



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde envío anterior

A n a l i s t a
Carlos García Brun
Tel. 56 – 22433 52 00
carlos.garcia@humphreys.cl

Interfactor S.A.

Noviembre 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Efectos de Comercio	Nivel 2/BBB+ Estable No hay Septiembre 2014 ¹
Tendencia	
Otros Instrumentos	
EEFF base	

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\$	2011	2012	2013	Sept-2014
Activo corriente	40.426.018	42.008.393	48.381.139	42.369.744
Activo no corriente	976.012	670.727	942.497	831.938
Total activos	41.402.030	42.679.120	49.323.636	43.201.682
Pasivo corriente	33.390.883	33.331.668	39.095.649	32.666.883
Pasivo no corriente	179.453	415.498	122.254	79.459
Patrimonio	33.570.336	33.747.166	39.217.903	32.746.342
Total pasivos y patrimonio	7.831.694	8.931.954	10.105.733	10.455.340

Estado de Resultados Integrales				
Cifras en M\$	2011	2012	2013	Sept 2014 ²
Ingresos de actividades ordinarias	7.269.201	8.344.381	9.269.365	9.534.562
Costo de ventas	-2.961.253	-3.264.277	-3.164.418	-3.685.115
Ganancia bruta	4.307.948	5.080.104	6.104.947	5.849.447
Otros ingresos por función	26.437	19.262	26.150	44.142
Gasto de administración	-2.356.478	-2.674.695	-3.396.232	-3.762.569
Ganancia	1.628.558	2.016.531	2.240.975	-1.815.243

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de junio de 2014. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de septiembre de 2014 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

² Corresponde a los últimos doce meses a Septiembre 2014.

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*. Con todo, a junio de 2014, la cartera de leasing representa un 0,57% de la cartera total de colocaciones de la emisora

Según los estados financieros a septiembre de 2014, la institución presentaba activos por cerca de US\$ 72,1 millones³ y colocaciones netas (a junio 2014) por cerca de US\$ 79 millones, las cuales se concentraban principalmente en el corto plazo. A junio de 2014, contaba con 1.246 clientes y 4.972 deudores distribuidos en once sucursales a lo largo del país. A septiembre de 2014, los activos de la sociedad son financiados en US\$ 17,5 millones con patrimonio y US\$ 52,6 millones con deuda financiera (bancos y efectos de comercio). La actual estructura del balance permitió a la empresa generar, durante los primeros nueve meses del año, un ingreso de US\$ 11,5 millones y un resultado final de US\$ 1,9 millones.

La categoría de riesgo asignada a los instrumentos de deuda de largo y corto plazo de la compañía en "Categoría BBB+" y "Nivel 2", respectivamente, se sustenta, principalmente, en la solidez del balance que presenta la compañía. Esto se refleja, entre otros indicadores, 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 2014, el *stock* de colocaciones netas supera en un 18,3% la deuda financiera de la entidad (a igual fecha la relación de endeudamiento entendida como pasivo exigible sobre patrimonio alcanzó 3,13 veces). Más aún, la razón de liquidez entendida como colocaciones de corto plazo sobre pasivos financieros corrientes era 1,30, lo cual se considera adecuado para la industria. Esta situación le permitiría, por una parte, financiar el crecimiento de sus colocaciones a través de un incremento moderado de sus pasivos financieros, y, por otra parte, 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; por lo tanto, es razonable presumir un adecuado conocimiento y gestión del negocio.

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 una rápida adecuación de los riesgos a la coyuntura económica del momento); 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 a septiembre 2014: \$599,22/US\$

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 que ha sido 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 2014, los diez primeros clientes representan el 60,8% del patrimonio y un 14,5% de las colocaciones (el principal representa el 10,3% del patrimonio), mientras que los deudores mostraron una concentración similar, llegando los diez principales a un 17,9% de la cartera de colocaciones y un 75% 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 incrementar su base de clientes y atomizar el riesgo; estrategia que podría afectar negativamente la calidad de la cartera, pero se considera que compensaría con 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, la clasificación incorpora la experiencia y conocimiento que presenta la administración del sistema financiero y del segmento al cual se orienta la compañía (básicamente pequeñas y medianas empresas)

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 respecto 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. En efecto, si bien la empresa presenta un tamaño medio dentro del segmento de *factoring* no bancarios, éste se reduce significativamente en términos relativos si se mide dentro del sistema financiero total, situación que afecta los niveles de competitividad. Asimismo se debe considerar que la competencia directa o indirecta de mayor envergadura tiene acceso a un menor costo de fondeo.

La clasificación de riesgo, al margen de la situación particular de **Interfactor**, tampoco es ajena al hecho que en períodos de crisis el sistema financiero tiende a disminuir las líneas de créditos a los *factoring* no bancarios y,

⁴ De acuerdo a lo informado por la empresa, la compañía presenta una participación de mercado, en base al stock colocado, de 1,7%.

conjuntamente, se ve resentida la capacidad de pago de sus clientes -pequeñas y medianas empresas- todo lo cual presiona la liquidez de este tipo de entidades. En contraposición, bien administrada la liquidez, la baja en el nivel de operaciones puede ser compensada vía aumento en los niveles de *spread*.

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, presentan un mejor desempeño respecto a lo exhibido por firmas del sector (*factoring* no bancario).

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 todas sus modalidades, lo cual podría llevar a una cierta convergencia que acentúe la competencia en la variable precio, situación que daría mayor importancia a las economías de escala, al costo de fondeo y al *spread* cobrado en las colocaciones. 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". Por tanto, el desarrollo de la compañía debe incorporar escenarios más competitivos que impactarán o presionarán a la baja los márgenes del negocio, cobrando mayor relevancia el costo del financiamiento, el riesgo de la cartera de activos y el acceso a economías de escala.

Otro aspecto que limita la clasificación de riesgo radica en que la política de atomización significa que la compañía profundiza su orientación a las pequeñas y medianas empresas, las que, en términos relativos, son entidades más vulnerables en períodos de desaceleración o contracción de la economía.

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

- Experiencia y desempeño por la compañía.

Fortalezas complementarias

- Bajo nivel de endeudamiento permite crecimiento futuro.
- Baja proporción de gastos administrativos sobre ingresos.

Fortalezas de apoyo

- Adecuado manejo de la liquidez y provisiones correspondientes.
- Perspectiva de crecimiento de la industria del factoring.

Riesgos considerados

- Reducido nivel de actividad (afecta acceso a economías de escala, riesgo moderado).
- Competencia de la industria (riesgo bajo en el corto plazo, pero creciente en el tiempo si aumenta la bancarización).
- Dependencia exclusiva en el factoring.
- Probable disminución en la calidad de la cartera al orientarse a clientes de pequeño y mediano tamaño.
- Bajo acceso a crédito en épocas de crisis (riesgo que puede ser contrarrestado con disminución en el volumen de operaciones y con un nivel de actividad acorde con la capacidad de respaldo de los socios).

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 2013

Durante 2013 la compañía registró un incremento de sus ingresos por actividades ordinarias de 11,1%, respecto del ejercicio de 2012, principalmente por un incremento en las diferencias de precios de los instrumentos adquiridos y aumento de las comisiones. Por su parte, el costo de venta disminuyó en 3,1% principalmente por los menores castigos por incobrables y provisiones, razón por la cual la relación costo de ventas sobre ingreso se redujo desde 39,1% en 2012, a 34,1% en 2013. De esta manera, el margen de explotación aumentó en 20,2% en el período.

Según la información a diciembre de 2013, los gastos de administración alcanzaron \$ 3.396 millones, registrando un crecimiento de 27,0% respecto al año anterior, por potenciamiento de las áreas comercial y de cobranzas, entre otros. De esta manera, estos gastos representaron un 36,6% de los ingresos de explotación, lo que significa un incremento del 32,1% registrado en el período anterior. La ganancia del período ascendió a \$ 2.240 millones, lo que significó un aumento de 11,1% respecto al ejercicio de 2012.

El *stock* de colocaciones netas, en tanto, alcanzó \$ 46.325 millones a diciembre de 2013, lo que representa un crecimiento de 16,7% en relación a diciembre de 2012. A diciembre, la empresa tenía un patrimonio de \$ 10.106 millones, un 46% correspondiente a capital.

Resultados Enero – Septiembre 2014

Durante los primeros nueve meses de 2014 la compañía registró ingresos por \$ 6.888 millones, un costo de ventas de \$ 2.796 millones, alcanzando una ganancia bruta de \$ 4.092 millones (5,9% inferior respecto de igual periodo del año anterior). Los gastos de administración y ventas ascendieron a \$ 2.804 millones, lo que representa un incremento de 15% respecto a igual período de 2013). De esta forma, la compañía exhibió una reducción de sus utilidades de 27,2%, al totalizar \$ 1.139 millones.

En cuanto a sus colocaciones netas de provisiones, éstas ascendieron a \$ 37.470 millones, registrando una disminución de 19,8% respecto a lo registrado en septiembre de 2013. Por su parte, el patrimonio sumó \$ 10.455 millones, un 3,5% mayor al alcanzado a septiembre de 2013, producto de las mayores utilidades generadas y no distribuidas por la compañía.

En junio de 2014 la compañía, en términos marginales, incluyó dentro de sus líneas de negocio las operaciones por *leasing*, que a la fecha de revisión representaban el 0,57% del *stock* de colocaciones brutas. Es preciso señalar, que dicha actividad se encuentra 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 2014, en el que se aprecia que su pasivo exigible es 3,13 veces su patrimonio. Por otra parte, las cuentas por cobrar netas, propias de su giro, superan en 18,3% la deuda financiera de la entidad. 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). 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.

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 31 días para los activos y de 25 días para los pasivos según cifras de septiembre de 2013); a su vez, los activos de corto plazo superan las obligaciones de corto plazo (a junio de 2014 la razón de liquidez entendida como colocaciones de corto plazo sobre pasivos financieros corrientes era 1,28), 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 27 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.

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 2014, sus gastos de administración y ventas representaron un 68,5% de sus márgenes (a septiembre de 2013 dicha relación ascendió a 56,1%) y un 40,7% de sus ingresos. Con todo, se debe tener presente que en la medida que la compañía fortalezca sus sistemas de control, podrían verse 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 el sistema financiero y la industria del *factoring*.

Factores de riesgo

Bajo volumen de colocaciones: La empresa presenta niveles de colocaciones netas que ascienden a aproximadamente a \$ 46.325 millones en diciembre de 2013 y a \$ 37.740 millones en septiembre de 2014, las cuales, sin perjuicio de reconocer el crecimiento experimentado en los últimos años, son reducidas dentro del contexto del negocio del *factoring* y, más aún, dentro del mercado financiero local; lo que impacta en la generación de economías de escala y, por ende, genera una menor disponibilidad relativa de recursos. Esta situación implica, en términos 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.

Nivel de competencia en la industria: La necesaria mayor bancarización de las empresas Pyme (considérese la propuesta de securitizar dichos créditos y la entrada en operaciones de las sociedades de garantía recíproca) incentivará la competencia, lo que presionará a una baja en los márgenes de la operación. En este escenario los bancos tienen ventajas por cuanto acceden a un menor costo de fondeo. 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. Aun así, *ceteris paribus*, los análisis de sensibilidad realizados demuestran que se tiene la capacidad de soportar una baja sobre cinco 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.

Mercado objetivo: La empresa se orienta principalmente a la Pyme, sector altamente vulnerable a los ciclos económicos -al margen de que en la última crisis haya mostrado, en general, un buen comportamiento de pago-. Las crisis financieras tienden a reducir las líneas de créditos disponibles en la economía, afectando la cadena de pago con especial énfasis en la pequeña y mediana empresa.

Acceso limitado a fuentes de financiamiento en épocas de crisis: Este riesgo se ve atenuado, pero no eliminado, por la capacidad que tiene la empresa de proveerse de liquidez vía disminución de sus colocaciones, utilizar líneas de efectos de comercio y, eventualmente, vía aportes de capital.

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 maneja⁵.

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 cheques y créditos con garantía. 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 2014, 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%
Total	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

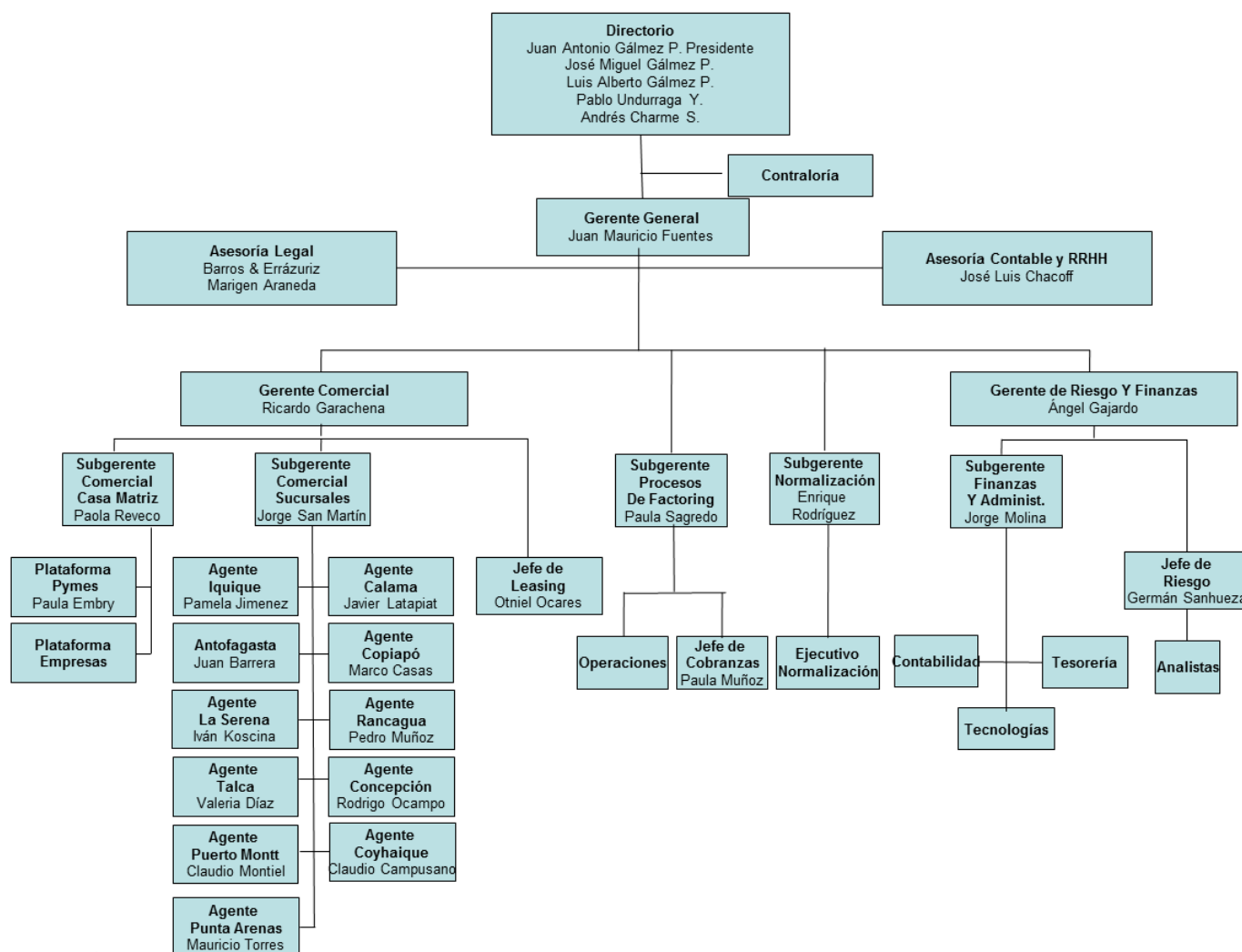
⁵ Además de las citadas sucursales, opera en Iquique, Copiapó, La Cisterna, Providencia, Rancagua, Talca, Puerto Montt y Punta Arenas.

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.

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.

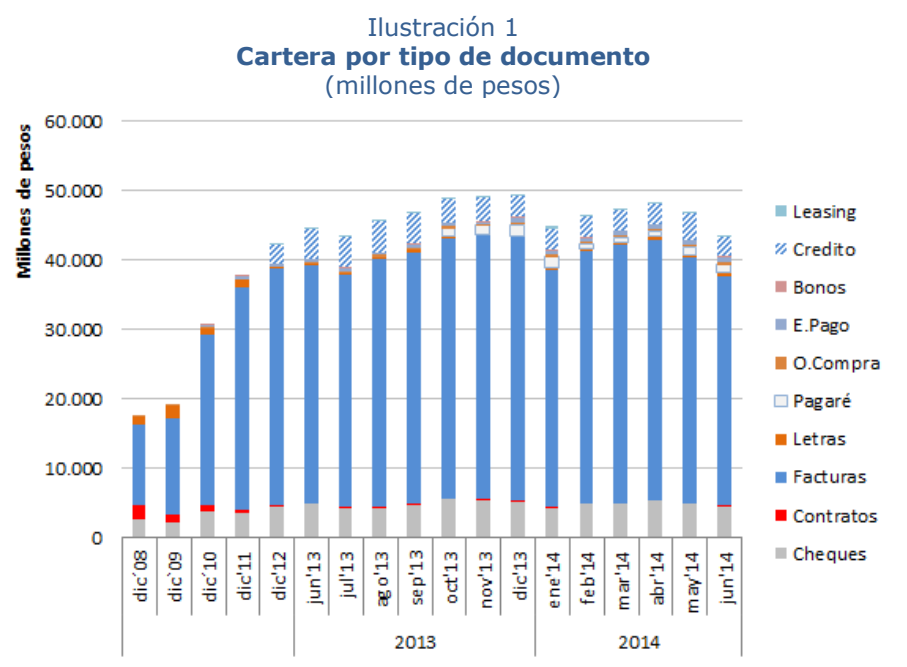
En la actualidad, **Interfactor** distribuye sus operaciones como sigue:



Cartera de colocaciones

A la fecha de la última información disponible de la cartera, junio de 2014, **Interfactor** contaba con un *stock* de colocaciones netas que sumaban US\$ 79 millones, de las cuales 87,5% corresponden a operaciones de *factoring*.⁶

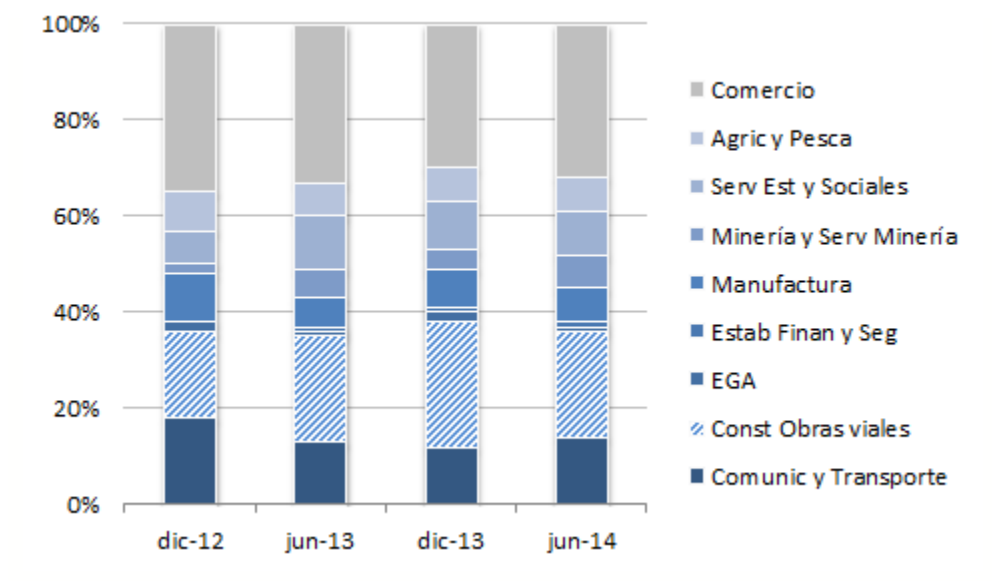
La Ilustración 1 muestra la cartera por tipo de documento, pudiéndose apreciar la evolución de la composición de las colocaciones (brutas), destacando el aumento sostenido de facturas y la disminución constante de títulos como letras y contratos.



Respecto de la concentración sectorial de las colocaciones, cabe señalar que tres áreas aglutinan el 68% del *stock* de operaciones, según información a junio de 2014, mostrando un importante grado de estabilidad en su estructura si se compara con igual fecha de 2013 (ver Ilustración 2).

⁶ Se consideran las operaciones de facturas, cheques y letras.

Ilustración 2
Cartera por sector económico
(Porcentajes)



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

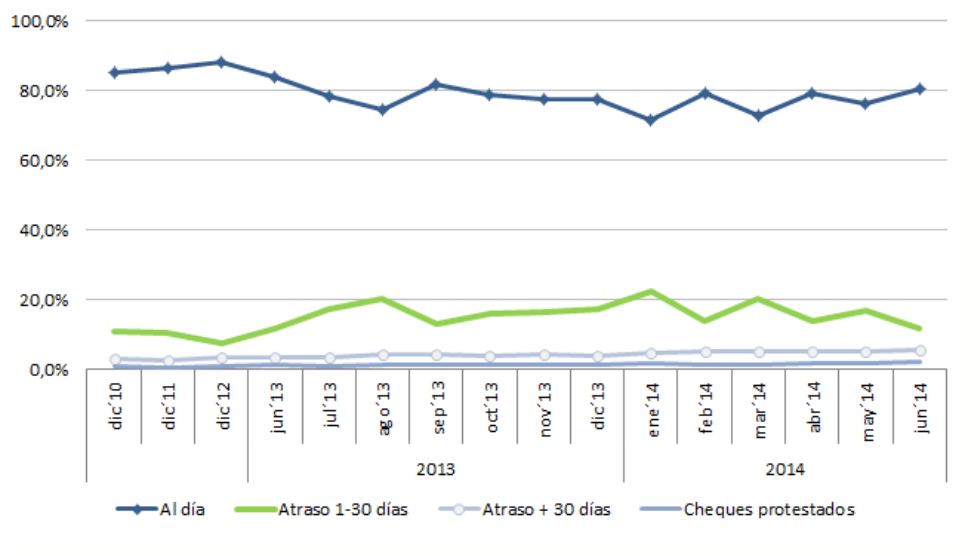
El siguiente cuadro muestra la importancia relativa de los principales clientes y deudores, respectivamente, en el stock total de las colocaciones de la compañía:

Concentración (a nivel de cartera)							
Principales clientes				Principales deudores			
Item	% junio 2014	% junio 2013	% junio 2012	Item	% junio 2014	% junio 2013	% junio 2012
Mayor cliente	2,46%	2,76%	2,60%	Mayor deudor	6,86%	5,78%	5,14%
5 mayores clientes	9,41%	10,42%	9,76%	5 mayores deudores	13,59%	11,63%	12,90%
10 mayores clientes	14,48%	16,56%	15,32%	10 mayores deudores	17,89%	16,32%	18,10%

A junio de 2014, la cartera de la sociedad se encontraba con un nivel de atomización muy superior al de la industria; en el que sus dos principales deudores representaban el 28,8% y 10,5% del patrimonio, respectivamente.

Con el fin analizar el riesgo de la cartera crediticia, la Ilustración 3 presenta la evolución del índice de morosidad de la cartera (medido como mora sobre colocaciones).

Ilustración 3
Mora por tramos
(porcentajes sobre cartera total)



La mora sobre los 30 días, mora relevante según **Humphreys** para este tipo de negocio, no había superado el 4% de la cartera en el período analizado, hasta que a mediados del tercer trimestre de 2013 alcanzó el 4,1%, y se habría incrementado constantemente, alcanzando un 5,4% de la cartera en junio de 2014.

Mora por tramos a junio 2014 y junio 2013

Mora por tramos	Junio 2014	Junio 2013
	(porcentaje de la cartera)	
Al día	80,5%	83,8%
Atraso 1-30 días	11,9%	11,6%
Atraso + 30 días	5,4%	3,4%
Cheques protestados	2,2%	1,1%

Respecto de las provisiones, cabe señalar que a diciembre de 2013, las provisiones representan aproximadamente el 93% de la mora relevante definida por la clasificadora.

Procedimientos de crédito

Según lo establecido en su "Manual de Riesgo", **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..

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. De esta manera, esta herramienta permite a **Interfactor** establecer la composición de la cartera.

En forma paralela, 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,
- 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.

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 2013, la industria mantenía un *stock* de colocaciones de aproximadamente US\$ 5.533 millones, en el que **Interfactor** tendría una participación de mercado del orden del 1,7% de las colocaciones totales.

Así mismo, la ANFAC tenía colocaciones por US\$ 411 millones, por lo que en conjunto **Interfactor** tendría una participación del 1,5% 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.

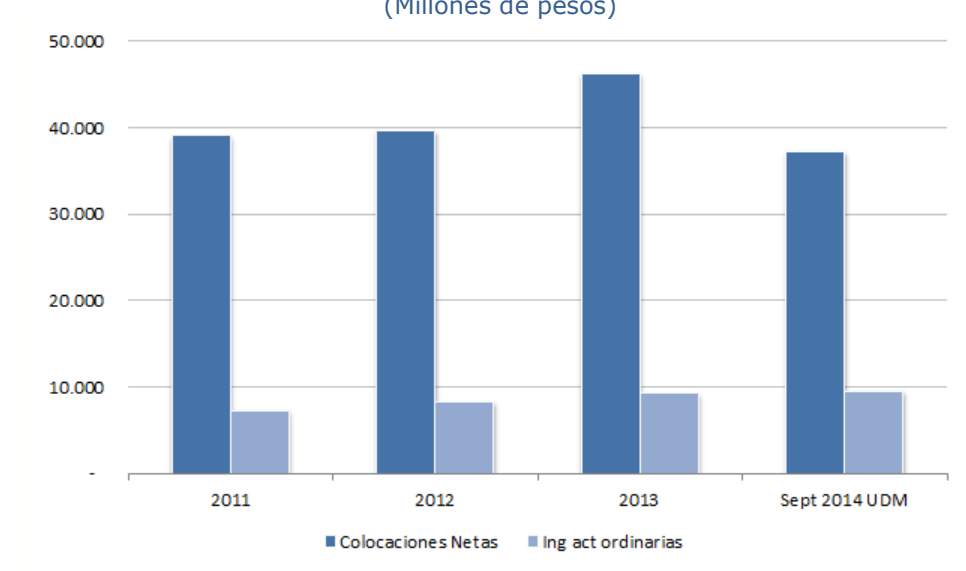
Análisis financiero

Evolución de ingresos y colocaciones

Comparando septiembre de 2013 y 2014 el *stock* de colocaciones netas experimentó una reducción de 19,8%, lo que contrasta con la tendencia creciente que venía registrando la compañía. En efecto, a septiembre de 2014 las colocaciones netas bordean los \$37.470 millones, mientras que en junio del año pasado la cartera alcanzaba aproximadamente \$46.739 millones.

Por otra parte, los ingresos por actividades ordinarias, que vienen creciendo consistentemente en los últimos años, experimentan un aumento de casi 10% en los últimos doce meses finalizados en septiembre de 2014, cuando totalizaron aproximadamente \$9.535 millones.

Ilustración 4
Colocaciones Netas, Ingresos Act Ordinarias
(Millones de pesos)



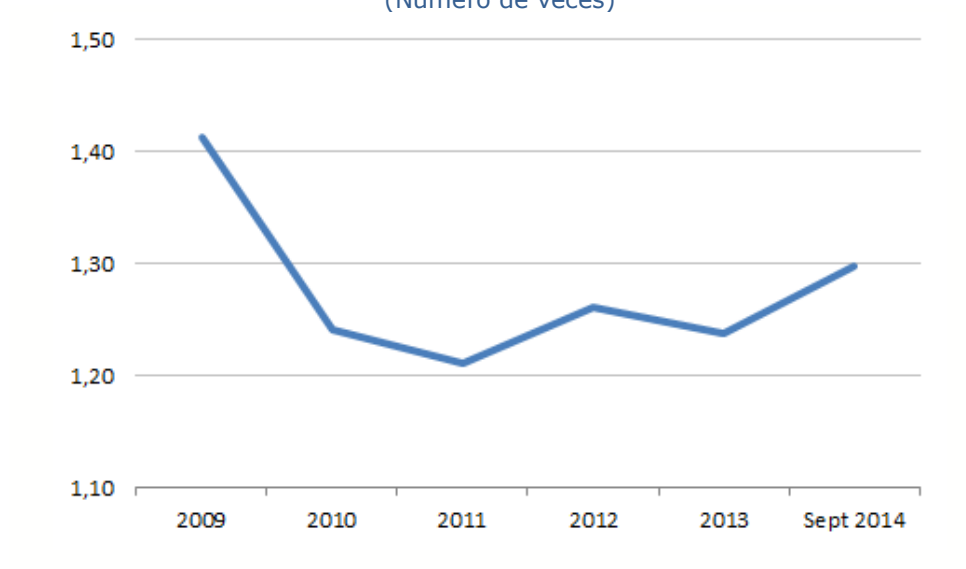
Liquidez

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 esta manera, la Ilustración 5 muestra que la liquidez ajustada⁷, luego de reducirse hasta el año 2011, ha presentado una tendencia creciente, alcanzando un valor de 1,3 en septiembre de 2014.

⁷ Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes sobre pasivos financieros corrientes.

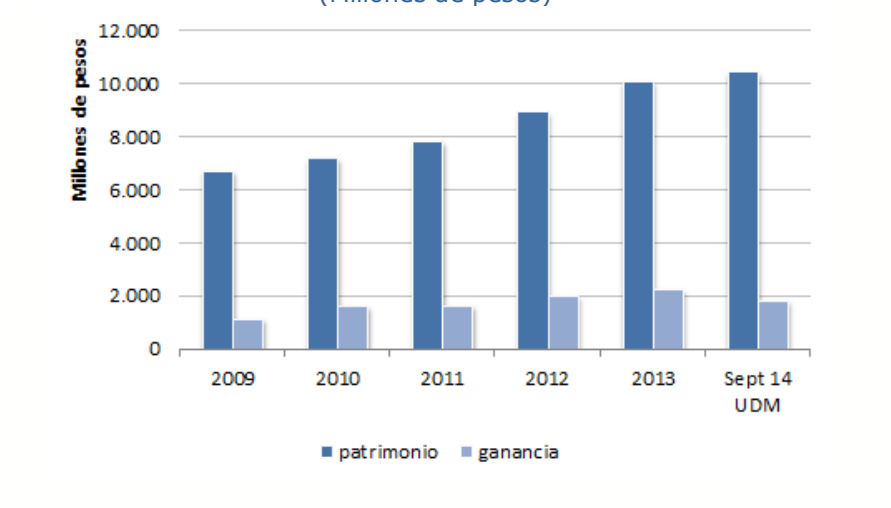
Ilustración 5
Liquidez Ajustada
(Número de veces)



Endeudamiento y posición patrimonial

El patrimonio de **Interfactor** ha presentado una tendencia creciente durante el período 2009-2012, debido a la continua acumulación de utilidades. Las ganancias, por otra parte, han presentado también un continuo incremento, a excepción de los últimos doce meses finalizados en septiembre de 2014, como se aprecia en la Ilustración 6.

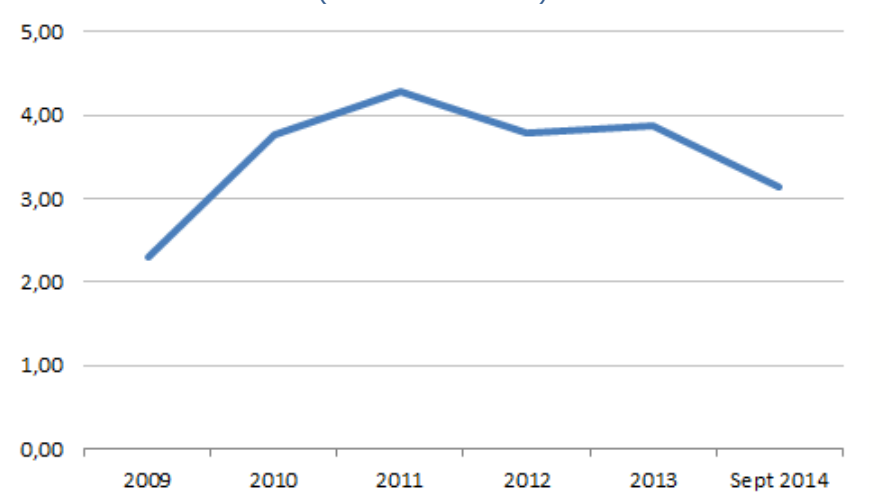
Ilustración 6
Patrimonio y Resultados
(Millones de pesos)



En relación al endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, se observa que, luego de un continuo incremento hasta 2011, este indicador ha presentado una tendencia decreciente debido a los

constantes resultados positivos que ha exhibido la compañía, situándose en 3,33 veces a junio, nivel que, dada la naturaleza del negocio financiero, dicho se encuentra en niveles moderados (ver Ilustración 7).

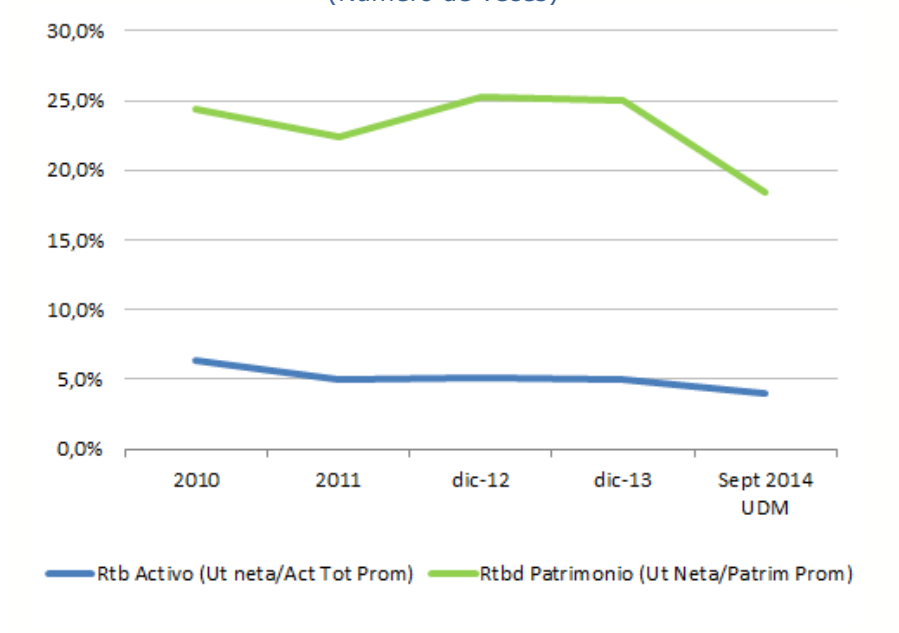
Ilustración 7
Pasivo Exigible/Patrimonio
(Número de veces)



Rentabilidad

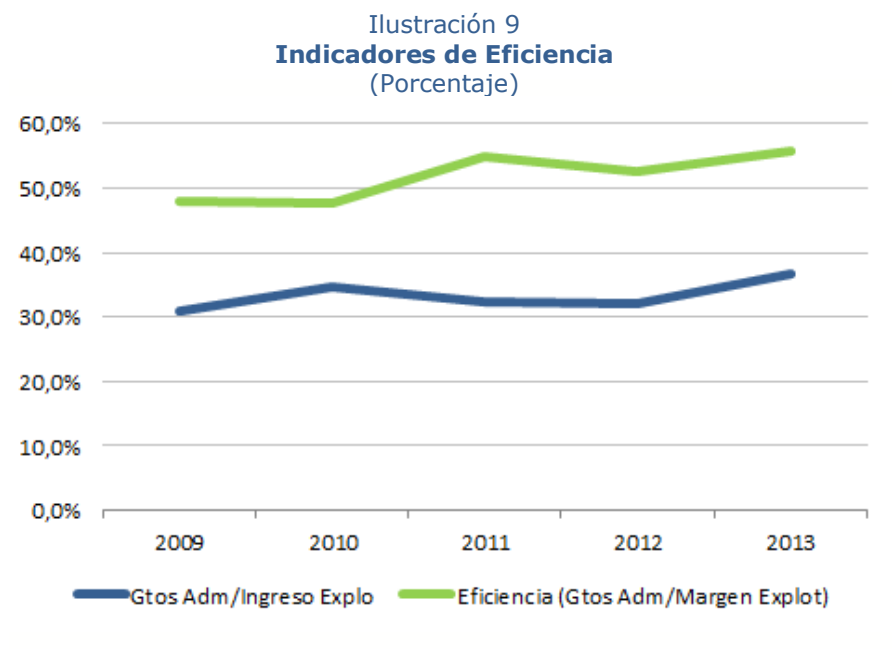
Debido a la caída en las ganancias señalada anteriormente, la rentabilidad sobre el patrimonio (utilidad del ejercicio sobre patrimonio total promedio) mostró una leve caída hacia septiembre de 2014, alcanzando un valor de 18,5%, en tanto que la rentabilidad del activo (utilidad sobre activos promedio) se mantiene en valores cercanos a 5%, como se aprecia en la Ilustración 8.

Ilustración 8
Rentabilidad
(Número de veces)



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 (2011-2013) una relación de gastos sobre ingresos de 33,7%, mientras que el cociente medido sobre el margen de explotación promedió 54,4% para igual período. Como puede apreciarse en la Ilustración 9, luego de presentar una cierta estabilidad, estos indicadores presentaron un leve deterioro durante 2013.



Efectos de comercio

Características de la línea de efectos de comercio	
Monto Máximo (M\$)	Duración
7.000.000	10 años

Covenants		
	Límite	A sept 2014
Patrimonio Total/Activos totales	Superior a 10%	24,2%
Razón corriente	Superior a 1	1,30
Patrimonio Mínimo	Superior a UF 250.000	UF 432.611
Límite a los vencimientos de Efectos de Comercio	No tendrá vencimientos superiores a \$3.500.000.000 en un período de una semana.	

"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."