

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

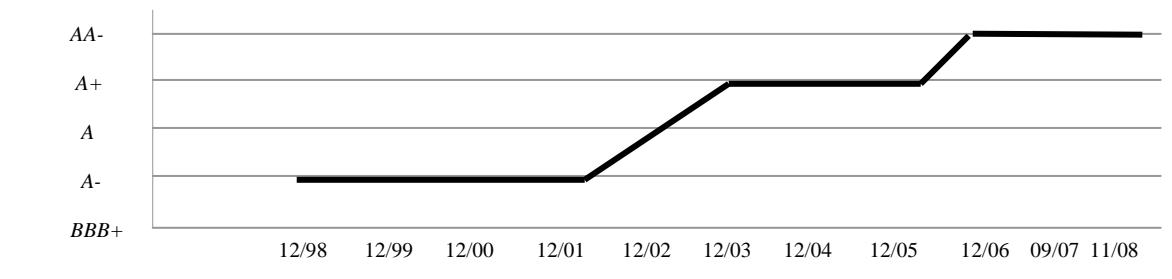
Noviembre 2008

Categoría de Riesgo y Contacto

Tipo de Instrumentos	Categoría	Contactos:	
Clasificación Actual	AA-	Gerente	Aldo Reyes D.
Perspectivas de Riesgos	Estables	Analista	Gonzalo Neculmán G.
Clasificación Anterior	AA-	Fono	56-2-204 72 93
Otros Instrumentos	No Hay	Fax	56-2-223 49 37
EE. FF Base	30 de septiembre de 2008	E-mail	gonzalo.neculman@humphreys.cl
Tipo de Reseña	Reseña Anual	Sitio Web	www.humphreys.cl

Clasificación Histórica

Pólizas de Seguros



Balance	(Cifras en Miles de Pesos)	Mar-05	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Sep-07	Sep-08
Inversiones	6.472.517	7.377.294	10.324.558	11.478.835	11.484.945	13.594.527	
Deudores por Primas	1.142.295	1.153.509	1.544.525	2.624.987	1.774.504	1.454.552	
Deudores por Reaseguros	298.275	652.991	680.062	1.173.450	1.016.767	1.565.611	
Otros Activos	856.143	739.431	757.522	1.027.459	912.864	1.003.112	
Total Activos	8.769.230	9.923.225	13.306.667	16.304.731	15.189.080	17.617.802	
Reservas Técnicas	2.176.414	2.347.851	3.600.417	4.437.057	4.583.519	5.037.682	
Obligaciones Financiera	0	0	0	0	0	0	
Otros Pasivos	659.443	1.122.417	1.540.021	1.483.295	941.717	1.026.321	
Patrimonio	5.933.373	6.452.957	8.166.229	10.384.379	9.663.844	11.553.799	
Total Pasivos	8.769.230	9.923.225	13.306.667	16.304.731	15.189.080	17.617.802	
Activos / Reservas	4,03	4,23	3,70	3,67	3,31	3,50	
Reservas / Patrimonio	0,37	0,36	0,44	0,43	0,47	0,44	
P. Exigible / Patrimonio	0,48	0,54	0,63	0,57	0,57	0,52	

Estado de Resultados	(Cifras en Miles de Pesos)	Mar-05	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Sep-07	Sep-08
Prima Directa	2.054.688	8.496.161	9.673.787	12.038.319	7.985.395	10.201.710	
Prima Cedida	-1.753.424	-7.142.487	-7.867.163	-9.861.190	-6.408.844	-8.435.814	
Prima Retenida Neta	301.264	1.353.674	1.806.624	2.281.929	1.578.420	2.046.404	
Siniestros Netos	-233.148	-659.741	-841.560	-1.011.799	-775.589	-1.406.049	
R. Intermediación	408.288	1.540.589	1.675.436	2.017.674	1.290.469	1.731.462	
Margin de Contribución	422.411	2.026.506	2.381.260	2.909.058	1.864.653	2.041.354	

Costo de Administración	-406.342	-2.114.154	-2.072.823	-2.669.080	-1.793.255	-2.398.569
Resultado Operacional	16.069	-87.648	308.437	239.978	71.398	-357.215
Resultado de Inversión	69.575	163.547	637.091	712.134	645.315	368.491
Resultado Final	388.230	1.160.589	1.989.467	2.047.349	1.505.687	899.420
Retención	14,66%	15,93%	18,68%	18,96%	19,77%	20,06%
Siniestros Neto / Pr. Retenida	-77%	-49%	-47%	-44%	-49%	-69%
R. Intermediación / Pr. Directa	20%	18%	17%	17%	16%	17%
C. Administración / Pr. Directa	-20%	-25%	-21%	-22%	-22%	-24%
Margen / Prima Retenida	140%	150%	132%	127%	118%	100%
Resultado Final / Pr. Directa	19%	14%	21%	17%	19%	9%

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Compañía de Seguros Crédito Continental S.A. (*Continental Crédito*) es una sociedad, según datos a septiembre de 2008, orientada en más de un 86% a la comercialización de seguros de créditos (59% en ventas a plazo y 27% en créditos a las exportaciones) y en 14% 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 cuatro 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 100% al *Grupo Atradius*, conglomerado de reconocida solvencia y prestigio internacional, cuyos accionistas principales son Swiss Re, Seguros Catalana Occidente, Crédito y Caución, y Deutsche Bank.

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

- Fuerte presencia en sus mercados relevantes;
- Calidad y capacidad de su política de reaseguro;
- Resultados técnicos elevados;
- Adecuado stock de pólizas (dado el tamaño del sector);
- 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, el contar con un directorio activo y comprometido con el desarrollo de la sociedad y 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 31 mil en septiembre de 2008), 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.

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).

La perspectiva de la clasificación en el corto plazo se califica “*Estable*¹”, 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 2008

El primaje directo de la compañía a septiembre de 2008 alcanzó los \$10.201 millones (casi US\$17 millones) y representó un incremento nominal de 27% 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 22% con respecto a septiembre de 2007. Sin perjuicio de lo anterior, si a la prima directa se le agregan los flujos provenientes de “Otros Ingresos”², esta partida aumenta a \$12.104.

Por su parte, la prima retenida ascendió a \$2.046 millones, implicando un aumento nominal del 29% en comparación con septiembre de 2007 y una retención sobre la prima directa de 20% (19% en el tercer trimestre de 2007).

En términos de pólizas emitidas, se observa una disminución nominal de 16,81% en relación con los tres primeros trimestres de 2007 (7.946 en septiembre de 2008 y 9.552 en septiembre de 2007), de las cuales el 99% corresponden a los seguros de garantía. Por su parte, el stock de pólizas vigentes asciende a 11.262 pólizas (6,2% menos que en septiembre de 2007) y se distribuye sobre una masa cercana a los 31.452 asegurados.

En cuanto a los costos por siniestros, éstos sumaron \$8.047 millones en términos directos y \$1.406 millones en términos netos. En relación con septiembre de 2007, estos valores implicaron un incremento nominal de 81% y 118%, respectivamente. Por su parte, la siniestralidad global de la compañía ascendió a 74% (durante los tres primeros trimestres de 2007 alcanzó un indicador de 53%).

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

² Corresponde al cobro que realiza a los clientes por concepto de la evaluación crediticia de su cartera de asegurados.

Los costos de administración ascendieron a \$2.398 millones, experimentando un aumento nominal de 33% en comparación con igual fecha del año anterior y una relación sobre la prima directa de 24% (22% en septiembre de 2007). En tanto, el gasto combinado ascendió a \$3.296 millones, cifra que representa 32% de la prima directa, mostrando un aumento de 31% comparado con el tercer trimestre de 2007.

A su vez, a septiembre de 2008 el producto de inversiones fue de \$368 millones, cifra que se compara desfavorablemente con la utilidad de \$645 millones obtenida en igual período del año anterior. La disminución en el producto de inversiones se explica principalmente por el menor rendimiento que alcanzó la cartera de acciones.

Con todo, la compañía obtuvo un margen de contribución de \$2.041 millones (9,5% más que en septiembre de 2007) y un resultado final de \$899 millones, cifra que se compara desfavorablemente con la utilidad de \$1.505 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 2008, medido en términos de prima directa, la compañía presenta una cuota de mercado de 49% en los seguros de créditos (individualmente, alcanza el un participación de 52% en los seguros de ventas a plazo y 44% en los seguros de exportación) y de 23% en los seguros de garantía.

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 porfolio cuenta entre otros con Swiss Reinsurance (Suiza), Hannover (Alemania) y Atradius Re (Bélgica).

Resultados de la Compañía: Continental Crédito presenta en los últimos años un rendimiento promedio, medido sobre la base de los resultados técnicos³, considerado como elevado (142%), cifra que además ha mostrado una volatilidad considerada como moderada (coeficiente de variación de 12%).

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 11.262 pólizas vigentes en septiembre de 2008. Asimismo, en términos de masa de asegurados, durante el mismo período la cartera se incrementa de alrededor de 7 mil a cerca de 31 mil asegurados. En la práctica, este hecho ha implicado que

³ Se calcula como la relación entre el margen técnico y los ingresos de explotación.

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 2008.

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 el 4,4% de la cartera; no obstante, sus capitales asegurados se distribuyen sobre una base aproximada de 50 sujetos de riesgo mayores y aproximadamente 200 sujetos de riesgo menores. En tanto, los seguros de garantía se distribuyen sobre la base de 11.262 pólizas, los cuales presentan una relación de capitales asegurados promedio sobre patrimonio del orden de 0,24%.

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 atenúa en forma más significativa los riesgos sectoriales, lo que hace que la compañía sea altamente dependiente de sus posibilidades de reaseguros.

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", a 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 59%, crédito a la exportación 27% y garantía 14%), 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 86% de las ventas de la compañía) solo existan cuatro 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 (27% 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 2008 ésta pertenece en 50,01% 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 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

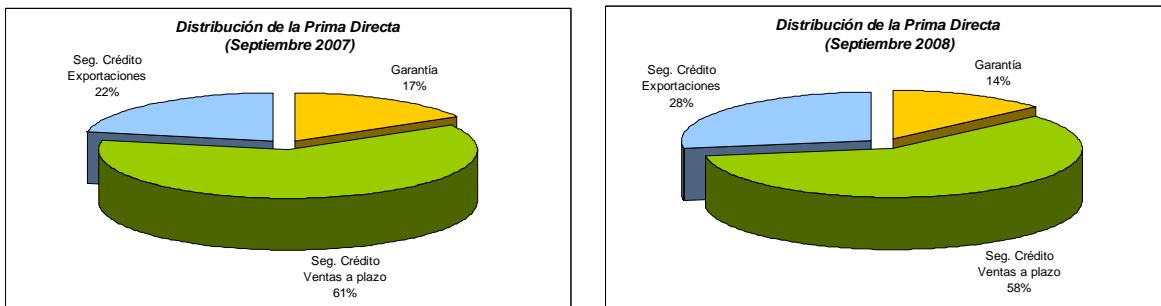
Los seguros de créditos destacan por ser un tipo de pólizas que sólo pueden ser emitidas exclusivamente por sociedades de giro específico, característica que reduce la oferta del mercado a sólo cuatro compañías y en donde *Continental Crédito* sostenidamente mantiene el liderazgo con una participación de mercado total en seguros de créditos, a septiembre de 2008, de 49% (en términos individuales, el primer lugar con 52% en ventas a plazo y el segundo lugar con 44% 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 2008, *Continental Crédito* alcanza también una posición de liderazgo con una participación relativa de mercado de 22%, cifra que lo ubica en el tercer 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 masivos⁴ (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 2008 y septiembre de 2007.

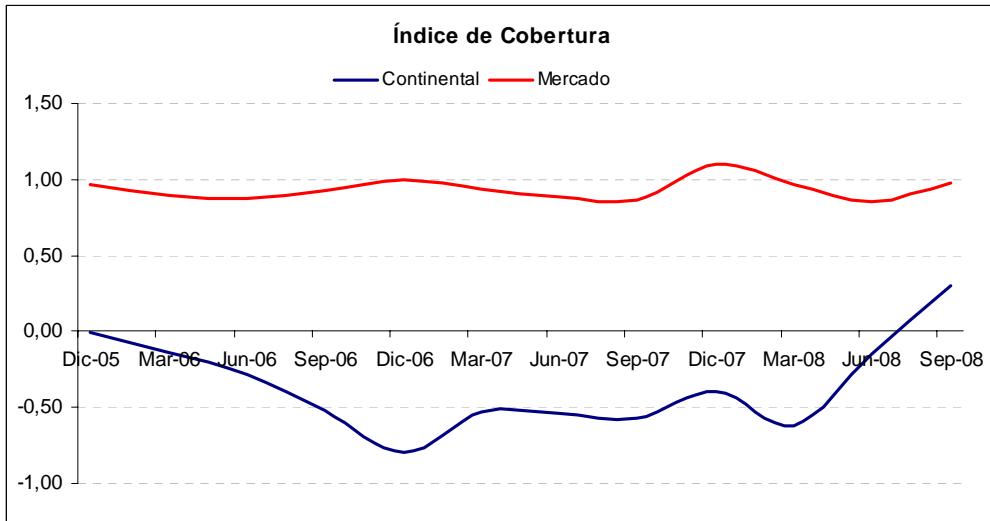
⁴ Humphreys, como regla general y exceptuando casos específicos, clasifica como Grandes Riesgos a aquellos ramos cuya relación entre el capital asegurado y el número de pólizas vigentes supera el 5% del patrimonio de la sociedad. En todo caso, es importante considerar que dentro de estos ramos es posible 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 -0,34 veces. Este nivel se considera reducido y se ha mantenido relativamente estable a través del tiempo⁵. 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.

Generación de Caja

La compañía a partir del año 2003 ha presentado flujos netos positivos⁶ (excepto el último periodo), 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 2008 la compañía obtiene un flujo neto de operaciones en

⁵ 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).

⁶ Este indicador se estima en función de los ingresos y egresos operacionales.

torno a los - \$268 millones y se incrementa a \$1.354 millones si se consideran como flujo los ingresos provenientes de “Otros Ingresos” (a septiembre de 2007 ascendió a \$1.573 millones).

La generación de flujos se concentra principalmente en la suscripción de riesgos (52%), mientras que el apoyo de reaseguro⁷ representa en torno al 47% de los flujos.

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 42% de sus egresos. En tanto, los costos por siniestros representan alrededor del 40% de los desembolsos, mientras que la importancia relativa de los gastos combinados⁸ alcanza cerca del 17% de sus egresos.

Flujos (M\$)	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Sep-08
Venta Total	6.224.107	7.365.248	8.496.161	9.673.787	12.143.119	10.482.218
Venta Directa	636.253	959.189	1.405.067	1.406.817	1.527.469	1.195.213
Venta Intermediarios	5.587.371	6.406.059	7.091.094	8.266.970	10.510.850	9.006.497
Prima Aceptada	483	0	0	0	104.800	280.508
Apoyo de Reaseguro	4.296.177	3.777.920	6.279.090	5.778.973	7.481.515	9.271.571
Siniestros Cedidos	2.630.505	1.809.426	4.049.791	3.303.344	4.443.038	6.641.728
Reaseguro Cedido	1.665.672	1.968.494	2.229.299	2.475.629	3.038.477	2.629.843
Total Ingresos	10.520.284	11.143.168	14.775.251	15.452.760	19.624.634	19.753.789
Costo de Siniestros	-3.080.914	-2.239.743	-4.709.532	-4.144.904	-5.454.837	-8.047.777
Siniestros Directos	-3.080.914	-2.239.743	-4.709.532	-4.144.904	-5.454.837	-8.047.777
Siniestros Aceptados	0	0	0	0	0	0
Reaseguro Aceptado	0	0	0	0	0	0
Costo Reaseguros	-5.235.025	-6.315.971	-7.261.643	-8.027.859	-10.022.023	-8.677.600
Prima Cedida	-5.087.659	-6.180.355	-7.142.487	-7.867.163	-9.861.190	-8.435.814
Exceso de Pérdidas	-147.366	-135.616	-119.156	-160.696	-160.833	-241.786
Gastos + Intermediación	-1.901.010	-2.366.498	-2.802.864	-2.873.016	-3.689.883	-3.296.950
Intermediación Directa	-531.418	-613.935	-688.710	-800.193	-1.020.803	-898.381
Costo de Administración	-1.369.592	-1.752.563	-2.114.154	-2.072.823	-2.669.080	-2.398.569
Total Egresos	-10.216.949	-10.922.212	-14.774.039	-15.045.779	-19.166.743	-20.022.327
Flujos Netos	303.335	220.956	1.212	406.981	457.891	-268.538
Otros Ingresos	1.203.694	1.152.505	1.372.467	1.500.085	2.008.832	1.622.702
Flujo Neto + Otros Ingresos	1.507.029	1.373.461	1.373.679	1.907.066	2.466.723	1.354.164

Principales Fuentes (%)	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06
Ingresos						
Venta Directa	6,05%	8,61%	9,51%	9,10%	7,78%	6,05%
Venta Intermediarios	53,11%	57,49%	47,99%	53,50%	53,56%	45,59%
Siniestros Cedidos	25,00%	16,24%	27,41%	21,38%	22,64%	33,62%
Reaseguro Cedido	15,83%	17,67%	15,09%	16,02%	15,48%	13,31%
Otros Ingresos						
Egresos						

⁷ Corresponde a la suma entre los siniestros cedidos y las comisiones por reaseguro.

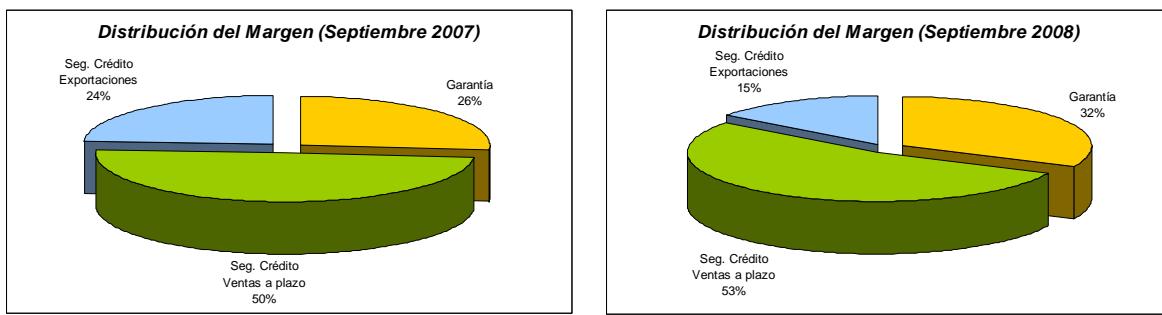
⁸ Corresponde a la relación entre la suma de los gastos de administración e intermediación directa sobre el primaje directo de la compañía.

Prima Cedida	49,80%	56,59%	48,34%	52,29%	51,45%	42,13%
Siniestros Directos	30,15%	20,51%	31,88%	27,55%	28,46%	40,19%
Intermediación Directa	5,20%	5,62%	4,66%	5,32%	5,33%	4,49%
Costo de Administración	13,41%	16,05%	14,31%	13,78%	13,93%	11,98%

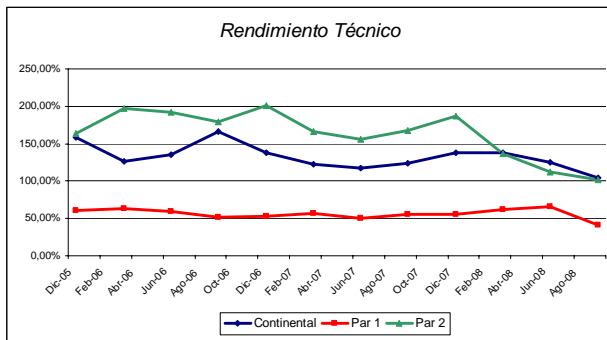
Rendimiento Técnico

A septiembre de 2007, la contribución por ramo al margen de la compañía se distribuye en 53% para las ventas a plazo, 32% para los seguros de garantías y 15% para el crédito a la exportación. En términos relativos, durante el mismo período el margen de la compañía representa el 85% de los gastos de administración de la compañía, cifra que se compara desfavorablemente con el 104% que alcanzaba durante septiembre de 2007.

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



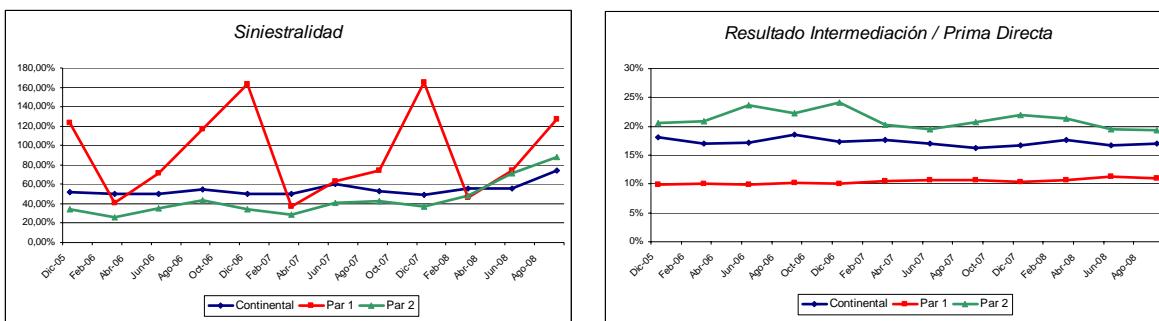
El rendimiento técnico promedio de la cartera total de productos, sostenidamente presenta indicadores considerados como elevados (resultado técnico promedio asciende a 139%) y con un comportamiento considerado comparativamente como estable a través del tiempo (sobre la base de un coeficiente de variación del 15%). En relación con su mercado relevante, la compañía exhibe un rendimiento técnico adecuado y su volatilidad alcanza niveles considerados como aceptables.



La siniestralidad⁹ de la cartera, medida retenida promedio de los últimos cinco años se sitúa en torno al 55%, cifra que se sitúa en niveles inferiores en comparación con los niveles que presenta su industria relevante (58%). Por su parte, el resultado de intermediación sostenidamente se ha mantenido en niveles positivos y en

⁹ Se calcula como la relación entre los costos netos de siniestros y la prima retenida.

promedio representa en torno al 17% de la prima directa (su industria relevante también alcanza un indicador de 17%).



Por otro lado, a la fecha de clasificación la compañía presenta un *stock* en torno a las 11 mil pólizas vigentes, las se distribuyen sobre una masa cercana a los 31 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 el 100% 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.