



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Reseña anual

Analista

Paulina Medina C.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

[paulina.medina@humphreys.cl](mailto:paulina.medina@humphreys.cl)

**Compañía de Seguros  
de Crédito Continental S.A.**

Diciembre 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

### Categoría de riesgo

Tipo de instrumento	Categoría
Pólizas	AA-
Tendencia	Estable
Estados Financieros Base	Septiembre 2011

(Cifras en M\$ Sep 2011) <sup>1</sup>	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Sep-11
Inversiones	12.850.696	14.545.342	13.308.604	17.935.822	19.123.238
Deudores por Primas	2.938.705	2.496.894	2.832.053	3.353.286	2.261.360
Deudores por Reaseguros	1.313.692	3.866.195	4.083.065	2.616.919	2.530.789
Otros Activos	1.150.253	1.603.183	1.660.272	1.895.782	1.649.261
Total Activos	18.253.345	22.511.614	21.883.994	25.801.809	25.564.648
Reservas Técnicas	4.967.339	7.563.284	6.528.504	6.086.646	5.481.316
Obligaciones Financiera	0	0	0	0	0
Otros Pasivos	1.660.567	2.416.610	1.698.301	2.643.134	1.750.093
Patrimonio	11.625.439	12.531.720	13.657.189	17.072.028	18.333.239

(Cifras en M\$ Sep 2011)	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Sep-11
Ingresos por primas devengas	2.728.612	3.068.676	3.548.937	3.798.683	2.707.236
Prima Directa	13.477.045	15.974.588	16.871.677	19.556.891	15.305.028
Prima Cedida	-11.039.723	-12.989.894	-13.498.067	-15.854.079	-12.597.792
Prima Retenida Neta	2.554.647	3.326.077	3.398.657	3.702.812	2.870.768
Siniestros Netos	-1.132.721	-2.177.564	-3.564.503	-1.566.825	-1.452.698
Siniestros Directos	-6.106.757	-14.174.289	-16.701.343	-8.374.220	-7.681.185
R. Intermediación	2.258.811	2.647.692	2.789.049	3.089.636	2.458.829
<b>Margen de Contribución</b>	<b>3.256.726</b>	<b>2.986.667</b>	<b>1.902.943</b>	<b>4.898.267</b>	<b>3.317.847</b>
Costo de Administración	-2.988.068	-3.426.170	-3.619.779	-4.422.275	-3.579.488
<b>Resultado Operacional</b>	<b>268.658</b>	<b>-439.503</b>	<b>-1.716.837</b>	<b>475.992</b>	<b>-261.641</b>
Resultado de Inversión	797.243	8.547	730.772	868.951	46.303
<b>Resultado Final</b>	<b>2.292.032</b>	<b>941.972</b>	<b>1.474.089</b>	<b>3.580.074</b>	<b>2.130.903</b>

<sup>1</sup> Estados financieros individuales, preparados de acuerdo con normas e instrucciones impartidas por la Superintendencia de Valores y Seguros. Filiales nacionales y extranjeras están registradas en el balance general como Acciones Sociedades Anónimas Cerradas e Inversiones en el extranjero respectivamente (no se consolidan cuenta a cuenta). Los indicadores de este informe se basan en estos estados financieros.

**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 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.

Sus operaciones se originan en los ramos de garantía, seguros de crédito a la exportación y ventas a plazo. A diciembre de 2010 la empresa alcanzó un primaje anual de US\$ 41,7 millones, en tanto que septiembre de 2011 acumulaba una venta de US\$ 29,7 millones. En sus últimos estados financieros presentaba US\$ 10,6 millones en reservas, US\$ 35 millones de patrimonio y una relación de pasivo exigible de 0,39 veces.

La clasificación de riesgo de los contratos de seguros en “Categoría AA-” se fundamenta en el liderazgo alcanzado en el mercado en el que participa, en la adecuada política de reaseguro dado el volumen de actividad que posee y en la fortaleza patrimonial que lo caracteriza. La política de reaseguro se traduce en una alta tasa de cesión de prima hacia entidades de alta solvencia, a través de un portafolio diversificado de reaseguradores. Se reconoce además, 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 reconoce que junto con entregar conocimiento y experiencia al negocio, ha estado dispuesto a participar en los aportes de capital necesarios para financiar sus proyecciones en el pasado.

Adicionalmente, se destaca el bajo endeudamiento que presenta la aseguradora, el cual sostenidamente se ha mantenido en niveles inferiores al promedio de la industria de seguros generales (incluye aseguradoras de crédito y seguros generales). Sin embargo, la calificación se ve debilitada por la concentración de su cartera de productos, que resulta 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, limitando sus posibilidades de acceder a negocios complementarios. De esta forma, 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. Por otra parte, se valora el tamaño acotado del nicho de seguros de garantías y crédito en relación a la industria de seguros generales, lo que limita sus posibilidades de crecimiento y favorece que la competencia se intensifique en la medida que ingresen nuevos actores o el mercado alcance mayor madurez, situaciones que se han ido materializando en el último tiempo. Otro factor de relevancia dice relación con el menor desarrollo operacional que presenta en comparación con otras sociedades de categorías similares (no obstante, se reconocen los avances alcanzados en estas materias).

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.

## 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 que pertenece o en la economía.

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

## Hechos Recientes

El 17 de Octubre de 2011 se eligió como nuevo presidente del directorio al Sr. Vicente de la Fuente Montané, producto del fallecimiento de su antecesor, Don Miguel Ángel Poduje Sapiain. Además, el directorio procedió a nombrar a Sr. Paulo Halpern Montecinos como nuevo director.

## Oportunidades y Fortalezas

**Fuerte presencia en los mercados relevantes:** La compañía de manera sostenida ha logrado una posición de liderazgo en los segmentos en que participa (participación de 62% en los seguros de ventas a plazo y 39% en los seguros de exportación y de 21% en los seguros de garantía). Como atenuante de esta fortaleza se aprecia que la empresa presenta una baja escala en relación la industria de seguros de no vida (en torno al 1%) y que la reciente entrada de nuevos actores al segmento de crédito podría mermar parte de su posicionamiento.

**Política de reaseguro:** La compañía se caracteriza por contar con una estructura de contratos de reaseguro acorde a con su nivel de actividad y capacidad patrimonial. En la práctica, se observa una tasa de cesión de prima cercana al 80% hacia entidades de alta solvencia en escala global. Su estructura de contratos de reaseguros le permite, además, contar con coberturas donde su exposición máxima por evento asciende a US\$ 500 mil, cifra que representa en torno al 2% de su patrimonio contable. 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 Atradius Re (Bélgica), Munchener Re y Swiss Re (Suiza).

**Resultados técnicos y finales:** **Continental Crédito** presenta un desempeño elevado en términos de rendimiento técnicos respecto a lo habitualmente observado en la industria de seguros de no vida, con un promedio durante los últimos tres años (2008-2010) de 100%, indicador que recoge el alza de la siniestralidad

durante 2008 y 2009. A septiembre de 2011, el resultado técnico alcanzaba el 110%. Por otra parte, se reconoce favorablemente el sostenido logro de resultados finales positivos.

**Stock de pólizas:** La empresa cuenta con un amplio volumen de pólizas y unidades aseguradas (más de 47.000 ítems vigentes a septiembre de 2011) y una baja exposición de su patrimonio ante ítems particulares (menor al 1% del patrimonio). Esta situación se complementa con la alta calidad de los principales deudores que subyacen al negocio de seguros de crédito por ventas a plazo y la cobertura ante siniestros individuales que entrega su estructura de reaseguros.

**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 "A-" a escala global, con tendencia negativa, tanto en solvencia como en fortaleza financiera. Adicionalmente, se valora que el grupo Atradius haya participado activamente en todos los aumentos de capitales realizados por **Continental Crédito** desde que inició su participación en la propiedad de la empresa. El nuestra opinión, esto refleja de alguna manera la apreciación positiva que tiene de las proyecciones de la compañía local y concretiza su apoyo estratégico.

**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 alcanza 0,39 veces (0,51 veces como promedio de los últimos doce trimestres, contra 2,8 veces de la industria de no vida).

## 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, resultando de ello una elevada dependencia de sus resultados a cualquier variable exógena que pudiese afectar a dichos segmentos de mercado (guerra de precio o cambios legislativos por ejemplo).

**Tamaño de la industria:** La comparación entre el primaje de las compañías de garantía y crédito y el de la industria de no vida, evidencia que se trata de un mercado reducido en términos relativos (a diciembre de 2010 y septiembre de 2011 el segmento de garantías y crédito representa un 2,4% y 2,3% de la prima de seguros generales<sup>2</sup> respectivamente). En opinión de **Humphreys**, esta situación hace más vulnerable al sector frente al ingreso de nuevos partícipes al negocio y además dificulta el acceso a economías de escala (que siempre favorecen la inversión recurrente en plataformas administrativas y tecnológicas que contribuyen a aumentar en forma continua el control de los riesgos). El reducido tamaño del mercado favorece, además, que la competencia se centre en la variable precio, en la medida que ingresen nuevos actores.

<sup>2</sup> Se considera la prima en relación al conjunto de las compañías de seguros generales y de garantía y crédito.

**Operaciones:** 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.

**Proveedores de información:** Dado el tipo de negocio, la compañía depende fuertemente de la oferta de información relevante que existe 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 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). Como atenuante, se reconoce el aporte del grupo Atradius como proveedor de información en mercados extranjeros.

## 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 2011 **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 Swiss Re, Crédito y Caución, Seguros Catalana Occidente y Deutsche Bank. Atradius Re, reaseguradora del grupo, clasifica en A- en escala global, con tendencia negativa, tanto en solvencia como en fortaleza financiera.

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.<sup>3</sup>

### Cartera de productos

La sociedad se enfoca en tres líneas de productos los cuales corresponden a seguros por ventas a plazo, cobertura por crédito a exportaciones y pólizas de garantía; concentra sus ventas en el segmento de seguros por ventas a plazo posicionándose como líder del sector, con una participación de 62% en un mercado en

<sup>3</sup> Las filiales nacionales y extranjeras se consideran como inversiones en los estados financieros utilizados como base para este informe.

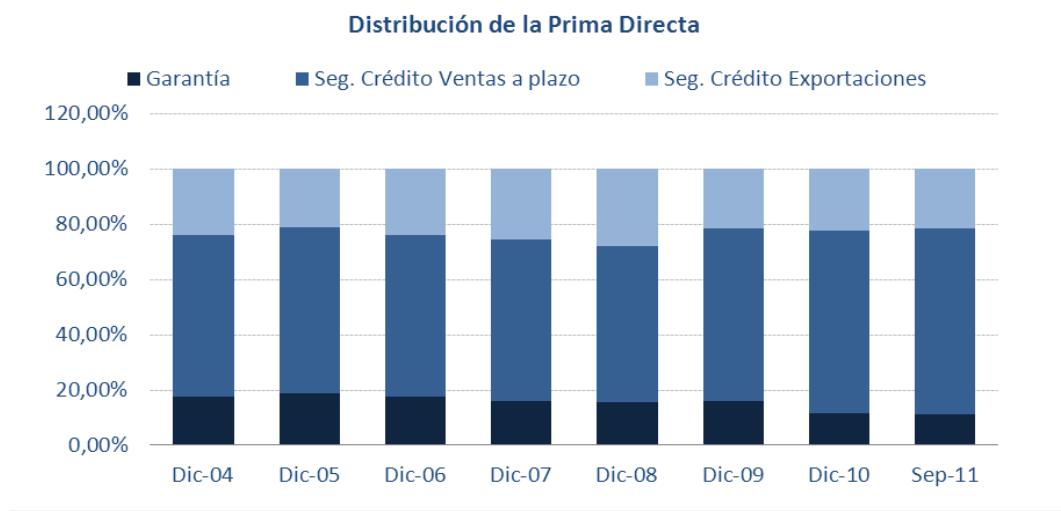
donde compite con otras cinco compañías de giro exclusivo. Esta línea de negocio representa el 67% del total de ventas de la sociedad.

La cobertura por crédito a las exportaciones representa la segunda línea de negocio con mayor importancia dentro de sus ventas totales, alcanzando un 21% del total de la prima directa. Su participación de mercado ha tenido una leve caída en lo que va del año, siendo el segundo actor con una presencia del 39% de la industria.

La empresa también se encuentra presente en el segmento de pólizas de garantías, con una participación de mercado de 21% siendo la líder del rubro, pese a competir, potencialmente, con todos los actores de la industria de seguros generales. Además, este producto compite con las boletas bancarias, las cuales poseen amplia difusión en el mercado nacional. Por otra parte, no participan en el negocio de fidelidad.

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 distribuye en distintas regiones del país.

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



## Capitales Asegurados

A septiembre de 2011 la compañía presentaba capitales asegurados brutos por US\$ 4.900 millones, concentrados en coberturas por ventas a plazo. Sobre estos montos la compañía exhibía una retención de 14,6%.

En este tipo de compañías los niveles de riesgo asumidos dependen, en gran parte, de la calidad crediticia de los deudores cubiertos por las pólizas emitidas. En ese sentido, se observa que los principales deudores subyacentes a las pólizas emitidas cuentan con una buena calidad de solvencia. Por otra parte, también se reconoce que cada ítem asegurado expone un monto que en promedio representa menos del 1% de su patrimonio (antes y después de los reaseguros), lo que acota la exposición a ítems individuales (sin perjuicio de que distintas ítems puedan converger a un mismo deudor).

A septiembre de 2011, la empresa presentaba cerca de 47 mil ítems vigentes, y más de 3.000 en cada uno de sus productos.

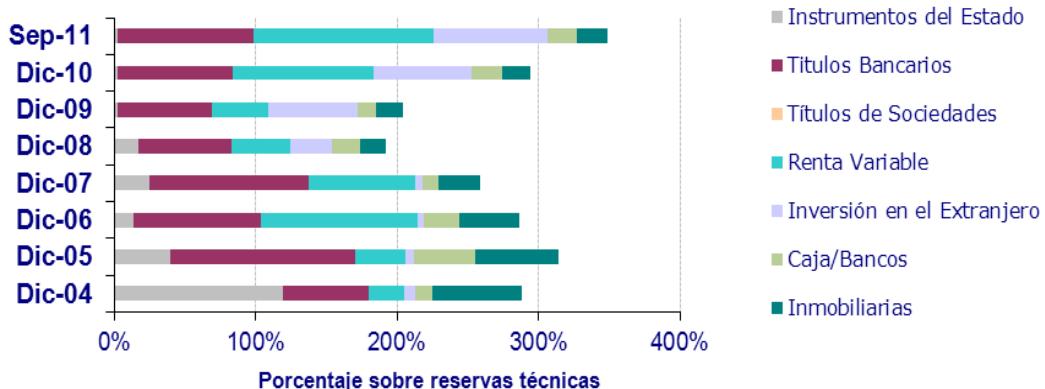
## Reaseguros

Según datos de septiembre de 2011, la empresa cede la totalidad de su prima a través del corredor Aon Group Ltd. A través de este agente, la aseguradora mantiene un contrato de cuota parte en que participan, principalmente, Atradius Re y Munich Re (A- escala global), para el caso de crédito. En lo que respecta a garantía, los principales reaseguradores detrás del contrato de cuota parte son Atradius Re, Munich Re, XL Re (A, escala global) y R & V Versicherung AG (A+, escala global). En forma adicional, la compañía cuenta con un contrato de exceso de pérdida, también con reaseguradores de alta solvencia, que limita la exposición de su patrimonio a siniestros particulares a US\$ 500 mil (2% de su patrimonio actual).

## Inversiones

**Continental Crédito** registra una elevada cobertura de sus reservas técnicas en relación a la industria de no vida (incluye seguros generales y garantías y crédito). A septiembre de 2011 el porcentaje de inversiones sobre reservas técnicas alcanza un 349%. La cartera global de inversiones se concentra en títulos bancarios, renta variable (incluye participación en sociedades relacionadas), e inversiones en el extranjero (incluye participación en sociedades relacionadas).

## Cobertura de Reservas Técnicas



## Generación de caja

Durante 2010 la generación de flujos operacionales se concentró en la suscripción de riesgos con un 63% del total de ingresos, mientras que el apoyo de reaseguro representó un 37% del total de ingresos.

A septiembre de 2011 la suscripción de pólizas representa el 61% del total de ingresos mostrando una leve baja en su importancia en la generación de flujos operacionales, mientras que el apoyo de reaseguro representó el 39% del total de ingresos.

Durante 2010 los costos de reaseguro representaron la partida más importante dentro de los egresos, con un 51% de éstos, seguido por costos de siniestros con un 27% y un 20% correspondiente a gastos combinados.

En lo que va de 2011, los egresos operacionales se concentran en costos de siniestros, costos de reaseguro y gastos combinados, los cuales representan un 30%, 51% y 19% respectivamente, del total de egresos.

La compañía destaca por presentar una alta proporción de ingresos recurrentes que se contabilizan como no operacionales y que, en la práctica, equivalen en torno al 10% de los ingresos operacionales según los datos de los últimos cinco años, permitiendo que la empresa registre sostenidamente un flujo de caja estimado positivo. En el siguiente cuadro se presenta la generación de caja de la compañía para los últimos períodos:

Flujos (M\$)	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Sep-11
Venta Total	12.143.119	15.869.442	16.061.979	19.063.312	15.468.560
Venta Directa	1.527.469	2.118.305	2.931.607	2.626.466	2.019.491
Venta Intermediarios	10.510.850	13.419.097	13.106.562	16.436.846	13.285.537
Prima Aceptada	104.800	332.040	23.810	0	163.532
Apoyo de Reaseguro	7.481.515	15.579.246	16.421.724	11.262.375	9.991.744
Siniestros Cedidos	4.443.038	11.668.404	12.487.843	6.635.590	6.228.487
Reaseguro Cedido	3.038.477	3.910.842	3.933.881	4.626.785	3.763.257
<b>Total Ingresos</b>	<b>19.624.634</b>	<b>31.448.688</b>	<b>32.483.703</b>	<b>30.325.687</b>	<b>25.460.304</b>
Costo de Siniestros	-5.454.837	-13.786.373	-15.876.250	-8.162.871	-7.681.185
Siniestros Directos	-5.454.837	-13.786.373	-15.876.250	-8.162.871	-7.681.185
Siniestros Aceptados	0	0	0	0	0
Reaseguro Aceptado	0	0	0	0	0
Costo Reaseguros	-10.022.023	-13.006.559	-13.268.842	-15.862.769	-13.296.163
Prima Cedida	-9.861.190	-12.634.392	-12.831.225	-15.453.952	-12.597.792
Exceso de Pérdidas	-160.833	-372.167	-437.617	-408.817	-698.371
Gastos + Intermediación	-3.689.883	-4.668.015	-4.723.571	-5.925.791	-4.883.916
Intermediación Directa	-1.020.803	-1.335.611	-1.282.619	-1.615.126	-1.304.428
Costo de Administración	-2.669.080	-3.332.404	-3.440.952	-4.310.665	-3.579.488
<b>Total Egresos</b>	<b>-19.166.743</b>	<b>-31.460.947</b>	<b>-33.868.663</b>	<b>-29.951.431</b>	<b>-25.861.264</b>
<b>Flujos Netos</b>	<b>457.891</b>	<b>-12.259</b>	<b>-1.384.960</b>	<b>374.256</b>	<b>-400.960</b>
Otros Ingresos	2.008.832	2.478.059	2.976.300	3.364.235	2.538.122
<b>Flujo Neto + Otros Ingresos</b>	<b>2.466.723</b>	<b>2.465.800</b>	<b>1.591.340</b>	<b>3.738.491</b>	<b>2.137.162</b>

## Análisis Financiero

### Evolución del primaje

Durante los últimos cinco años, la compañía ha presentado sostenidas tasas de crecimiento en términos reales, las que en promedio alcanzan el 18% anual<sup>4</sup>. La retención del primaje generado durante el periodo analizado ha fluctuado de manera estable en torno al 23%.

<sup>4</sup> Crecimiento según tasa compuesta.



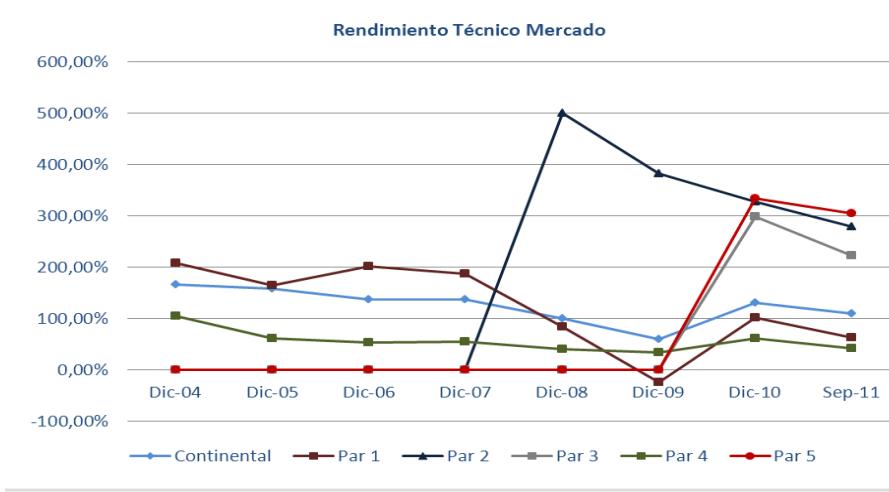
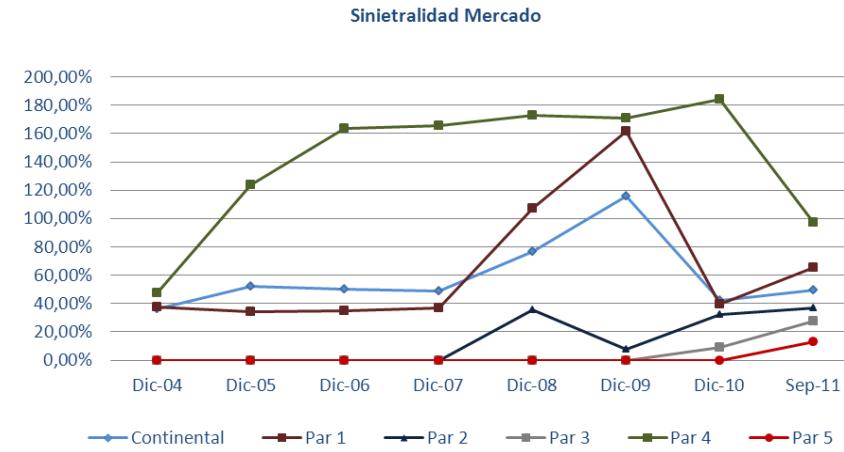
## Rendimiento técnico<sup>5</sup> y siniestralidad<sup>6</sup>

La siniestralidad mostrada por **Continental** es menor a la de sus competidores promediando los últimos cinco años 66,72%; sin embargo, el comportamiento de ésta ha estado fuertemente ligado al desempeño de la economía, observándose una importante alza del indicador durante el 2008 y 2009, debido al deterioro de la actividad económica. A septiembre de 2011 la siniestralidad retenida fue de 49,3%.

Pese al deterioro de la siniestralidad durante 2008 y 2009, su rendimiento técnico se mantiene en niveles considerados elevados en relación al mercado de seguros generales, con un promedio los últimos cinco años (2006-2010) del 113%. Esto se explica en gran parte por la alta tasa de cesión de prima hacia los reaseguradores, lo que se traduce en un resultado de intermediación positivo y de gran importancia sobre el margen de contribución generado. A septiembre de 2011, el resultado técnico alcanzaba el 110%.

<sup>5</sup> El rendimiento técnico de las compañías de seguros es calculado con el margen de contribución del periodo sobre el ingreso de explotación.

<sup>6</sup> El indicador de siniestralidad es calculado como costo de siniestro sobre prima retenida neta ganada.



## Margen y gastos

**Continental Crédito** presenta una proporción de resultado de intermediación sobre prima muy superior al mercado de seguros de no vida, debido a la alta tasa de cesión de prima a los reaseguradores. En paralelo, sus gastos de administración sobre ventas presentan un comportamiento similar al mercado. Los gastos combinados (administración e intermediación directa) son menores a los del mercado, durante el 2010 y lo que va del presente año los gastos combinados se han reducido respecto a años anteriores producto de que ha aumentado el pago por reaseguro. Durante 2008 y 2009 la empresa presentó un resultado operacional negativo, y muy bajo durante el 2010, pero superior al de la industria (no considera el efecto positivo de ingresos no operacionales, que se consideran recurrentes). Su resultado final (el cual incorpora ingresos no operacionales) es sostenidamente positivo, en una proporción muy superior al mercado y menos volátil.

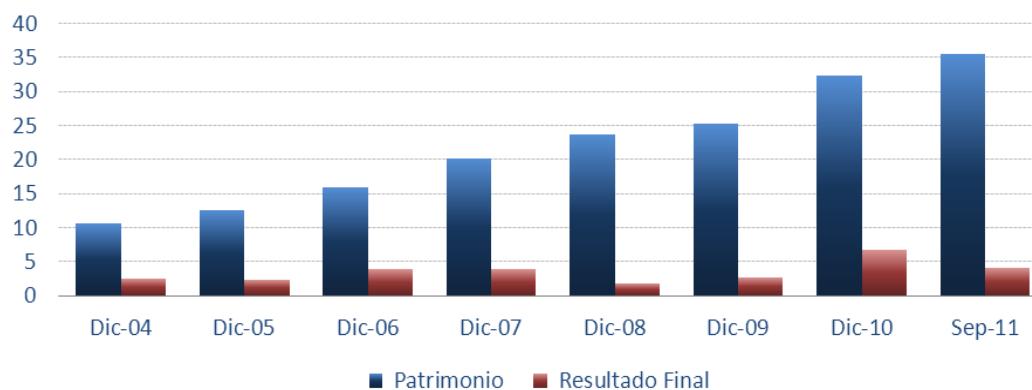
Indicadores Continental	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Sep-11
R. intermediación / Prima Directa	17%	17%	17%	16%	16%
Gasto Ad./ Prima Directa	22%	21%	21%	23%	23%
Gasto Ad. / Margen Contribución	92%	115%	190%	90%	108%
Margen Cont / Prima Directa <sup>7</sup>	24%	19%	11%	25%	22%
Gastos Combinados / Prima Directa	27%	29%	28%	14%	16%
Result. Op. / Prima Directa	2%	-3%	-10%	2%	-2%
Result. Final/ Prima Directa	17%	6%	9%	18%	14%

Indicadores Mercado	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Sep-11
R. intermediación / Prima Directa	-2%	-2%	-3%	-2%	-2%
Gasto Ad./ Prima Directa	22%	21%	22%	20%	19%
Gasto Ad. / Margen Contribución	98%	93%	104%	99%	91%
Margen Cont. / Prima Directa	23%	23%	21%	20%	20%
Gastos Combinados / Prima Directa	35%	32%	34%	32%	30%
Result. Op. / Prima Directa	0%	2%	-1%	0%	2%
Result. Final / Prima Directa	1%	1%	2%	1%	3%

## Endeudamiento y posición patrimonial

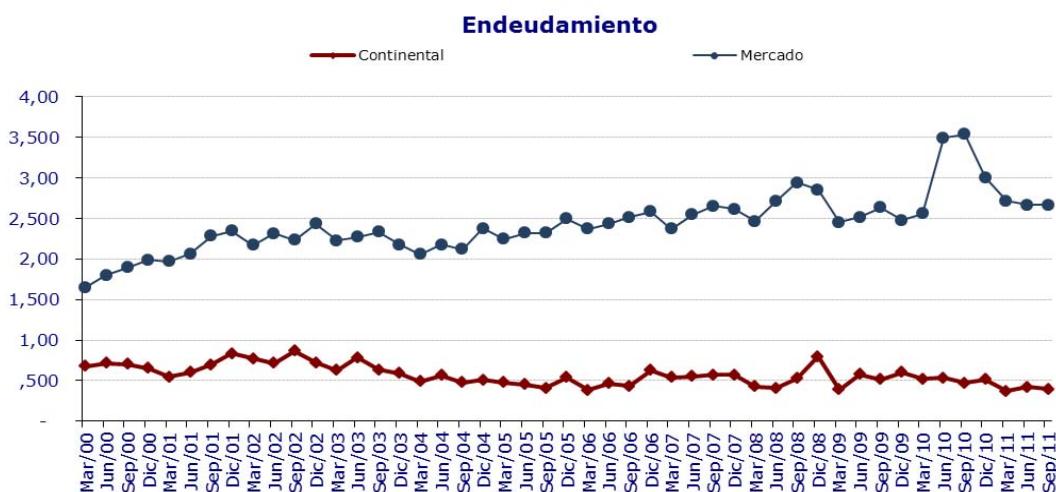
La empresa ha presentado resultados finales sostenidamente positivos, lo cual se ha impactado en un continuo fortalecimiento de su patrimonio.

**Evolución Resultado Final y Patrimonio (MM US\$ al 30 de septiembre 2011)**



Por su parte, el endeudamiento de la compañía se mantiene en niveles bajos y estables en relación con la industria.

<sup>7</sup> Los gastos combinados consideran intermediación directa y gastos de administración.



*"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"*