



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Informe Anual

Analista
Carolina García
Tel. (56-2) 433 5200
carolina.garcia@humphreys.cl

Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A.

Diciembre 2012

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Pólizas	AA-
Tendencia	Estable
Estados Financieros Base	Septiembre 2012

Balance (Cifras en Miles de Pesos nominales)	NCH				
	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11
Inversiones	11.478.835	14.147.271	12.651.122	17.483.156	21.167.699
Deudores por Primas	2.624.987	2.428.560	2.692.142	3.268.655	3.220.894
Deudores por Reaseguros	1.173.450	3.760.386	3.881.350	2.550.873	3.897.433
Otros Activos	1.027.459	1.559.308	1.578.250	1.847.936	1.948.089
Total Activos	16.304.731	21.895.525	20.802.864	25.150.620	30.234.115
Reservas Técnicas	4.437.057	7.356.295	6.205.978	5.933.031	7.591.770
Obligaciones Financiera	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	1.483.295	2.350.473	1.614.400	2.576.426	2.542.279
Total Pasivos	5.920.352	9.706.768	7.820.378	8.509.457	10.134.049
Patrimonio	10.384.379	12.188.757	12.982.486	16.641.163	20.100.066
Total Pasivo y Patrimonio	16.304.731	21.895.525	20.802.864	25.150.620	30.234.115

Estado de Resultados (Cifras en Miles de Pesos)	NCH				
	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11
Prima Directa	12.038.319	15.537.402	16.038.169	19.063.312	22.050.826
Prima Cedida	-9.861.190	-12.634.392	-12.831.225	-15.453.952	-18.134.597
Prima Retenida Neta	2.281.929	3.235.050	3.230.754	3.609.360	4.078.958
Siniestros Netos	-1.011.799	-2.117.969	-3.388.407	-1.527.281	-2.005.482
R. Intermediación	2.017.674	2.575.231	2.651.262	3.011.659	3.542.434
Margen de Contribución	2.909.058	2.904.929	1.808.932	4.774.644	4.797.884
Costo de Administración	-2.669.080	-3.332.404	-3.440.952	-4.310.665	-4.749.155
Resultado Operacional	239.978	-427.475	-1.632.020	463.979	48.729
Resultado de Inversión	712.134	8.313	694.670	847.020	536.833
Resultado Final	2.047.349	916.192	1.401.265	3.489.720	3.727.280

Estado de situación financiera	IFRS			
	(Cifras en Miles de Pesos nominales)	dic-11	mar-12	jun-12
Inversiones ¹	21.158.471	22.951.504	24.369.408	27.087.066
Cuentas por cobrar asegurados	3.220.894	2.004.519	2.538.858	2.455.960
Deudores por operaciones de reaseguro	4.412.982	2.215.593	2.972.047	2.733.117
Otros Activos	10.028.566	8.599.020	10.547.981	12.618.255
Total activo	38.820.913	35.770.636	40.428.294	44.894.398
Reservas técnicas	9.430.249	8.765.590	10.355.972	14.237.311
Obligaciones Financieras	962.012	0	-	-
Otros Pasivos	8.328.586	6.121.040	9.275.789	9.448.490
Total Patrimonio	20.100.066	20.884.006	20.796.533	21.208.597
Total pasivo	18.720.847	14.886.630	19.631.761	23.685.801
Total Pasivos y Patrimonio	38.820.913	35.770.636	40.428.294	44.894.398

Cifras en M\$	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Sept-12
Prima Directa	S/I	4.911.056	11.177.012	16.773.782
Prima Cedida	S/I	3.938.489	8.660.991	13.549.191
Prima Retenida	S/I	972.567	11.177.012	3.224.590
Costo de Siniestros	S/I	994.876	1.276.908	2.138.644
Siniestros Directos	S/I	1.595.975	4.371.759	11.395.578
R. Intermediación	S/I	-598.793	-1.430.898	-2.454.415
Margen de Contribución	S/I	627.250	2.178.994	3.085.445
Costo de Administración	S/I	1.005.132	2.206.570	3.631.028
Resultado de Inversiones	S/I	684.004	1.099.353	1.244.159
Total Resultado del Período	S/I	1.042.093	2.202.938	2.615.003

Opinión

Compañía de Seguros Crédito Continental S.A. (Continental Crédito) es una empresa especializada en la comercialización de seguros de garantía y de crédito, tanto en el ámbito local como en el sector exportador. De acuerdo con el marco legal chileno, la firma sólo puede

¹ Incluye inversiones inmobiliarias e inversiones financieras.

participar en estas líneas de negocio y en la venta de seguros de fidelidad. Su propiedad pertenece en 50% a Agustinas Servicios Financieros S.A y en 50% al grupo Atradius.

Las operaciones de **Continental Crédito** se originan en los ramos de garantía, seguros de crédito a la exportación y ventas a plazo. Durante el año 2011 el primaje anual de la compañía alcanzó US\$ 42,5² millones. A septiembre de 2012³ el primaje acumulado de la aseguradora ascendía a aproximadamente US\$ 35,4⁴ millones, observándose, a la misma fecha, un nivel de reservas del orden de los US\$ 30,1 millones, una participación del reaseguro en las reservas técnicas de US\$ 22,6 millones y un patrimonio de US\$ 44,8 millones.

La clasificación de riesgo en “Categoría AA-” de las obligaciones de la sociedad aseguradora se fundamenta, principalmente, en el liderazgo alcanzado en el mercado en el que participa, tanto a nivel global como en cada ramo individual, y en la adecuada política de reaseguro, reflejada en la estructura de sus contratos, en la calidad de los reaseguradores y en la amplitud del número de éstos. El elevado posicionamiento de mercado le ha permitido mantener una base de clientes extensa y así operar holgadamente sobre su punto de equilibrio. Por su parte, los reaseguros limitan su exposición ante eventos de carácter catastróficos.

En forma complementaria se reconoce el *know how* y la información crediticia aportada por el grupo Atradius, el cual participa de la compañía como accionista no controlador. Por otro lado, se ha constatado que, junto con entregar conocimiento del negocio, ha estado dispuesto en el pasado a participar en los aportes de capital requeridos en su momento. Todo ello se suma a la experiencia propia que ha adquirido la compañía en sus más de 20 años de funcionamiento y a una política que ha tendido a fortalecer su patrimonio mediante la retención de utilidades.

Adicionalmente, se considera positivo el elevado resultado técnico de la compañía, el cual, sumado a la política de retención de utilidades, le ha permitido operar en forma sostenida con un bajo endeudamiento, exhibiendo niveles inferiores a los que en promedio presenta la industria de seguros generales (en su concepto más amplio).

En contraposición, la calificación se ve restringida por la concentración de su cartera de productos, resultante de restricciones legales que enmarcan su operación. Así, el buen desempeño de la empresa queda sujeto a las fluctuaciones que puedan afectar a su nicho específico, aumentando los niveles de competencia en forma comparativamente elevada cada

²² Tipo de cambio diciembre 2011: 519,2.

³ Cabe notar que entre diciembre 2012 y septiembre 2011 el valor del dólar tuvo un descenso de 9,8%.

⁴ Tipo de cambio septiembre 2012: 473,77.

vez que se integra una nueva compañía a la industria y limitando sus posibilidades de acceder a negocios complementarios. Asimismo, el tamaño del mercado, si bien no elimina el acceso a economías de escala, no favorece la posibilidad de alcanzar volúmenes de operación que tornen menos relevantes los gastos de administración.

Por otra parte, la clasificación incorpora el nivel de exposición por deudor individual en los seguros de créditos, situación que refleja las características del mercado chileno (sectores concentrados); no obstante, la falta de atomización se ve compensada si se considera que se trata de deudores con buena capacidad de pago y por el hecho que es un riesgo de corto plazo (plazo de facturas).

También se reconoce el carácter pro cíclico de su actividad y la alta correlación entre la siniestralidad de sus productos y el desempeño de la economía local. Otro factor de relevancia dice relación con el menor desarrollo operacional que presenta la compañía en comparación con otras sociedades de categorías similares (no obstante, se reconocen los avances alcanzados en estas materias). Además, la clasificación se ve limitada por el hecho de que el patrimonio de la compañía está conformado principalmente por utilidades retenidas, susceptibles de ser retiradas como dividendo.

La perspectiva de la clasificación en el corto plazo se califica "*Estable*", 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 si la compañía logra alcanzar mayores volúmenes de operación y aumenta el apoyo de sus accionistas o alcanza mayores niveles de automatización y control de sus procesos. Asimismo, para mantener la clasificación, es necesario que la sociedad no experimente deterioros significativos en las fortalezas que determinaron su clasificación de riesgo.

Por otra parte, para la mantención de la categoría de riesgo es necesario que la aseguradora no deteriore en forma significativa su patrimonio y se mantenga dentro de los líderes de la industria.

Definición de Categorías 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 la que pertenece o en la economía.

(-) El signo "-" corresponde a aquellas obligaciones de seguros con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Hechos recientes

Los estados financieros a septiembre de 2012 bajo Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS, por sus siglas en inglés), por lo tanto, no son comparables con los resultados de igual período del año anterior, donde se trabajó sobre la base de la contabilidad chilena.

Según los estados financieros de los tres primeros trimestres de 2012 la compañía tuvo una prima directa de \$16.774 millones y una prima retenida de \$3.225 millones, implicando una retención de 19,2% (durante los nueve primeros meses del año 2011, aunque en contabilidad chilena, la prima directa y retenida fue de \$15.305 millones y \$2.871 millones respectivamente, con una retención del 18,8%). El primaje se distribuyó en los ramos de Garantía y de Crédito en 22% y 78%, respectivamente.

Considerando los costos y gastos operativos de la compañía, entre ellos el de siniestros —que ascendió a \$2.139 millones—, se terminó el período con un margen de contribución de M\$3.085, que correspondió al 18,4% del primaje directo y 95,7% del retenido. Por ramos individuales, el margen de contribución se distribuyó en 29%, 49% y 21% entre Garantía, Seguros por Venta a Plazo y Seguros de Créditos a la Exportación (durante los primeros nueve meses de 2011 el margen de contribución fue de \$ 3.318 millones, equivalente al 21,7% de la prima directa generada en ese periodo).

En cuanto a los gastos de administración, a septiembre de 2012 alcanzaron los \$3.631 millones (\$3.579 a igual periodo de 2011), lo que correspondió el 22% de la prima directa. En definitiva, la aseguradora reportó un resultado final por \$2.917 millones.

Por otra parte, las Reservas Técnicas de la aseguradora alcanzaron los \$14.237 millones. No obstante, esta partida debe ser analizada en conjunto con los \$10.719 millones de la cuenta del activo Participación del Reaseguro en las Reservas Técnicas. A la misma fecha, septiembre de 2012, el patrimonio de la sociedad aseguradora fue de \$21.209 millones (\$18.333 millones a septiembre de 2011).

Oportunidades y Fortalezas

Fuerte presencia en los mercados relevantes: La compañía ha logrado mantener una posición de liderazgo en los segmentos en que participa. En seguros de créditos de ventas a plazo —su principal producto en términos de primaje— tiene una participación de mercado⁵ que, en los últimos tres años, ha superado el 60%. Por su parte, el ramo de garantía tiene una participación promedio de 25%⁶ y en los últimos siete años no ha bajado del 23%, mientras que en seguro de créditos a exportaciones, ha mantenido una presencia siempre por sobre el 35%.

Política de reaseguro: La compañía se caracteriza por contar con una estructura de contratos de reaseguro acorde con su nivel de actividad y capacidad patrimonial. En la práctica, se observa una tasa de cesión de prima cercana al 81%⁷ hacia entidades de alta solvencia en escala global. Su estructura de contratos de reaseguros le permite, además, contar con coberturas para excesos de pérdidas que protegen satisfactoriamente su patrimonio. Los riesgos son transferidos a doce reaseguradores y el 77% de esa prima cedida se dirige a compañías con clasificación de riesgo igual o superior a la que mantiene Chile en escala global. El restante 23% está en una compañía con clasificación equivalente a categoría “A” en escala local.

Resultados técnicos y finales: Continental Crédito presenta un desempeño elevado en términos de rendimiento técnico respecto a lo habitualmente observado en la industria de seguros de no vida, tanto consolidado como por ramo individual. A septiembre de 2012, el resultado técnico de la compañía es de 97% y el de los ramos de garantía, créditos a plazos y créditos a exportaciones, asciende a 153%, 77% y 111%, respectivamente⁸. Los valores elevados de este indicador han sido una constante en la compañía. La compañía, además, se caracteriza por mantener resultados finales persistentemente positivos, alcanzando un promedio de \$2.872 millones para los últimos tres años.

⁵ Medida sobre la base de prima directa.

⁶ Considera participación de mercado de 2010, 2011 y septiembre 2012.

⁷ A septiembre de 2012, la relación entre prima cedida y prima directa asciende a 81,7%.

⁸ Cabe recalcar que para 2012 se trabajó con información bajo IFRS.

Stock de pólizas: El volumen de *stock* de pólizas vigentes por su cuantía permite a la compañía tener niveles de márgenes totales lo suficientemente holgados en relación con su punto de equilibrio. A septiembre de 2012 **Continental Crédito** contaba con 24.267 pólizas vigentes.

Experiencia de accionista no controlador: El grupo Atradius —propietario de un 50% 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, Atradius Re, la reaseguradora del grupo, clasifica en “BBB” en escala global. El grupo, con 85 años de experiencia, está en 45 países y, según lo que ha comunicado públicamente, participa del 31% del mercado mundial con ingresos de 1,5 billones de euros.

Bajo endeudamiento: En forma sostenida, **Continental Crédito** presenta un endeudamiento estable y bajo en comparación a la industria de seguros de no vida. A la fecha su endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, alcanza 1,33 veces (IFRS). Su indicador de endeudamiento en los últimos años nunca ha superado 1,5 veces.

Factores de Riesgo

Concentración de la cartera de productos y tamaño del mercado: Dado el giro de su negocio, los ingresos de la compañía se concentran tan solo en tres productos y, en especial, en los seguros de venta a plazo cuya prima directa tiene una importancia relativa del 62% dentro del total de ingresos; por lo cual, mayores niveles de competencia podrían afectar en forma no menor los resultados de la compañía. A ello se suma que la industria, por su grado de especialización y el tamaño de la economía chilena, es comparativamente reducida, lo que no facilita el acceso a economías de escala (si bien la relación gastos de administración sobre venta no es elevada, del orden del 22%, tampoco puede ser calificada de reducida, en particular si se trata de una empresa de servicios que es líder en su sector).

Operaciones y proveedores de la información: Si bien su estructura organizacional es acorde a su volumen de negocio, sus operaciones presentan, según la experiencia de la clasificadora, un alto grado de centralización y menor automatización en relación a compañías de similar calificación. Por otra parte, 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. Esta dificultad se agudiza para el caso de los mercados

extranjeros, donde la dependencia de los proveedores externos es aún mayor (incluso con un fuerte riesgo de interpretación, por lo poco uniforme de la información). Como atenuante, se reconoce el aporte del grupo Atradius como proveedor de información en mercados extranjeros.

Exposición concentrada en grupo de deudores: La economía chilena presenta diversas industrias concentradas (supermercados, tiendas por departamentos, mejoramiento de hogar, productores de ave y farmacias, entre otros); ello lleva que los deudores de empresas proveedoras también presenten elevados niveles de concentración y, por ende, a la exposición de una compañía como **Continental Crédito**. Con todo, el riesgo por estos niveles de concentración se atenúa por la elevada calidad crediticia de estos deudores (muchos clasificados en categoría A o AA), porque la exposición es por períodos reducidos (30, 40 y 60 días, en su mayoría) y por una adecuada política de reaseguros.

Importancia relativa de utilidades retenidas: Si bien **Continental Crédito** presenta una sólida base patrimonial, ésta se sustenta fuertemente en utilidades retenidas, las cuales son susceptibles de repartirse como dividendos. Según los estados financieros terminados al 30 de septiembre, solo el 19% del patrimonio de la compañía corresponde a capital.

Ciclos del negocio: Las exposiciones de la compañía se manifiestan más severamente en períodos recesivos, por lo tanto, una inadecuada suscripción de los riesgos, una concentración excesiva de los mismos y/o falencias en las políticas de reaseguros, pueden llevar a que, en épocas de crisis económicas, los resultados de la compañía y su patrimonio reciban un impacto significativo. En la práctica, **Continental Crédito** ha administrado adecuadamente sus riesgos y ha soportado más que satisfactoriamente la crisis asiática y la crisis *subprime*.

Antecedentes Generales

Historia y propiedad

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 pioneras y relevantes en el desarrollo de este mercado, manteniendo sostenidamente una posición de liderazgo en lo relativo a los seguros de créditos y garantía.

Al 30 de septiembre de 2012, **Continental Crédito** pertenecía en un 50% a Agustinas Servicios Financieros S.A., sociedad anónima cerrada cuyos accionistas en partes iguales son don Enrique Aragos Marfil y don Alfredo Stöhwing Leischner (ambos directores titulares de la sociedad), y la otra mitad al Grupo Atradius, conglomerado de reconocida solvencia y prestigio internacional, cuyos accionistas principales son: Grupo Crédito y Caución SL y Grupo Catalana Occidente. Atradius Re, reaseguradora del grupo, clasifica en *BBB* en escala global.

Desde 2007, la empresa participa en el mercado asegurador argentino, a través de su filial Compañía de Seguros Insur S.A (participación a través de Inversiones CSCC Trasandina S.A.), y desde 2008 forma parte de la propiedad de la aseguradora peruana Insur S.A. Compañía de Seguros (a través de Inversiones CSCC Perú S.A.). Otras filiales son Recuperos S.A. y CSCC Análisis S.A.⁹ En junio del año en curso, la aseguradora adquirió el 99,993% de Fianzas Insur S.A.G.R.

Cartera de productos

La sociedad se enfoca en la comercialización de pólizas de garantías y seguros de créditos, tanto para ventas en el mercado local como para exportaciones, habiéndose posicionado como el líder del sector dentro de las compañías especializadas en este segmento.

El ramo de Garantías, que representa el 21,8% de la prima directa y el 29,4% del margen de contribución de la compañía, alcanzó una participación de mercado de 31,4% (medida en términos de primaje directo). Cabe destacar que en este segmento pueden competir todas las compañías de seguros generales. El nivel de participación de la prima directa, tanto al interior de la sociedad como dentro de la industria, ha sido el más alto que ha exhibido en los últimos años.

En cuanto a los seguros de créditos en el ámbito nacional, la compañía muestra un sólido posicionamiento de mercado, representado el 62% de la prima directa de la industria (acotado sólo a empresas especializadas en garantía y crédito). A su vez, las ventas de este ramo constituyen el 49% del margen de contribución de la compañía y el 62% del primaje.

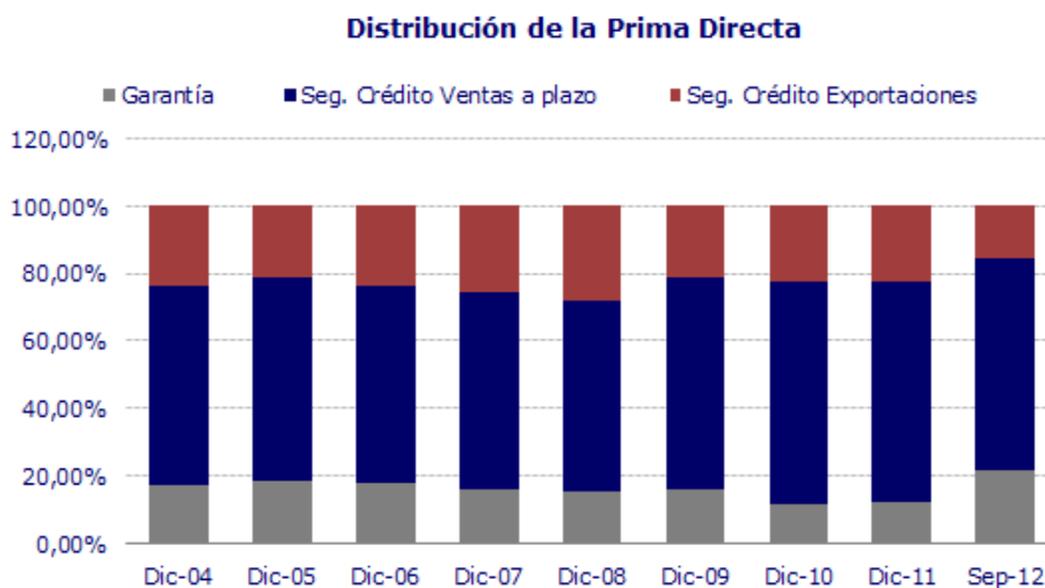
Por su parte, la cobertura por crédito a las exportaciones alcanza el 21,3% del total de la prima directa de **Continental Crédito** y el 15,8% de su margen de contribución. Si bien su participación de mercado ha tendido a disminuir en esta línea de negocios, mantiene aún un

⁹ Las filiales nacionales y extranjeras se consideran como inversiones en los estados financieros utilizados como base para este informe.

preponderante posicionamiento dentro del sector, con una importancia relativa del 34,6% medido sobre la base del primaje.

La comercialización de sus productos se realiza preferentemente a través de corredores de seguros de diferente envergadura; no obstante, que en forma natural la concentración se produce en aquellos intermediarios de mayor tamaño.

A continuación se presenta la composición de sus ventas durante los últimos ocho años:



Capitales Asegurados

A septiembre de 2012, la compañía presentaba un *stock* asegurado vigente de US\$ 6.125¹⁰ millones. Respecto del monto asegurado directo informado en los cuadros técnicos del tercer trimestre de 2012, éste se concentraba en 73% en coberturas por ventas a plazo nacionales. Del total de capitales asegurados, la compañía retiene el 18,7%.

En lo relativo a los seguros de créditos, se observa que los montos asegurados promedios por pólizas, directos y retenidos, presentan un nivel elevado en relación con el patrimonio de **Continental Crédito**. Sin embargo, cabe precisar que cada una de las pólizas vigentes está asociada a un número mayor de empresas-deudoras- que representan la exposición real de la

¹⁰ Tipo de cambio usado: 473,77.

compañía. Ahora bien, considerando que diferentes pólizas pueden incluir deudores en común, se observa una concentración elevada de los responsables del pago de las deudas aseguradas; sin embargo, el riesgo se mitiga considerablemente por la buena capacidad de pago de las empresas y por tratarse de exposición a corto plazo.

En el caso de las pólizas de Garantías, éstas presentan una alta atomización, donde los montos asegurados promedios (por pólizas vigentes) representan menos del 1% del patrimonio.

A septiembre de 2012, la empresa presentaba cerca de 23.725 pólizas vigentes en Garantías y 542 en los productos de créditos.

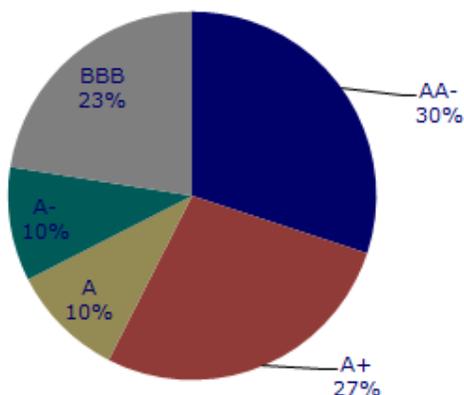
Reaseguros

La cesión de los riesgos de la compañía se realiza a través del corredor Aon (Chile) Corredores de Reaseguros, una de las agencias más importantes del rubro, tanto a nivel local como internacional.

La política de **Continental Crédito** es colocar sus reaseguros en un "pool" amplio de reaseguradores de elevado prestigio internacional y sólida capacidad de pago, lo cual queda de manifiesto al observar la clasificación de riesgo de estas entidades. En general, los reaseguradores que participan en los contratos de Cuota Parte son los mismos que intervienen en los reaseguros No Proporcionales. La sociedad aseguradora cuenta con doce reaseguradores, siendo el más importante (22,5%) Atradius Re.

A continuación se presenta la distribución de los reaseguradores sobre la base de la clasificación de riesgo en escala global, según nivel de cesión al 30 de septiembre de 2012.

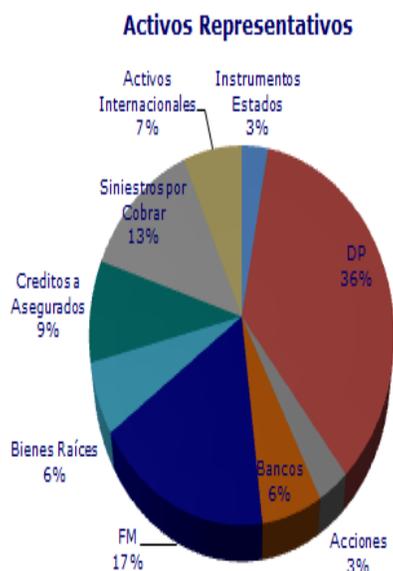
Reaseguradores según Rating (sept 2012)



Inversiones

Continental Crédito, en relación con la industria de seguros generales, registra una elevada cobertura de sus reservas técnicas y patrimonio de riesgo. A septiembre de 2012, el porcentaje de inversiones sobre reservas técnicas alcanza un 216%, porcentaje que se reduce a 150% cuando se incluye el patrimonio de riesgo.

A continuación se presenta un gráfico con la distribución de los activos representativos de reserva técnica y patrimonio de riesgo, y un cuadro que muestra la proporción en que dichos activos otorgan la cobertura.



	RT	RT+PR
Instrumentos Estados	6,59%	4,60%
DP	84,46%	58,88%
Acciones	91,17%	63,56%
Bancos	103,79%	72,36%
FM	140,70%	98,09%
Bienes Raíces	153,73%	107,18%
Créditos a Asegurados	172,66%	120,37%
Sinistros por Cobrar	201,31%	140,34%
Activos Internacionales	216,08%	150,64%

Generación de caja

Los antecedentes históricos muestran que la sociedad aseguradora ha arrojado persistentemente flujos de caja positivos, considerando dentro de los ingresos la cuenta “otros ingresos”, que es un ítem recurrente y que está asociado al cobro que se hace a los clientes por el análisis de las carteras crediticias previo a la emisión de las respectivas pólizas.

En general los flujos de ingresos de la compañía están dados por la venta de seguros, principalmente a través de corredores, y por el pago de los reaseguradores, tanto por la cobertura de los siniestros como por la comisión que se recibe al momento de ceder los riesgos.

Por su parte, los egresos de caja responden principalmente al pago de siniestros y a la proporción de la prima que se cede a los reaseguradores. Con una importancia menor, se tiene las remuneraciones y las comisiones pagadas a los corredores de seguros.

En el cuadro siguiente se muestra el flujo de caja elaborado por **Humphreys** a partir de los estados de resultados de la aseguradora:

Flujos (M\$)	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11
Venta Total	9.673.787	12.143.119	15.869.442	16.061.979	19.063.312	22.213.555
Venta Directa	1.406.817	1.527.469	2.118.305	2.931.607	2.626.466	3.035.686
Venta Intermediarios	8.266.970	10.510.850	13.419.097	13.106.562	16.436.846	19.015.140
Prima Aceptada	0	104.800	332.040	23.810	0	162.729
Apoyo de Reaseguro	5.778.973	7.481.515	15.579.246	16.421.724	11.262.375	14.964.432
Siniestros Cedidos	3.303.344	4.443.038	11.668.404	12.487.843	6.635.590	9.548.126
Reaseguro Cedido	2.475.629	3.038.477	3.910.842	3.933.881	4.626.785	5.416.306
Total Ingresos	15.452.760	19.624.634	31.448.688	32.483.703	30.325.687	37.177.987
Costo de Siniestros	-4.144.904	-5.454.837	-13.786.373	-15.876.250	-8.162.871	-11.553.608
Siniestros Directos	-4.144.904	-5.454.837	-13.786.373	-15.876.250	-8.162.871	-11.553.608
Siniestros Aceptados	0	0	0	0	0	0
Reaseguro Aceptado	0	0	0	0	0	0
Costo Reaseguros	-8.027.859	-10.022.023	-13.006.559	-13.268.842	-15.862.769	-18.941.662
Prima Cedida	-7.867.163	-9.861.190	-12.634.392	-12.831.225	-15.453.952	-18.134.597
Exceso de Pérdidas	-160.696	-160.833	-372.167	-437.617	-408.817	-807.065
Gastos + Intermediación	-2.873.016	-3.689.883	-4.668.015	-4.723.571	-5.925.791	-6.623.027
Intermediación Directa	-800.193	-1.020.803	-1.335.611	-1.282.619	-1.615.126	-1.873.872
Costo de Administración	-2.072.823	-2.669.080	-3.332.404	-3.440.952	-4.310.665	-4.749.155
Total Egresos	-15.045.779	-19.166.743	-31.460.947	-33.868.663	-29.951.431	-37.118.297
Flujos Netos	406.981	457.891	-12.259	-1.384.960	374.256	59.690
Otros Ingresos	1.500.085	2.008.832	2.478.059	2.976.300	3.364.235	3.809.512
Flujo Neto + Otros Ingresos	1.907.066	2.466.723	2.465.800	1.591.340	3.738.491	3.869.202

A contar de la entrada en vigencia de IFRS, el flujo de caja de la compañía se presenta en el Estado de Flujos de Efectivo. El cuadro siguiente resume las principales partidas:

Flujo de efectivo (M\$ nominales)	IFRS
	sep-12
Ingreso por prima de seguro y coaseguro	21.355.701
otros ingresos	4.150.119
Total Ingresos De Efectivo De La Actividad Aseguradora	38.252.756
Pago de rentas y siniestros	6.264.555
Egreso por activos financieros a valor razonable	2.525.453
gasto por impuestos	4.593.584
gasto de administración	5.001.814
otros egresos	1.306.215
Total Egresos De Efectivo De La Actividad Aseguradora	35.743.357
Flujo neto de actividades de operación	2.509.399
Total Ingresos De Efectivo De Las Actividades De Inversión	21.391
Total Egresos De Efectivo De Las Actividades De Inversión	340.636
Flujo neto de actividades de inversión	-319.244
Ingresos de efectivo de las actividades de financiamiento	0
Egresos de efectivo de las actividades de financiamiento	1.298.713
Total Flujo De Efectivo Neto De Actividades De Financiamiento	-1.298.713
Efecto De Las Variaciones De Los Tipo De Cambio	6.382
Total Aumento (Disminución) De Efectivo Y Equivalentes	897.824
Efectivo Y Efectivo Equivalente Al Final Del Periodo	1.143.949

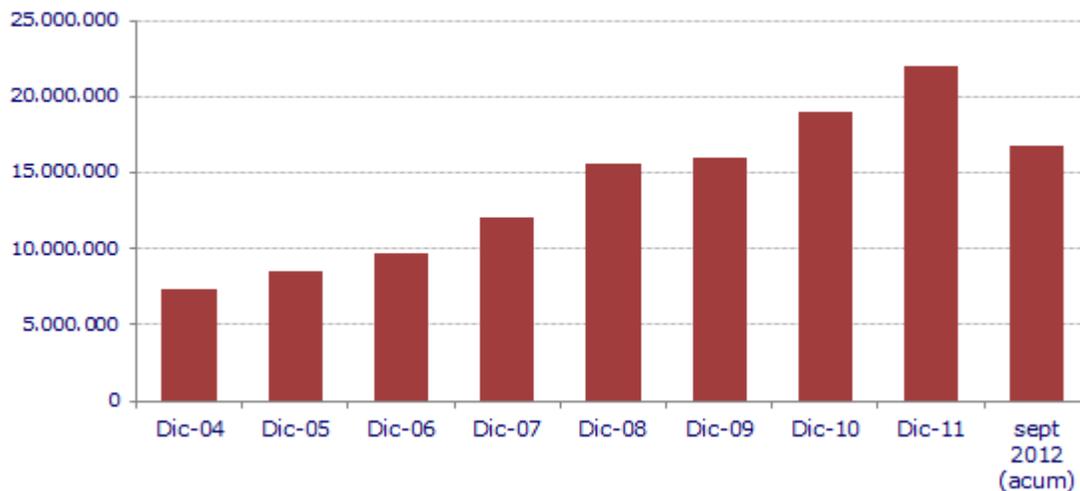
Análisis Financiero

Evolución del primaje

La compañía ha presentado sostenidamente altas tasas de crecimiento, las que, en promedio, alcanzan el 16,9% anual¹¹ para el período 2004 a 2011. La retención del primaje generado durante el periodo analizado ha fluctuado de manera estable, cercanos al 20%.

¹¹ Crecimiento según tasa compuesta.

Evolución Prima Directa (M\$)



Rendimiento técnico¹² y siniestralidad¹³

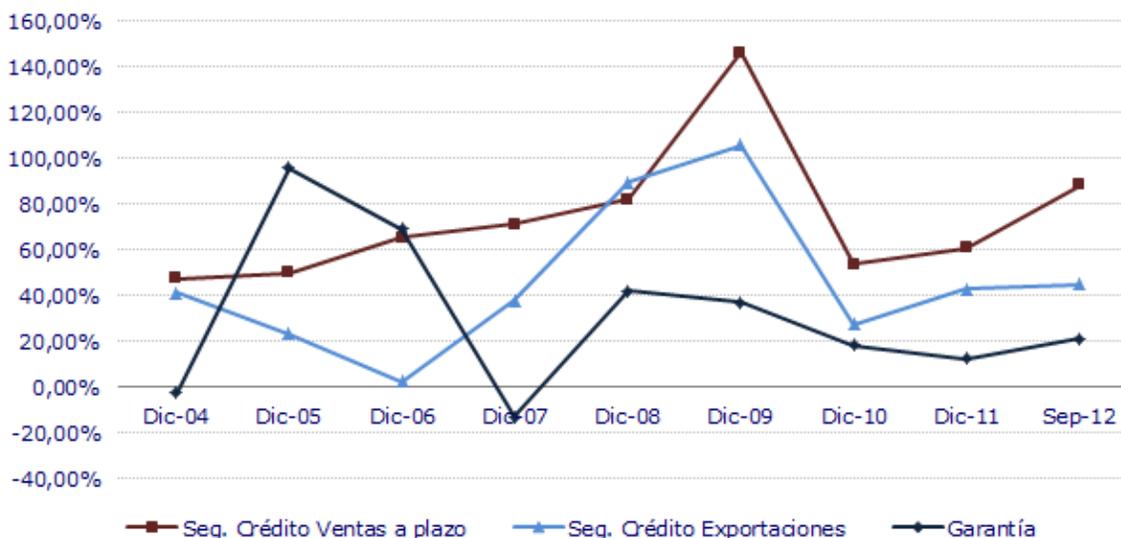
Crédito Continental, en lo relativo a seguros de créditos, presenta una siniestralidad volátil, pero en promedio inferior a lo que muestra su competencia. En todo caso, la volatilidad es propia de la naturaleza del negocio, tal como se observa en el gráfico siguiente en donde el alza del año 2009 obedece al período recesivo de la economía nacional y de los países desarrollados.

En cuanto a la siniestralidad del ramo Garantía, se observa que esta se ha controlado desde el año 2007, no habiendo superado desde esa fecha el 42%. En general, se aprecia un adecuado manejo de la siniestralidad de la compañía, tanto en término global como por ramo.

¹² El rendimiento técnico de las compañías de seguros es calculado con el margen de contribución del período sobre el ingreso de explotación.

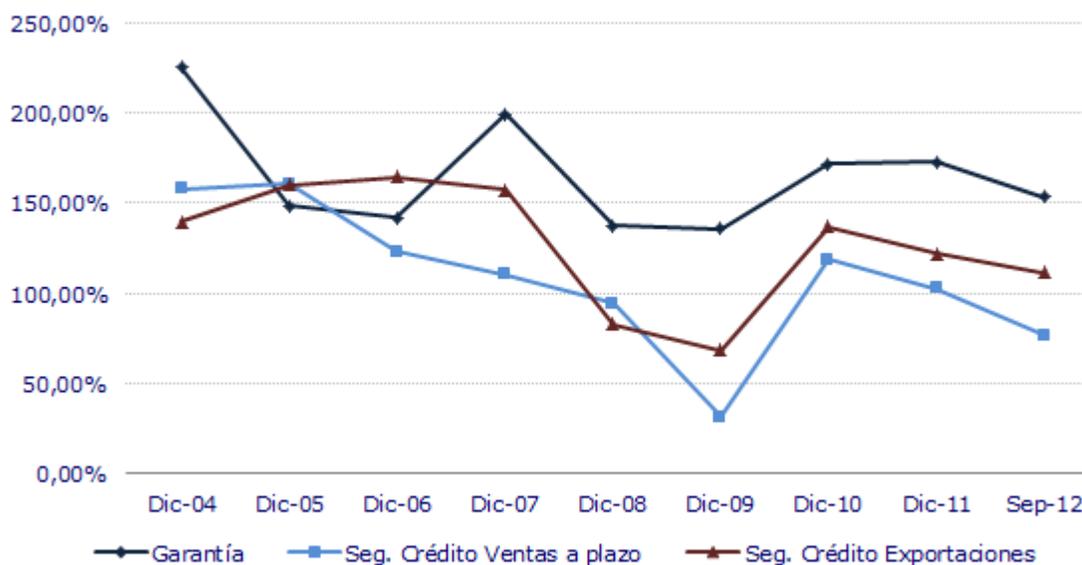
¹³ El indicador de siniestralidad es calculado como costo de siniestro sobre prima retenida neta ganada.

Siniestralidad por línea de negocio



Respecto al resultado técnico, éste evidencia una tendencia a la baja, aun cuando siempre en niveles elevados, superiores al 75% en un ramo y sobre el 100% en los dos restante. La baja en el rendimiento técnico se explica por el incremento en la competencia producto de la entrada de nuevos operadores al mercado.

Rendimiento Técnico por línea



Margen y gastos

Continental Crédito presenta un nivel de gastos, en relación con su prima directa, si bien no bajo, adecuado para el tamaño de la sociedad y estable en el tiempo, reflejando un buen control de los mismos. Los gastos de administración han tendido a situarse en torno al 22% de la prima a directa.

Por su parte, en tiempos de normalidad económica el margen de contribución ha estado alrededor del 20% de la prima directa; no obstante, en épocas recesivas, como el año 2009, ha descendido a niveles del 11%.

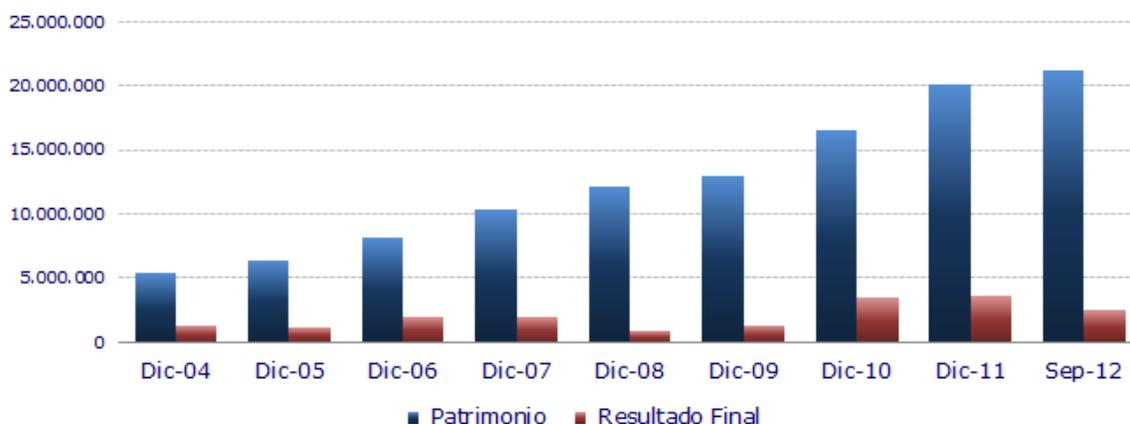
Todo lo anterior, sumado al efecto de los resultados de intermediación y de inversión, ha permitido que la empresa consistentemente arroje utilidades, la cuales en los últimos seis años han oscilado entre el 6% y 18% de la prima directa.

Indicadores Continental	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	sep-12
R. intermediación / Prima Directa	17%	17%	17%	16%	16%	15%
Gasto Ad./ Prima Directa	22%	21%	21%	23%	22%	22%
Gasto Ad. / Margen Contribución	92%	115%	190%	90%	99%	118%
Margen Cont / Prima Directa	24%	19%	11%	25%	22%	18%
Gastos Combinados / Prima Directa	27%	29%	28%	14%	30%	30%
Result. Op. / Prima Directa	2%	-3%	-10%	2%	0%	-3%
Result. Final/ Prima Directa	17%	6%	9%	18%	17%	16%

Endeudamiento y posición patrimonial

La empresa, tal como se ha mencionado anteriormente, ha presentado sostenidamente resultados finales positivos, lo cual, producto de una política de retiro de dividendos conservadora, ha permitido un continuo fortalecimiento de su patrimonio.

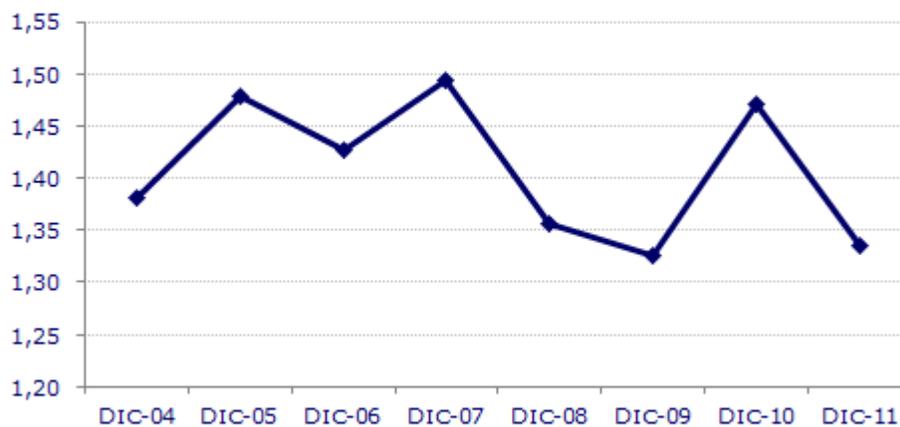
Evolución Resultado Final y Patrimonio (M\$)



El fortalecimiento patrimonial, a su vez, ha implicado que la empresa mantenga un endeudamiento controlado y relativamente estable; es así como, entre los años 2004 y 2011, la relación entre pasivo exigible y patrimonio ha fluctuado entre 1,33 veces y 1,49 veces.

A septiembre de 2012 se observa un importante incremento en el indicador de endeudamiento, llegando a 2,6 veces; sin embargo, ello responde a la aplicación de las normas de IFRS que implican, entre otros aspectos, reconocer en el pasivo la reserva técnica bruta y no neta de la obligación de los reasegurados, tal como se contabilizó hasta 2011 (actualmente se activa la obligación de los reaseguradores).

Endeudamiento



“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”.