



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe anual

Analistas

Bárbara Lobos M.

Paulina Medina C.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

paulina.medina@humphreys.cl

First Factors S.A.

Octubre 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01

ratings@humphreys.cl

www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Efectos de Comercio	Nivel 2/BBB
Tendencia	Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	30 Junio 2011

Características de Línea de Efectos de Comercio	
	Primera Línea de Efectos de Comercio
Nº de Inscripción	083
Fecha de Inscripción	01 de Marzo de 2011
Plazo Vencimiento Línea (años)	10
Fecha de Vencimiento de la línea	01 de Marzo de 2021

Estado de Resultado Consolidado				
Cifras en M\$ de junio de 2011	2007	2008	2009	2010
Ingresos de explotación	909.295	1.355.747	1.278.485	1.806.107
Costos de explotación (menos)	-116.769	-195.889	-152.829	-250.522
Gastos de administración y ventas (menos)	-450.500	-750.871	-1.078.491	-1.578.248
Resultado de explotación	342.026	408.986	47.165	-22.664
Utilidad (pérdida) del ejercicio	125.011	142.273	45.812	45.214

Balance Consolidado				
Cifras en M\$ de junio de 2011	2007	2008	2009	2010
Total activos circulantes	4.233.331	4.518.179	5.696.841	6.797.975
Total activos fijos	43.201	65.844	115.967	107.823
Total otros activos	891.397	1.394.943	1.854.059	3.074.938
Total activos	4.906.863	5.978.966	7.666.867	9.980.735
Total pasivos circulantes	4.085.170	2.471.937	4.329.294	6.906.011
Total pasivos a largo plazo	260.300	604.446	455.231	170.343
Total interés minoritario y patrimonio	822.459	2.902.583	2.878.339	2.901.135
Total pasivos	4.906.863	5.978.966	7.666.867	9.980.735

EERR por función – Consolidado	
M\$ a Junio de 2011	Jun-11
Ingresos de actividades ordinarias	1.287.297
Costo de ventas	-272.683
Gasto de administración	-914.326
Resultado Operacional	100.288
Ganancia o pérdida	237.541

Estado de situación financiera clasificado Consolidado	
M\$ a Junio de 2011	Jun-11
Activos Corrientes	12.270.484
Activos No Corrientes	3.692.210
Total Activos	15.962.694
Pasivos Corrientes	6.762.225
Pasivos No Corrientes	6.175.573
Total Pasivos	12.937.798
Patrimonio	3.024.896
Total Pasivos y Patrimonio	15.962.694

Opinión

Fundamento de la clasificación

First Factors S.A. (First Factors) fue constituida en 2005 y en la actualidad está orientada a la prestación de servicios financieros para la obtención de capital de trabajo por parte de pequeñas y medianas empresas (Pyme). A la fecha de clasificación los objetivos de la organización se materializan a través de operaciones de *factoring* y *leasing*. Además, complementa su actividad con el otorgamiento de garantías recíprocas a través de la subsidiaria First Aval, la cual se encuentra inscrita en la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y ha sido clasificada por **Humphreys** en "Categoría A+" en relación a su capacidad de pago sobre las fianzas emitidas.

Según los estados financieros al 30 de junio de 2011, la institución presenta activos por US\$ 21 millones y colocaciones netas por cerca de US\$ 19 millones, de las cuales el 55% son de corto plazo. La base de las

operaciones se distribuye en 256 clientes. Los activos de la sociedad son financiados con patrimonio (US\$ 4,2 millones) y con US\$ 16,9 millones de deuda financiera (bancos). La actual estructura del balance permitió a la empresa generar durante el ejercicio de los seis primeros meses del año un ingreso de US\$ 1,8 millones y un resultado final de US\$ 398 mil.

La clasificación de los efectos de comercio, "*Categoría BBB/Nivel 2*", se fundamenta en las fortalezas propias de la compañía y se refuerza por las obligaciones, restricciones y limitaciones que se establecen para la emisora en el contrato de emisión de efectos de comercio.

Las fortalezas de **First Factors** se basan, principalmente, en el bajo endeudamiento relativo que exhibe la compañía, en consideración a que el negocio financiero se caracteriza por mostrar elevados niveles de apalancamiento (la sociedad presenta una relación de 2,83 veces entre pasivo total depurado¹ y patrimonio a junio de 2011, y compromete una relación no mayor a cuatro veces según resguardos de línea de efectos de comercio); y a la elevada capacidad de apoyo que puede brindar el grupo controlador, tanto para financiar las necesidades de crecimiento como para asistir a la entidad en un escenario de iliquidez del mercado. Asimismo, la clasificadora estima que en la medida que la sociedad incremente el volumen de sus operaciones podría soportar mayores niveles de deuda sin por ello afectar la clasificación de riesgo de los efectos de comercio.

En forma complementaria, la clasificación reconoce que la organización presenta objetivos de largo plazo definidos, cuenta con ejecutivos con conocimiento de la industria y dispone de una estructura que en términos de recursos humanos y procedimientos se ha ido consolidando en el último tiempo. Sumado a lo anterior, se evalúa positivamente el sistema de control de riesgos que está implementando, en especial en lo que concierne a la sistematización y documentación de procesos que son claves para la evaluación y posterior seguimientos de los riesgos que asume la compañía, sin perjuicio de observar que se trata de un sistema de reciente incorporación, que está expuesto a los ajustes propios de las etapas de implementación y que deberá mostrar en la práctica su aporte a la gestión del negocio.

Adicionalmente, bajo una visión de mediano plazo, la clasificación de riesgo se ve favorecida por las características propias de las operaciones, que en caso del *factoring* son esencialmente de corto plazo (favorece la liquidez). En lo relativo al *leasing* existe un activo subyacente que reduce las pérdidas esperadas ante incumplimientos de los deudores (se destaca que el crecimiento de la compañía va enfocada más hacia este tipo de negocio). En este sentido, el enfoque multiproducto que caracteriza la estrategia de largo plazo de la empresa favorece la flexibilidad comercial, la penetración a su segmento objetivo y la diversificación del riesgo.

¹ La empresa administra un fondo de inversión a través de su filial First Aval. La deuda asumida por dicho fondo no se considera en sus indicadores de endeudamiento consolidados, ni en las restricciones de contrato de línea de efectos de comercio.

En menor medida, la categoría de riesgo asignada incorpora los atenuantes propios del negocio de *factoring*, en donde el cliente actúa como codeudor solidario del responsable del pago de las facturas, no obstante reconociendo que dicho soporte depende del nivel de solvencia de la empresa cliente en cada caso.

Un elemento relevante en la clasificación del instrumento es que se han definido eventos en los cuales el emisor se verá en la obligación de crear una cuenta de reserva de uso exclusivo (ver anexo 1) con objeto de proteger su capacidad de pago. Esta condición se suma a otros resguardos particulares asociados a línea evaluada.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se encuentra contraída, entre otros aspectos, por el reducido volumen de operaciones de la compañía, lo que se manifiesta en un *stock* de colocación que, si bien sigue con tendencia creciente, a junio del año en curso aún es inferior de \$ 9.600 millones, elemento que lleva a estrechos niveles de economías de escala y una mayor exposición a periodos de crisis. Este último punto se materializa en un acceso comparativamente reducido a las fuentes de financiamiento en época de incertidumbre económica, afectando la posición de liquidez en los momentos que ésta más se requiere.

También se visualiza como un elemento negativo la falta de un área de contraloría interna, independiente y transversal a toda la estructura operativa, instancia que permitiría una mayor supervisión del cumplimiento de las normas que la misma administración se ha impuesto. Se espera que el crecimiento de las operaciones lleve a la creación de una unidad de control interno. Con todo, se reconoce que los procesos incluyen instancias de revisión y supervisión interna.

Junto a lo anterior, se suma el hecho de que la compañía participa en una industria de creciente competitividad, en donde parte importante de los operadores son filiales de banco con bajo costo de fondeo y con soporte operativo y gerencial de sus matrices. Si bien a la fecha es posible la segmentación del mercado, en opinión de **Humphreys**, el desarrollo de largo plazo 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 del fondeo y al *spread* cobrado a en las colocaciones.

Considerando los buenos niveles de profesionalización de **First Factors** y el comportamiento de su cartera de colocaciones, es el tamaño de la compañía lo que afecta más significativa y negativamente la clasificación de los títulos de deuda, en especial porque para este tipo de negocios las fuentes de financiamiento tienden a limitarse en épocas de crisis. Sin embargo, para asegurar la capacidad de pago de sus efectos de comercio, estos riesgos han sido atenuados mediante apalancamientos financieros que se determinan en función de la magnitud de la actividad crediticia y por el establecimientos de políticas de liquidez *ad hoc* que reducen fuertemente la probabilidad de incumplimiento del pago de los bonos de corto plazo. Asimismo, el compromiso de control de los actuales accionistas mayoritarios, según se establece en los resguardos del efecto de comercio, permite presumir menor riesgo de iliquidez y mantención del actual estilo de administración (ver anexo 1).

La categoría de riesgo puede verse favorecida en la medida que se incremente el nivel de colocaciones y, a su vez, el nuevo sistema de control y seguimiento de riesgos llegue a su etapa de maduración y demuestre su efectividad dentro del control de las operaciones.

Para la mantención de la clasificación se espera que no se deterioren las fortalezas que sostienen la categoría de riesgo actual, en especial en la mantención de la propiedad por los actuales accionistas de la compañía. Adicionalmente se espera que al menos se mantenga el nivel de colocaciones actuales.

Definición de categorías de riesgo

Categoría BBB

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.

Nivel 2

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

Durante los primeros seis meses de 2011 la empresa contabilizó ingresos por actividades ordinarias por \$ 1.287 millones, lo que representó un aumento real de 78% con respecto mismo periodo del año anterior. De ese total un 30% correspondió a lo generado por la subsidiaria First Aval, la que comenzó a operar en enero de 2010 y participa en el negocio de garantías recíprocas.

En el mismo período el costo de ventas de la compañía ascendió \$ 272 millones, parte de este correspondiente a First Aval, lo que significa un aumento cercano al 250%.

Por su parte, los gastos de administración ascendieron a \$ 907 millones, registrando un incremento de casi 30% respecto a junio de 2010, de los cuales un 38% corresponde a la SAGR. Los gastos de administración sobre los ingresos de explotación, sin considerar los efectos de la SAGR sobre este indicador, alcanzaron el 63%, lo que representa un aumento en el valor de los indicadores de eficiencia con respecto al año 2009.

Con todo, el resultado operacional del período ascendió a \$ 100 millones, lo que se compara positivamente en relación al obtenido en el mismo periodo durante el año anterior, cuando se obtuvo un resultado operacional de \$ 44 millones. El aporte de la SAGR correspondió a un 38% del total del resultado

operacional. Finalmente, las ganancias para el período correspondieron a \$ 237 millones, de los cuales el 16% equivalió al resultado final de la SGR.

A junio de 2011 la compañía poseía activos por \$ 15.962 millones (43% pertenecientes a First Aval) y colocaciones por \$ 9.524 millones, de las cuales 45% correspondían a colocaciones de *factoring* y 55% a colocaciones de operaciones de *leasing*. Los pasivos representaban \$ 12.937 millones, de los cuales \$ 9.058 millones eran deuda financiera, \$ 4.362 millones de ellos correspondientes a deuda con CORFO de los fondos de reafianzamiento administrados por la SAGR.

El 02 de agosto se emitieron efectos de comercio por UF 150.000 con cargo a la línea de efectos de comercio aprobada en Marzo de 2011.

Oportunidades y fortalezas

Apoyo de accionistas: La compañía cuenta con accionistas comprometidos en el correcto funcionamiento de la misma. Lo anterior se ve reflejado en la participación de los directores en distintos comités internos llevados a cabo. También se puede observar este compromiso en un aumento de capital por \$ 1.977 millones nominales, efectuado en un periodo de crisis financiera a nivel nacional e internacional durante 2008.

Bajo nivel de Endeudamiento: **First Factors** presenta un bajo nivel de endeudamiento, en relación a lo observado en otras entidades que participan en el negocio. La sociedad presenta una relación de 2,83 veces entre pasivo total depurado² exigible y patrimonio a junio de 2011, lo que representa una ventaja ya que le permite obtener mayores oportunidades de crecimiento. Además, se comprometió mantener una relación no mayor a cuatro veces en los resguardos de línea de efectos de comercio. Asimismo, exhibe adecuados niveles de liquidez.

Enfoque multiproducto: **First Factors** se reconoce a sí misma como una compañía con una estrategia enfocada en satisfacer las necesidades de capital de trabajo a sus clientes, por lo que no limita su oferta a un solo producto. A la fecha de clasificación, dirige sus esfuerzos a ofertar operaciones de *factoring* y *leasing*. Sin perjuicio de ello, su estrategia es seguir aumentando su abanico de productos. Cabe señalar la incursión en *warrant*, aunque este producto financiero tiene menos desarrollo pero se complementa con los demás servicios en cuanto al apoyo a Pymes en préstamos con garantía contra inventarios. Adicionalmente, está desarrollando una línea de negocios asociado a la emisión de garantías recíprocas a través de First Aval.

Expectativa de crecimiento: A Junio de 2011, **First Factors** ha obtenido un crecimiento en su cartera de colocaciones de un 22% con respecto al cierre de 2010, mostrando además un crecimiento constante en términos de colocaciones desde su creación. Las expectativas de crecimiento en el segmento objetivo de la

² Excluye deuda contraída por los fondos de inversión relacionados.

compañía, dadas las necesidades de financiamiento de las Pymes se ven reflejadas en la obtención de la línea de efectos de comercio en marzo de 2011 y la colocación de la primera serie en agosto del mismo año.

Factores de riesgo

Tamaño reducido: La compañía presenta un tamaño reducido en comparación con otras empresas que compiten en la misma industria. Lo anterior repercute en un menor acceso a economías de escala, lo que afecta a que en tiempos de crisis pueda obtener menores fuentes de financiamiento. Durante los últimos tres años el *stock* de colocaciones brutas ha fluctuado entre los \$ 5.000 millones y \$ 9.500 millones.

Necesidad de consolidación en crecimiento: La viabilidad de largo plazo de la compañía requiere de un crecimiento en el nivel de sus colocaciones lo cual implica que la estructura operativa y administrativa de la empresa -hoy en etapa de consolidación- logre incorporar en forma eficaz procedimientos de control de los riesgos financieros, de mercado y operativos en concordancia con las nuevas exigencias, tanto de sus necesidades internas como con las que impone el mercado.

Competencia: Se estima un aumento en la competencia de los productos que ofrece **First Factors** y en su mercado objetivo, en particular en la medida que se vaya produciendo una mayor bancarización de la Pyme. En este contexto, es importante considerar el mejor costo de fondeo de los bancos.

Nivel de riesgo de mercado objetivo: La Pyme son entidades más vulnerables a los períodos recesivos. Dado ello, en época de crisis la compañía requiere de una gestión muy eficiente para administrar un escenario claramente marcado por menor actividad, mayor morosidad y restricciones de liquidez.

Antecedentes generales

Historia

First Factors nació en 2005, producto de la visión de la familia Marín hacia el negocio de *factoring* y la experiencia del actual gerente general. La empresa se dedica básicamente a satisfacer la necesidad de capital de trabajo de la Pyme a través de distintos instrumentos financieros enfocados a este objetivo. A la fecha de clasificación, comercializa operaciones de *factoring* y de *leasing*, sin perjuicio que, dada la estrategia y visión de la compañía, esta abierta y en constante estudio de otras herramientas que puedan adecuarse a este objetivo. Actualmente la casa matriz está ubicada en Santiago y posee sucursales en Concepción y Puerto Montt.

Desde septiembre de 2009 participa en el negocio de emisión de fianzas a través de la filial First Aval, la cual se constituyó como sociedad anónima de garantía recíproca, se rige por la Ley 20.179 y es supervisada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF). First Aval fue constituida el 29 de septiembre de 2009, con un patrimonio en torno a las UF 20.000 (dos veces superior del mínimo exigido por ley) y al 30 de junio de 2011 contaba con un patrimonio de UF 16.265.

Propiedad y administración

First Factors es una sociedad anónima asociada y controlada por la familia Marín; a diciembre 2010 la propiedad de la compañía se distribuía de la siguiente forma:

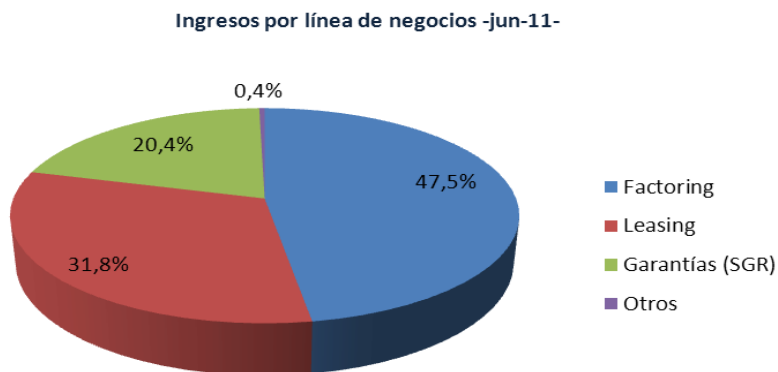
Entidad	% de Propiedad
El Mayorazgo	66,15%
Marin y Cia. Ltda.	14,82%
Asesorías e Inv. CABS SA	10%
Cia. Gral. De Rentas Ltda.	3%
Cia. De Rentas Epulafquen Ltda.	3%
Cia. De Rentas Trigal Ltda.	3%

La administración de la empresa recae en manos de un grupo de profesionales con experiencia en el sector bancario, donde se destaca la trayectoria del gerente general. Los principales ejecutivos de la compañía son los siguientes:

Ejecutivo	Cargo
Carlos Baudrand	Gerente General
Francisco Hormazabal	Gerente de Operaciones
Monica Rosales	Gerente de Crédito
Fernando González	Gerente Comercial
Francisco Sanchez	Gerente de Finanzas

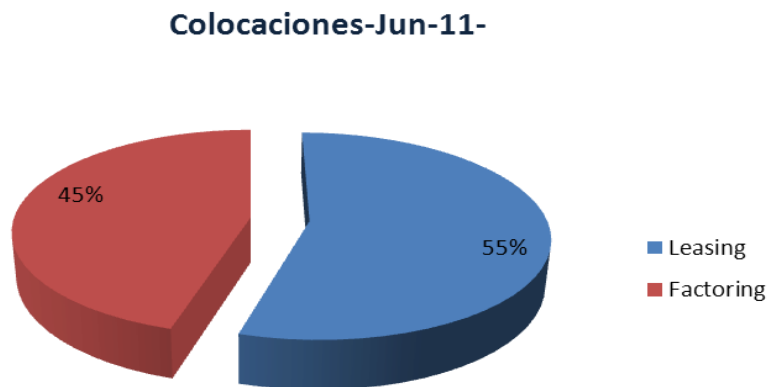
Líneas de negocios

Participa, principalmente, en los negocios de *factoring* y *leasing*. Adicionalmente, desde 2010 participa en el negocio de garantías recíprocas a través de First Aval. La distribución de ingresos por líneas de negocios es la siguiente:



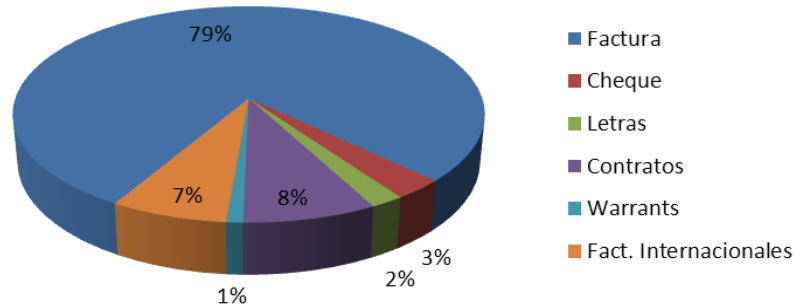
Cartera de colocaciones

A la fecha de los últimos estados financieros considerados en la clasificación, junio 2011, **First Factors** contaba con un *stock* de colocaciones ascendiente a US\$ 13,8 millones, de las cuales un 55% correspondían a colocaciones de *leasing* y un 45% a *factoring*.



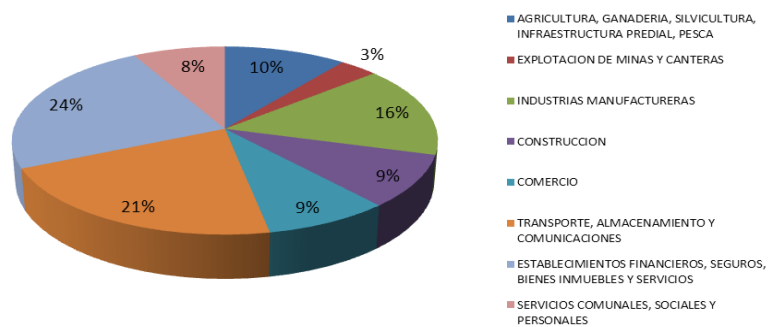
La composición de la cartera de *factoring* por tipo de documento se concentra principalmente en facturas con un 79% del total, y seguida contratos, facturas internacionales, cheques y letras.

Cartera de Factoring -jun-11-



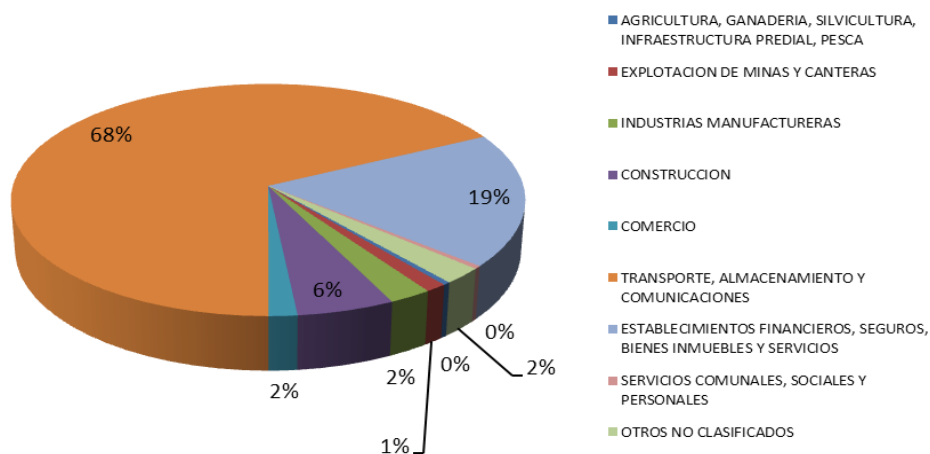
La distribución sectorial de la cartera de *factoring* presenta una diversificación más que adecuada medida como el efecto sobre el patrimonio de la sociedad, producto que un sector económico en especial, dada sus características propias, se vea negativamente afectado y deteriore el riesgo de la cartera actual o futura. Un 24% de las colocaciones se concentran en establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios, seguidas por establecimientos comunales, sociales y personales, con un 21%.

Cartera de Factoring Por Sector -Jun-11-



La distribución sectorial de la cartera de *leasing* está principalmente expuesta al sector transporte, almacenamiento y comunicaciones (69% del total de la cartera). Esto –excluyendo entidades con presencia en el negocio inmobiliario- es una constante dentro de la industria, dentro de la cual la mayor parte de la cartera de colocaciones se asocian al sector transporte, ya sea público, privado, de pasajeros o carga.

Cartera de Leasing por Sector -Jun-11-



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

Factoring a junio 2011			
Principales clientes		Principales deudores	
Item	%	Item	%
Mayor cliente	4,62%	Mayor deudor	4,70%
5 mayores clientes	18,65%	5 mayores deudores	16,70%
10 mayores clientes	31,70%	10 mayores deudores	24,52%

Leasing a junio de 2011	
Item	%
Mayor deudor	4,30%
5 mayores deudores	15,50%
10 mayores deudores	25,30%

Procedimientos de crédito

El proceso de aprobación de créditos se inicia con la identificación de necesidades de financiamiento por parte del cliente, en donde se busca conocer, analizar y definir tanto cualitativa como cuantitativamente las reales necesidades del cliente y las variables de riesgo involucradas. La compilación de la información para la evaluación se hace tanto a través del cliente como por fuentes internas y externas a la empresa. En esta etapa, el encargado del proceso es el ejecutivo que ingresa al cliente. Es importante señalar todos los clientes son visitados por el ejecutivo antes de la aprobación de la línea y visitados al menos una vez al año mientras se encuentren activos.

Para la calificación del cliente, el proceso de evaluación se centra en la viabilidad y capacidad de pago de la deuda. En esta etapa se estima su capacidad para generar caja, además se identifican los riesgos que lo

puedan afectar, también se establecen los seguimientos para estas variables de riesgo y se busca conocer detalladamente la operación del cliente. Todo lo anterior se lleva a cabo a través de un vaciado de balance y del análisis de toda la información recopilada, lo cual se plasma finalmente en un informe. Cabe señalar que los antecedentes son traspasados a un sistema interno, el cual hace el seguimiento y los reportes necesarios para el control de gestión. Para el análisis crediticio se cuenta un área de riesgo independiente que apoya la toma de decisiones y reporta al gerente de crédito.

Un elemento secundario en relación a la primera fuente de pago, es el análisis de la garantía que dejará el cliente, para esto se procede a evaluar la caución a través de tasadores externos que trabajan habitualmente con **First Factors**. El gerente legal es quién debe evaluar todos los antecedentes legales tales como la constitución de la sociedad, informes de poderes y facultades, entre otros.

El informe, conclusiones e información resultante de los análisis de evaluación son presentadas a instancias independientes para que decidan el rechazo o aprobación de un cliente y de la línea de crédito a asignar. Para la aprobación de líneas existen las siguientes atribuciones:

Comité	Factoring	Leasing
Directorio	Sin Límite	Sin Límite
Comité Crédito Superior	150 Millones	150 Millones
Gerente General	80 Millones	80 Millones
Gerente de Crédito	30 Millones	30 Millones

Para aprobación de operaciones de *factoring* con cargo a la línea vigente cumpliendo lo aprobado se establecen las siguientes atribuciones:

Comité	Monto Máximo
Directorio	Sin Límite
Gerente General	Sin Límite
Gerente de Crédito	30 Millones
Gerente Comercial	15 Millones
Agente	3 Millones
Ejecutivo	1 Millones

Después de la otorgación de un crédito, un elemento fundamental en la estrategia de la compañía es el seguimiento de los mismos. El encargado de llevar a cabo este proceso es el ejecutivo de cuenta, quien debe monitorear constantemente al cliente, con el objeto de tomar las medidas precautorias de manera de no debilitar la posición de riesgo de la compañía.

Proceso de cobranza

Es responsabilidad del comité de cobranza, que depende de la Gerencia de Operaciones, proponer la estrategia más adecuada de recuperación de los créditos, dependiendo de las características y situación particular de cada cliente. Dentro de estas estrategias se pueden utilizar los siguientes procedimientos: negociaciones, reestructuración de créditos, cobranza extrajudicial, cobranza judicial, entre otros.

Adicionalmente, el gerente legal debe supervisar las actividades judiciales, de tal forma de velar por el correcto cumplimiento de los procedimientos por parte de los abogados externos. Así, toda acción judicial debe llevar el visto bueno del gerente legal.

Según *Humphreys*, el proceso de control, las políticas de riesgo y cobranza son adecuadas y en línea a las utilizadas por otras compañías de servicios financieros de *factoring* de similar tamaño del mercado local. Todo lo anterior dentro de un contexto con políticas establecidas y conocidas por la organización.

Antecedentes de la industria de factoring

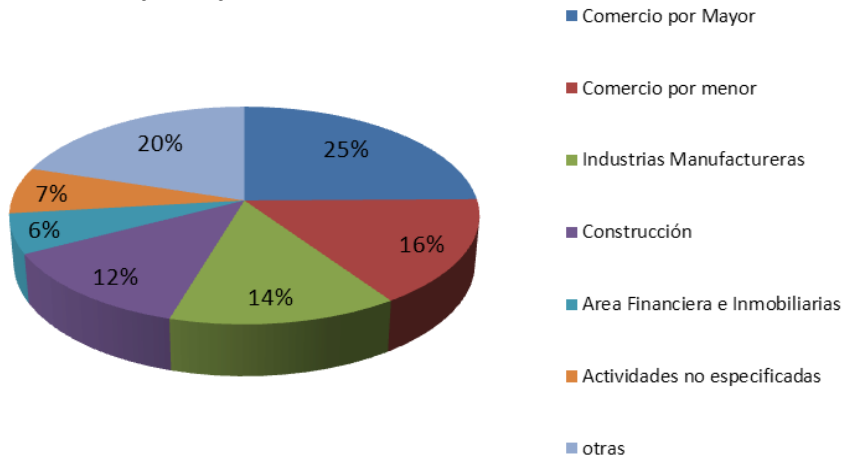
La industria del *factoring* tiene como propósito satisfacer las necesidades de financiamiento de capital de trabajo de las empresas mediante la anticipación de los flujos asociados a determinadas cuentas por cobrar (cesión, vía descuento, de documentos a plazo). En Chile, el segmento de la Pyme constituye 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. **First Factor** se incluye dentro de las del segundo grupo.

Según cifras de la ACHEF a diciembre de 2010, la industria mantenía un *stock* de colocaciones de \$ 1.946.846 millones (aproximadamente US\$ 4.101 millones), con 16.569 clientes activos.

A continuación podemos ver la participación del *factoring* según actividad económica a diciembre de 2010, donde podemos apreciar que el comercio y la industria manufacturera son las que principalmente lo utilizan.

Participación por actividad Económica a Dic. 2010

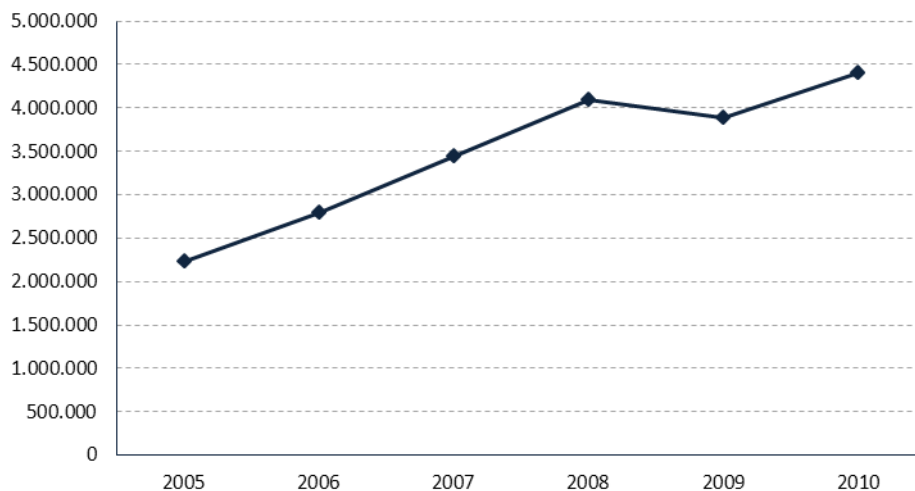


Desde el punto de vista legal, las empresas de *factoring*, al carecer de un marco jurídico específico para operar, se sustentan básicamente en el Código Civil y en el de Comercio, así como en la ley N° 19.983 del 15 de diciembre del 2004 que le otorga mérito ejecutivo a las facturas.

Mercado del Leasing

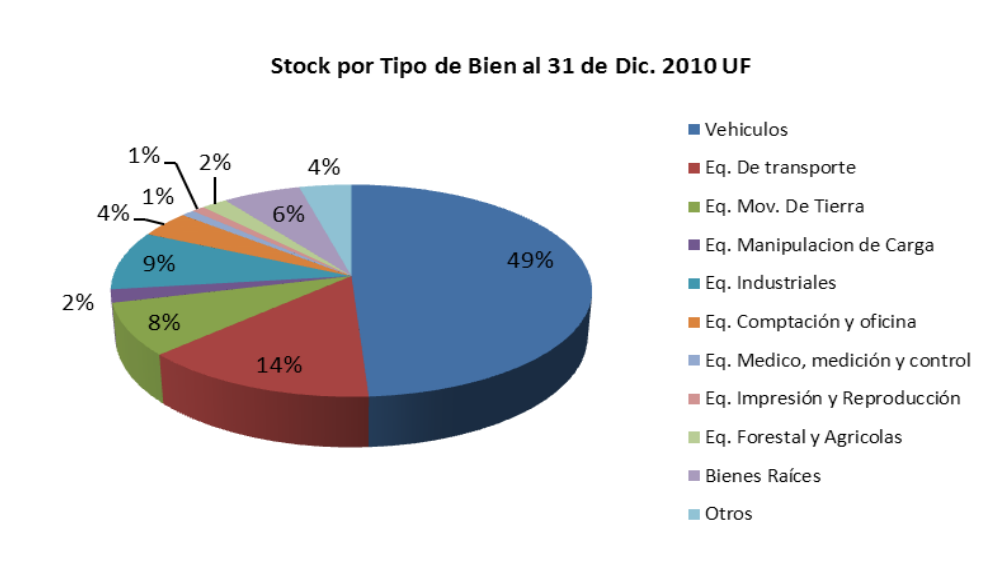
La industria del *leasing* experimentó un fuerte crecimiento durante los años noventa. El comportamiento de las colocaciones totales de la industria en los últimos años muestra la sensibilidad de ésta ante los ciclos recesivos.

Stock en montos de Leasing MM\$



En el gráfico anterior, podemos ver que a partir de 2005 el *stock* de la industria muestra un rápido crecimiento hasta la nueva crisis financiera –año 2009- en donde se refleja nuevamente una disminución en el volumen de operaciones vigentes. Sin embargo, la fuerte tendencia alcista general indica que el *leasing* se ha consolidado como una herramienta financiera clave para las inversiones en activos fijos y capital de trabajo.

En relación con la diversificación de las colocaciones de la industria (o falta de ella), a diciembre del año 2010, se observa una fuerte concentración en vehículos (49%), seguido de equipos de transporte (14%), como se observa en el siguiente gráfico³:



Sociedad de garantía recíproca (SAGR)⁴

El 20 de enero de 2010, la SBIF autorizó el funcionamiento a First Aval S.A.G.R., entidad constituida como filial de **First Factors** que tiene como objetivo principal entregar su garantía personal (aval o fianza) a las deudas contraídas por sus clientes, con el fin de agilizar su acceso al sistema financiero y mejorar sus condiciones de financiamiento, siendo su segmento objetivo la Pyme. La entidad está facultada para traspasar parte del riesgo asumido por la emisión de fianzas a fondos de inversión creados especialmente para dicho fin. Actualmente, administra dos fondos de garantía, Melinka y Refugio, el primero de ellos clasificado por **Humphreys** en "Categoría A+", en cuanto a su capacidad de re afianzar certificados de fianza.

³ Fuente: Asociación Chilena de Leasing.

⁴ Para mayor información ver informe de clasificación de First Aval S.A.G.R en sitio web www.humphreys.cl o contactar directamente a **Humphreys**.

A continuación se presentan los Estados Financieros Resumidos de First Aval S.A.G.R y sus fondos administrados:

EERR Resumido de Sociedades Subsidiarias						
	First Aval S.A.G.R		Fondo Melinka		Fondo Refugio	
M\$ a Junio de 2011	2010	Jun-11	2010	Jun-11	2010	Jun-11
Ingresos	161.222	315.400	27.041	65.527	-7.535	800
Gastos	-236.157	-277.881	-41.134	-65.703	-	-
Ganancia o pérdida	-74.935	37.519	-14.093	-176	-7.535	800

Estado de situación Financiera de Sociedades Subsidiarias						
	First Aval S.A.G.R		Fondo Melinka		Fondo Refugio	
M\$ a Junio de 2011	2010	Jun-11	2010	Jun-11	2010	Jun-11
Activos Corrientes	260.559	341.427	949.124	4.886.185	44.388	4.202
Activos No Corrientes	93.032	104.865	-	-	-	-
Total Activos	353.631	446.292	949.124	4.886.185	44.388	45.202
Pasivos Corrientes	35.781	90.923	1.560	3.478	-	-
Pasivos No Corrientes	-	-	643.667	4.362.042	-	-
Total Pasivos	35.781	90.923	645.227	4.365.520	-	-
Patrimonio	317.850	355.369	303.897	520.665	44.388	45.202
Total Pasivos y Patrimonio	353.631	446.292	949.124	4.886.185	44.388	45.202

El fondo Melinka posee una línea de crédito vigente a 20 años por UF 400.000 emitida por CORFO, desde la cual se han utilizado \$ 4.866 millones, equivalentes a UF 222.719. Si bien esta deuda se encuentra contabilizada por **First Factors**, corresponde a una obligación asumida en forma directa por el fondo. Por ende, los indicadores de endeudamiento establecidos en los resguardos del contrato de emisión de efectos de comercio excluyen esta deuda.

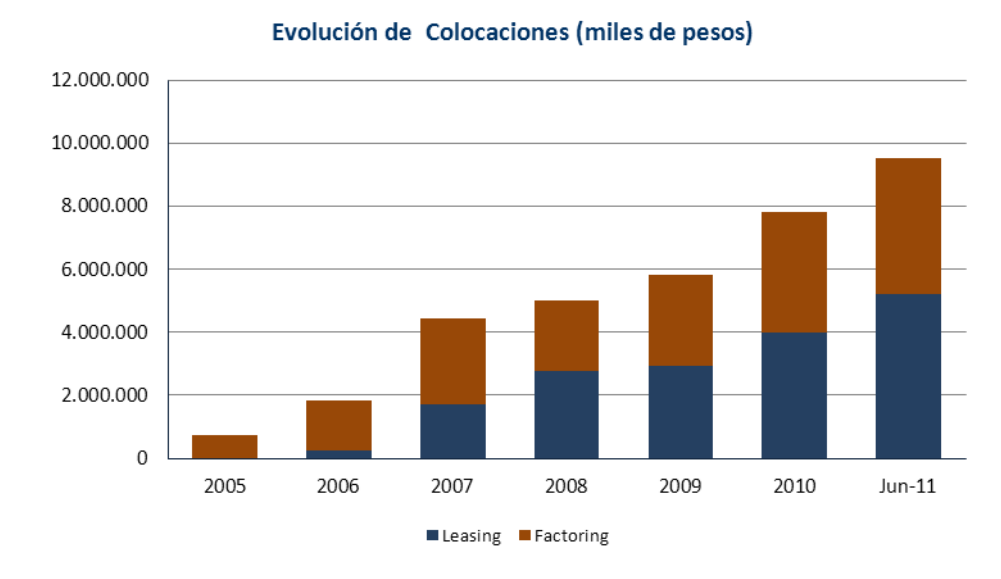
Antecedentes financieros⁵

Evolución de ingresos y colocaciones

A la fecha de clasificación la compañía posee principalmente colocaciones de *factoring* y de *leasing*. El *stock* de colocaciones a junio de 2011, asciende a \$ 4.313 millones aproximado de colocaciones de *factoring* y \$ 5.210 millones en colocaciones de *leasing*.

⁵ Los siguientes índices están contruidos con Balances y Estados de Resultados depurados, es decir, excluyen las partidas de la subsidiaria First Aval S.A.G.R.

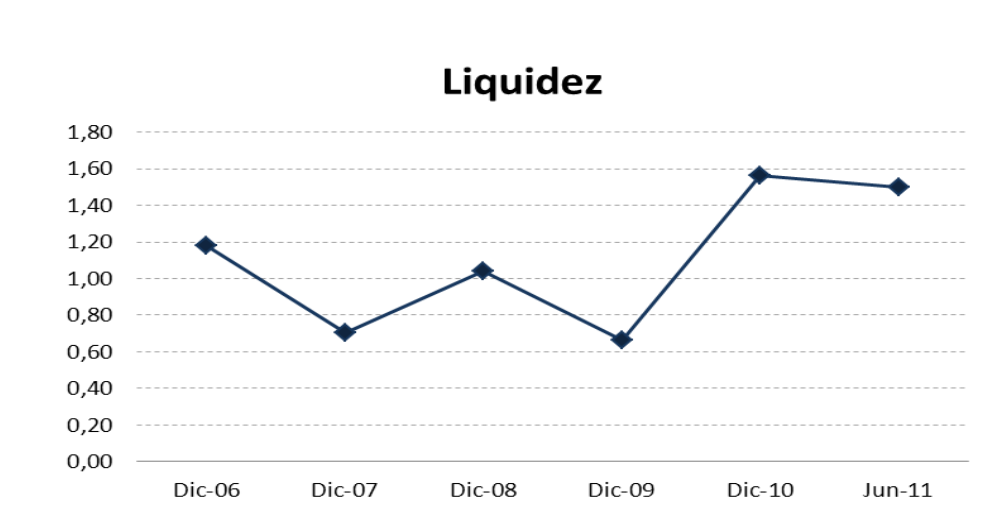
La distribución y evolución de las colocaciones se presentan en el siguiente gráfico:



Liquidez

Razón de Liquidez

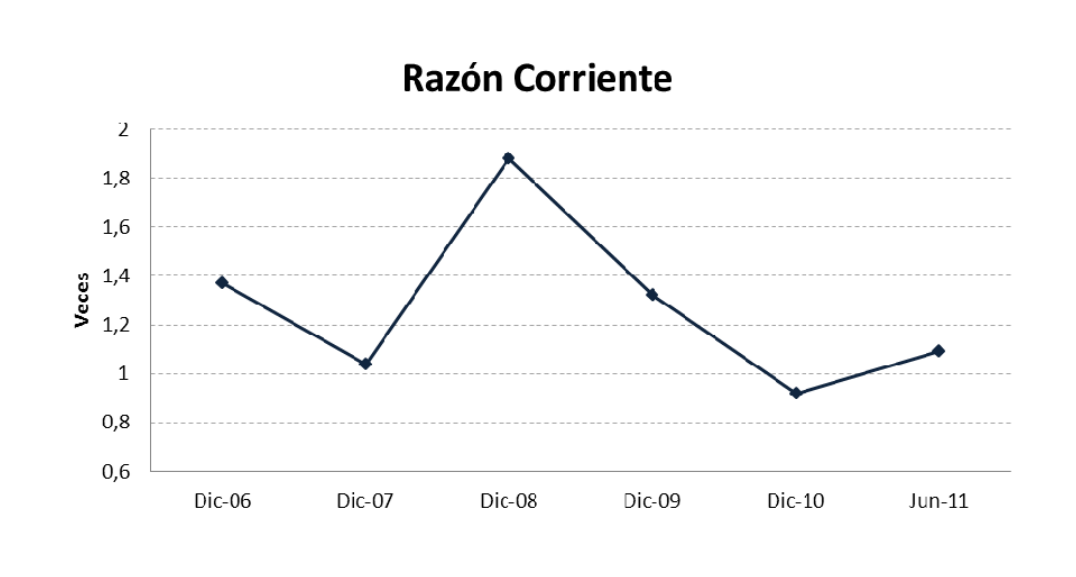
La liquidez de la empresa se utiliza para analizar la capacidad que tiene de cubrir sus obligaciones de corto plazo, calculada como deudores comerciales (*leasing* y *factoring*) y efectivo y equivalentes al efectivo sobre pasivos financieros corrientes. La liquidez de la empresa se ha mantenido estable en el último tiempo, en torno a 1,52⁶, con un promedio mayor a 1,1 lo que muestra fuerte solvencia. Cabe señalar que la estructura del efecto de comercio impone restricción a este indicador, debiendo ser siempre superior a una vez.



⁶ Ver metodología de cálculo de ratio en nota 24 de Estados Financieros Consolidados de First Factor a junio de 2011

Razón corriente

La razón corriente de la compañía, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, se ha mantenido constantemente en niveles superiores a una vez. En el último periodo, como se observa en el gráfico que sigue, la liquidez corriente se ubica cercana a 1,09⁷. Cabe señalar que la estructura del efecto de comercio, impone restricción a este indicador, el cual en todo momento debe ser superior a una vez.



Endeudamiento

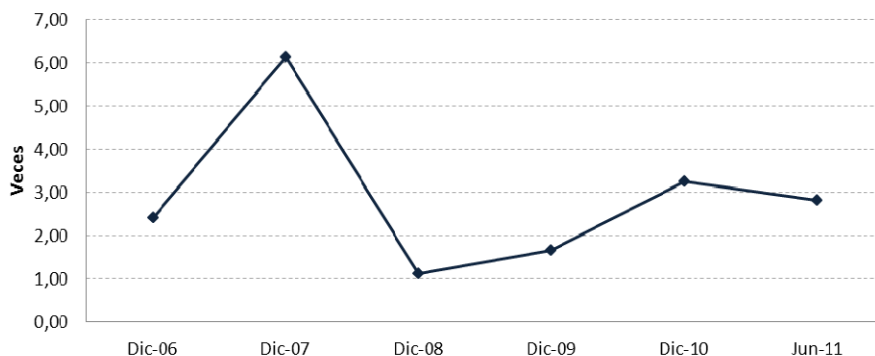
El nivel de endeudamiento de la compañía ha presentado variaciones durante los últimos años, con un fuerte incremento en 2007, cayendo a 1,1 al año siguiente debido a un aumento de capital. Entre diciembre de 2010 y junio de 2011 se ha producido un aumento en el nivel de endeudamiento alcanzando un 2,83⁸ veces a junio 2011, pero manteniéndose dentro establecido en las condiciones de resguardo del contrato de emisión de línea de efectos de comercio. Este mayor endeudamiento se debe al aumento de pasivos producto del aumento de las colocaciones. La emisión de efectos de comercio durante agosto debiese verse reflejada en los estados financieros de septiembre de 2011.

Según se establece en el contrato de emisión de efectos de comercio, el emisor, descontando las subsidiarias, debe mantener una razón de endeudamiento no superior a cuatro veces mientras la suma del nivel de colocaciones de la cartera de *factoring* y *leasing* sea inferior a \$ 12.000 millones y nunca superior a siete veces, sin importar la suma del nivel de colocaciones (para más detalle ver anexo).

⁷ Ver metodología de cálculo de ratio en nota 24 de Estados Financieros Consolidados de First Factor a junio de 2011

⁸ Ver metodología de cálculo de ratio en nota 24 de Estados Financieros Consolidados de First Factor a junio de 2011

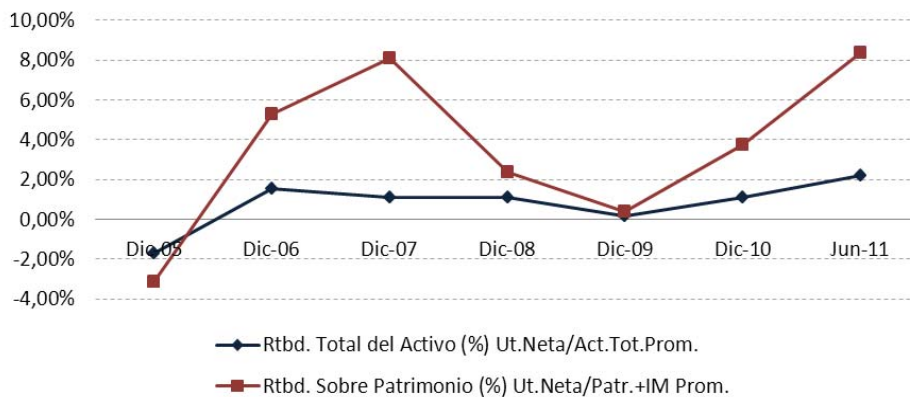
Endeudamiento



Rentabilidad

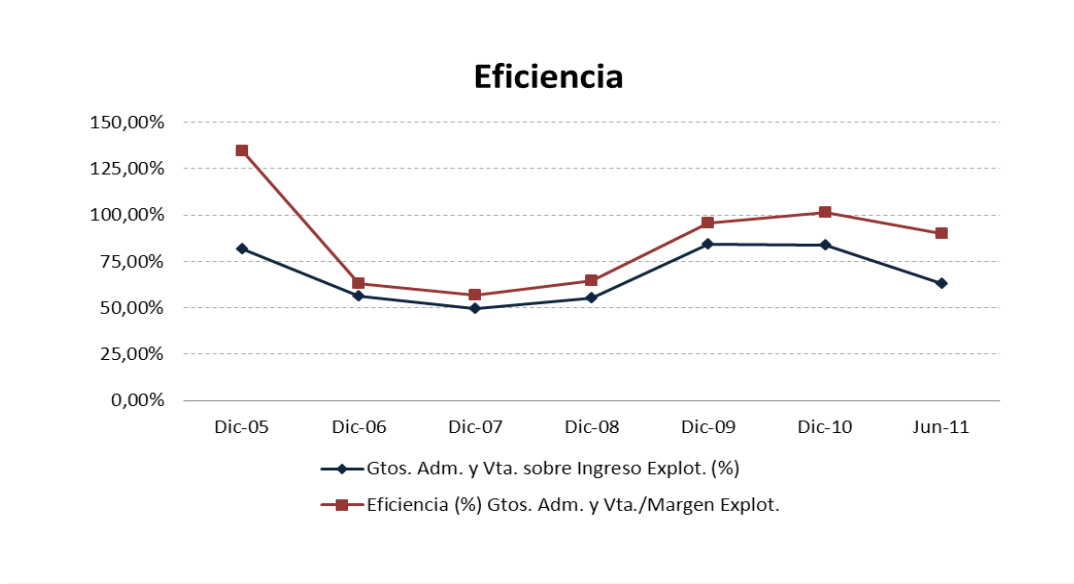
Durante 2008 y 2009 se observó una disminución en la rentabilidad del negocio, asociada a menores colocaciones y, subsecuentes, menores ingresos producto de una política conservadora para enfrentar el contexto económico recesivo. Desde diciembre de 2009 los indicadores de rentabilidad han vuelto a aumentar hasta los niveles obtenidos antes de la crisis, y potenciada por una mayor eficiencia en los gastos de administración durante 2011.

Rentabilidad



Eficiencia

Entre 2008 y 2010 podemos observar un deterioro en los índices de eficiencia de la compañía, medidos como gastos de administración sobre ingresos. Lo anterior se ve propiciado principalmente por aumento de la plana ejecutiva, producido por la adecuación de la compañía a mayores niveles de crecimiento futuro y menores márgenes producto de la crisis. A finales de 2010 se comienza a ver una mejora en los índices de eficiencia por el crecimiento en ventas y aumento de los márgenes de explotación.



Características de las emisiones vigentes

El 1 de marzo de 2011 **First Factors** inscribió una línea de efectos de comercio⁹, con el número 083 en el registro de valores de la Superintendencia de valores y seguros, por un monto hasta un millón de U.F, con vencimiento a diez años desde la fecha de inscripción.

El 22 de julio se le autorizó a emitir la primera serie de efectos de comercio por UF 150.000 con cargo a la línea antes mencionada.

El 2 de agosto de 2011 se realizó la primera colocación de efectos de comercio en el mercado local por un monto de UF 150.000, compuesto por 300 pagarés de UF 500 cada uno. Los pagos de intereses y amortizaciones serán trimestrales, el primer pago se realizará el 1 de septiembre de 2011 y el plazo de vencimiento de la serie A es el 1 de junio de 2014.

⁹ Ver Condiciones del Contrato de la línea de efectos de comercio en Anexo.

Primera Línea Efectos de Comercio

Nº de Inscripción	083
Fecha de Inscripción	01 de marzo de 2011
Plazo Vencimiento Línea (años)	10
Fecha de Vencimiento de la línea	01 de marzo de 2021
Monto Máximo Línea (M\$)	U.F 1.000.000
Opción de Prepago	No hay opción de prepago por parte del emisor
Uso de Fondos	Financiar pasivos del emisor y/o Financiamiento de operaciones de su negocio.
Garantías	No hay

“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”

Anexo 1

Principales Resguardos

A continuación se presentan los principales resguardos sobre la línea de efectos de comercio vigente:

a) Razón de Endeudamiento: El emisor, descontando las subsidiarias, debe mantener la siguiente Razón de Endeudamiento: /i/ no superior a cuatro veces mientras la suma del nivel de colocaciones de la cartera de *factoring* y *leasing* sea inferior a \$ 12.000 millones; /ii/ no superior a cuatro coma cinco veces mientras la suma del nivel de colocaciones de la cartera de *factoring* y *leasing* se encuentre entre \$ 12.000 millones y los \$ 16.000 millones; /iii/ no superior a cinco veces, mientras la suma del nivel de colocaciones de la cartera de *factoring* y *leasing* se encuentre entre los \$ 16.000 millones y los \$ 20.000 millones; y /iv/ nunca superior a siete veces, sin importar la suma del nivel de colocaciones.

b) Razón Corriente: La relación Activos Circulantes sobre Pasivos Circulantes, deberá ser superior a una vez desde el 30 de junio de 2011 hasta el 31 de diciembre de 2011, y superior a 1,1 veces desde el 1 de enero de 2012 en adelante.

c) Razón de Liquidez¹⁰: A mantener una Razón de Liquidez superior a una vez.

d) A cumplir en tiempo y forma las obligaciones de pago de los efectos de comercio emitidos con cargo a la Línea.

e) No podrá realizar cambios sustanciales en el giro principal de su negocio ni en su objeto social que tengan un efecto materialmente adverso en la condición financiera del emisor, entendiéndose por tal aquel cambio que tenga como efecto que la clasificación de riesgo asignada a la línea disminuya en dos o más categorías de riesgo por debajo de la clasificación vigente a dicho momento.

f) A cumplir en tiempo y forma sus demás obligaciones de pago por endeudamiento. Para estos efectos, se entenderá que el emisor ha incumplido con dichas obligaciones en caso que el no pago sea por un monto superior al 5% de los activos consolidados del emisor de acuerdo a los últimos Estados Financieros, o que el no pago implique la aceleración del monto total de dicha obligación específica, u otras, cuyo monto en su conjunto exceda igual porcentaje de los activos consolidados del emisor. No se considerará que exista retraso en el pago de compromisos que se encuentren sujetos a juicio o litigios pendientes por obligaciones no reconocidas por el emisor, situación que deberá ser refrendada por los auditores externos del emisor.

¹⁰ Significará la relación entre la suma de las cuentas por cobrar provenientes del negocio del factoring del emisor, las cuentas por cobrar provenientes del negocio de Leasing del Emisor (solo en su porción corto plazo y efectivo y equivalentes al efectivo), y la deuda financiera de corto plazo.

- g) A mantener, 20 días antes del vencimiento de un instrumento emitido con cargo a la línea, en efectivo y/o depósitos a plazo emitidos por entidades clasificadas en "Nivel 2" o superior por 2 clasificadoras de riesgo, al menos el 50% del monto adeudado para el respectivo vencimiento. En caso de incumplimiento de lo anterior, el Emisor se obliga a crear una cuenta de reserva de uso exclusivo, en la que, 19 días antes del respectivo vencimiento, depositará obligatoriamente el total de la recaudación por concepto de *factoring*, además de otros recursos que el emisor estime convenientes, hasta completar el valor total del efecto de comercio próximo a vencer.
- h) Si diez días antes del vencimiento de un instrumento emitido con cargo a la línea no se hubiere colocado un efecto de comercio para financiar exclusivamente el pago de los instrumentos que estén por vencer, el emisor se verá en la obligación de crear una cuenta de reserva de uso exclusivo, donde depositará obligatoriamente el total de la recaudación por concepto de *factoring*, además de cualesquiera otros recursos voluntarios que el emisor estime conveniente, hasta completar el valor total del efecto de comercio próximo a vencer.
- i) El emisor se obliga a que los montos a pagar por vencimientos de efectos de comercio respecto los siguientes seis meses deberán ser inferiores o iguales a la suma representada por las cuentas por cobrar provenientes del factoring mantenidas por la Sociedad.
- j) Si los accionistas dejaren de ser dueños directa o indirectamente de al menos un 67% de las acciones emitidas por la sociedad y dicha situación persistiere por más de 30 días corridos, se da exigibilidad anticipada de los instrumentos.
- k) A no emitir efectos de comercio con cargo a la presente línea de tal forma que excediese el monto máximo de la presente línea.
- l) A no disolverse o liquidarse, o a no reducir su plazo de duración a un período menor al plazo final de pago de los efectos de comercio vigentes emitidos con cargo a la línea.
- m) A cumplir las leyes, reglamentos y disposiciones legales que sean aplicables, incluyendo el pago a tiempo de todos los impuestos, tributos, tasas, derechos y cargos que afecten al emisor, bienes muebles e inmuebles.