Humphreys
CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña Anual

A n a l i s t a
Luis Felipe Illanes
Tel. (56-2) 2433 5200
luisfelipe.illanes@humphreys.cl

Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A.

Diciembre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	**Categoría**
Pólizas	AA-
Tendencia	Estable
Estados Financieros Base	Septiembre 2013

Balance	**NCH**				
(Cifras en Miles de Pesos nominales)	**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	**NCH**				
(Cifras en Miles de Pesos)	**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	Dic-12	Jun-13	sep-13
Inversiones[1]	21.158.471	27.437.440	25.859.494	31.464.633
Cuentas por cobrar asegurados	3.220.894	2.774.077	2.183.015	1.747.657
Deudores por operaciones de reaseguro	4.412.982	3.696.386	5.037.599	5.264.233
Otros Activos	10.028.566	13.420.465	13.656.209	21.279.975
Total activo	**38.820.913**	**47.328.368**	**46.736.317**	**59.756.498**
Reservas técnicas	9.430.249	14.715.402	14.937.814	23.452.222
Obligaciones Financieras	962.012	0	-	-
Otros Pasivos	8.328.586	10.138.392	10.160.836	15.564.256
Total Patrimonio	20.100.066	22.474.574	21.637.667	20.740.020
Total pasivo	18.720.847	24.853.794	25.098.650	39.016.478
Total Pasivos y Patrimonio	**38.820.913**	**47.328.368**	**46.736.317**	**59.756.498**

Cifras en M$	Dic-11	Dic-12	Jun-13	Sept-13
Prima Directa	S/I	24.094.271	11.360.976	17.005.730
Prima Cedida	S/I	19.623.860	9.329.394	13.890.146
Prima Retenida	S/I	4.470.865	2.031.582	3.121.704
Costo de Siniestros	S/I	3.078.034	1.618.322	3.982.082
Siniestros Directos	S/I	15.492.034	8.861.673	22.761.750
R. Intermediación	S/I	-3.505.978	-1.223.277	-1.799.072
Margen de Contribución	S/I	**4.377.889**	**1.025.578**	**38.096**
Costo de Administración	S/I	-4.894.932	-3.039.127	-4.563.521
Resultado de Inversiones	S/I	1.723.149	1.088.248	1.743.815
Total Resultado del Período	S/I	**4.168.652**	**1.171.372**	**410.128**

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 2012 el primaje anual de la compañía alcanzó US$ 50,2[2] millones. A septiembre de 2013[3] el primaje acumulado de la aseguradora ascendía a aproximadamente US$ 33,7[4] millones, observándose, a la misma fecha, un nivel de reservas del orden de los US$ 46,5 millones, una participación del reaseguro en las reservas técnicas de US$ 36,8 millones y un patrimonio de US$ 46,5 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 equilibro. 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 (con todo, la división programada de la sociedad afectará negativamente su tamaño).

Adicionalmente, independiente de las fluctuaciones propias del negocio, en una perspectiva de largo plazo 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).

[2] Tipo de cambio diciembre 2012: 479,96
[3] Cabe notar que entre diciembre 2012 y septiembre 2013 el valor del dólar tuvo un aumento de 5%.
[4] Tipo de cambio septiembre 2013: 504,20.

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 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.

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.

Resumen Fundamentos Clasificación
Fortalezas centrales • El liderazgo alcanzado en el mercado de los seguros de garantías, crédito ventas a plazo y exportaciones (Continental es la compañía con mayor participación de mercado en los seguros de crédito, 62,1% de participación de mercado a septiembre de 2013). • La adecuada política de reaseguros. • La mantención de una base importante de clientes. **Fortalezas complementarias** • El *know how* y la información crediticia aportada por el grupo Atradius. • Política que ha tendido a fortalecer su patrimonio mediante la retención de utilidades, elemento mitigado por la disminución de patrimonio que se está llevando a cabo. **Riesgos considerados** • La concentración de su cartera de productos (elemento mitigado por amplia base de clientes). • Tamaño de mercado que no favorece la posibilidad de alcanzar volúmenes de operación que tornen menos relevantes los gastos de administración. • El carácter pro cíclico de su actividad y la alta correlación entre la siniestralidad de sus productos y el desempeño de la economía local.

Definición de categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una muy alta capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a 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 2013 están bajo Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS, por sus siglas en inglés) y ya pueden ser comparados con igual periodo del año anterior.

Según los estados financieros de los tres primeros trimestres de 2013 la compañía tuvo una prima directa de $17.005 millones y una prima retenida de $ 3.121 millones lo cual, en relación con igual período 2012, representan un aumento de 1,4% y una disminución de 3,2%, respectivamente. Esto implica una retención de 18,36% la cual es 4,47% más baja tomando en comparación el mismo periodo del año 2012. El primaje se distribuyó en los ramos de garantía, crédito ventas a plazo y crédito exportaciones en 13,7%, 68,7% y 17,6%, respectivamente.

Considerando los costos y gastos operativos de la compañía, entre ellos el de siniestros —que ascendió a $3.982 millones—, se terminó el período con un margen de contribución negativo de $ 38 millones, que correspondió al -0,22% del primaje directo y -1,22% del retenido. Por ramos individuales, el margen de contribución se distribuyó en -1880%, 2313% y -333% entre Garantía, Seguros por Venta a Plazo y Seguros de Créditos a la Exportación (durante los primeros nueve meses de 2012 el margen de contribución fue de $ 3.085 millones, equivalente al 18,4% de la prima directa generada en ese periodo).

La caída del margen se explica en forma principal al aumento de los siniestros en los seguros de créditos nacionales, los que son explicados por el momento de desaceleración económica que se vive en la industria de la construcción y por la quiebra de la distribuidora de abarrotes *Rabié* en la que estaban expuestos.

En cuanto a los gastos de administración, a septiembre de 2013 alcanzaron los $4.563 millones ($3.631 a igual periodo de 2012), lo que correspondió el 27% de la prima directa. En definitiva, la aseguradora reportó un resultado final por $410 millones.

Por otra parte, las Reservas Técnicas de la aseguradora alcanzaron los $23.452 millones. No obstante, esta partida debe ser analizada en conjunto con los $18.596 millones de la cuenta del

activo Participación del Reaseguro en las Reservas Técnicas. A la misma fecha, septiembre de 2013, el patrimonio de la sociedad aseguradora fue de $20.740 millones ($21.209 millones a septiembre de 2012).

Finalmente importante es señalar que Continental Crédito tomó la decisión de formar una sociedad de inversiones con un patrimonio de $ 3.778 millones, ello en conformidad con la autorización de la junta de accionista de noviembre de 2013, que aprobó la división de Compañía de Seguros Continental en dos sociedades anónimas, manteniéndose la existente y creándose esta nueva sociedad de inversiones.

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 mercado[5] que, en los últimos tres años, ha superado el 62%. Por su parte, el ramo de garantía tiene una participación promedio de 23,9%[6] y en los últimos siete años no ha bajado del 22%, mientras que en seguro de créditos a exportaciones, ha tenido una baja leve con respecto a los años anteriores, pero con 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 82%[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 once reaseguradores y el 100% de esa prima cedida se dirige a compañías con clasificación de riesgo igual o superior a “clasificación BBB” en la escala global.

***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 2013 **Continental Crédito** contaba con 31.401 pólizas vigentes.

Diversificación de clientes: Para los seguros de crédito local, tenemos que el cliente principal representa cerca del 4,6% de la prima directa del ramo, mientras que los ocho mayores

[5] Medida sobre la base de prima directa.
[6] Considera participación de mercado de 2010, 2011, 2012 y septiembre 2013.
[7] A septiembre de 2013, la relación entre prima cedida y prima directa asciende a 81,7%.

representan en su total el 23%. Asimismo se aprecia que en los seguros de garantía, el mayor cliente representa el 4,49% de la prima directa del ramo y a su vez los ocho mayores clientes representan el 19,8% de la rama. Finalmente se encuentra una concentración más alta en los seguros de créditos a las exportaciones, donde el cliente más relevante representa un 12,16% y los ocho mayores clientes representan el 46% del total de estos en la rama.

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 1,88 veces (IFRS).

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 69% 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 27%, 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.** Existe una exposición altísima hacia el sector *retail* en los seguros de crédito a ventas a plazo, existiendo dentro de este grupo deudores bien clasificados (Categoría A o AA) como también se tiene actores importantes clasificados a menor grado que el *Investment Grade*. Asimismo la exposición se ve atenuada dada que es por períodos reducidos (30, 40 y 60 días, en su mayoría) y porque se protege con 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 17% 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, la crisis *subprime* y los últimos sucesos como la quiebra de “Rabie” o el mal momento de la construcción este año 2013.

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 2013, **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.[8] 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 13,7% de la prima directa y -18,8 veces el margen de contribución de la compañía, alcanzó una participación de mercado de 25,4% (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 63% de la prima directa de la industria (acotado sólo a empresas especializadas en garantía y crédito); sin embargo, esta rama constituye 23 veces el margen de contribución de la compañía (tiene margen de contribución negativo) A su

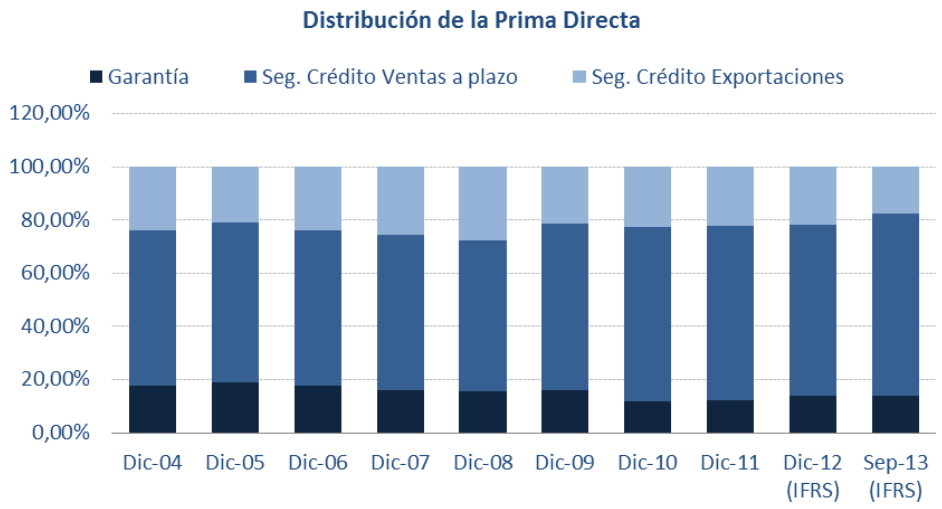
[8] Las filiales nacionales y extranjeras se consideran como inversiones en los estados financieros utilizados como base para este informe.

vez, los seguros de crédito ventas a plazo representan el 68,7% del primaje total de la compañía.

Por su parte, la cobertura por crédito a las exportaciones alcanza el 17,7% del total de la prima directa de **Continental Crédito** y -3,3 veces su margen de contribución. Si bien su participación de mercado ha tendido a disminuir en esta línea de negocios, mantiene aún un preponderante posicionamiento dentro del sector, con una importancia relativa del 36% 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 2013 la compañía presentaba un *stock* asegurado vigente de US$ 6.975[9] millones. Respecto del monto asegurado directo informado en los cuadros técnicos del tercer trimestre de 2013, éste se concentraba en más de un 60% en coberturas por ventas a plazo nacionales. Del total de capitales asegurados, la compañía retiene el 18,7%.

[9] Tipo de cambio usado (1 de octubre 2013): 504,2.

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 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 30.817 pólizas vigentes en garantías y 584 en los productos de créditos.

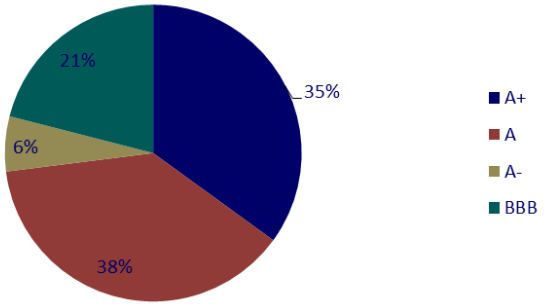
Reaseguros

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 (21%) 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 2013.

Reaseguradores según *Rating* (sep-13)

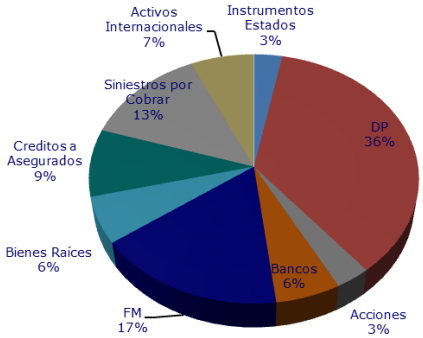


Inversiones

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 166,1%, porcentaje que se reduce a 114,5% 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.

Activos Representativos



	RT	RT+PR
Instrumentos Estados	7,56%	5,21%
DP	61,12%	42,16%
Acciones	65,17%	44,95%
Bancos	73,53%	50,71%
FM	88,03%	60,71%
Bienes Raíces	101,52%	70,02%
Créditos a Asegurados	112,38%	77,51%
Siniestros por Cobrar	148,97%	102,75%
Activos Internacionales	166,09%	114,56%

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:

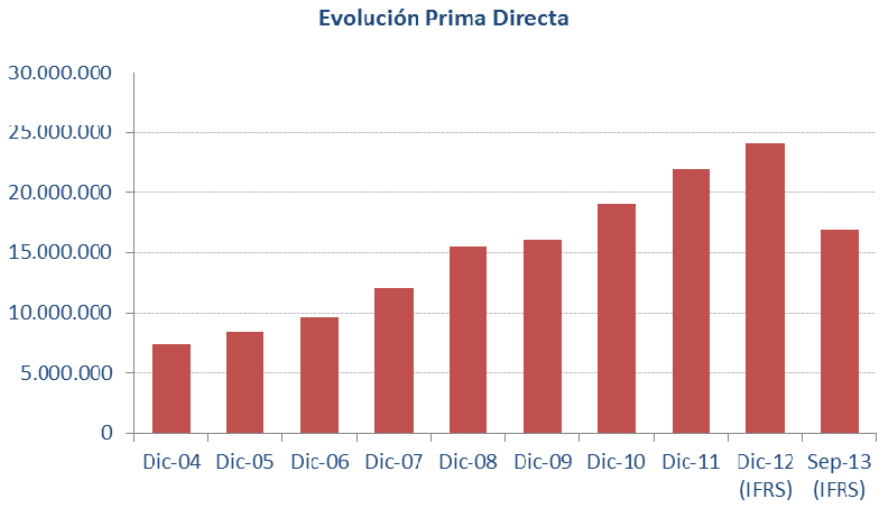
Flujo de efectivo (M$ nominales)	IFRS	
	Dic-12	sep-13
Ingreso por prima de seguro y coaseguro	29.359.030	22.109.559
otros ingresos	25844372	32513674
Total Ingresos De Efectivo De La Actividad Aseguradora	55.203.402	54.623.233
Pago de rentas y siniestros	10.959.658	16.411.464
Egreso por activos financieros a valor razonable	2.980.419	14.515.125
gasto por impuestos	6.120.097	4.224.880
gasto de administración	6.589.043	4.744.390
otros egresos	26.397.060	8.928.384
Total Egresos De Efectivo De La Actividad Aseguradora	53.046.277	48.824.243
Flujo neto de actividades de operación	2.157.125	5.798.990
Total Ingresos De Efectivo De Las Actividades De Inversión	-	24.289
Total Egresos De Efectivo De Las Actividades De Inversión	355.436	3.540.073
Flujo neto de actividades de inversión	-355.436	-3.515.784
Ingresos de efectivo de las actividades de financiamiento	-	-
Egresos de efectivo de las actividades de financiamiento	1.299.876	1.825.719
Total Flujo De Efectivo Neto De Actividades De Financiamiento	-1.299.876	-1.825.719
Efecto De Las Variaciones De Los Tipo De Cambio	22.186	-49.247
Total Aumento (Disminución) De Efectivo Y Equivalentes	523.999	408.240
Efectivo Y Efectivo Equivalente Al Final Del Periodo	770.124	1.178.364

Análisis financiero

Evolución del primaje

La compañía ha presentado sostenidamente altas tasas de crecimiento, las que, en promedio, alcanzan el 10,7% anual[10] para el período 2009 a 2012. La retención del primaje generado durante el periodo analizado ha fluctuado de manera estable, cercanos al 19%.

[10] Crecimiento según tasa compuesta.

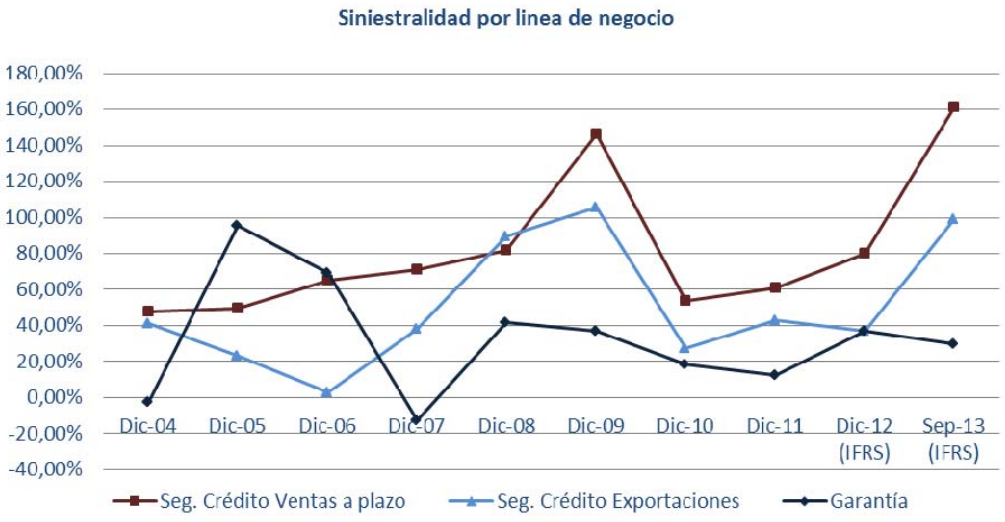


Rendimiento técnico[11] y siniestralidad[12]

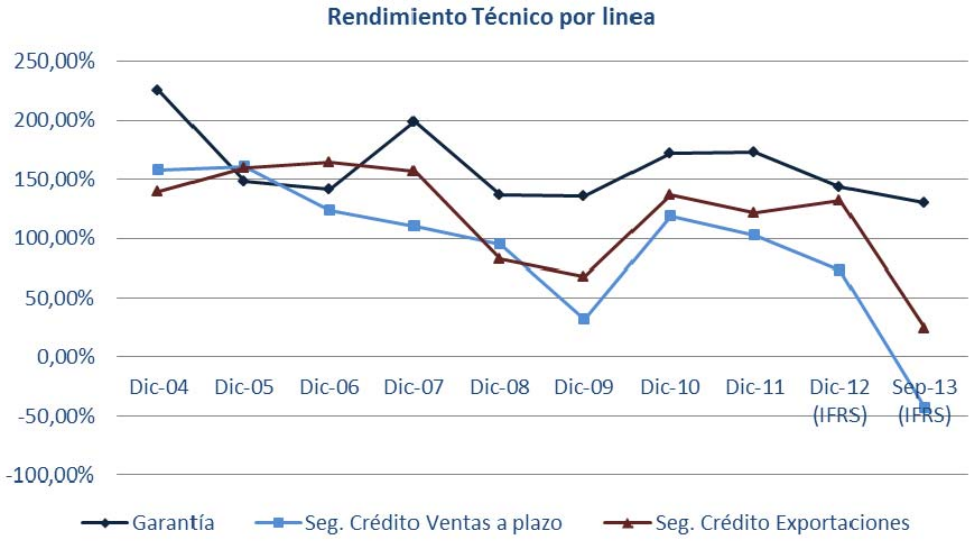
Crédito Continental, en lo relativo a seguros de créditos presenta una siniestralidad volátil. En todo caso, la volatilidad es propia de la naturaleza del negocio, tal como se observa en el gráfico siguiente en donde el alza del año 2009 obedece al período recesivo de la economía nacional y de los países 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%, estando en un 27% promedio en los últimos cinco años. En cuanto a las ramas de "seguros de crédito ventas a plazo" y "seguros de crédito a las exportaciones" se ve un aumento de la siniestralidad que se debe en gran medida a la quiebra de la distribuidora "Rabié". No obstante se cree que es un hecho puntual en la compañía y no debiese mantenerse en el futuro (la tendencia es a estabilizarse).

[11] El rendimiento técnico de las compañías de seguros es calculado con el margen de contribución del periodo sobre el ingreso de explotación.
[12] El indicador de siniestralidad es calculado como costo de siniestro sobre prima retenida.



Respecto al resultado técnico, éste evidencia una fuerte baja, aun cuando siempre estuvo en niveles elevados, superiores al 75% hasta diciembre del año 2012 en todas sus ramas.



Margen y gastos

Continental Crédito presenta un nivel de gastos, en relación con su prima directa, que ha aumentado en un 32% desde diciembre 2012 a septiembre 2013; no obstante la elevada estabilidad exhibida en años anteriores (en torno al 22% entre 2007 y 2012)

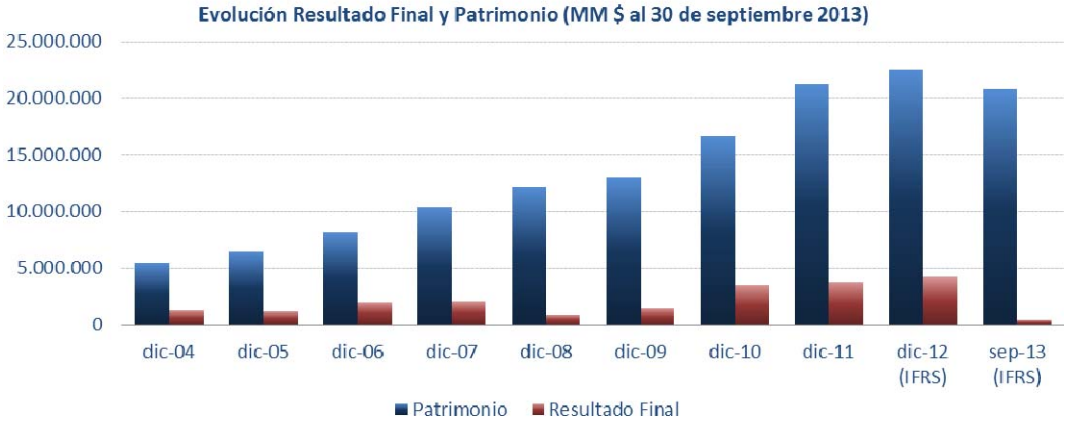
Por su parte, en tiempos de normalidad económica el margen de contribución ha estado alrededor del 20% de la prima directa; no obstante, dada la coyuntura de éste año en que la construcción ha bajado su ritmo de crecimiento y la quiebra del distribuidor de abarrotes "Rabie", el índice ha bajado a -0,22%

Todo lo anterior, sumado al efecto de los resultados de intermediación y de inversión, ha producido que el resultado final sobre la prima directa haya descendido de 17% a diciembre 2012 a un solo 2% en septiembre 2013.

Indicadores Continental	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12 IFRS	sep-13 IFRS
R. intermediación / Prima Directa	17%	17%	17%	16%	16%	-15%	-11%
Gastos Ad / Prima Directa	22%	21%	21%	23%	22%	20%	27%
Gastos Ad / Margen Contribución	92%	115%	190%	90%	99%	112%	-11979%
Margen Cont / Prima Directa	24%	19%	11%	25%	22%	18%	-0,22%
Result. Final / Prima Directa	17%	6%	9%	18%	17%	17%	2%

Endeudamiento y posición patrimonial

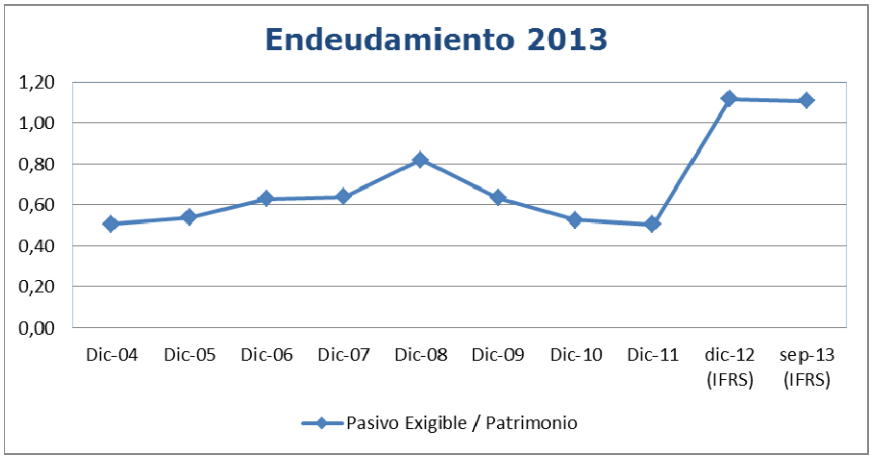
La empresa, tal como se ha mencionado anteriormente, ha presentado sostenidamente resultados finales positivos, aunque excepcionalmente bajos este año.



El patrimonio se ha visto levemente debilitado, pero esto se debe mayoritariamente a la distribución de dividendos realizado este año y en menor medida al debilitamiento de las reservas.

A septiembre de 2013 se observa una estabilización en el indicador de endeudamiento en 1,1 veces.; el alza observada entre los años 2011 y 2012 se debe 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).



"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".