



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual y Cambio de Clasificación

A n a l i s t a

Ignacio Peñaloza F.

Tel. 56 – 2 – 2433 52 00

ignacio.penalozahumphreys.cl

Interfactor S.A.

Noviembre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
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
Efectos de Comercio	Nivel 2/BBB+¹
Tendencia	Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	30 septiembre 2013

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de efectos de comercio a 10 años	Nº 082 de 14.01.11

Estado de Situación Financiera (IFRS)				
Cifras en M\$ de septiembre-13	2010	2011	2012	sep-13
Activo corriente	36.144.699	42.496.712	42.409.302	46.343.294
Activo no corriente	732.169	1.009.906	679.487	838.638
Total activos	36.876.868	43.506.617	43.088.789	47.181.932
Pasivo corriente	29.192.030	35.217.268	33.766.977	37.463.769
Pasivo no corriente		185.685	420.924	86.268
Patrimonio	7.749.360	8.103.665	9.048.604	9.631.895
Total pasivos y patrimonio	36.941.390	43.506.617	43.236.505	47.181.932

Estado de Resultados Integrales				
Cifras en M\$ de septiembre-13	2010	2011	2012	sep-13 ²
Ingresos de actividades ordinarias	5.225.682	7.521.639	8.453.358	8.699.482
Costo de ventas	-1.434.135	-3.064.088	-3.306.908	-3.047.170
Ganancia bruta	3.791.547	4.457.551	5.146.450	5.652.312
Otros ingresos por función	15.039	27.355	19.513	19.849
Gasto de administración	-1.809.767	-2.438.312	-2.709.626	-3.141.845
Gasto por impuestos a las ganancias	-268.498	-362.812	-428.417	-469.273
Ganancia	1.739.698	1.685.113	2.042.867	2.066.545

¹ Clasificación anterior: Nivel 2/BBB.

² Corresponde al año móvil entre octubre de 2012 y septiembre de 2013.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Interfactor S.A. es una compañía constituida en 2005 orientada a la prestación de servicios financieros bajo la modalidad de operaciones de *factoring*, mediante el descuento de facturas, letras y cheques en el mercado local. Actualmente, y a partir de junio de 2011, también opera en el negocio del leasing, fundamentalmente como estrategia de fidelización de sus clientes de *factoring*.

Según los estados financieros al 30 de septiembre de 2013, la institución presentaba activos por cerca de US\$ 93,58³ millones y colocaciones netas por cerca de US\$ 87,93 millones, las cuales se concentraban principalmente en el corto plazo. A junio de 2013, contaba con 1.174 clientes y 5.244 deudores distribuidos en once sucursales a lo largo del país. Los activos de la sociedad son financiados en US\$ 19,1 millones con patrimonio y US\$ 71,53 millones con deuda financiera (bancos y crédito CORFO). La actual estructura del balance permitió a la empresa generar, durante los primeros nueve meses del año, un ingreso de US\$ 13,14 millones y un resultado final de US\$ 3,1 millones.

El aumento de clasificación de largo plazo de los efectos de comercio de la compañía, desde "*Categoría BBB*" a "*Categoría BBB+*", se fundamenta por la mantención de indicadores de riesgos acotados y estables durante los últimos años. De esta forma se observan niveles de endeudamiento bajos, con deudores con buenos niveles de solvencia e indicadores de pérdida controlados y resultados financieros altos comparados con empresas similares. Todo ello se ve complementado por un reforzamiento de las medidas y políticas de control.

La categoría de riesgo asignada a los instrumentos de deuda se sustenta, principalmente, en el moderado nivel de endeudamiento relativo de la compañía, considerando las características del negocio financiero que desarrolla, lo que en la práctica se traduce en que, de acuerdo a los estados financieros a septiembre de 2013, el *stock* de colocaciones netas supera en un 23% la deuda financiera de la entidad (a igual fecha la relación de endeudamiento entendida como pasivo exigible sobre patrimonio alcanzó 3,9 veces). Esta situación reduce el impacto para los acreedores de posibles aumentos en la incobrabilidad de la cartera, pérdidas por cambios en la tasa de interés y otros eventos similares. Además se reconoce que los resultados positivos han sido consistentes en el tiempo.

En paralelo, bajo una visión de mediano plazo, la clasificación de riesgo se ve favorecida por las buenas perspectivas de crecimiento del negocio de *factoring*, que ha tenido un crecimiento constante, salvo por la crisis *subprime*; por las características propias de las operaciones, que en caso del *factoring* son esencialmente de corto plazo (favorece la liquidez); y por las políticas de riesgo que la compañía lleva a cabo que, a juicio de **Humphreys**, no son agresivas desde el punto de vista del riesgo.

³ Tipo de cambio de septiembre de 2013: 504,2.

El proceso de evaluación tampoco es ajeno a la política aplicada por la compañía en relación con la determinación de las provisiones por incobrables de la cartera la cual ha ido siendo perfeccionada en el tiempo. La provisión se realiza en base a la cartera crediticia, según parámetros establecidos por la gerencia y aprobados por el directorio, tomando en consideración en forma conjunta una escala progresiva de porcentajes aplicados a los montos en colocaciones (según días de mora), montos en cheques (según instancia prejudicial o judicial), montos por tipo de documento, y, adicionalmente, un monto por cartera renegociada. El castigo en provisiones se realiza una vez agotadas todas las instancias prudenciales de cobro.

En cuanto a la composición de la cartera de clientes y de deudores, se reconoce que los niveles de concentración, siendo elevados en términos absolutos y no constituyendo una fortaleza intrínseca, se comparan favorablemente con el estándar del sector (*factoring* no bancarios). Según el *stock* de colocaciones a junio de 2013, los diez primeros clientes representan el 75,4% del patrimonio y un 16,6% de las colocaciones (el principal representa el 12,6% del patrimonio), mientras que los deudores mostraron una concentración similar, llegando los diez principales a un 16,3% de la cartera de colocaciones y un 74,3% del patrimonio. Asimismo, el hecho de que los clientes se mantengan como codeudores solidarios reduce la pérdida esperada de la cartera, aunque no en forma muy significativa dado el perfil de los mismos.

Cabe señalar que la sociedad ha orientado su acción comercial a buscar mayor atomización de los clientes (de menor tamaño que los de antes); siendo que esta estrategia, podría afectar negativamente la calidad de la cartera. También se considera que se vería compensada por los mayores descuentos cobrados por la compañía y por los beneficios propios de la desconcentración. En este sentido, se destaca que la compañía ha exhibido indicadores de rentabilidad que se encuentran por sobre los obtenidos por sus pares, definidos por la clasificadora.

Adicionalmente, se valora la calidad de los accionistas controladores, su soporte accionario y su activa participación en las decisiones de riesgo, además de la experiencia que presenta la administración de la compañía en la industria del *factoring*.

Sin perjuicio de las fortalezas aludidas, la clasificación se encuentra limitada, entre otros aspectos, por el reducido volumen -en términos comparativos- de los niveles de actividad de la empresa, situación que, en especial en lo relativo al *back office*, no favorece su acceso a economías de escala y, por ende, su posición dentro de la industria⁴ en relación con el control de los riesgos operativos. Asimismo, se reconoció la fuerte exposición de la actividad crediticia a la coyuntura económica y el mayor costo de fondeo del emisor en relación con el *factoring* bancario. No obstante, a pesar del tamaño de la compañía, se valora positivamente la eficiencia alcanzada, lo que queda de manifiesto al observar sus gastos de administración y ventas, que medidos tanto sobre sus ingresos como sobre sus márgenes de explotación, se encuentran por sobre lo exhibido por firmas del sector (*factoring* no bancario).

⁴ Participación de mercado según ACHEF a diciembre de 2012 asciende a 1,5%.

En opinión de **Humphreys**, la mayor consolidación del mercado financiero -incluyendo un aumento en los grados de bancarización de la pequeña empresa y una mayor consolidación de la industria del *factoring* y de *leasing* a nivel nacional- también debiera llevar en el mediano y largo plazo a mayores niveles de competencia y, en general, a presiones en los márgenes del negocio crediticio, en toda sus modalidades. Dentro de este aspecto se puede mencionar el desarrollo de las sociedades de garantías recíprocas que, apoyadas con recursos CORFO, conllevan una mejora en la relación comercial entre la banca y las pequeñas empresas. Asimismo, la mayor competencia podría afectar al emisor por ser en la práctica una entidad “mono-producto”.

La clasificación de sus obligaciones de corto plazo en “*Nivel 2*”, se fundamenta principalmente en la clasificación de solvencia de la compañía y considera, además, los mecanismos establecidos en el contrato de emisión de los efectos de comercio con el objeto de limitar los riesgos financieros de la compañía (*covenants financieros*)⁵.

La perspectiva de la clasificación se califica “*Estable*”, principalmente porque en el corto plazo no se vislumbran factores de relevancia que incidan favorable o desfavorablemente en la clasificación de riesgo de la sociedad.

En el mediano plazo, la clasificación de riesgo podría verse favorecida en la medida que la sociedad desarrolle instancias de control que sean independientes de la administración y que se apliquen a todos los procesos de la cadena de valor, no sólo a las actividades de operación, y que dichos procesos se encuentren alineados con las exigencias del sector. Igualmente, se evaluaría de manera positiva el hecho de que alcance mayores volúmenes de operación con una estructura administrativa, financiera y operativa que se vaya adecuando satisfactoriamente a las nuevas necesidades que genere el crecimiento.

Asimismo, para la mantención de la clasificación se requiere que el nivel de morosidad se mantenga dentro de niveles manejables y acorde con su situación patrimonial y que no deteriore las fortalezas que sirven de sustento para la clasificación.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Altos niveles de rentabilidades sostenidas.

Fortalezas complementarias

- Bajos niveles de endeudamiento.
- Baja proporción de gastos administrativos sobre ingresos.

Fortalezas de apoyo

- Adecuado manejo de la liquidez y provisiones correspondientes.
- Experiencia de la administración y apoyo de los controladores.
- Perspectiva de crecimiento de la industria del factoring.

Riesgos considerados

- Reducido nivel de actividad.
- Dependencia exclusiva en el factoring.
- Posible aparición de opciones más baratas y consecuente aumento de la competencia.
- Probable disminución en la calidad de la cartera al apuntar a clientes de pequeño y mediano tamaño.

⁵ Indicados en la última página.

Definición de categorías de riesgo

Categoría BBB (títulos de largo plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría Nivel 2 (N-2) (títulos de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Hechos recientes

Resultados de 2012

Durante 2012 la compañía registró un incremento real⁶ de sus ingresos por actividades ordinarias de 12,4%, respecto del ejercicio de 2011, producto principalmente por un aumento en el *spread* y en las comisiones y cobranza de factoring (9% y 163% real, respectivamente). De igual forma, el costo de venta creció un 8% real, siendo los intereses el principal responsable de su incremento (\$ 3.064⁷ millones durante 2011, mientras que al cierre de 2012 alcanzaron \$ 3.307 millones). El margen de explotación aumentó en 15% (real). La importancia del costo respecto de las ventas, se mantuvo en torno al 40% entre los dos ejercicios.

Según la información a diciembre de 2012, los gastos de administración alcanzaron \$ 2.710 millones, registrando un crecimiento real de 11% respecto al año anterior. A su vez, estos gastos representaron un 32,05% de los ingresos de explotación (32,42% a diciembre de 2011). La ganancia del periodo ascendió a \$ 2.043 millones, lo que en términos reales significó un aumento de 21,23% respecto al ejercicio de 2011.

Las colocaciones netas, en tanto, alcanzaron los \$ 40.221 millones en el *stock* a diciembre de 2012 (variación de un -0.6% real en relación con diciembre de 2011), pero luego el aumento a \$ 44.335 millones a septiembre de 2013 reafirma la tendencia al alza que mantiene desde diciembre de 2008. A diciembre, la empresa tenía un patrimonio de \$ 9.049 millones, un 52,02% correspondiente a capital.

Resultados Enero – Septiembre 2013

Durante los primeros nueve meses de 2013, la compañía registró ingresos por \$ 6.623 millones, un costo de ventas de \$ 2.275 millones, alcanzando una ganancia bruta de \$ 4.348 millones (13% superior respecto de igual

⁶ Variaciones en términos reales presentadas en el siguiente apartado consideran información financiera en pesos de septiembre de 2013.

⁷ Valores en millones de pesos presentados en la presente sección corresponden a cifras expresadas en pesos de septiembre de 2013.

periodo del año anterior, en términos reales⁸). Los gastos de administración y ventas ascendieron a \$ 2.437 millones, comparándose desfavorablemente con los \$ 2.009 millones generados a igual fecha del año anterior. De esta forma, la compañía obtuvo un aumento de sus utilidades de 1,3% (real), las que llegaron a \$ 1.564 millones.

En cuanto a sus colocaciones netas de provisiones, éstas ascendieron a \$ 46.730 millones (mientras que a igual periodo del año anterior ascendían a \$ 37.723 millones), mostrando un aumento de 24% (real en pesos) respecto de los primeros nueve meses de 2012. Por su parte, el patrimonio sumó \$ 9.631 millones, un 10% mayor al alcanzado a septiembre de 2012, producto de las mayores utilidades generadas y no distribuidas por la compañía.

En junio de 2011 la compañía, en términos marginales, incluyó dentro de sus líneas de negocio las operaciones por *leasing*, que a la fecha de revisión representaban el 0,3% del *stock* de colocaciones brutas. Es preciso señalar, que dicha actividad se ha encontrado inserta dentro de la estrategia de fidelización de clientes que la empresa ha pretendido desarrollar, por lo que no constituye, propiamente tal, un mercado objetivo en el mediano plazo.

Oportunidades y fortalezas

Nivel de endeudamiento controlado: la compañía ha mostrado sostenidamente niveles de endeudamiento controlados y no muy altos -considerando que corresponde a una entidad financiera- lo que se ve refrendado en sus estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2013, donde se aprecia que su pasivo exigible es 3,90 veces su patrimonio (3,28 a la misma fecha del año anterior). Por otra parte, las cuentas por cobrar netas, propias de su giro, superan en 22,9% la deuda financiera de la entidad (29,6% a septiembre de 2012). El apalancamiento financiero actual podría permitir acceder a mayor deuda para soportar el crecimiento esperado de la compañía.

Perspectivas de crecimiento del negocio de factoring: Existen buenas perspectivas de crecimiento del negocio de factoring, por las necesidades de financiamiento de las empresas medianas y pequeñas (Pyme). En la práctica, la empresa -entendiendo por ella administración y directorio- ha mostrado su capacidad para acceder a este mercado, logrando a septiembre de 2013 un incremento real⁹ cercano al 24% en sus colocaciones y de 13% en su margen bruto, respecto de septiembre de 2012. A juicio de *Humphreys*, la compañía tiene la capacidad para continuar con su crecimiento natural, considerando tanto sus habilidades de gestión como su acceso a fuentes de financiamiento, aun cuando se reconoce que el aumento en la atomización de los clientes que pretende la compañía, estaría afectando el crecimiento en el monto de las cuentas por cobrar (a septiembre de 2013 alcanzó colocaciones por \$ 44.334 millones, mientras que a igual fecha del año anterior sumó \$ 35.638

⁸ Variaciones en términos reales consideran información financiera expresada en pesos de septiembre de 2013.

⁹ Variaciones en términos reales consideran información financiera expresada en pesos de septiembre de 2013.

millones¹⁰. No obstante, se considera que una vez que consolide su modelo de negocios, y dado el tamaño relativo de sus colocaciones, la compañía tiene bastante espacio para crecer.

Adecuado manejo de la liquidez y política de provisiones: La empresa administra sus activos y pasivos de corto plazo con una duración promedio similar (en torno a los 32 días para los activos y de 26 días para los pasivos según cifras de septiembre de 2013); a su vez, los activos de corto plazo superan las obligaciones (a septiembre de 2013 la razón de liquidez entendida como colocaciones de corto plazo sobre pasivos financieros corrientes era 1,23), situación que permite atenuar los efectos de la “mora transitoria” sobre la liquidez de la compañía. Asimismo, una ventaja común a la industria es su capacidad de incrementar la liquidez mediante la suspensión de sus operaciones y la recaudación de sus cuentas por cobrar a medida que van venciendo, lo cual se sustenta en que durante el último año, el plazo promedio de la cartera de **Interfactor** ha sido de 32 días.

Por otra parte, la política de provisiones contempla montos en función de los días de mora, tipo de instrumento y cartera renegociada y está basada en el comportamiento histórico de la cartera. Adicionalmente, se hace un seguimiento de la mora semanalmente. Para el caso de cheques protestados, los documentos en estado prejudicial se provisionan al 30% y los documentos ya en estado judicial van en un 80% a provisiones. En tanto, la cartera renegociada considera un 10% de provisión efectuada al inicio de la renegociación.

Niveles de rentabilidad: Los niveles de rentabilidad con los que se cuenta, son los más altos al realizar un *benchmark* con empresas de similares características para diciembre de 2012 y de los más altos si se tiene en cuenta desde diciembre de 2009. Eso sí, esto hace poner cuidado en el nivel de riesgo que se está asumiendo en la cartera de colocaciones.

Altos niveles de eficiencia: A pesar del tamaño reducido de la compañía, alcanza niveles de eficiencia elevados en comparación a otros *factoring* no bancarios. A septiembre de 2013, sus gastos de administración y ventas representaron un 56% de sus márgenes (a septiembre de 2012 dicha relación ascendió a 52%) y un 37% de sus ingresos (promedio de 33% para los últimos tres cierres). Con todo, se debe tener presente que en la medida que la compañía fortalezca sus sistemas de control, se podrían ver afectados los niveles de eficiencia si dichas mejoras no van acompañadas de un crecimiento de las colocaciones.

Apoyo de los accionistas y experiencia de la administración: Los accionistas controladores participan activamente en las decisiones de riesgo y, dado el tamaño de **Interfactor**, cuentan con capacidad para apoyarlo en caso de ser necesario. Por su parte, la administración cuenta con vasta experiencia en la industria del *factoring*.

Factores de riesgo

Reducido nivel de actividad: La empresa presenta niveles de colocaciones netas que ascienden a aproximadamente a \$ 39.703 millones en diciembre de 2012 y a \$ 44.334 millones en septiembre de 2013, cifra reducida dentro del contexto del negocio del *factoring* y, más aún, dentro del mercado financiero local; sin perjuicio, de reconocer el crecimiento experimentados en los últimos años. Esta situación implica, en términos

¹⁰ Valores expresados en pesos de septiembre de 2013.

absolutos, bajos niveles de utilidades y, por lo tanto, mayor exposición a que disminuciones en los niveles de actividad dificulten la obtención de márgenes variables suficientes para cubrir los gastos fijos, en especial en épocas de crisis que involucren aumentos en la morosidad de la cartera crediticia. Adicionalmente, un mayor tamaño facilita la inversión en recursos humanos y tecnológicos orientados a la conformación de unidades independientes especializadas en la medición y control de todos los riesgos inherentes al negocio. Todo ello, sin perjuicio que la sociedad ha generado elevadas utilidades en términos relativos y ha alcanzado niveles de eficiencia superiores a los alcanzados por compañías del sector.

Posibilidad de aumento en los niveles de competencia: En el mediano y largo plazo no se puede descartar un aumento en los niveles de competencia dentro de la industria o con productos sustitutos como el *confirming*. Esta situación llevaría, en mayor o menor proporción, a una competencia directa, al menos en algunos segmentos, con entidades que pueden disponer de bajo costo de financiamiento, fuerte capacidad de realizar aportes de capital y captación de clientes. Tampoco se puede descartar que, el desarrollo de las sociedades de garantía recíproca pudiera implicar un cambio en el acceso a financiamiento en la mediana y pequeña empresa. Aun así, *ceteris paribus*, los análisis de sensibilidad realizados demuestran que se tiene la capacidad de soportar una baja sobre los cuatro puntos base en el *spread* de las tasas de colocación y captación, para aun generar ganancias.

Ingresos concentrados por líneas de negocios: Dado el modelo de negocio aplicado por la compañía, su especialización en *factoring* podría incidir negativamente en sus resultados si se suceden hechos que afecten este tipo de actividad, ya sea en sus márgenes y/o volúmenes de operación, en particular si no existe más productos para ofrecer y retener a los actuales clientes y/o penetrar otro tipo de mercados. Dentro de este ámbito no se puede descartar la posibilidad de regulación.

Riesgo de la cartera: Si bien al momento de la revisión, los principales deudores de la cartera eran compañías con muy bajo riesgo de no pago, en el futuro si se espera crecer, se va a hacer cada vez más difícil sostener este crecimiento con deudores de igual riesgo que el de antes, dada la estrategia de la empresa de apuntar a clientes de pequeño tamaño. Los análisis de sensibilidad indicaron que se tiene la capacidad de soportar un aumento en un 7,7% en la incobrabilidad de la cartera actual, para aun generar ganancia, todo lo demás constante.

Antecedentes generales

Historia y propiedad

Interfactor S.A. fue constituida como sociedad anónima el 7 de octubre de 2005, con el objeto de prestar toda clase de servicios de *factoring*. Inició sus operaciones en noviembre del mismo año.

En octubre de 2006 abrió la primera sucursal en Antofagasta, seguidas en 2007 con otras tres en Calama, Concepción y Coyhaique. A la fecha, **Interfactor S.A.** cuenta con once sucursales a lo largo del país, destacando la sucursal de Antofagasta por el volumen de colocaciones que maneja¹¹.

El giro de la sociedad es la compra de documentos con descuento (operaciones de *factoring*), principalmente, a empresas medianas y pequeñas. Su mercado objetivo son las empresas que facturan anualmente entre UF 10.000 y UF 150.000. Existen algunos cruces comerciales con empresas relacionadas a los controladores de la compañía.

La empresa descuenta mayoritariamente facturas, además de letras, cheques y pagarés. Su modelo de negocio incorpora la exigencia que los cedentes de los documentos se constituyan como codeudores solidarios de las obligaciones transferidas (práctica común en la industria).

Al 30 de septiembre de 2013, la propiedad de la compañía estaba constituida de la siguiente forma:

Accionista	% Propiedad
Inversiones Costanera Ltda.	31,33%
Inversiones El Convento Ltda.	31,32%
Inversiones Los Castaños Ltda.	15,66%
Inversiones Acces Ltda.	15,66%
APF Servicios Financieros Ltda.	6,03%
	100,00%

A continuación se señalan los controladores de cada una de estas sociedades:

Accionista	Controlador
Inversiones Costanera Ltda.	Luis Alberto Gálmez
Inversiones El Convento Ltda.	Juan Antonio Gálmez
Inversiones Los Castaños Ltda.	José Miguel Gálmez
Inversiones Acces Ltda.	José Miguel Gálmez
APF Servicios Financieros Ltda.	Juan Mauricio Fuentes

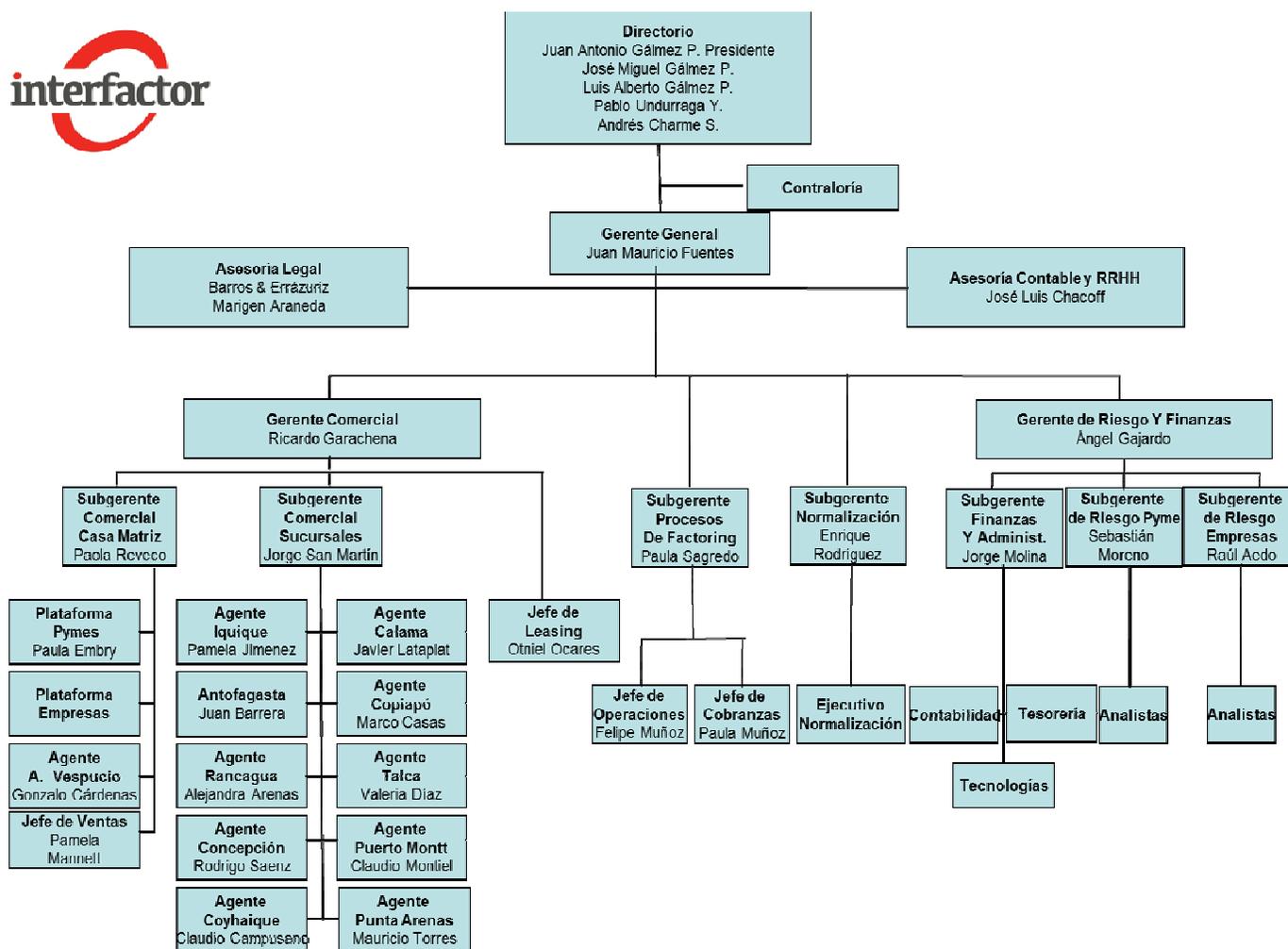
Administración y control de riesgos

La administración de la compañía está liderada por el Sr. Juan Mauricio Fuentes, gerente general y accionista minoritario de la sociedad. La organización presenta una estructura de tipo funcional dándole la especialización necesaria para desarrollar sus actividades, no obstante, dicha estructura implica una centralización del manejo de información.

¹¹ Además de las citadas sucursales, opera en Iquique, Copiapó, La Cisterna, Providencia, Rancagua, Talca, Puerto Montt y Punta Arenas.

Dentro de la gestión de riesgos, cabe señalar que la empresa cuenta con una contraloría a cargo de auditar las sucursales y confeccionar los informes que, a su vez, son revisados en los comités por área que realiza la compañía. Dicho proceso está orientado a validar la fiabilidad de la información ingresada al sistema, comprobando la adecuada confirmación de las operaciones y la existencia de los documentos correspondientes. Adicionalmente, se hacen auditorías externas para realizar seguimientos y la empresa encargada de auditar los estados financieros también realiza sus propios controles internos.

En la actualidad, **Interfactor** distribuye sus operaciones como sigue:



En el nuevo organigrama, destaca que la Subgerencia de Riesgo se dividió en las Subgerencias de Riesgo Pyme y Riesgo Empresas, con Raúl Aedo Caro asumiendo en Riesgo Empresas y el por entonces subgerente de Riesgo, Sebastián Moreno, manteniéndose en la Subgerencia de Riesgo Pyme.

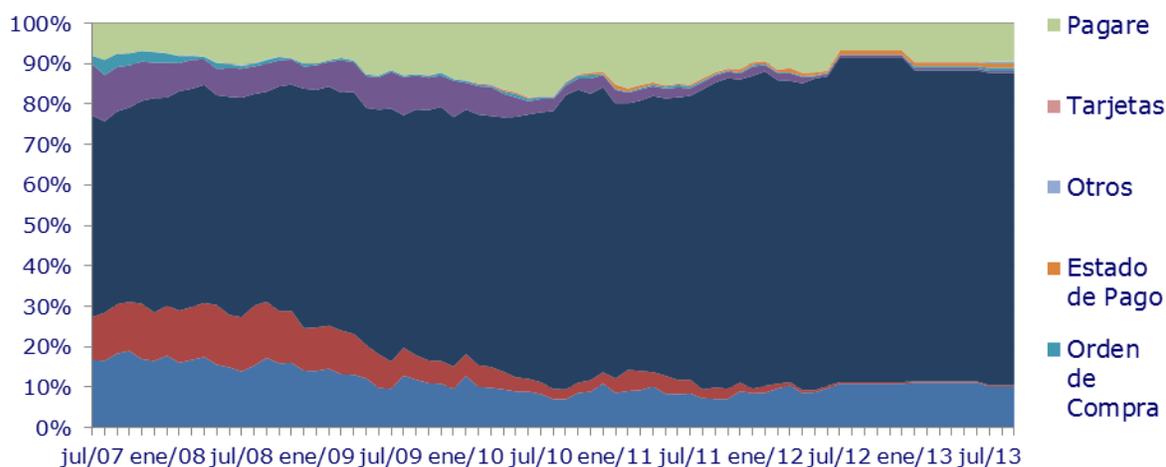
Cartera de colocaciones

A la fecha de los últimos estados financieros considerados en la clasificación, septiembre de 2013, **Interfactor** contaba con un *stock* de colocaciones netas que sumaban US\$ 87,93 millones, de las cuales casi su totalidad (99,75%) correspondían a colocaciones por *factoring*.

Al 30 de junio de 2013, la cartera de la sociedad se encontraba con un nivel de atomización muy superior al de la industria; en donde sus dos principales deudores representaban el 26% y 8% del patrimonio, respectivamente.

En el siguiente gráfico es posible apreciar la evolución de la composición de la cartera de colocaciones (brutas), destacando el aumento sostenido de facturas y la disminución constante de títulos como letras y contratos, que a septiembre de 2013 representan en conjunto el 0,8% de la cartera:

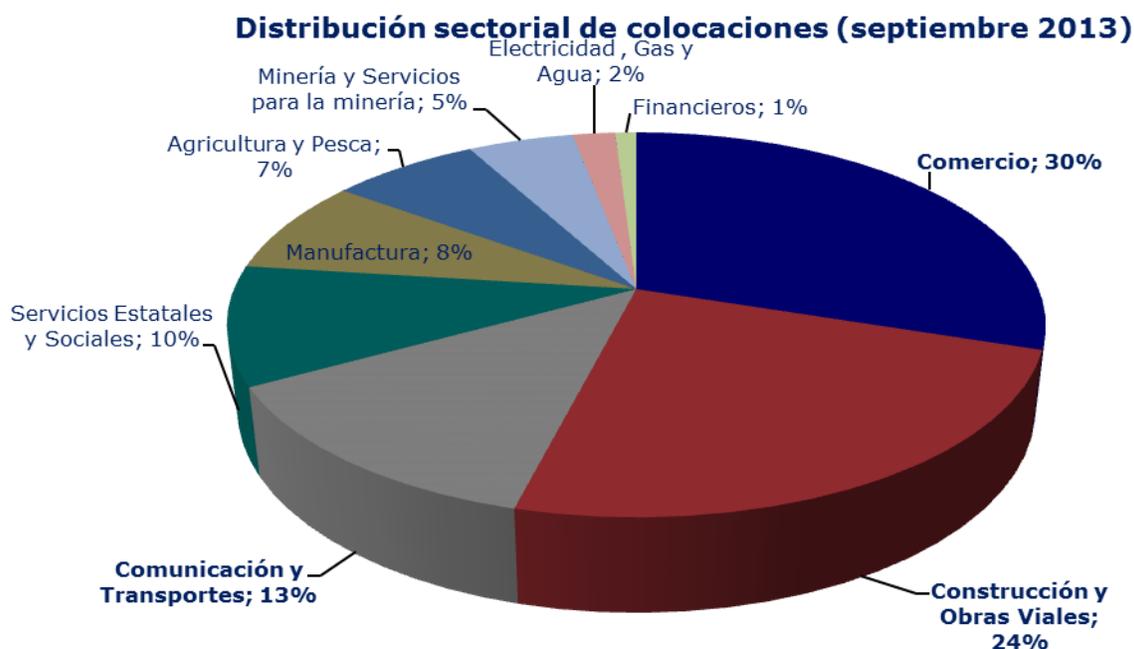
Evolución cartera Factoring



De acuerdo a lo informado en sus EEFF de septiembre de 2013, la distribución de las colocaciones brutas por tipo de producto era la siguiente:

Cartera Factoring (%)	sep/13
Otros	0,44%
Cheques	10,21%
Contrato	0,31%
Estado de pago	1,07%
Factura	74,87%
Invoice	2,34%
Letra	0,52%
Orden de compra	0,73%
Pagaré	9,51%

Respecto de la concentración sectorial de las colocaciones, cabe señalar que tres áreas concentran el 67% de las colocaciones, según información de septiembre de 2013, disminuyendo la importancia relativa que presentaban los tres mayores sectores a igual fecha de 2012 (82%).



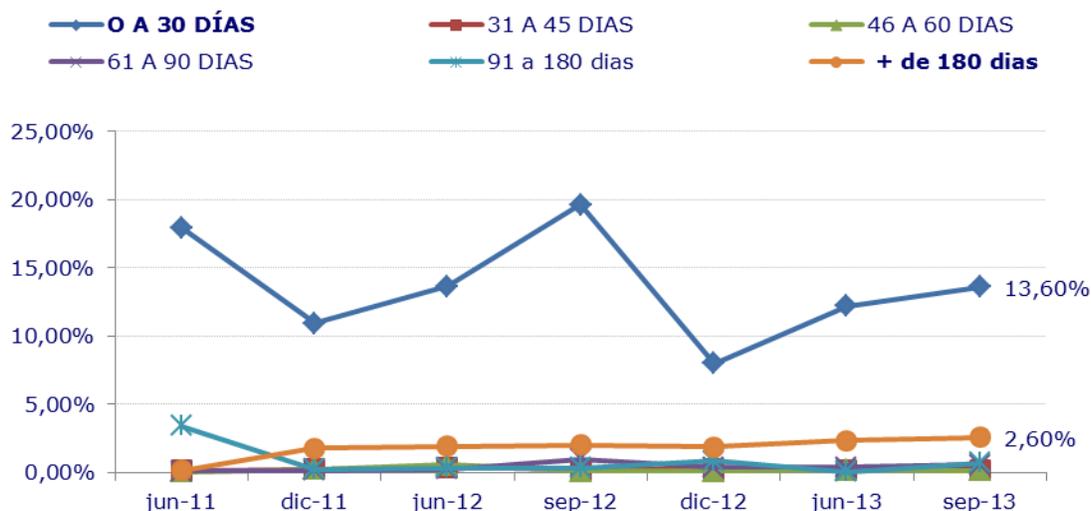
Es importante tener en consideración que dentro de estos grandes sectores se incorporan diversas actividades que presentan distintos niveles de correlación entre sí.

El siguiente cuadro muestra la importancia relativa de los principales clientes y deudores, respectivamente, en el *stock* total de las colocaciones de la compañía:

Concentración (a nivel de cartera)					
Principales clientes			Principales deudores		
Item	% junio 2013	% junio 2012	Item	% junio 2013	% junio 2012
Mayor cliente	2,76%	2,60%	Mayor deudor	5,78%	5,14%
5 mayores clientes	10,42%	9,76%	5 mayores deudores	11,63%	12,90%
10 mayores clientes	16,56%	15,32%	10 mayores deudores	16,32%	18,10%

Con el fin analizar el riesgo de la cartera crediticia, en el siguiente gráfico se presenta la evolución del índice de morosidad de la cartera (medido como mora sobre colocaciones) durante los últimos cuatro años, según antecedentes de la compañía.

Morosidad (neta sobre colocaciones)



La mora sobre los 30 días, mora relevante según **Humphreys** para este tipo de negocio, no había superado el 4% de la cartera en todo el tramo analizado, hasta que en septiembre de 2013 alcanzó el 4,29%. Entre septiembre de 2012 y septiembre de 2013 tuvo un crecimiento, en términos de morosidad sobre cartera neta, desde un 3,68% hasta el 4,29% mencionado, tal como se muestra en el siguiente cuadro:

Mora por tramos a septiembre 2013 y septiembre 2012

Mora por tramos MM\$	Septiembre 2013	Septiembre 2012
1-30 días	6.030	6.869
31-45 días	84,9	65,4
46-60 días	75,8	41,6
61-90 días	264,8	349,9
Mayor a 90 días	1.477,9	829,6
Cheques protestados	544	375,2

Respecto de las provisiones, cabe señalar que a diciembre de 2012, las provisiones representan aproximadamente el 117% de la mora relevante definida por la clasificadora.

Procedimientos de crédito

Según lo establecido en su manual de "Gestión de Riesgo y Control de Procesos", **Interfactor** hace una selección y evaluación de todos los riesgos involucrados en el proceso de adquisición de instrumentos sujetos de *factoring*. Entre los puntos más significativos de esta evaluación, se encuentran:

- i) Evaluación financiera del cliente y del deudor.
- ii) Capacidad de pago.

- iii) Informes comerciales.
- iv) Garantías y prestigio del cliente y deudor.
- v) Uso de cobertura del Fondo de Garantía para Inversiones (“FOGAIN”) otorgado por laCORFO.

La política de riesgo establece que toda línea de *factoring* u operación puntual debe ser aprobada en un comité, cuya composición dependerá del monto de la línea u operación puntual a analizar. Adicionalmente, operaciones por montos que excedan los límites establecidos por la administración y Directorio, deben ser aprobadas directamente por el gerente general o Directorio, dependiendo de la importancia de la solicitud¹².

Interfactor otorga una línea para operar siguiendo un proceso de *scoring* de clientes, que consiste en que cada factura se califica en A, B o C según la calidad del cliente, del deudor y de la actividad, y así se clasifica en un cubo dividido en 27 secciones. La administración resuelve la exposición que se acepta en cada cubo, existiendo un modelo de provisión para cada uno de ellos; también se monitorea el comportamiento financiero de los clientes y de los deudores y, sobre esa base, se determina su permanencia o cambio de categoría.

Posterior a la evaluación del comité de factoring, se procede a revisar la información legal del potencial cliente, para determinar su factibilidad de operar en factoring y/o créditos. En paralelo, el área legal confecciona un informe con antecedentes de esta naturaleza, complementando la información financiera obtenida en el proceso de evaluación comercial.

El citado manual establece, entre otras cosas, las gestiones a realizar según tipo de documento sujeto de *factoring*, detalla en sus anexos la información necesaria para la aprobación de líneas, y los límites y criterios para la determinación de las mismas. Además, en ellos se describe el modelo de *scoring* de riesgo desarrollado por la compañía para la evaluación de empresas que solicitan líneas por montos inferiores a los \$ 25 millones.

Interfactor es intermediario financiero autorizado por la CORFO para otorgar líneas con cobertura FOGAIN, la que garantiza líneas de *factoring*, *leasing* y *créditos de capital de trabajo*, para clientes con ventas anuales inferiores a UF 25.000 (cobertura del 60%) y con ventas entre UF 25.001 y UF 100.000 (40%)

Proceso de cobranza

La cobranza se comienza a gestionar con quince días de anticipación a su vencimiento, gestión que se realiza por intermedio de:

- Cobradores telefónicos, para aquellos documentos que están por vencer, haciendo el seguimiento hasta el momento del pago; y
- Por el subgerente del área, en una revisión de a lo menos dos veces por semana, en forma directa con los ejecutivos comerciales, resolviendo los problemas que se puedan presentar con la mora superior a 30 días al cierre de cada mes.

¹² Montos superiores a \$25 millones.

La compañía utiliza el sistema Infomax (Sinacofi), utilizado por la banca para consulta de clientes, verificación de antecedentes y para la publicación de los documentos morosos.

Existe un área de normalización que controla la cobranza prejudicial y judicial y coordina la relación con los abogados externos.

Antecedentes de la industria del *factoring*

La industria del *factoring* tiene como propósito satisfacer las necesidades de financiamiento de capital de trabajo de las empresas mediante la anticipación de los flujos asociados a determinadas cuentas por cobrar (cesión, vía descuento, de documentos a plazo). En Chile, el segmento de la pequeña y mediana empresa constituye el mercado objetivo del sector.

Las sociedades de *factoring* se dividen en tres grandes grupos: las sociedades filiales de bancos, agrupadas en la Asociación Chilena de Factoring (ACHEF); las independientes, algunas de ellas agrupadas bajo la Asociación Nacional de Empresas de Factoring (ANFAC) y que en general se han acogido a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS); y las empresas de *factoring* que tienen un tamaño reducido y mayor grado de informalidad. **Interfactor**, en términos de volúmenes de colocaciones, se encuentra en un punto intermedio entre las empresas pertenecientes a la ACHEF y aquellas asociadas a la ANFAC.

Según cifras de la ACHEF a diciembre de 2012, la industria mantenía un *stock* de colocaciones de aproximadamente US\$ 5.512 millones, donde **Interfactor** tendría una participación de mercado del orden del 1,5% de las colocaciones totales.

Así mismo, la ANFAC tenía colocaciones por US\$ 345 millones, muy inferior a la ACHEF, por lo que en conjunto **Interfactor** tendría una participación del 1,4% de las colocaciones.

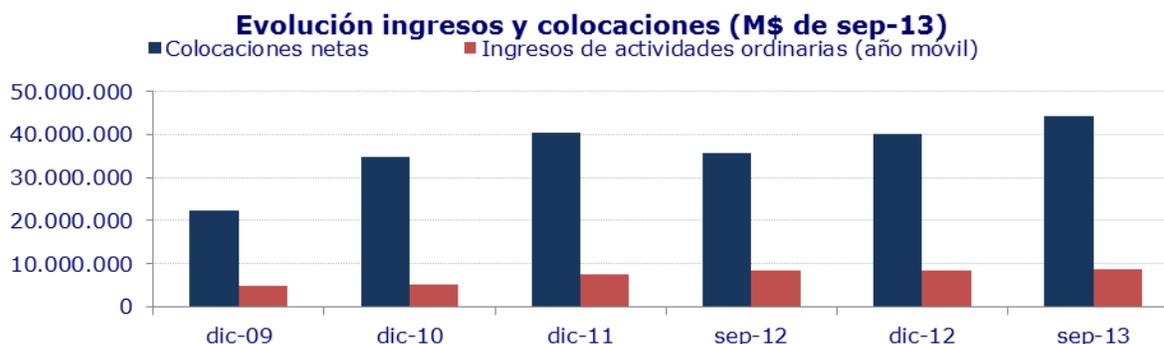
Desde el punto de vista legal, las empresas de *factoring*, dado que carecen de un marco jurídico específico para operar, se sustentan básicamente en el Código Civil y en el de Comercio, así como en la ley N° 19.983 del 15 de diciembre del 2004 que le otorga mérito ejecutivo a las facturas.

Análisis financiero

Evolución de ingresos y colocaciones

Comparando septiembre de 2012 y 2013 el *stock* de colocaciones netas experimentó un crecimiento real¹³ de 24%, confirmando la tendencia al alza que viene mostrando desde sus inicios¹⁴, salvo por lo mostrado en el ejercicio de 2012. En efecto, a diciembre de 2012 sus colocaciones ascendían a \$ 39.806 millones, mientras que a diciembre de 2011 la cartera de colocaciones sumaba \$ 40.039 millones (disminución de 1% real).

Por otra parte, los ingresos por actividades ordinarias, que vienen creciendo consistentemente en los últimos años, experimentan un aumento de un 2,2% real al comparar los años móviles a septiembre de 2012 y 2013 (también se evidencia un aumento al comparar el los tres primeros trimestres de ambos años).



Liquidez

La compañía ha presentado históricamente índices de liquidez corriente superiores a 1,2, aun cuando se aprecia una caída entre 2009 y 2011, mostrando una recuperación para la segunda parte de 2012, para luego caer a niveles parecidos a los que estuvo en diciembre de 2011. La situación acaecida en los últimos cuatro cierres se relaciona con un aumento en sus niveles de deuda, especialmente entre 2009 y 2010, cuando sumó \$ 27.111 millones, versus los \$ 15.843 millones que mantenía al cierre anterior. De todas formas, el indicador de liquidez corriente se ha mantenido en niveles elevados promediando 1,28 veces durante los últimos cuatro años.

Su liquidez ajustada¹⁵, en tanto, alcanzó un promedio anual en los últimos cuatro cierres (2009-2012) de 1,29 veces. A septiembre de 2013 el indicador mostró un resultado de 1,23 veces.

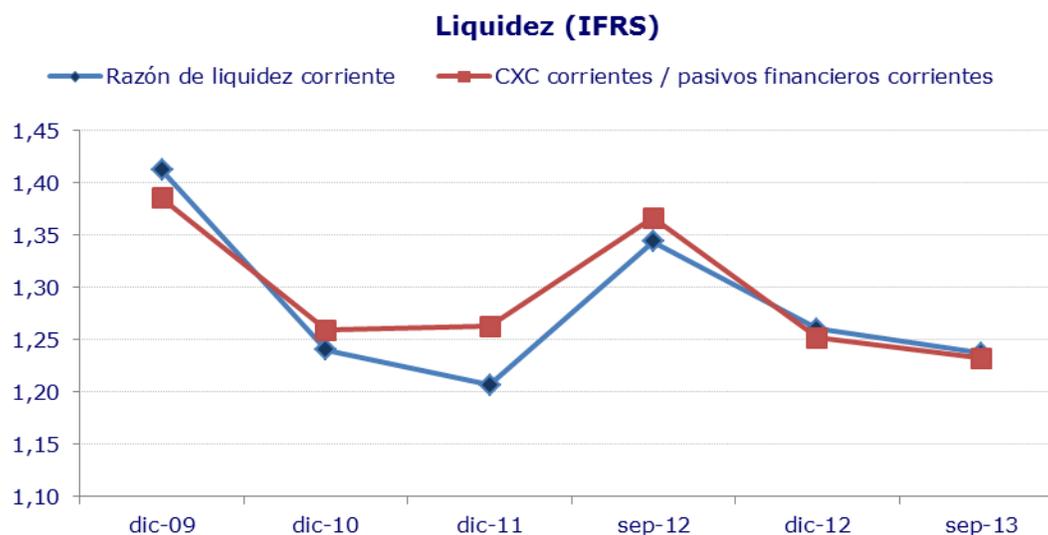
¹³ Variación porcentual medida sobre la base de cifras en pesos de septiembre de 2013.

¹⁴ Se excluyen del análisis periodos previos debido a que la información anterior a 2009 era presentada bajo PCGA.

¹⁵ Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes sobre pasivos financieros corrientes.

Cabe señalar que ambos indicadores de liquidez se redujeron durante los primeros nueve meses del año, producto de la caída en el nivel de efectivo y sus equivalentes, con el consiguiente aumento del peso relativo de la cuenta deudores comerciales en los activos corrientes.

A continuación se presenta el comportamiento los indicadores de liquidez de **Interfactor** a contar de 2009¹⁶:

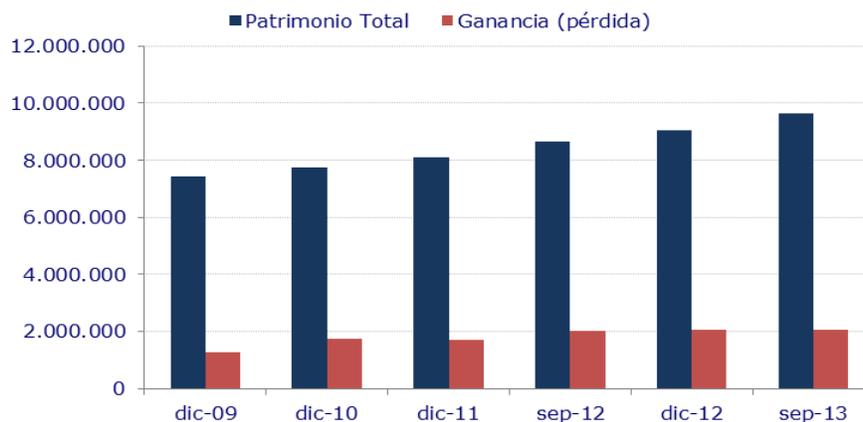


Endeudamiento y posición patrimonial

El patrimonio de **Interfactor** presentó una evolución positiva entre 2009 y 2012 (información bajo IFRS) resultado de la acumulación de utilidades. Esta tendencia al alza se mantuvo, incluso con el reparto de dividendos con cargo a utilidades acumuladas que la empresa ha realizado durante los últimos cierres. Entre el cierre de septiembre 2013 y septiembre 2012, el patrimonio contable de la compañía se vio incrementado en 11% real (cifras en pesos de septiembre de 2013). El siguiente gráfico muestra la evolución que ha tenido el patrimonio y las utilidades de la sociedad en los últimos cuatro años:

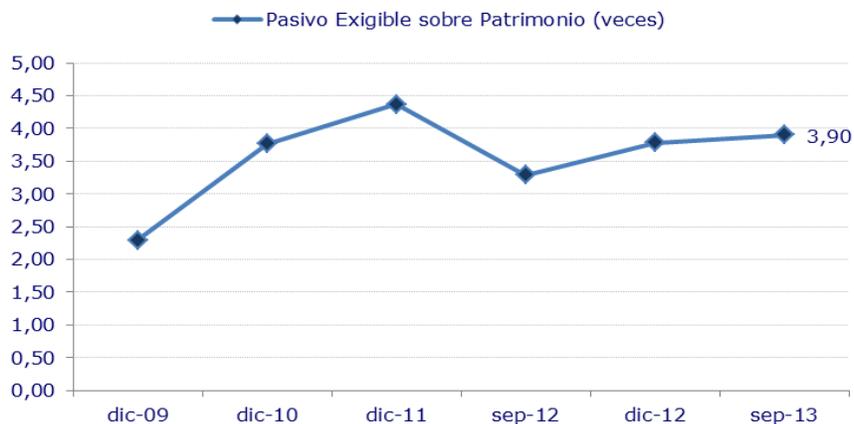
¹⁶ Primeros EEEF presentados bajo IFRS.

Resultados M\$



En relación al endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, se observó un incremento en el indicador entre 2009 y 2011, que pasó de 2,3 veces (2009) a 4,4 veces (2011). En 2012 presentó una disminución debido a un mayor financiamiento con deuda, aunque se reconoce que dada la naturaleza del negocio financiero, dicho nivel de exposición se encuentra en niveles moderados. Por lo demás, el nivel existente a septiembre 2013 (3,9 veces), refleja los constantes resultados positivos y crecientes que se han obtenido.

Endeudamiento

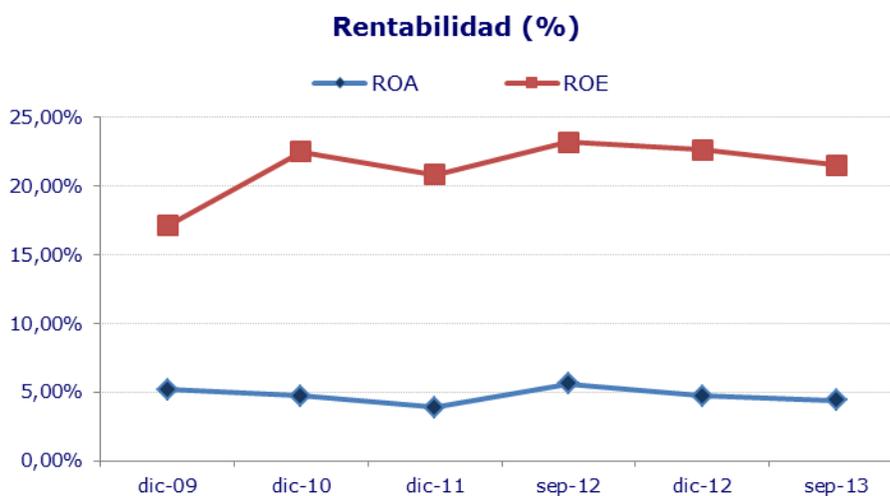


Rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad neta, medidos en función de la utilidad del ejercicio sobre activos totales (ROA) y patrimonio (ROE), indistintamente, muestran niveles positivos, aunque la rentabilidad del patrimonio presenta un comportamiento menos estable en relación al ROA. El ROE a diciembre de 2012 fue de aproximadamente un 23%¹⁷, cifra consistente con el 22%¹⁸ que promedió en los últimos tres años. En tanto, a septiembre de 2013 el indicador-anualizado-¹⁹se ubicó en torno al 21%.

La rentabilidad de los activos a diciembre de 2012 fue de 4,72% y para septiembre de 2013 el indicador anualizado fue de 4,38%, cifras que están en línea con el promedio de 4,7% para los últimos tres años.

Como se puede observar en el siguiente gráfico, los resultados son estables en el tiempo y no han sido resultados esporádicos producto de la toma de más riesgo con el consecuente premio por más riesgo, sino que más bien es el resultado de una estrategia que ha funcionado.



Indicadores de eficiencia

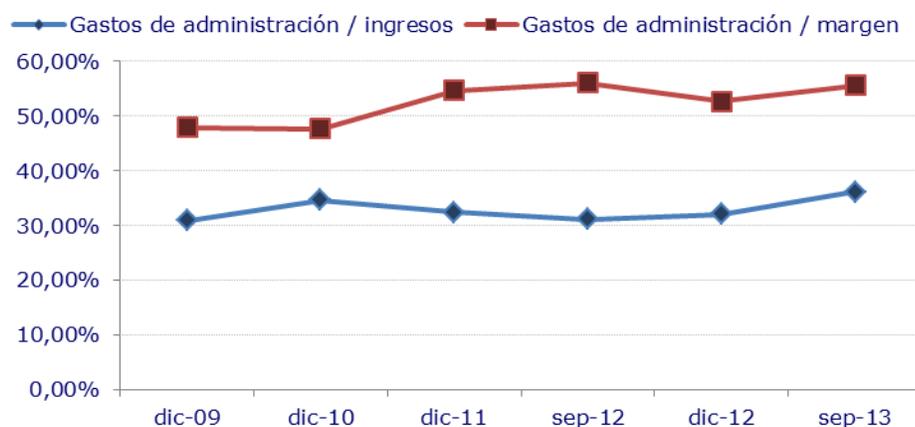
Interfactor presenta niveles de eficiencia destacables en relación con su nivel de colocaciones. La firma presenta como promedio de los últimos tres ejercicios anuales (2010-2012) una relación de gastos sobre ingresos de 33,03%, mientras que el cociente medido sobre el margen de explotación promedió 51,69% para igual periodo. Cabe destacar que el cociente entre sus costos de administración y ventas sobre la ganancia bruta muestra un leve aumento desde entre 2010 y 2011, para luego estabilizarse, asociado a un incremento real de 35% de sus gastos de administración.

¹⁷ Ganancia del período sobre patrimonio total.

¹⁸ Promedio de los últimos tres EEF a diciembre.

¹⁹ De octubre de 2012 a septiembre de 2013.

Eficiencia (%)



Efectos de comercio

Características de la línea de efectos de comercio

Monto Máximo (M\$)	Duración
7.000.000	10 años

Covenants

	Límite	Al 30-09-2013
Patrimonio Total/Activos totales	Superior a 10%	19,8%
Razón corriente	Superior a 1	1,24
Patrimonio Mínimo	Superior a UF 250.000	UF 417.127
Límite a los vencimientos de Efectos de Comercio	No tendrá vencimientos superiores a \$3.500.000.000 en un período de siete días hábiles.	

“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.”