8% que alcanzaba durante septiembre de 2006.

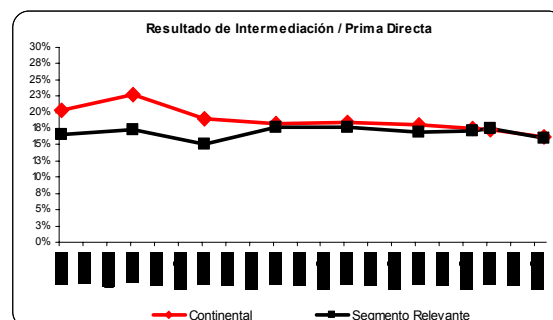
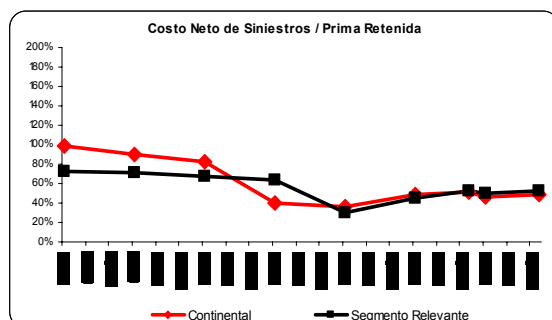
En los siguientes gráficos se presenta para la compañía la distribución del margen de contribución por líneas de negocios durante septiembre de 2007 y 2006.



El rendimiento técnico promedio de la cartera total de productos, sostenidamente presenta indicadores considerados como elevados (resultado técnico promedio asciende a 130%) y con un comportamiento considerado comparativamente como estable a través del tiempo (sobre la base de un coeficiente de variación del 20%). En relación con su mercado relevante, la compañía exhibe un rendimiento técnico adecuado (segundo dentro de sus pares) y su volatilidad alcanza niveles considerados como aceptables.



La siniestralidad¹⁰ de la cartera, medida retenida promedio de los últimos ocho años se sitúa en torno al 60%, cifra que se sitúa en niveles superiores en comparación con los niveles que presenta su industria relevante (56%), no obstante, este indicador presenta una clara tendencia a la baja. Por su parte, el resultado de intermediación sostenidamente se ha mantenido en niveles positivos y en promedio representa en torno al 19% de la prima directa mientras que su industria relevante alcanza un indicador de 17%.



¹⁰ Se calcula como la relación entre los costos netos de siniestros y la prima retenida.

Por otro lado, a la fecha de clasificación la compañía presenta un stock en torno a las 12 mil pólizas vigentes, las se distribuyen sobre una masa cercana a los 28 mil asegurados. En tanto, los montos asegurados promedio sobre patrimonio se consideran en niveles aceptables y controlables por la compañía, así como en su evolución se observa una clara tendencia a la baja (explicada principalmente por el aumento sostenido en la masa de clientes (en especial en lo que respecta a los seguros de garantía).

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 US\$ 250 mil, cifra que representa en torno al 1% del patrimonio contable de la compañía.

Sin perjuicio de lo anterior, a la fecha de clasificación alrededor del 97% de la cartera de reaseguro se contrata por medio de corredores de reaseguros *Aon Group* (Inglaterra), el cual goza de un adecuado prestigio en el mercado asegurador.