



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña anual

A n a l i s t a

Bárbara Lobos M.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

barbara.lobos@humphreys.cl

HDI Seguros S.A

Septiembre 2011

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Pólizas	A
Tendencia	<i>Estable</i>
Estados Financieros Base	Junio 2011

(Cifras en M\$ junio 2011)	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Jun-11
Inversiones	9.783.146	10.303.212	10.885.903	12.843.063	12.995.579
Deudores por Primas	9.616.680	9.413.394	7.638.729	6.691.331	6.440.911
Deudores por Reaseguros	872.776	448.460	958.846	1.794.234	916.433
Otros Activos	1.183.368	678.170	916.705	978.867	1.179.497
Total Activos	21.455.970	20.843.235	20.400.183	22.307.495	21.532.420
Reservas Técnicas	11.866.162	11.394.014	11.941.664	13.855.094	13.591.285
Obligaciones Financiera	1.095.644	0	0	0	76.787
Otros Pasivos	1.826.808	1.722.788	1.717.884	1.706.978	1.512.660
Patrimonio	6.667.356	7.726.434	6.740.635	6.745.424	6.351.688

(Cifras en M\$ junio 2011)	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Jun-11
Ingresos por primas devengas	13.402.449	15.147.275	14.588.417	16.664.539	8.456.224
Prima Directa	21.563.317	23.478.609	18.808.909	19.339.467	10.484.283
Prima Cedida	-8.160.717	-8.661.273	-3.425.904	-2.862.436	-1.800.060
Prima Retenida Neta	13.402.600	14.817.336	15.383.005	16.477.031	8.684.223
Siniestros Netos	-5.674.199	-6.823.772	-6.647.321	-8.290.022	-3.903.473
Siniestros Directos	-8.213.607	-10.838.617	-8.749.590	-25.840.678	-4.622.047
R. Intermediación	47.695	-592.941	-2.504.906	-1.529.607	-706.385
Margen de Contribución	7.096.484	7.313.849	4.875.545	5.888.786	2.995.744
Costo de Administración	-5.202.963	-6.191.667	-5.826.918	-6.357.573	-3.185.993
Resultado Operacional	1.893.520	1.122.182	-951.374	-468.787	-190.249
Resultado de Inversión	-21.201	-37.646	416.415	220.429	119.092
Resultado Final	2.017.741	1.137.755	193.015	199.246	-8.087

Opinión

HDI Seguros S.A. (HDI) es una empresa de seguros orientada, principalmente a la venta de pólizas en los segmentos de vehículos, transporte e incendio. La compañía es propiedad en 99,93% de Inversiones HDI Ltda., firma perteneciente al grupo Alemán Talanx, a través de su brazo internacional Talanx International AG.

Durante 2010 la empresa registró primas por US\$ 41 millones, mientras que al primer semestre 2011 su primaje sumó US\$ 22 millones (US\$ 19 millones durante primer semestre 2010), originados en 24% por seguros de vehículos, 22% por incendio y riesgos de la naturaleza y 20% de transporte. A junio de 2011 contaba con reservas por US\$ 29 millones y un patrimonio de US\$ 14 millones, en tanto que su endeudamiento alcanzaba 2,39 veces.

Cabe destacar que las coberturas asociadas a terremoto, riesgos de la naturaleza y terrorismo originaron siniestros directos por \$ 13.641 millones en 2010, de los cuales se traspasó un 97% al reaseguro, sin que existiesen efectos importantes sobre su patrimonio atribuibles al sismo de febrero.

El alza de la clasificación, desde "*Categoría A-*" a "*Categoría A*", responde a la constatación de un apoyo efectivo por parte de su grupo controlador y a la consolidación de cambios organizacionales orientados a mejorar la gestión de riesgos, en línea con la adhesión a los parámetros del conglomerado al que pertenece. Entre las mejoras que se han integrado exitosamente destacan el fortalecimiento de las instancias de reporte interno y hacia la matriz, y de las áreas técnica y de siniestros. Además, se reconoce que su relación con Talanx AG le ha permitido acceder a un importante *know how* en materias de control de riesgos y a un fuerte respaldo financiero.

Otra fortaleza que respalda la clasificación de riesgo de los contratos de seguros de la compañía, en una perspectiva de largo plazo, es el respaldo financiero y *know how* de su controlador, con vasta experiencia en las categorías de *property/casualty* (a través de HDI-Gerling, entre otras filiales) y elevada presencia a nivel global como reasegurador (principalmente a través de Hannover Re (Alemania), clasificada en AA- a escala global). Junto con ello, se destaca el desarrollo de un modelo de negocio orientado a seguros masivos, que se ha reflejado, en la práctica, en una sostenida atomización de los riesgos asumidos sobre su patrimonio.

Complementariamente, se valora de forma positiva la existencia de una política de reaseguros que contribuye a disminuir la exposición patrimonial ante la ocurrencia de siniestros, a través de un adecuado portafolio de contratos proporcionales y no proporcionales. Asimismo, se valoraron los adecuados niveles de solvencia del reaseguro, principalmente de Hannover Re, perteneciente al grupo y clasificado en grado de inversión a escala global.

No obstante, la evaluación recoge, también, que la estructura operativa ha generado una mayor carga de gastos en relación a su volumen de ventas, afectando sus indicadores de eficiencia y la rentabilidad

operacional. Asimismo, reconoce que aunque existen instancias formales de reporte hacia la matriz y se adhiere a políticas del grupo, la gestión de la empresa es de carácter local.

La categoría de riesgo asignada se encuentra contraída, también, por la moderada participación de mercado que presenta la firma (exceptuando los segmentos de fidelidad, transporte y garantía), situación que no favorece su acceso a economías de escala y, por ende, su competitividad dentro de la industria. Además, se consideró la alta concentración de sus márgenes en las coberturas de transporte, fidelidad y garantía, y la dependencia de sus ventas de segmentos que se consideran altamente competitivos y sensibles a las fluctuaciones en el nivel de actividad de la economía local (vehículos, transportes e incendio y riesgos de la naturaleza). De igual forma, se reconoce la alta importancia de sus gastos de administración en relación a su prima respecto de su industria, característica que se ha intensificado durante los últimos tres años y que aportaría mayor volatilidad a sus resultados.

La perspectiva de la clasificación se califica *Estable*, pues no se esperan cambios favorables o desfavorables en las fortalezas que sustentan su clasificación.

En el mediano plazo, la clasificación de riesgo podría nuevamente verse favorecida si la compañía alcanza mayores volúmenes de operación, diversifica sus márgenes, se observan mejoras relevantes en su posición patrimonial, se produce fortalecimiento del apoyo de la matriz.

Por otro lado, para la mantención de la clasificación es necesario que la sociedad mantenga las fortalezas que sustentan la categoría asignada, en especial en relación a la atomización de los riesgos, el apoyo de la matriz y del reaseguro.

Definición de categoría de riesgo

Categoría A

Corresponde a las obligaciones de seguros que presentan una buena capacidad de cumplimiento en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la compañía emisora, en la industria a que pertenece o en la economía.

Hechos recientes

Durante 2010, la compañía incrementó sus ingresos en 3% real respecto del ejercicio 2009, principalmente por una mayor venta en seguros asociados a incendio y riesgos de la naturaleza y en las coberturas de transporte y vehículos, situaciones que se asocian, principalmente, a reactivación de la economía local. En paralelo, sus siniestros directos se triplicaron respecto del ejercicio anterior, como resultado del terremoto que afectó a la zona centro sur del país en febrero. Pese a ello, los costos resultantes de los siniestros relacionados al terremoto fueron traspasados en gran parte hacia sus reaseguradores (los coberturas asociadas a terremoto, riesgos de la naturaleza y terrorismo originaron siniestros directos por \$ 13.641 millones, de los cuales se traspasó un 97% al reaseguro); de todas formas, el costo neto de siniestro se incrementó en 25% real, principalmente por un alza en las coberturas transporte, aunque recogiendo los efectos del terremoto. Para el mismo periodo, el margen de contribución creció en un 21% real.

El año pasado, además, los gastos de administración aumentaron su importancia en relación a la prima directa en relación al ejercicio 2009 (33% contra 31%), en tanto que el resultado operacional se mantuvo negativo, al igual que en 2009, informando una pérdida por \$ 469 millones¹. Las partidas no operacionales, incluyendo un resultado de inversión positivo por \$ 220² millones, le permitieron generar un resultado final positivos por \$ 199 millones³.

Durante el primer semestre de 2011, la empresa incrementó sus ventas en 17% real, por un crecimiento de todos sus segmentos relevantes, aunque con una fuerte influencia de las coberturas asociadas a incendio y riesgos de la naturaleza. Sus siniestros netos (luego de la cesión al reaseguro), cayeron en 11% real, recogiendo la ausencia de eventos asociados al terremoto. El margen de contribución se incrementó 4%, aunque disminuyendo su importancia en relación a al primaje retenido (34% contra 38% para el primer semestre de 2010), mientras que los gastos de administración disminuyeron su importancia respecto a la prima directa (30% contra un 33%). Como resultado de estos efectos, la aseguradora presentó un resultado operacional negativo por \$ 190 millones (pérdida de \$ 44 millones durante el primer semestre de 2010). Las partidas no operacionales fueron insuficientes para revertir este resultado, por lo que se observó un resultado final negativo por \$ 8 millones.

Entre junio de 2010 e igual mes de 2011 el endeudamiento se redujo desde 2,89 a 2,39 veces, principalmente por una disminución de los siniestros por pagar, asociada a la ausencia de la carga que generó el terremoto.

En abril de 2011, en junta de accionistas se aprobó la distribución de dividendos por \$ 195 millones, con cargo a las utilidades acumuladas al ejercicio anterior.

¹ Cifra en pesos de junio de 2011

² Cifra en pesos de junio de 2011

³ Cifra en pesos de junio de 2011

Oportunidades y fortalezas

Apoyo de la matriz: La compañía dispone del respaldo financiero y *know how* presente en Talanx International AG, empresa miembro del grupo alemán Talanx AG y controladora de la compañía. En la práctica, **HDI** exhibe un nivel patrimonial que representa el 0,12% del patrimonio del grupo al que pertenece (€ 7.991 millones según información financiera de diciembre de 2010), en tanto que el riesgo crediticio de Talanx AG ha sido calificado en "A-" (a escala global, en moneda local y extranjera), lo que a juicio de **Humphreys** se traduciría en una fuerte capacidad para responder antes eventuales requerimientos de capital de su filial chilena. Por otra parte, se reconoce la experiencia del grupo como asegurador en el segmento de *property/casualty* y reasegurador en las categorías de no vida (principalmente a través de Hannover Re), la que se sustenta en su presencia en 150 países.

Atomización de los riesgos: El bajo nivel de riesgo individual se explica por la orientación de la compañía hacia los productos masivos. En efecto, según la última información disponible, el capital asegurado promedio por póliza representa casi un 0,48% del patrimonio, porcentaje que se reduce a 0,31% si el indicador se mide sobre la base de los capitales asegurados retenidos. Adicionalmente, se considera un número de ítems asegurados en cada segmento que favorece el comportamiento normal de sus distintas carteras (378 mil ítems vigentes a junio de 2011).

Política de reaseguros: La compañía concentra sus contratos de reaseguro dentro del grupo, siendo Hannover Re (empresa alemana) su principal contraparte. Se observa que la compañía mantiene una adecuada combinación de contratos proporcionales y no proporcionales, acotando la exposición de su patrimonio a eventos catastróficos (prioridad de UF 11.500, equivalente al 4% del patrimonio registrado a junio de 2011). Lo anterior quedó de manifiesto para el terremoto de 2010 cuando los siniestros brutos fueron de \$ 13.641 millones; no obstante, la compañía debió asumir directamente menos del 3% de los costos, lo que representó menos del 4% del patrimonio.

Factores de riesgo

Baja participación de mercado: La compañía presenta una baja presencia en el mercado de seguros de no vida⁴ (1,3% del mercado a nivel global, medido en términos de prima directa, a junio de 2011), lo que le resta competitividad en relación a actores de mayor escala. Como atenuante, se reconoce su adecuado posicionamiento en los segmentos de fidelidad, garantía y transporte, los que aportan el 8%, 6%, y 22%, respectivamente, donde mantiene participaciones de 38%, 12%, y 8%.

Eficiencia en gastos de administración: La empresa presenta indicadores de Los estados financieros de la aseguradora exhiben una relación de gastos de administración sobre prima directa promedio de los últimos tres ejercicios anuales (2008-2010) de 30%, en tanto que el mercado muestra una relación de 21% para el mismo horizonte de tiempo.

⁴ Se incluye en esta evaluación a las compañías de seguros generales y de garantías y crédito.

Concentración de márgenes: La firma concentra sus márgenes en pocos segmentos, algunos de los cuales se caracterizan por ser altamente competitivos y presentar un comportamiento asociado, en parte, desempeño de la economía local. Durante 2010, su margen se generó por las coberturas de fidelidad, transporte, accidentes personales y vehículos, las que aportaron 23%, 27%, 14% y 10% del total respectivamente, en tanto que durante el primer semestre de 2011, los mismos realizaron un aporte al total de 10%, 44%, 11% y 6%. Así, la compañía expone sus flujos operacionales a las fluctuaciones que puedan experimentar estos mercados.

Antecedentes generales

Historia y propiedad

HDI es la continuadora legal de ISE Chile y del Instituto de Seguros del Estado, el que fuera fundado en 1953. La aseguradora inició sus operaciones como empresa privada en 1989, cuando el Instituto de Seguros del Estado pasa a poder del grupo francés “Les Mutuelles du Mans Assurances”. Desde entonces la compañía ha sufrido diversos cambios de propiedad. El último se produjo en julio de 2008, cuando Talanx International AG -empresa miembro del grupo alemán Talanx AG– adquiere el 99,76% de las acciones de ISE Chile Compañía de Seguros Generales S.A. Producto de cambio en la propiedad y por razones estratégicas ISE Chile cambia su nombre a HDI Seguros S.A en enero de 2009.

Al 30 de junio de 2011 sus accionistas eran Inversiones HDI Ltda. (99,93%) y la Corporación de Fomento de la Producción (0,07%).

Nombre	Cargo
Matthias Maak	Director
Sergio Bunin	Director
Luis Francisco Aviles Jasse	Director
Murilo Setti Riedel	Director
Joao Francisco Borges Da Costa	Director
Patricio Aldunate Bossay	Gerente General
Hector Palma Rossel	Gerente de Finanzas

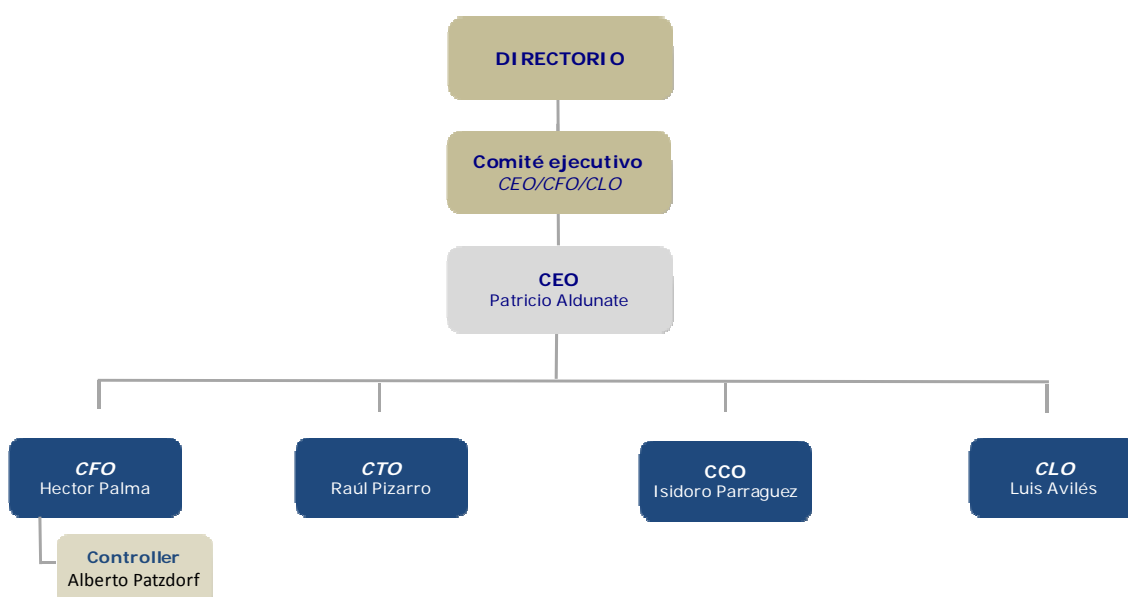
Talanx AG es el tercer grupo asegurador más grande de Alemania y uno de las más importantes en Europa. Su riesgo crediticio ha sido categorizado en “A-” en el escala global y moneda local, mientras que la fortaleza financiera de las principales

aseguradoras que lo integran han sido catalogado en “A+” (global, moneda local). El grupo opera en los segmentos de vida y no vida, como aseguradora y reaseguradora, a través de distintas marcas, según la naturaleza del negocio (HDI, HDI-Gerling, Aspecta, Hannover Re, entre otras). La reaseguradora del grupo, Hannover se encuentra entre las más importantes del mundo, clasificando en categoría AA-. La marca HDI, en tanto, está presente en más de 30 países con sucursales en Europa, México, Brasil y Chile.

Los controladores participan de la administración local a través del directorio, en tanto que sus principales ejecutivos son locales y se mantienen desde el anterior controlador.

Administración y control de riesgos

El nuevo controlador impulsó cambios en la administración orientados a mejorar el desempeño y la gestión de riesgos, entre ellos la creación de un comité ejecutivo, formado por las gerencias de sus principales divisiones, instancia que tiene entre sus funciones la de asesorar al gerente general en la toma de decisiones de la compañía. Adicionalmente, se crearon divisiones especiales para la administración técnica y la administración comercial.

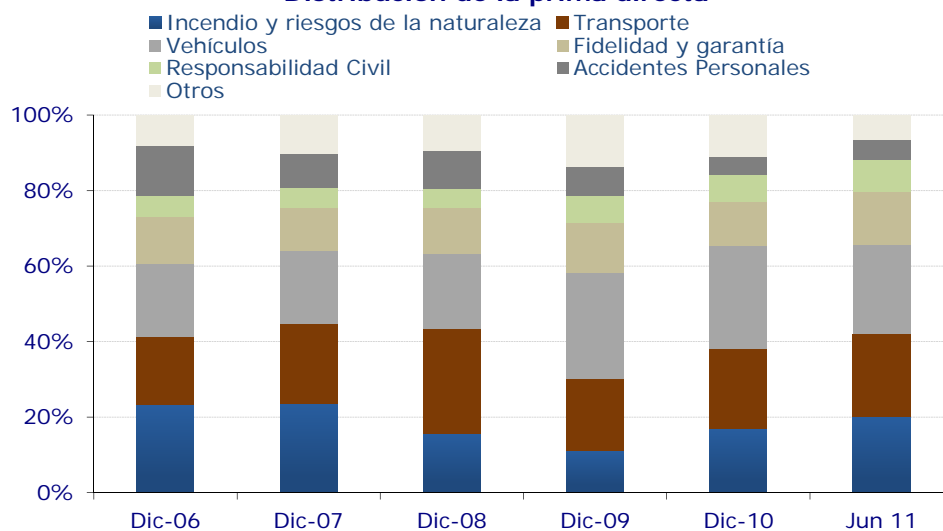


Desde la perspectiva de control de riesgos se crearon unidades de “Manejo de Riesgo/Controller” (dependiente del CFO), “Actuariado y desarrollo de productos” y “Declaración de siniestros” (ambas dependientes del CTO). Estas unidades se encuentran operativas desde 2009, mostrando a la fecha un alto grado de integración a la organización. En línea con estos cambios se contrataron los servicios de auditoría interna de Pricewaterhouse Coopers.

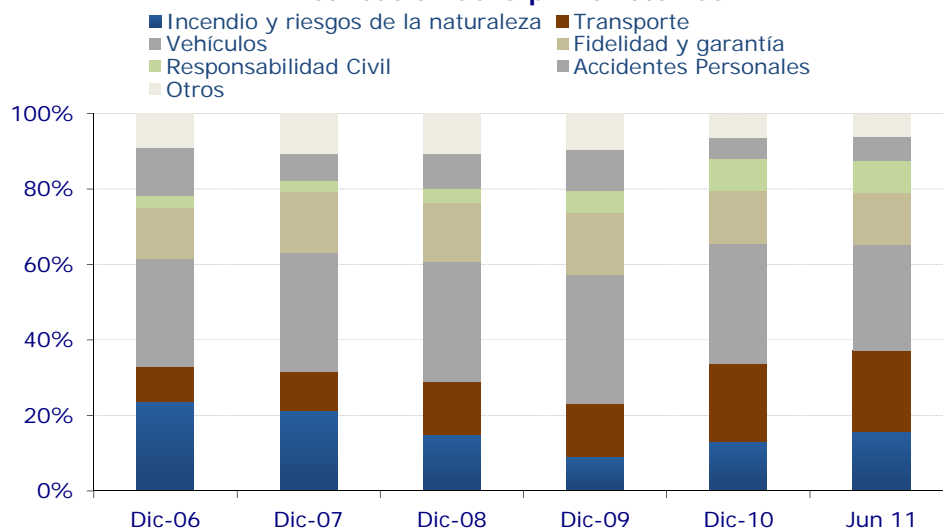
Cartera de productos

HDI participa en la mayoría de los ramos que conforman los seguros generales; sin embargo, sus ventas se orientan a las áreas de productos masivos, en especial a los segmentos de vehículos, incendio y riesgos de la naturaleza, y transporte, los que a junio de 2011 aportan el 24%, 22% y 20% del primaje, respectivamente. Otros productos fuertes en relación a sus ingresos son los seguros de fidelidad, responsabilidad civil general, accidentes personales y garantía (cada uno genera aportes superiores al 5%). Respecto al mercado, la aseguradora mantiene posiciones de liderazgo, en términos de participación de las ventas de la industria, en los nichos de fidelidad, garantía y trasporte.

Distribución de la prima directa

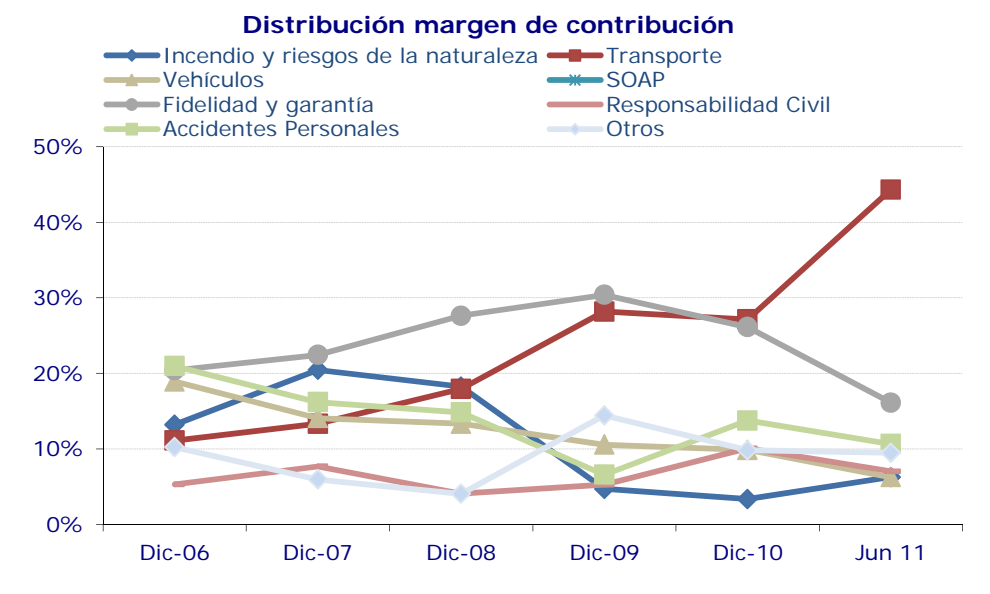


Distribución de la prima retenida



	Cartera Junio 2011		
	Importancia sobre Primaje Total	Importancia sobre Margen Total	Participación Mercado por Primaje
Incendio y riesgos de la naturaleza	20%	6%	1%
Transporte	22%	44%	8%
Vehículos	24%	6%	1%
Fidelidad	8%	9%	38%
Garantía	6%	7%	12%
Responsabilidad civil	8%	7%	3%
Accidentes personales	5%	11%	2%
Otros	7%	9%	-

La firma concentra su margen en pocos segmentos. Durante 2010, se generó por las coberturas de transporte, fidelidad, y accidentes personales, los cuales materializan un aporte de 27%, 23% y 13% del total respectivamente, en tanto que durante el primer semestre de 2011 el riesgo de transporte generó el 36% del margen y accidentes personales un 14%. En una perspectiva de mediano plazo respecto al margen total, se observa un incremento en la importancia relativa del aporte de los seguros de transporte, así como una tendencia a la baja en el aporte de los seguros de vehículos e incendio. Esto se ilustra en el siguiente gráfico, en el que se muestran el comportamiento del indicador para sus principales líneas de negocio:

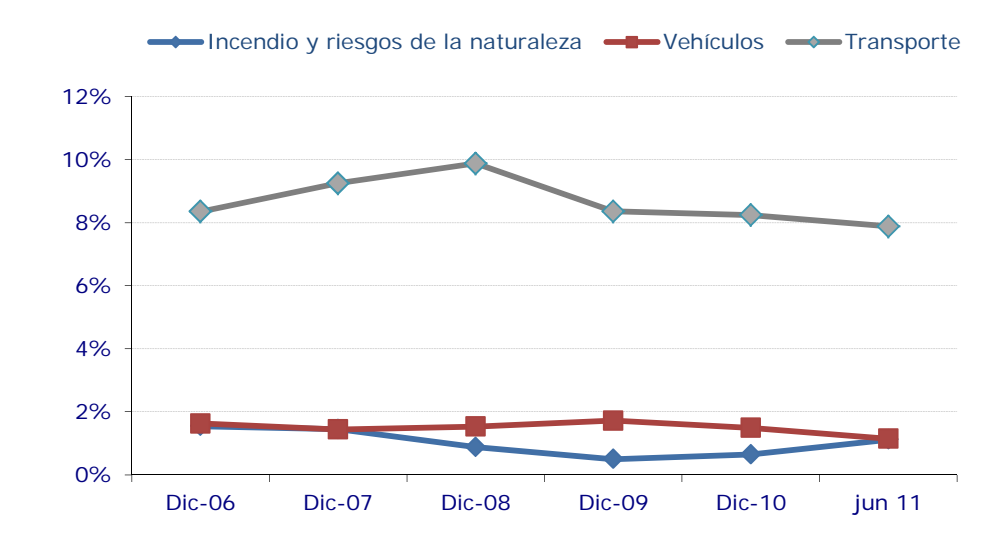


Participación de mercado

La aseguradora mantiene una participación de mercado reducida. Durante el primer semestre de 2011, su primaje representó un 1,3% de la venta de la industria de seguros de no vida, al igual que durante el ejercicio 2010. Durante los últimos cinco años su presencia relativa ha fluctuado entre el 1,5% y el 2% del mercado, mostrando una leve tendencia a la baja de diciembre de 2006 a la fecha.

En los principales segmentos en los que compete, transporte, vehículos, e incendio y riesgos de naturaleza, la empresa posee participaciones de mercado de 8%, 1%, 1%, respectivamente, a junio de 2011. En una perspectiva de mayor horizonte, se observa que la compañía sostiene una participación acotada en los nichos de vehículos e incendio y riesgos de la naturaleza, mientras que ha incrementado su participación en el segmento de transportes, en el que se encuentra dentro de los líderes de la industria. En el caso de otros productos fuertes, se observan importantes participaciones en los nichos de fidelidad y garantía en los que mantiene participaciones en torno al 30% y sobre el 10%, respectivamente.

Participación de mercado prima directa



Capitales asegurados

A junio de 2011 la compañía presentaba capitales asegurados brutos por US\$ 13.695 millones, manteniendo una retención de 64%. Las coberturas de incendio y riesgos de la naturaleza aportaron alrededor del 63% de los montos asegurados brutos.

En promedio cada *item* asegurado aporta un monto asegurado bruto –antes del reaseguro– que representa menos del 1% de su patrimonio, situación refleja una elevada atomización de los riesgos asumidos. También se observan indicadores inferiores a 1% en cada uno de los ramos en que participa, salvo en los riesgos asociados a terremoto y accidentes personales, en el que cada *item* en promedio afectaría un 2% del

patrimonio (también antes de considerar el efecto de los reaseguros). En términos generales existiría una elevada diversificación de los riesgos.

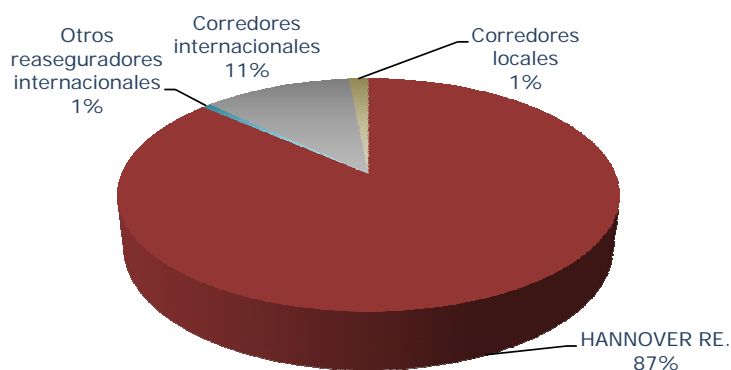
A junio de 2011 la empresa presentaba 378 mil *ítems* vigentes, de los cuales el 49% se concentraba en coberturas de incendio. En cualquier caso, la compañía tiene más de 300 asegurados en la mayor parte de los riesgos individuales. A continuación se presenta el número de entidades aseguradas para los principales segmentos de la compañía, ilustrando la atomización de sus carteras:

Ítems Vigentes	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Jun-11
Incendio y riesgos de la naturaleza	450.682	437.933	325.200	213.471	189.138	186.918
Transporte	9.430	10.170	6.923	4.892	6.471	8.700
Vehículos	24.966	27.654	33.133	39.286	38.055	39.056
Fidelidad	182.219	187.440	197.876	202.971	206.434	18.101
Garantía	5.581	5.626	5.850	6.302	6.103	6.249
Responsabilidad civil	12.627	12.828	14.863	18.326	17.688	5.707
Accidentes personales	57.302	48.584	59.895	52.714	16.335	11.654
Otros	284.293	262.271	232.622	166.970	108.032	101.439

Reaseguros

La política de reaseguro, bajo nuestra perspectiva, permite acotar adecuadamente los riesgos asumidos y no expone indebidamente el patrimonio de la sociedad.

Prima cedida primer semestre 2011

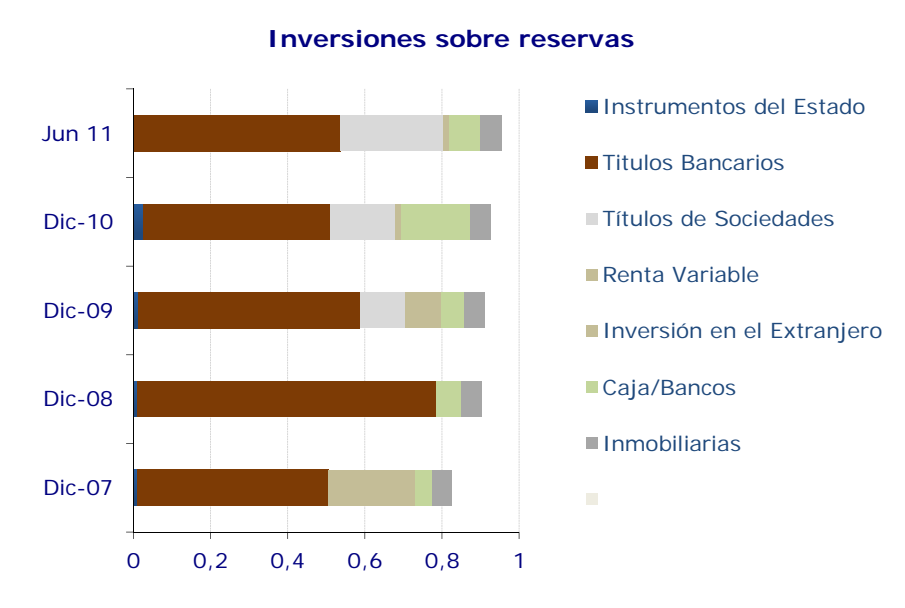


A la fecha de la clasificación, la empresa posee la mayor parte de sus contratos de reaseguro con la reaseguradora del grupo, Hannover Re, la cual concentra el 87% de la prima cedida durante el primer semestre de 2011. En forma adicional, mantiene contratos no proporcionales en la forma de cuota parte y exceso de pérdida. En el caso particular de incendio y riesgos de la naturaleza mantiene un contrato que acota sus pérdidas a la prioridad (UF 12.500, 4% del patrimonio a junio de 2011) y a los costos de reposición.

Inversiones

HDI mantiene una política de inversión orientada a la renta fija. Esto queda de manifiesto por la composición de su cartera a junio de 2011, donde se observa que el 84% de las inversiones se materializa en

instrumentos de renta fija, particularmente en títulos bancarios, los que representan el 53% del monto invertido, y de corporaciones. Cabe destacar, que durante los últimos tres años la aseguradora ha reorientado su portafolio de inversiones financieras, incorporando instrumentos de mayor duración. Por otra parte, el portafolio presenta una baja porción de renta variable e inmobiliaria en relación al mercado, las que alcanzan 2% y 6% de la cartera, respectivamente. Al 31 de diciembre de 2010, sus recursos en caja representaban el 19% de la cartera, situación asociada al proceso de liquidación los siniestros asociados a sismo. El siguiente cuadro la protección de sus reservas técnicas según tipo de instrumento.



Indicadores	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Jun-11
Inversiones/Reservas	82%	90%	91%	93%	94%
Inversiones/Reservas mercado	82%	80%	90%	72%	72%

Cabe destacar que para la administración de sus inversiones, la empresa cuenta con el apoyo de Santander, quien presta servicios de gestión de cartera a través de un contrato de administración discrecional. Durante 2010, en tanto, la cartera obtuvo una rentabilidad de 1,9%, que se compara desfavorablemente con el 3,1% obtenido por el mercado.

Generación de caja⁵

Durante los últimos cuatro años los flujos de caja operacionales muestran una tendencia decreciente. En 2010, el déficit de caja operacional alcanzó a \$ 678 millones, representando un 2% de los ingresos operacionales totales; este flujo negativo se mantiene aun cuando el importe "Otros Ingresos" se incorpore dentro del flujo de caja de la compañía. La generación anual de flujos, en 2010, se concentró principalmente

⁵El cálculo del flujo de caja se realiza identificando las partidas de los estados financieros que representan flujos de ingresos y flujos de egresos para la compañía.

en el apoyo del reaseguro⁶ (49% de los ingresos), mientras que la venta a través de corredores de seguros aportó solo 43% de los ingresos (históricamente este ítem aporta entorno al 70% de ellos). Por su parte, los egresos se concentraron en el pago de siniestros (67%), incluyendo un componente importante de los costos asociados al reaseguro (10%) y gastos de administración e intermediación (23%). La importancia del pago de siniestros en relación a los egresos se incrementó debido a las implicancias del terremoto que afectó a Chile (generó siniestros en terremoto, riesgos de la naturaleza y robo), situación que también influyó en una mayor ponderación del apoyo del reaseguro en los ingresos.

Durante el primer semestre de 2011, la aseguradora presentó flujos de caja operacionales positivos por \$ 155 millones, pese a que registra resultados finales negativos. La composición de los flujos retoma la tendencia previa terremoto.

En el siguiente cuadro se presenta la generación de caja de la compañía para los últimos cinco años:

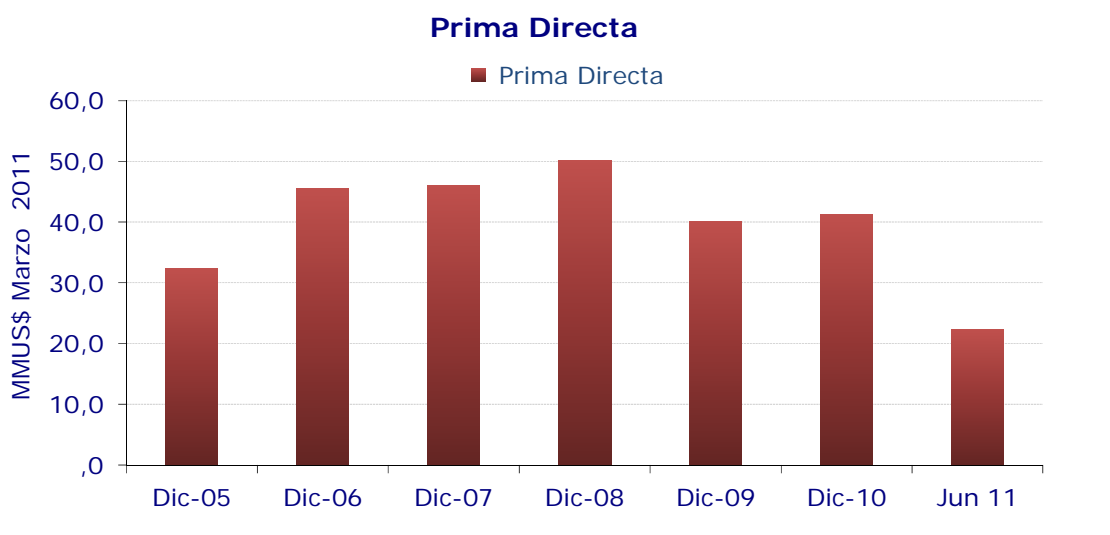
Flujos (M\$)	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Jun-11
Venta Total	17.836.949	19.364.791	22.958.693	17.975.717	18.937.949	10.484.283
Venta Directa	1.456.729	1.553.173	1.753.236	1.837.542	3.140.781	1.378.723
Venta Intermediarios	16.380.220	17.811.618	21.205.457	16.138.175	15.797.168	9.105.560
Prima Aceptada	0	0	0	0	0	0
Apoyo de Reaseguro	5.108.771	5.557.819	7.033.146	2.508.098	17.964.263	1.185.166
Siniestros Cedidos	2.827.931	2.280.498	3.925.939	2.009.143	17.186.277	718.574
Reaseguro Cedido	2.280.840	3.277.321	3.107.207	498.955	777.986	466.592
Total Ingresos	22.945.720	24.922.610	29.991.839	20.483.815	36.902.212	11.669.449
Costo de Siniestros	-7.856.862	-7.376.174	-10.598.604	-8.362.003	-25.304.185	-4.622.047
Siniestros Directos	-7.856.862	-7.376.174	-10.598.604	-8.362.003	-25.304.185	-4.622.047
Siniestros Aceptados	0	0	0	0	0	0
Reaseguro Aceptado	0	0	0	0	0	0
Costo Reaseguros	-6.336.482	-7.900.277	-8.816.163	-3.904.392	-3.774.268	-2.533.847
Prima Cedida	-5.647.029	-7.328.677	-8.469.476	-3.274.144	-2.803.007	-1.800.060
Exceso de Pérdidas	-689.453	-571.600	-346.687	-630.248	-971.261	-733.787
Gastos Combinados	-6.698.722	-7.906.975	-9.741.575	-8.461.698	-8.501.416	-4.358.970
Intermediación Directa	-2.888.451	-3.234.489	-3.687.018	-2.892.899	-2.275.836	-1.172.977
Costo de Administración	-3.810.271	-4.672.486	-6.054.557	-5.568.799	-6.225.580	-3.185.993
Total Egresos	-20.892.066	-23.183.426	-29.156.342	-20.728.093	-37.579.869	-11.514.864
Flujos Netos	2.053.654	1.739.184	835.497	-244.278	-677.657	154.585
Otros Ingresos	164.044	11.259	203.411	401.313	125.589	-9.391
Flujo Neto + Otros Ingresos	2.217.698	1.750.443	1.038.908	157.035	-552.068	145.194

⁶ Corresponde a la suma entre los siniestros cedidos y las comisiones por reaseguro.

Análisis financiero

Evolución de la prima

Durante el primer semestre de 2011, el primaje de la aseguradora presentó un crecimiento real de 17% en relación a igual periodo de 2010. Asimismo, las ventas mostraron una tendencia alza en 2011 y 2010, siguiendo lo observado entre 2005 y 2008. En el caso particular del ejercicio 2009,, se vieron afectadas por el contexto económico recesivo, presentando una caída real de 20% asociada a menor volumen en las coberturas de transporte, y al cierre de las ventas a través de canales de *retail*. Por otra parte, a partir de 2009 se observó un incremento en los niveles de retención de prima, asociado a un cambio en el *mix* de productos, que coincide con la entrada del nuevo controlador, hacia coberturas con mayor retención (línea de vehículos).



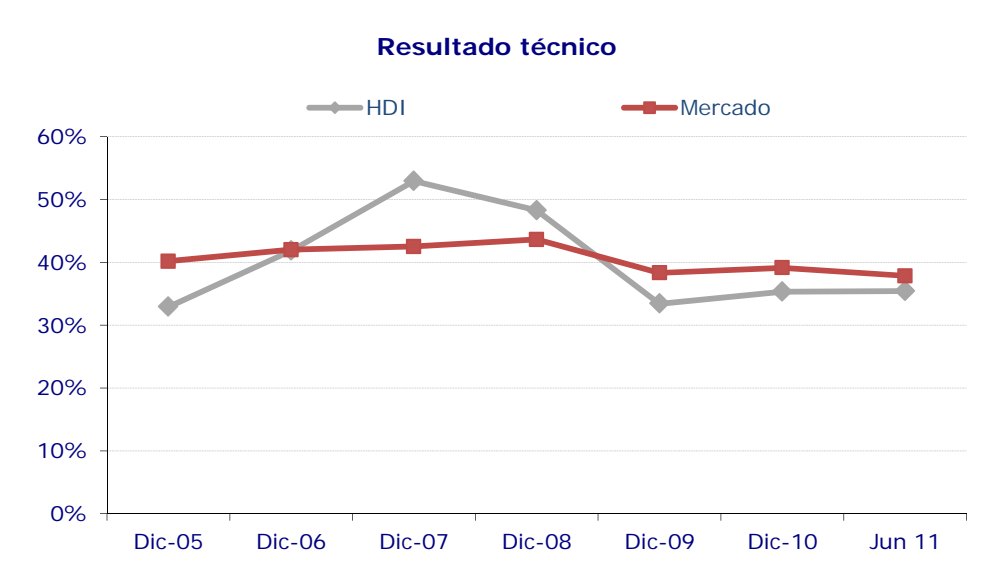
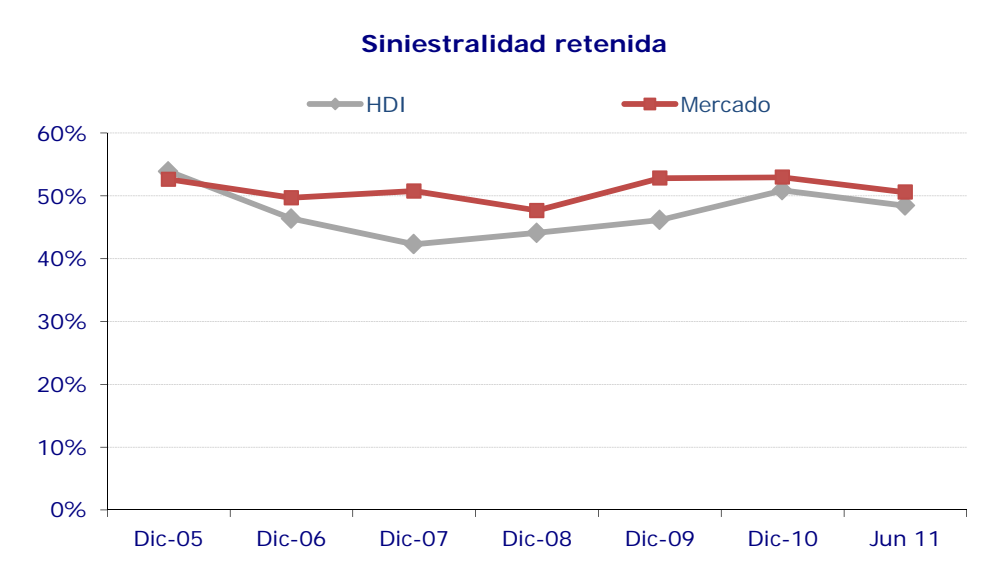
	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Jun-11
Retención Prima	78%	68%	62%	63%	82%	85%	82%

Rendimiento técnico y siniestralidad

En términos globales, los resultados técnicos de la aseguradora, medidos como la relación entre el margen de contribución sobre los ingresos de explotación, son, en promedio, similares a los que obtiene el mercado, aunque mostrando una caída en su nivel desde 2009 a la fecha. Su rendimiento técnico alcanzó un promedio en los últimos tres años (2008-2010) de 39%, mientras que el mercado mostró un promedio de 40%. Durante el primer semestre de 2011 se observó un indicador de 35%.

Cabe destacar que el deterioro experimentado en sus rendimientos técnicos desde 2009 a la fecha se relaciona con una mayor siniestralidad en las coberturas de vehículos y a una mayor importancia relativa de esa línea de negocios.

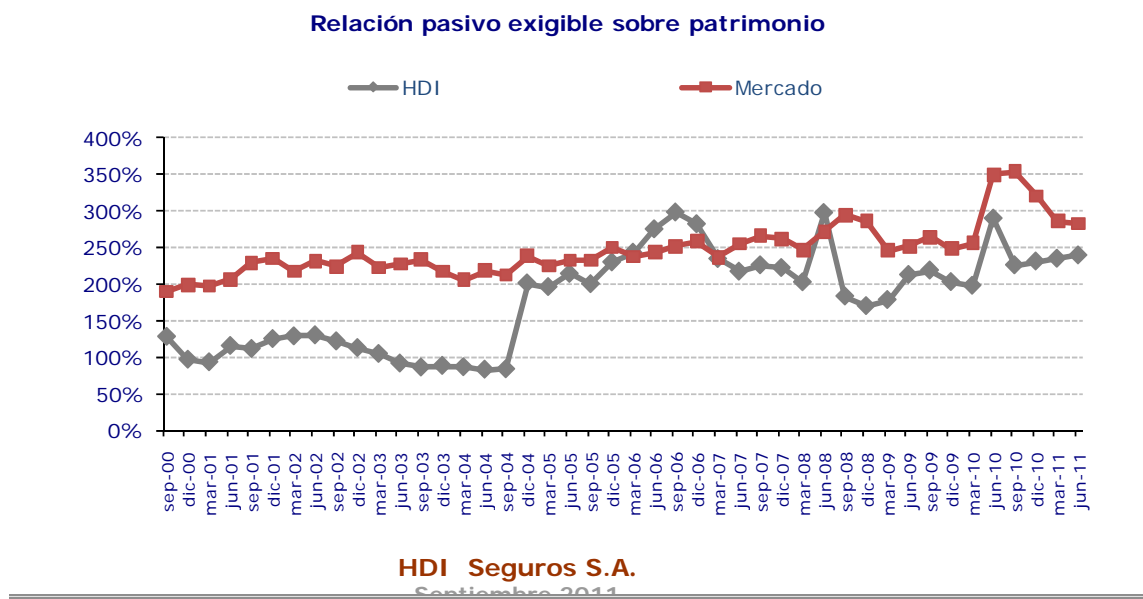
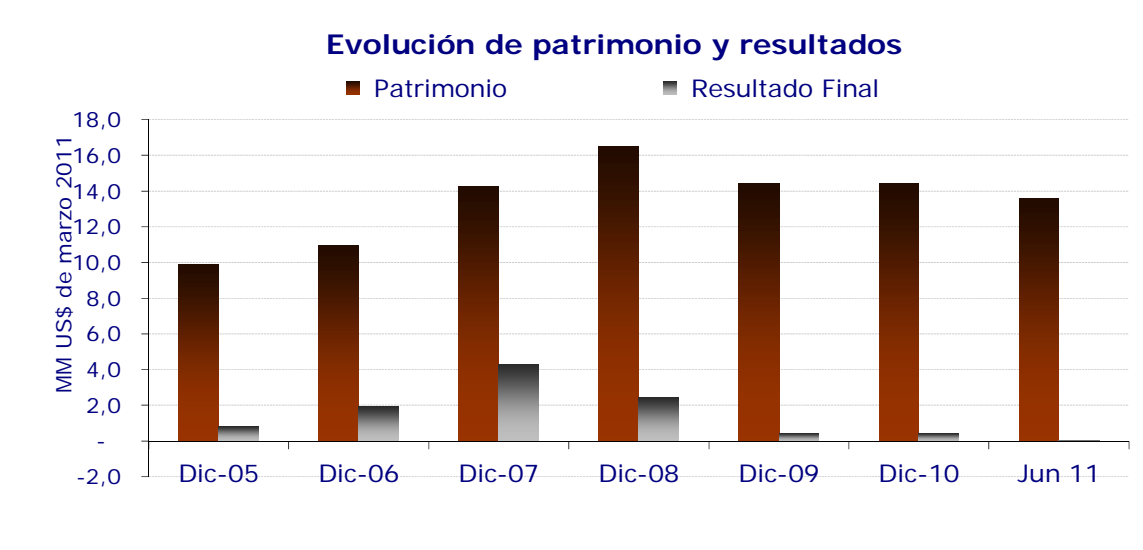
Por otra parte, la siniestralidad global, medida como costo siniestro sobre prima retenida neta ganada, se encuentra aún bajo el mercado, registrando un promedio para los últimos tres años (2008-2010) de 47%, mientras que el mercado exhibe un 51% en el mismo periodo. Durante el primer semestre de 2011, la compañía registró un indicador de 48%. A continuación se presenta el comportamiento del rendimiento técnico y la siniestralidad para los últimos seis años:



Endeudamiento y posición patrimonial

El patrimonio de la aseguradora presentó una evolución positiva entre 2005 y 2008, resultado de la acumulación de utilidades y, particularmente, por un incremento en el capital asociado al ingreso del grupo Talanx AG a su propiedad durante el tercer trimestre de 2008. Durante 2009, redujo su posición patrimonial producto de la decisión de repartir dividendos durante el segundo trimestre y de los moderados resultados finales generados durante el ejercicio. Desde 2010 a la fecha la compañía no ha presentado fluctuaciones relevantes en su patrimonio en términos reales. Sin perjuicio de ello, en el primer semestre de 2011 la sociedad repartió dividendos por \$ 195 millones. Entre junio de 2010 y junio de 2011, sus reservas se contrajeron en 23% real y su endeudamiento pasó desde 2,89 a 2,39 veces, lo que se asocia a un descenso de los siniestros por pagar.

A continuación, los siguientes gráficos muestran la evolución que ha tenido el patrimonio de la compañía en los últimos cuatro años, así como la evolución de la relación de endeudamiento:



Indicadores de eficiencia

HDI presenta una relación de gastos de administración sobre prima directa superior al mercado, lo que se explica en parte por la escala de la compañía, dada por su baja participación de mercado. La firma presenta como promedio de los últimos tres ejercicios anuales (2008-2010) una relación de gastos sobre ingresos de 30%, mientras que el mercado exhibe niveles de 21%. De igual forma, se observa un alza en la importancia relativa de los gastos desde 2009 a la fecha, asociado al fortalecimiento del control interno.

El costo de intermediación ha aumentado su importancia relativa en los últimos dos años, debido principalmente al aumento del pago a corredores de seguros.

El resultado final sobre prima directa, en tanto, muestra un desempeño que en promedio es superior al mercado (2% contra 1% para el periodo 2008-2010), aunque más volátil.

Indicadores HDI	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Jun-11
Retención	78%	68%	62%	63%	82%	85%	83%
R. Intermediación / Pr. Directa	-8%	-3%	0%	-3%	-13%	-8%	-7%
C. Administración / Pr. Directa	-24%	-21%	-24%	-26%	-31%	-33%	-30%
Gastos combinados /Pr. Directa	-32%	-25%	-24%	-29%	-44%	-41%	-37%
Resultado operacional / Pr. Directa	0%	5%	9%	5%	-5%	-2%	-2%
Resultado Final / Pr. Directa	3%	4%	9%	5%	1%	1%	0%

Indicadores Mercado	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Jun-11
Retención	56%	56%	57%	54%	55%	56%	57%
R. Intermediación / Pr. Directa	-2%	-1%	-2%	-2%	-3%	-2%	-2%
C. Administración / Pr. Directa	-21%	-23%	-22%	-21%	-22%	-20%	-20%
Gastos combinados /Pr. Directa	-22%	-24%	-24%	-23%	-24%	-22%	-22%
Resultado operacional / Pr. Directa	0%	0%	0%	2%	-1%	0%	0%
Resultado Final / Pr. Directa	1%	2%	1%	1%	2%	1%	3%

“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”