



Nueva Emisión

Analista

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 14

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Interfactor S.A.

Diciembre 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°
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
Solvencia Efectos de Comercio	<i>BBB</i> <i>Nivel 2/BBB</i>
Tendencia	<i>Estable</i>
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base ¹	30 Junio 2010

Características la Línea de efectos de comercio	
Monto Máximo (M\$)	Duración
7.000.000	10 años
En proceso de inscripción	

Covenant	
Patrimonio/Activos	Mín. 10%
Act. Circ. / Pas. Circ.	Mín. 1,00
Patrimonio Mínimo (UF)	250.000

Estado de Resultado Consolidado				
Cifras en M\$ de junio de 2010	2005	2006	2007	2008
Ingresos de explotación	51.055	3.018.889	4.791.418	5.401.261
Costos de explotación (menos)	-19.480	-1.359.926	1.891.455	-2.441.921
Gastos de administración y ventas (menos)	-71.706	-753.992	1.063.855	-1.236.568
Resultado de explotación	-40.131	904.971	1.836.108	1.722.772
EBITDA	-36.932	950.674	1.898.636	1.782.168
Utilidad (pérdida) del ejercicio	-30.990	707.100	1.305.236	1.124.930

¹ Se destaca cambio en sistema contable a Normas IFRS.

Balance Consolidado

Cifras en M\$ de junio 2010	2005	2006	2007	2008
Total activos circulantes	3.191.884	20.750.125	23.887.033	19.522.947
Total activos fijos	40.910	66.386	45.735	47.490
Total otros activos	37.722	295.923	371.153	17.542
Total activos	3.270.517	21.112.434	24.303.921	19.587.979
Total pasivos circulantes	398.914	17.385.469	19.529.831	13.659.578
Total pasivos a largo plazo	0	0	0	0
Total interés minoritario y patrimonio	2.871.499	3.726.980	4.774.227	5.929.294
Total pasivos	3.270.517	21.112.434	24.303.921	19.587.979

Estado de situación financiera clasificado-Consolidado

M\$ a Junio de 2010	Jun-10	Dic-09
Activos Corrientes	25.934.148	21.761.512
Activos No Corrientes	669.076	377.451
Total Activos	26.603.224	22.138.963
Pasivos Corrientes	20.034.689	15.409.807
Pasivos No Corrientes	0	0
Total Pasivos	20.034.689	15.409.807
Patrimonio	6.568.535	6.729.156
Total Pasivos y Patrimonio	26.603.224	22.138.963

EERR Individual por función - Consolidado

M\$ a Junio de 2010	Jun-10	Dic -09
Ingresos de actividades ordinarias	2.084.499	4.570.577
Costo de ventas	-483.133	-1.624.885
Gasto de administración	-757.379	-1.412.338
Resultado Operacional	843.987	1.533.354
Ganancia o perdida	706.932	1.174.879

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.

Según los estados financieros al 30 de junio de 2010, la institución presentaba activos por \$ 26.603 millones y colocaciones netas por \$ 22.985 millones, de las cuales casi el 100% son de corto plazo. La base de las operaciones se distribuye en 453 clientes. Los activos de la sociedad son financiados en \$ 6.569 millones con patrimonio y \$ 19.052 millones con deuda financiera (bancos). La actual estructura del balance permitió a la empresa generar durante el ejercicio del primer semestre del año un ingreso de \$ 2.084 millones y un resultado final de \$ 706 millones.

La principal fortaleza de **Interfactor**, que sirve como fundamento para la calificación de la solvencia en "Categoría BBB", es su bajo nivel de endeudamiento, considerando las características del negocio, lo que en la práctica se traduce en que, de acuerdo a los estados financieros a junio de 2010, el *stock* de colocaciones supera en 1,20 veces la deuda financiera de la entidad. 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. Con todo, se entiende que el crecimiento de la compañía permitiría mayores niveles de apalancamiento financiero sin por ello, *ceteris paribus*, afectar la categoría de riesgo asignada.

Complementariamente, bajo una visión de mediano plazo, la clasificación de riesgo se ve favorecida por las buenas perspectivas de crecimiento del negocio de *factoring* y por las características propias de las operaciones, esencialmente de corto plazo y en función de políticas de riesgo que la compañía lleve a cabo.

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 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) y la existencia de garantías. 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, se comparan favorablemente con el estándar del sector (*factoring* no bancarios); según el *stock* de colocaciones a junio 2010 los diez primeros clientes suman el 16% de la cartera en riesgo (el principal representa el 2,5% de dicha cartera). Los deudores respectivos presentan una mayor concentración, donde los diez principales llegaban a cerca de un 16,6% de la cartera de colocaciones a junio de 2010. Asimismo, el hecho de que los clientes se mantengan como co-deudores solidarios reduce la pérdida esperada de la cartera.

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 (bajo acceso a economías de escala), así como por la fuerte exposición de la actividad crediticia a la coyuntura económica y por el menor costo de fondeo del emisor en relación con el *factoring* 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 toda sus modalidades.

La clasificación de sus obligaciones de corto plazo en "*Nivel 2/BBB*", 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.

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 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.

Hechos recientes

A junio de 2010 la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por \$ 2.084 millones, lo que representó una disminución de 13,3% con respecto al año anterior.

En el mismo período el costo de venta de la compañía ascendió a \$ 483 millones, lo que significó una disminución real de 50,3% respecto al año anterior y representó cerca de un 23,2% de los ingresos del ejercicio.

Los gastos de administración alcanzaron a \$ 757 millones, registrando un crecimiento de 18,8% respecto del año anterior. Los gastos de administración y ventas sobre los ingresos de explotación representaron un 36,6% (26,5% a junio de 2009). Debido a ello, la ganancia del periodo ascendió a \$ 706 millones, lo que implicó un aumento de 26,8%. Esto se explica, principalmente, por una disminución del costo de fondeo mayoral descenso de la tasa de descuento aplicada en las operaciones de *factoring*, mejorando el *spread* del negocio.

Las colocaciones netas, en tanto, alcanzaron los \$ 22.985 millones en el *stock* a junio de 2010 (variación de cerca de un 35% en relación con junio de 2009). A esa fecha la empresa tenía un patrimonio de \$ 6.569 millones, un 70,7% correspondiente a capital.

En la Junta Ordinaria de Accionistas del 15 de abril de 2010 se acordó repartir dividendos por \$ 1.000 millones con cargo a las utilidades acumuladas a la fecha.

Definición de Categoría de Riesgo²

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.

² Si bien la definición está referida a la capacidad de pago de títulos de deuda, ella también se hace extensible a empresas.

Oportunidades y Fortalezas

Moderado nivel de endeudamiento: El moderado endeudamiento de la compañía, dado su carácter de entidad financiera, queda reflejado en sus estados financieros terminados al 30 de junio de 2010, donde se constata que su pasivo exigible supera en 3,1 veces su patrimonio. Por otra parte, las cuentas por cobrar netas, propias de su giro, superan en 20% la deuda financiera de la entidad. El apalancamiento financiero actual permite 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). La empresa, en la práctica la empresa -entendiendo por ella administración y directorio- ha mostrado su capacidad para acceder a este mercado logrando entre los años 2006 y 2009 un crecimiento de 30% en sus colocaciones y de 49% en sus ingresos. 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.

Adequado 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 35 días); a su vez, los activos de corto plazo superan las obligaciones, 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.

Por otra parte, la política de provisiones es por tipo de instrumento y en función de los días de mora. Adicionalmente, se hace un seguimiento de la mora semanalmente. Y para el caso de cheques protestados, los documentos en estado prejudicial se provisionan al 30% y los documenta ya en estado judicial van en un 80% a provisiones.

rango en días	% provisión
0 a 30	0
31 a 45	10
46 a 60	30
61 a 90	60
91 a 180	85
más de 180	100

Composición de la cartera de clientes y deudores: Medido dentro de estándar de la industria del *factoring* no bancario, la cartera presenta niveles de concentración moderados en ambos aspectos, en tanto existe una adecuada calidad crediticia de los responsables del pago de los documentos. Asimismo, el hecho de que los clientes se mantengan como co-deudores solidarios reduce la pérdida esperada, pero se destaca que la concentración de los deudores es mayor a la de los clientes directos, con los diez primeros concentrando cerca de un 18% de las colocaciones (el principal deudor concentraba un 5,04% de las colocaciones a junio de 2010).

Apoyo de los accionistas y experiencia de la administración: Los accionistas controladores presentan soporte accionario, 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 experiencia en la industria del *factoring*.

Factores de Riesgo

Reducido nivel de actividad y economías de escala: La empresa presenta niveles de colocaciones netas que ascienden a \$ 22.985 millones, cifra reducida dentro del contexto del negocio del *factoring* y, más aún, dentro del mercado financiero local. Esta situación implica, en términos absolutos, bajos niveles de utilidades comparativos 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.

Possibilidad 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 un desarrollo de las sociedades de garantía recíproca que podrían implicar un cambio en el sector de la mediana y pequeña empresa.

Corta historia: La compañía presenta una historia operativa breve, de sólo cinco años. Dado el tamaño de la entidad, su crecimiento lleva a variaciones significativas en su volumen y estructura de negocio al comparar con compañías de que transan mayores montos en documentos, al margen que sean moderadas dentro del contexto general del sistema financiero. Los cambios esperados para futuros períodos obligan a adaptarse a las exigencias cambiantes que demanda el crecimiento, las que afectan a diversas áreas y aspectos de la organización (aumento de dotación, mayor endeudamiento, cambios en gobierno corporativo, etc.). Si bien lo descrito es connatural a una empresa en proceso de consolidación, de no ser adecuadamente implementada puede incrementar fuertemente el riesgo de la sociedad.

Antecedentes Generales

Historia y descripción del negocio

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. Las últimas sucursales en operación son Puerto Montt y Copiapó.

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 aproximadamente \$ 213 millones y \$ 3.200 millones. Existen algunos cruces comerciales con empresas relacionadas a los controladores de la compañía.

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

Propiedad

Al 30 de junio de 2010 la propiedad de la compañía estaba constituida de la siguiente forma:

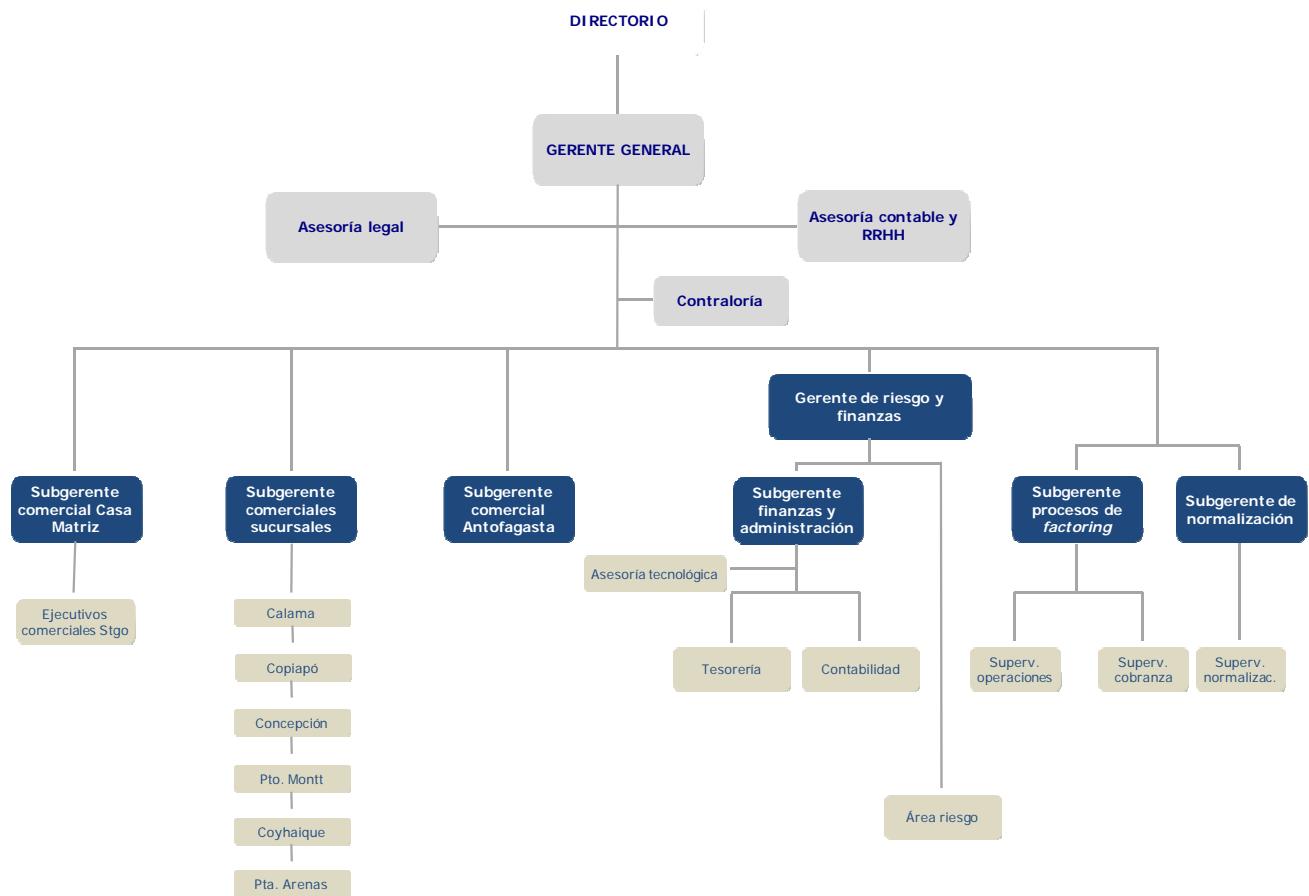
Accionista	% Propiedad
Inversiones Costanera Ltda.	31,33%
Inversiones El Convento Ltda.	31,32%
Inversiones Los Castaños Ltda.	15,66%
Inversiones Acces Ltda.	15,66%
APF Servicios Financieros Ltda.	6,03%
100,00%	

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 Miquel Gálmez
Inversiones Acces Ltda.	José Miguel Gálmez
APF Servicios Financieros Ltda.	Juan Mauricio Fuentes

Administración

La administración de la compañía está liderada por el Sr. Juan Mauricio Fuentes, gerente general y accionista minoritario de la sociedad, y conformada por las siguientes unidades:



Cartera de colocaciones

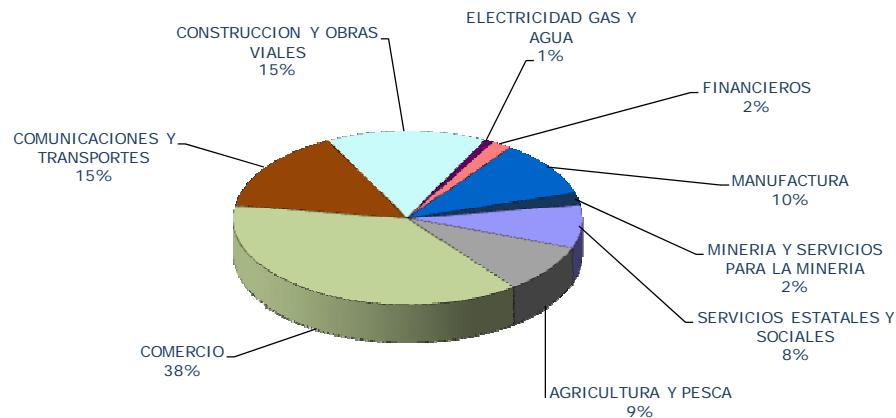
Interfactor contaba con un *stock* de colocaciones netas por cerca de \$ 22.985 millones a junio de 2010, con una cartera de 453 clientes. Los deudores morosos en cartera a junio totalizaron US\$ 4.346 millones.

La clasificación de la cartera por tipo de documento se concentra principalmente en facturas (66% del total de colocaciones), manteniendo el comportamiento de años anteriores, y seguida por cheques, contratos, pagaré y letras.



La distribución de las colocaciones por actividad económica muestra una concentración del 38% en la industria del comercio, de acuerdo al siguiente detalle:

Colocaciones por sector Junio 2010



Es importante tener en consideración que dentro del sector comercio 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:

Mayores Clientes		Mayores Deudores	
Jun-10		Jun-10	
Mayor cliente	2,49%	Mayor deudor	5,04%
5 mayores clientes	9,85%	5 mayores deudores	12,29%
10 mayores clientes	16,62%	10 mayores deudores	18,22%
20 mayores clientes	27,18%	20 mayores deudores	27,68%

Gestión 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

Con estos antecedentes, **Interfactor** otorga una línea para operar, sobre la que posteriormente hay un seguimiento de comportamiento financiero del cliente y deudor, este seguimiento se efectúa en términos de la información pública disponible, se efectúa cada vez que hay una operación, semanalmente en un comité de cobranza y al menos una vez al año hay una revisión de la línea.

La política de riesgo establece que toda línea de *factoring* u operación puntual debe ser aprobada en un comité, cuyos integrantes dependerán del monto de la línea u operación puntual a analizar.

Proceso de cobranza

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

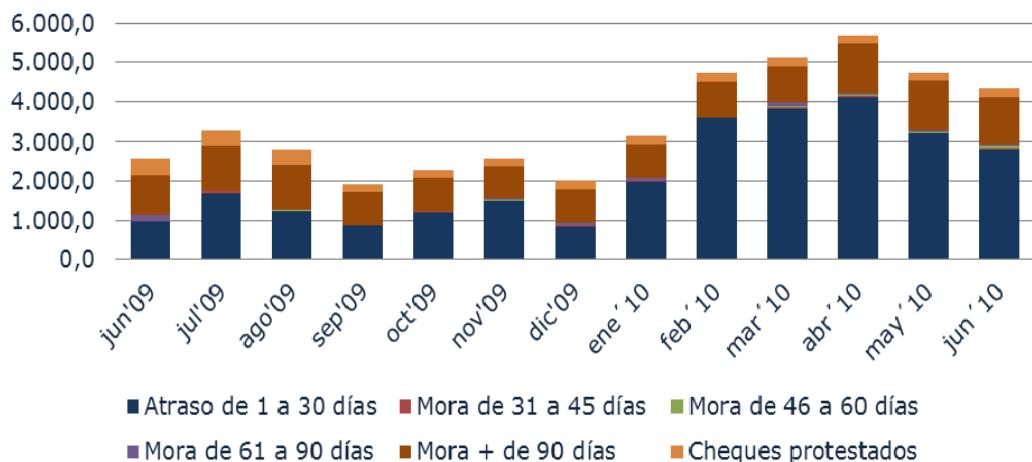
- Gestionadores telefónicos, para aquellos documentos que están por vencer, haciendo el seguimiento hasta el momento del pago
- Por el subgerente del área, en una revisión de a lo menos dos veces por semana, en forma directa con los ejecutivos comerciales, resolviendo los problemas que se puedan presentar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

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.

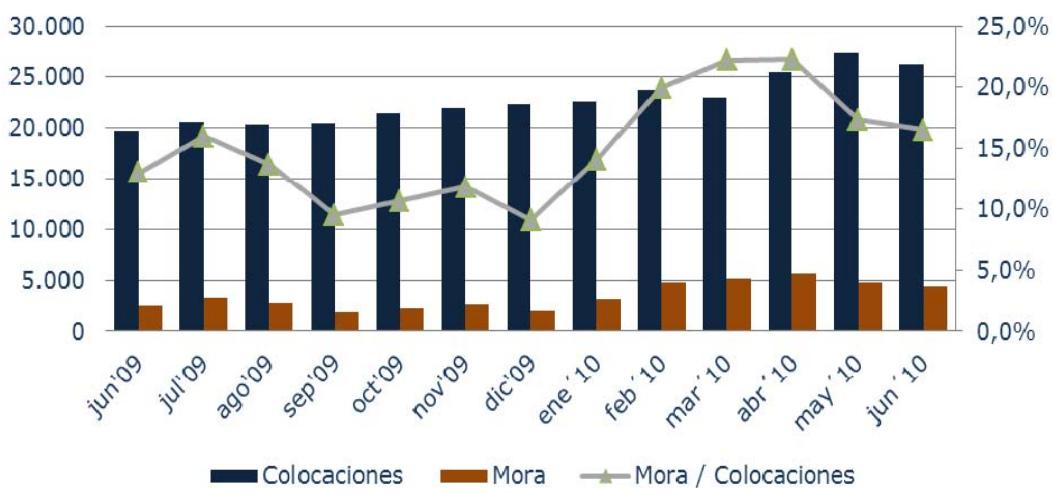
Existe un subgerencia de normalización que controla la cobranza prejudicial y judicial y coordina la relación con los abogados externos.

En el siguiente gráfico se presenta la evolución del índice de morosidad de la cartera en el último año, según antecedentes de la compañía:

Morosidad y Protestos



Mora y Colocaciones (MM de \$)



La política de castigos de **Interfactor** es tributaria y no financiera, lo que implica mantener moras provisionadas por todo el tiempo en que duran los juicios de cobranzas, lo que se debe considerar al comparar con otras empresas del sector el índice de morosidad menor a 90 días, ya que esta política deteriora este segmento debido a un castigo posterior (en general, la competencia castiga financieramente).

Antecedentes del sector industrial

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. **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 2009, la industria mantenía un *stock* de colocaciones de \$ 1.427.566 millones (aproximadamente US\$ 2.815 millones), con 14.670 clientes activos, donde **Interfactor** tendría una participación de mercado del orden del 1,5% de las colocaciones totales y de 2,6% en base a número de clientes.

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.

Antecedentes Financieros³

Evolución de ingresos y colocaciones

Las colocaciones han mostrado un aumento durante los años de operaciones, aunque cayeron entre 2007 y 2008 por las políticas de riesgo que guiaron a la compañía, tendencia que experimentó un giro desde 2008 con un aumento en los volúmenes de negocio, llegando casi a niveles similares de actividad a los de 2007.

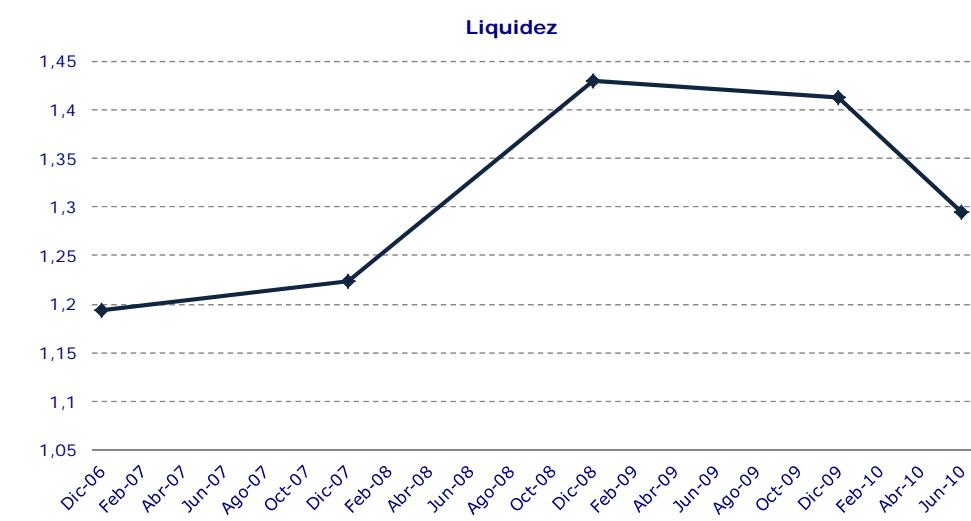
Por el lado de los ingresos, se observó un crecimiento sostenido hasta 2008, el mejor año operativo, cuando se logró cerca de un 26% de ingresos sobre el monto colocado. No obstante, las colocaciones fueron mayores en monto en 2007. Las colocaciones desde el 2008 al 2009 mostraron un aumento cercano al 14%, pero los ingresos por operación disminuyeron un 13,7% respecto a los obtenidos el 2008, producto de un efecto en el *spread* cobrado.

³ **Humphreys** ha homologado las cuentas desde la contabilidad norma chilena a las normas IFRS, por lo que los indicadores se han visto alterados por el efecto de diferentes métodos contables.



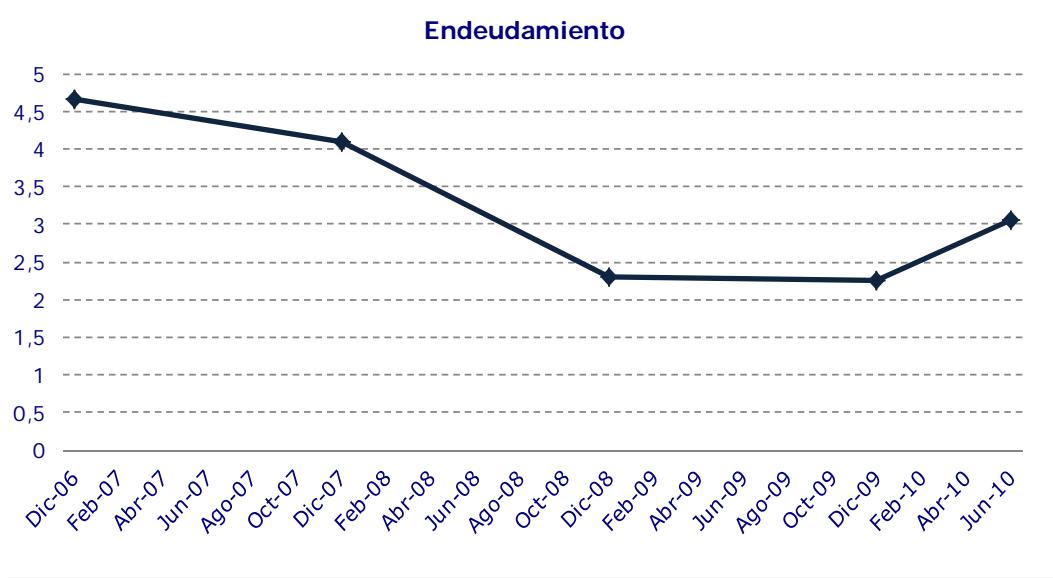
Liquidez

La compañía ha presentado históricamente niveles de liquidez elevados, superiores a 1,2 veces, medidos como la relación entre activo circulante y pasivo circulante. A junio de 2010 este índice de liquidez era igual a 1,29 veces.



Endeudamiento

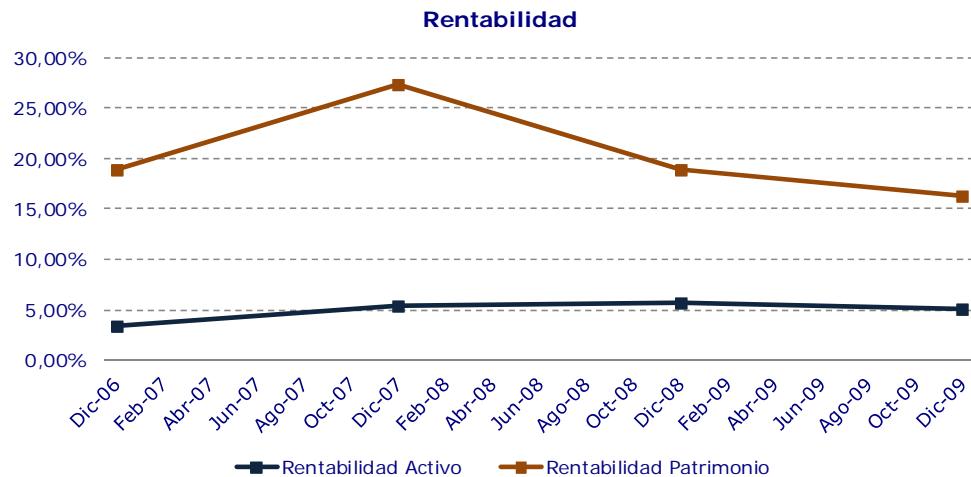
El indicador de endeudamiento –relación entre pasivo exigible y patrimonio- presentó una evolución a la baja hasta el año 2009, situación que se revirtió el último semestre producto del aumento en las colocaciones, financiadas en su mayor parte con deuda. A junio de 2010 este índice estaba en torno a tres veces -como señala el gráfico siguiente-, moderado para una empresa del sector financiero. Esto acota el riesgo de no pago de la empresa y significa que sus operaciones están respaldadas en un 25% por patrimonio.



Rentabilidad

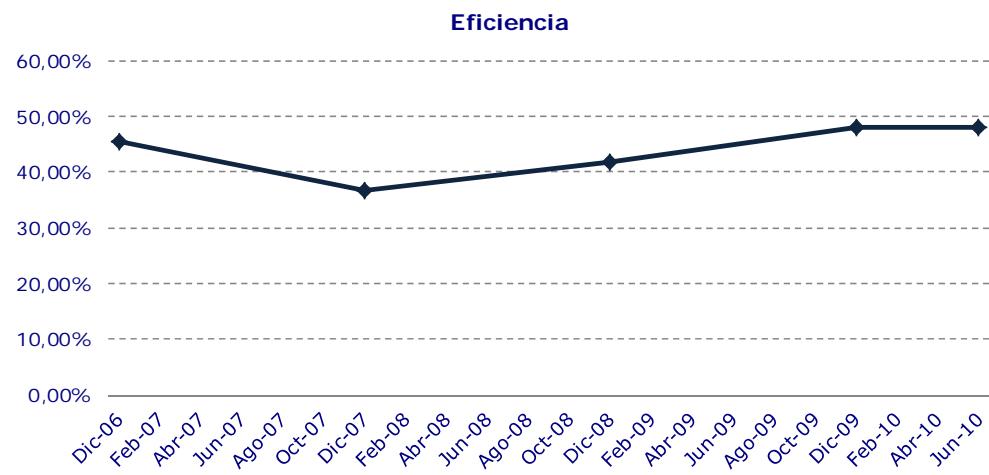
Los indicadores de rentabilidad neta, medidos en función de la utilidad neta sobre activos totales (ROA) y patrimonio (ROE), indistintamente, muestran niveles positivos aunque variables en los últimos años. El ROE a diciembre de 2009 fue de un 17% aproximado, lo que se explica por el nivel de *leverage* y los resultados del año que de desprenden de ingresos menores en términos netos al año anterior, complementado a un alto nivel de capitalización patrimonial, lo que atenua el ROE.

La rentabilidad de los activos ha tenido un comportamiento más bien estable. Ello es normal si entendemos que las utilidades afectan en mayor medida al patrimonio que al nivel de activos totales con que opera la compañía.



Eficiencia

El indicador de eficiencia, medido como gastos de administración y ventas sobre margen bruto, muestra un comportamiento variable, situándose en los últimos meses en alrededor del 47% del margen. A junio de 2010 los gastos de administración y ventas representaban cerca de un 48% del margen bruto.



"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"