



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

**Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior**

Analista
Carlos García B.
Tel. 56 – 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

First Factors S.A.

Octubre 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
Tendencia	Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	30 junio 2014

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Nº de inscripción	083
Fecha de inscripción	01 de marzo de 2011

Estado de Resultado Consolidado				
Cifras en M\$	2007	2008	2009	2010
Ingresos de explotación	885.371	1.295.690	1.251.942	1.768.609
Costos de explotación	-113.697	-187.212	-149.656	-245.321
Gastos de administración y ventas	-438.647	-717.609	-1.056.100	-1.545.481
Resultado de explotación	333.027	390.869	46.186	-22.193
Utilidad (pérdida) del ejercicio	121.722	135.971	44.861	44.275

Balance Consolidado				
Cifras en M\$	2007	2008	2009	2010
Activo Circulante	4.514.830	4.318.034	5.578.566	6.656.838
Activo Fijo	46.074	62.927	113.559	105.584
Otros Activos	0	1.333.150	1815566	3.011.097
Total Activos	5.511.576	5.714.111	7.507.691	9.773.519
Pasivo Circulante	4.514.830	2.362.436	4.239.411	6.762.631
Pasivo Largo Plazo	277.609	577.670	445.780	166.806
Patrimonio	755.427	2.774.005	2.818.580	2.840.903
Total Pasivos	5.511.576	5.714.111	7.507.691	9.773.519

Estado Consolidado de Resultados por Función

Cifras en M\$	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Jun-14
Ingresos de actividades ordinarias	2.956.714	2.457.972	2.788.630	1.796.027
Costo de ventas	-738.048	-803.001	-645.277	-399.216
Gasto de administración	-2.006.748	-1.707.993	-2.116.872	-1.372.158
Resultado Operacional	211.918	-53.022	26.481	24.653
Ganancia o pérdida	410.500	460.731	-64.657	-199.274

Estado Consolidado de Situación Financiera

Cifras en M\$	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Jun-14
Activos Corrientes	14.381.730	9.629.263	14.698.232	17.426.277
Activos No Corrientes	4.546.518	3.540.131	1.976.490	1.384.746
Total Activos	18.928.248	13.169.394	16.674.722	18.811.023
Pasivos Corrientes	8.072.293	7.394.179	5.184.577	4.997.623
Pasivos no Corrientes	7.781.132	2.463.473	109.915	66.818
Total Pasivos	15.853.425	9.857.652	5.294.492	5.064.441
Patrimonio	3.074.823	3.311.742	11.380.230	13.746.582
Total Pasivos y Patrimonio	18.928.248	13.169.394	16.674.722	18.811.023

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*, y, a la fecha del cierre del presente informe, habría llegado a un acuerdo de asociación con FIMBank, entidad financiera ligada al grupo Kipco, el cual ingresaría con el 51% de la propiedad.

Según los estados financieros al 30 de junio de 2014, la institución presenta activos por \$ 18.811 millones y colocaciones brutas por cerca de \$ 17.462 millones¹, de las cuales el 84% corresponde a *factoring* y un 16% a *leasing*. La base de las operaciones se distribuye en 341 clientes, entre *leasing* y *factoring*. Los activos de la sociedad son financiados con patrimonio (\$ 13.747 millones), con \$ 1.586 millones de deuda financiera (bancos y arrendamientos financieros) y el resto corresponde a cuentas por pagar y provisiones por beneficios a empleados. La actual estructura del balance permitió a la empresa generar durante el ejercicio

¹ Las colocaciones brutas fueron obtenidas de la FECU a junio de 2014 (deudores *factoring* más deudores *leasing*).

de los seis primeros meses del año un ingreso de \$ 1.796 millones y un resultado final correspondiente a una pérdida de \$ 199 millones, principalmente por la apertura de nuevas sucursales y el aumento de la plataforma comercial, lo cual aún no se refleja en un incremento en los ingresos de la compañía.

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 0,37 veces entre pasivo exigible y patrimonio a junio de 2014, y compromete una relación no mayor a cuatro veces según resguardos de la 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.

Asimismo, en la evaluación se incorporan los objetivos de largo plazo que tiene la organización, como también los conocimientos que tiene ésta de la industria y la estructura que posee a nivel administrativo y operacional, la cual ha estado sujeta a constantes mejoras. Es importante señalar que existe una buena apreciación acerca del sistema de control de riesgos, adicionalmente el hecho de que hayan decidido crear junto con BTG Pactual un fondo de inversión privado (FIP) para inversión en factoring fortalece la liquidez de la compañía, en términos de aumentar sus colocaciones a través de un menor nivel de apalancamiento.

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. 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.

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 de \$ 17.462 millones, elemento que lleva a estrechos niveles de economías de escala y una mayor exposición a períodos 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, a pesar de tener procesos en los que existe un autocontrol de la empresa debido a la contraposición de gerencias y obligación de formar comités entre éstas para aprobar líneas y otros. Con todo, se reconoce que los procesos incluyen instancias de revisión y supervisión interna, además de contar con los servicios de auditorías y de consultorías para avalar los procesos con KPMG, así como la progresiva implementación de un proceso de reportería y de control de gestión asociada al ingreso a la propiedad de FIMBank.

Junto a lo anterior, se suma el hecho de que la compañía participa en una industria de creciente competitividad, en la que 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.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- La elevada capacidad de apoyo que puede brindar el grupo controlador.

Fortalezas complementarias

- Bajo endeudamiento relativo (aunque debiera aumentar en la medida que se incrementa el *stock* de colocaciones).
- La estructura negocio del Factoring (disminución de operaciones genera liquidez a la compañía) y de leasing (activos subyacentes que reducen la pérdida esperada).

Fortalezas de apoyo

- Creación del fondo de inversión privado junto a BTG Pactual (apoya liquidez de la compañía e incrementa diversidad de fuentes de financiamiento).

Riesgos considerados

- El reducido volumen de operaciones de la compañía (afecta acceso a economías de escalas, riesgo moderado).
- La falta de un área de contraloría interna, independiente y trasversal a toda la estructura operativa (atenuando por el bajo volumen de operaciones y por controles cruzados).
- La creciente competitividad dentro de la industria (riesgo de presionar los márgenes a la baja).
- Escasez de fuentes de ingresos (solo dos productos).
- Mercado objetivo riesgoso (particularmente en leasing, ya que en factoring el deudor difiere del cliente).
- Necesidad de crecimiento (riesgo susceptible de controlar vía rigurosidad de políticas de aprobación de créditos).

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.

Categoría Nivel 2 (N-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 2014 la empresa contabilizó ingresos por actividades ordinarias por \$ 1.796 millones, lo que representó un incremento de 37,8% respecto del mismo período del año anterior.

En el mismo período el costo de ventas de la compañía ascendió \$ 399 millones. Por su parte, los gastos de administración ascendieron a \$ 1.372 millones, registrando un crecimiento de 47,2% en comparación a junio de 2013. Los gastos de administración sobre los ingresos de explotación alcanzaron el 76,4%, lo que representa una reducción de los indicadores de eficiencia con respecto a junio 2013.

Por otro lado, el resultado operacional del período corresponde a una ganancia de \$ 25 millones, lo que significa una caída de más de 53% respecto a lo registrado en el mismo período del año pasado.

A junio de 2013 la compañía poseía activos por \$ 18.811 millones y colocaciones brutas por \$ 17.462 millones, de las cuales 84% correspondían a colocaciones de *factoring* y 16% a colocaciones de operaciones de *leasing*. Los pasivos totalizan \$ 5.064 millones, de los cuales \$ 1.586 millones corresponden a deuda financiera. Adicionalmente, dentro del patrimonio se la sociedad, se contabiliza \$ 10.792 millones en la cuenta "participaciones no controladora" (ello producto de la consolidación de un fondo que tiene como propósito financiar las actividades crediticias del emisor).

Por otra parte, con fecha 10 de octubre, la sociedad informó del acuerdo por el cual la sociedad FIM holdings (Chile) SpA, filial de FIMBank p.l.c., suscribió un aumento de capital por un 51% de la propiedad. Esta institución financiera tiene sede en Malta y opera en más de 50 países.

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. Asimismo, la entrada de un operador internacional, le permitirá disponer de un mayor nivel de respaldo y de acceso a *know-how*.

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 0,37 veces entre pasivo exigible y patrimonio a junio de 2014, 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 altos niveles de liquidez (11,41 veces a junio de 2014).²

Expectativa de crecimiento: A junio de 2014, **First Factors** ha obtenido un crecimiento en su cartera de colocaciones de un 38% con respecto al mismo mes de 2013, mostrando además un crecimiento constante en términos de colocaciones desde su creación. Las expectativas de crecimiento en el segmento objetivo de la compañía son auspiciosas dadas las necesidades de financiamiento futuro de las Pymes.

Operación interna y control: La compañía se caracteriza por mostrar una operación adecuadamente documentada, con manuales que son difundidos al interior de la organización. Otro elemento de fortaleza en términos de control y operaciones internas se ve reflejado en el *software* empleado por la empresa, que recoge los requerimientos propios de la institución y reconoce al circuito que recorre un documento en factoring (desde la llegada hasta el otorgamiento de créditos y bases de datos). Asimismo, existe una unidad de auditoría interna dependiente del directorio la que, a pesar de estar en proceso de consolidación, ha llevado a cabo revisiones a las áreas y procesos más importantes de la compañía, como los generadores de la cadena de valor y las provisiones. Estas instancias, en opinión de la clasificadora, presentan un estándar superior al que se puede observar en promedio en entidades que no son filiales de bancos.

Características de las líneas de negocio: Dado que el negocio de leasing cuenta con el respaldo de activos susceptibles de ser liquidados, tiene pérdidas esperadas acotadas en caso de *default*. El negocio de factoring, por su parte, tiene la particularidad de ajustarse rápidamente a las condiciones de tasa de interés del mercado, debido al reducido plazo de las operaciones. Asimismo, ya sea vía aumento de tasa interés o mediante decisiones internas de la administración, es posible limitar el flujo de las colocaciones y así fortalecer la liquidez de la empresa a medida que van venciendo las operaciones vigentes (adecuándose a eventuales restricciones coyunturales que imponga el sistema financiero).

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 en tiempos de crisis debido a que puede obtener menores fuentes de financiamiento. A junio de 2014 el *stock* de colocaciones es de M\$ 17.642, aproximadamente un 8,1% del total de las colocaciones a diciembre 2013 informadas por ANFAC, y menos que el 0,7% del total informado por la ACHEF a la misma fecha. Ello lleva a la necesidad de crecimiento de la compañía y los riesgos propios que ello involucra.

² No obstante, como se verá más adelante, el indicador de liquidez se ve favorecido por cuanto la actividad de factoring se ha estado financiando, en parte importante, con los aportes de un fondo creado para este propósito. Si se considera este patrimonio de parte no controladora como un pasivo corriente, el indicador de liquidez se reduce a valores inferiores a 1,5. Con todo, se espera que la liquidación del referido fondo sea gradual para no estresar la liquidez de la compañía o, en su defecto, sea previamente financiada por créditos.

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.

Limitación de productos financieros: **First Factors** tiene una oferta limitada de productos, sólo posee dos líneas que son los financieros de leasing y los de factoring. La diversificación de productos disminuyó con respecto año anteriores, en que contaban con la S.A.G.R. A la fecha de clasificación, dirige sus esfuerzos a ofertar operaciones de *factoring* (principalmente) y *leasing*. Con todo, se reconoce que en la práctica compite con otras entidades aún más especializadas.

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, está abierta y en constante estudio de otras herramientas que puedan adecuarse a este objetivo.

Por otra parte, como se señaló anteriormente, con fecha 1 de octubre, la sociedad informó la firma de un acuerdo por el cual la sociedad FIM holdings (Chile) SpA, filial de FIMBank p.l.c., suscribiría un aumento de capital por un 51% de la propiedad.

Actualmente la casa matriz está ubicada en Santiago y posee sucursales en Concepción, Puerto Montt, Antofagasta y Rancagua.

Propiedad y administración

First Factors es una sociedad anónima controlada por la familia Marín. A diciembre de 2013 la propiedad de la compañía se distribuía de la siguiente forma:

Entidad	% de Propiedad
Inversiones El Mayorazgo Ltda.	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%

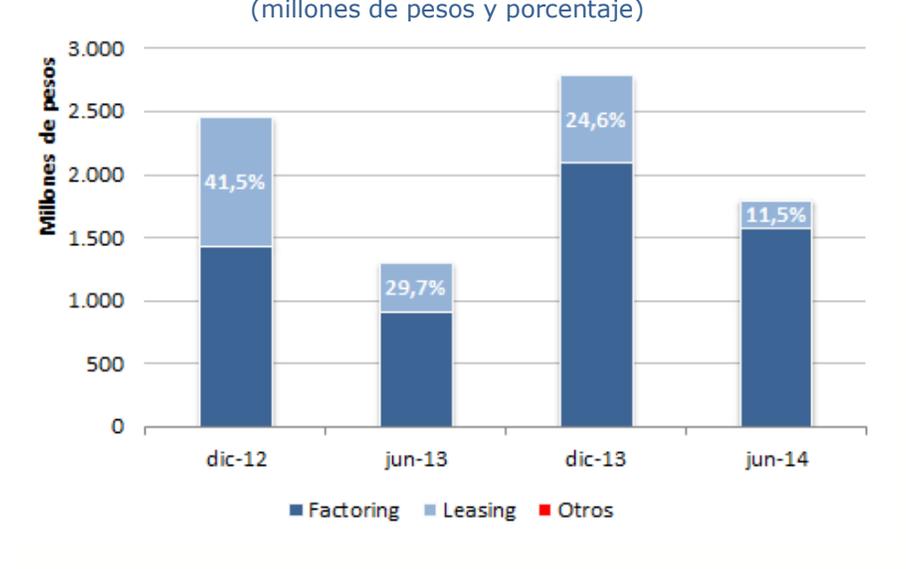
La administración de la empresa recae en manos de un grupo de profesionales con experiencia en el sector bancario. Los principales ejecutivos de la compañía son los siguientes:

Ejecutivo	Cargo
Carlos Baudrand	Gerente General
Francisco Hormazábal	Gerente de Operaciones
Monica Rosales	Gerente de Crédito
Mauricio Oelckers	Gerente Comercial Factoring
Pablo Frei	Gerente de Finanzas
Mario Diemoz	Fiscal

Líneas de negocios

Participa, principalmente, en los negocios de factoring y leasing, aun cuando en lo más reciente, este último segmento ha perdido importancia, como lo muestra la Ilustración 1.

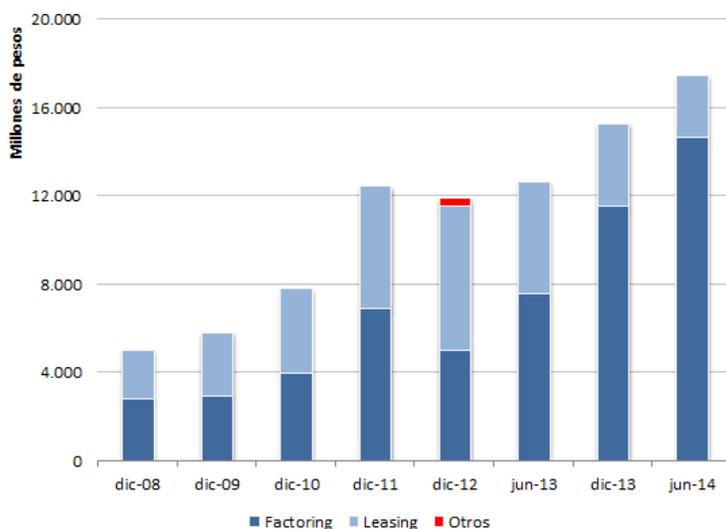
Ilustración 1
Ingresos por línea de negocios. 2012-2014
(millones de pesos y porcentaje)



Cartera de colocaciones

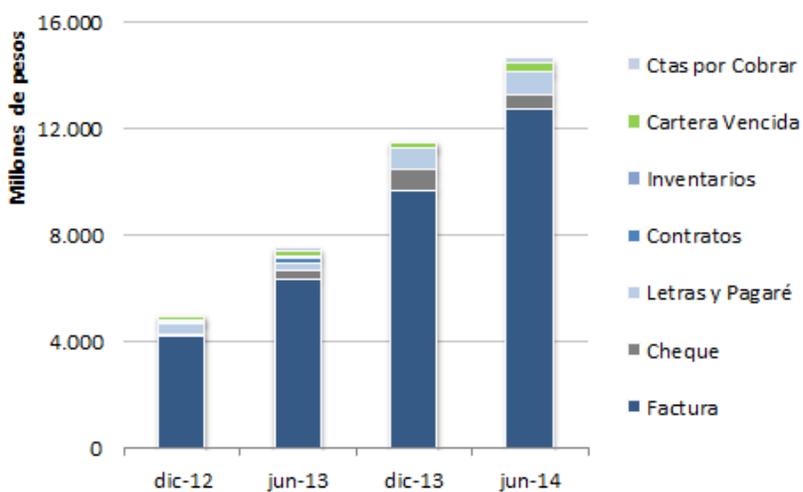
A la fecha de los últimos estados financieros considerados en la clasificación, junio 2014, **First Factors** contaba con un *stock* de colocaciones ascendiente a US\$ 17.462 millones, de las cuales un 16% correspondían a colocaciones de leasing y un 84% a factoring (ver Ilustración 2).

Ilustración 2
Stock de Colocaciones. 2008-2014

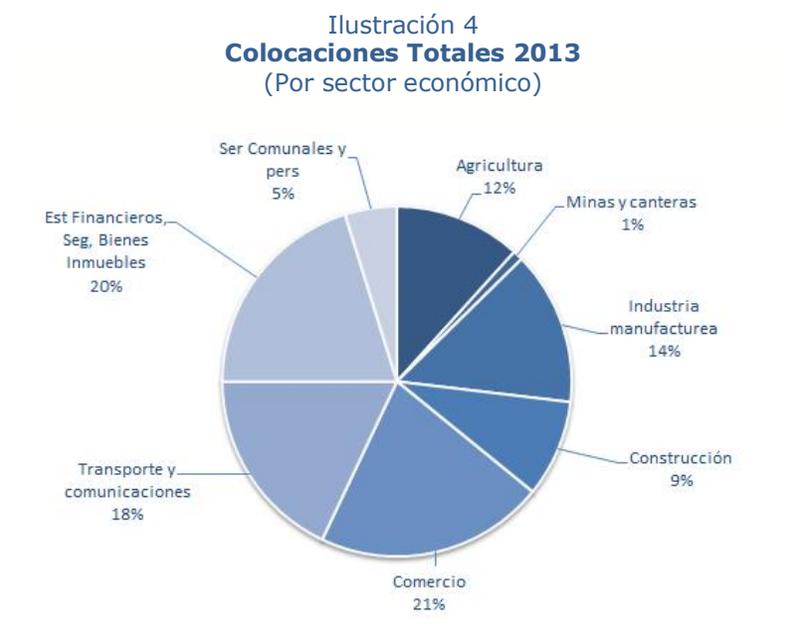


La composición de la cartera de *factoring* por tipo de documento se concentra principalmente en facturas con un 87% del total, y seguida por cheques y letras y pagarés. La cartera de colocaciones de factoring, por instrumento, se muestra en la Ilustración 3.

Ilustración 3
Colocaciones de Factoring 2012-2014
(Por instrumento)



La cartera total, esto es, considerando en conjunto las colocaciones de factoring y leasing, se encuentra concentrada en el sector comercio y establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios, los cuales concentran aproximadamente alrededor de un 20% cada uno, como se aprecia en la Ilustración 4.



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 2014			
Principales clientes		Principales deudores	
Item	%	Item	%
Mayor cliente	4,32%	Mayor deudor	3,42%
5 mayores clientes	14,75%	5 mayores deudores	14,35%
10 mayores clientes	22,47%	10 mayores deudores	24,50%

Leasing a junio de 2014	
Item	%
Mayor deudor	1,12%
5 mayores deudores	3,06%
10 mayores deudores	4,96%

Procedimientos de crédito

El proceso de aprobación de créditos se inicia con la identificación de necesidades de financiamiento por parte del cliente, en el que 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 capta 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 y del deudor. 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, aprobándose líneas para el cliente y sublíneas para los deudores, de duración anual.

Cabe destacar que, en el caso de las operaciones de *factoring*, se opera con seguro de crédito que cubre el 90% del valor financiado de la factura en caso de default del deudor.

El área legal es quien 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	500 Millones	150 Millones
Gerente General	250 Millones	100 Millones
Gerente de Crédito	150 Millones	80 Millones
Analista Senior	30 millones	25 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 Crédito, 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, que son supervisados por la Fiscalía de **First Factors**. 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 del segundo grupo.

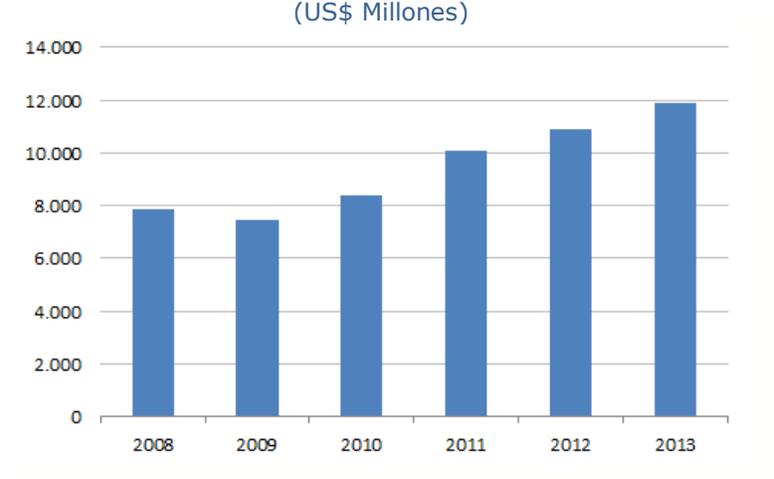
Según cifras de las asociaciones de factoring, a diciembre de 2013 la industria mantenía un stock de colocaciones de más de US\$ 5.300 millones, de los cuales US\$4.979 corresponden a la ACHEF.

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. La Ilustración 5 muestra que las colocaciones totales han exhibido una trayectoria creciente, situándose en diciembre de 2013 en niveles cercanos a US\$ 12.000 millones.

Ilustración 5
Colocaciones Totales Leasing 2009-2013 ³
(US\$ Millones)



Se puede apreciar que, luego de la contracción de las colocaciones en 2009, debido a la desaceleración económica registrada en ese período, posteriormente el *stock* de la industria muestra un rápido crecimiento hasta diciembre de 2013.

Antecedentes financieros

Evolución de ingresos y colocaciones

A la fecha de clasificación la compañía posee principalmente colocaciones de *Leasing* y de *Factoring*. Como se dijo anteriormente, a junio de 2013 el *stock* de colocaciones de la compañía asciende a aproximadamente \$ 17.462 millones, de las cuales \$14.672 millones corresponden a *factoring* y \$ 2.790 millones a colocaciones de *leasing*. La Ilustración 6 muestra que, luego de su caída en 2012, las colocaciones de *factoring* presentan un importante crecimiento, en tanto que aquellas de *leasing* han exhibido una reducción en su tasa de crecimiento durante 2012 y una contracción en sus colocaciones a partir de 2013 y durante el primer semestre de 2014.

³ Fuente: Asociación Chilena de Leasing.

Ilustración 6
Colocaciones Totales por Línea de Negocios. 2008-2013
(Variación en doce meses)

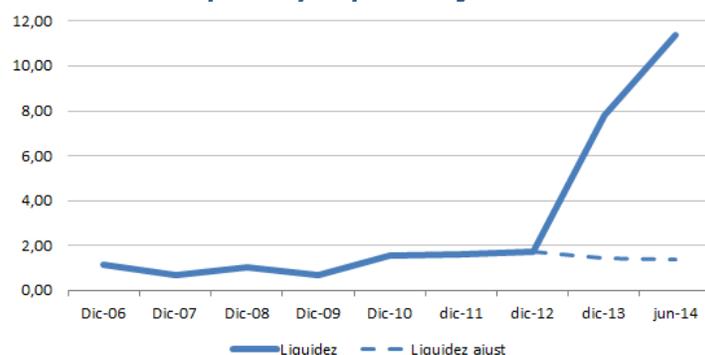


Liquidez

Liquidez corriente

La liquidez de la empresa se utiliza para analizar la capacidad que tiene de cubrir sus obligaciones de corto plazo. Este indicador se calcula como deudores comerciales (*leasing* y *factoring*) y efectivo y equivalentes al efectivo sobre pasivos financieros corrientes. La liquidez a junio de 2013, en torno es de 11,41⁴, con un promedio mayor a 4,1 durante las últimas seis observaciones. Cabe señalar que la estructura del efecto de comercio impone como restricción que este indicador registre un valor superior a una vez (ver Ilustración 7). Con todo, se debe observar que el indicador de liquidez se ve favorecido por cuanto la actividad de factoring se está financiando, en parte importante, con los aportes de un fondo creado para este propósito (el cual, si es considerado como pasivo corriente, significaría una reducción de este indicador a cercanos a 1,45). Dado lo anterior, se espera que la liquidación del referido fondo sea gradual para no estresar la liquidez de la compañía o, en su defecto, sea previamente financiada por créditos.

Ilustración 7
Liquidez y Liquidez Ajustada

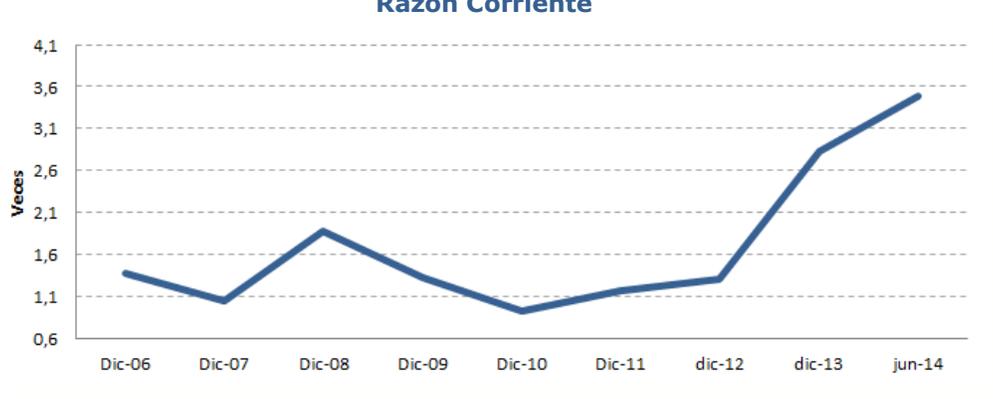


⁴ Ver metodología de cálculo de *ratio* en nota 23 de Estados Financieros Consolidados de First Factor a junio de 2013.

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 período, como se observa en la Ilustración 8, la liquidez corriente se ubica cercana a 3,49⁵. Cabe señalar que la estructura del efecto de comercio impone como restricción que este indicador registre un valor superior a una vez.

Ilustración 8
Razón Corriente



Endeudamiento

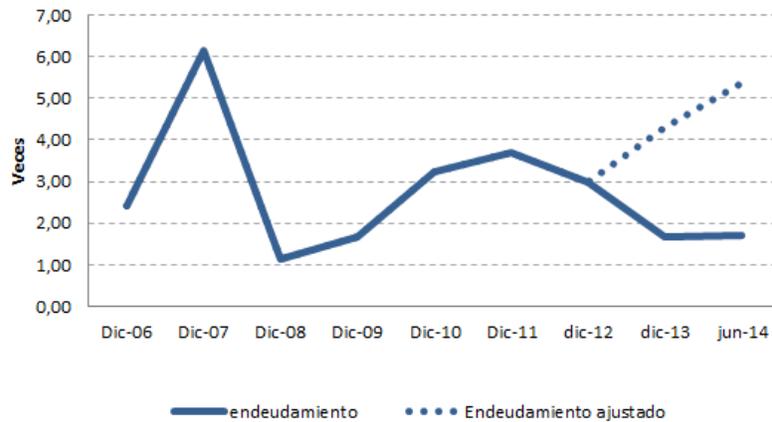
El nivel de endeudamiento relativo de la compañía ha presentado variaciones durante los últimos años. Entre diciembre de 2011 y junio de 2013, medido en relación con el patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora, se ha producido una disminución en el nivel de endeudamiento, alcanzando un valor de 1,71⁶ veces a junio 2014 (ver Ilustración 9). Este menor endeudamiento se debe a la reducción de pasivos producto de la venta de First Aval, la creación de un fondo de inversión privado con BTG Pactual y el pago de la deuda financiera corta de la empresa. Con todo, nuevamente, si los aportes del fondo se consideran como parte del endeudamiento, este indicador se situaría en un nivel de 5,35 veces. No obstante, como se dijo anteriormente, se espera que la liquidación del referido fondo sea gradual para no estresar la liquidez de la compañía o, en su defecto, sea previamente financiada por créditos

Según se establece en el contrato de emisión de efectos de comercio, el emisor, descontando las subsidiarias, debe mantener una razón de endeudamiento (pasivo exigible sobre patrimonio) 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).

⁵ Ver metodología de cálculo de ratio en nota 23 de Estados Financieros Consolidados de First Factor a junio de 2013.

⁶ Ver metodología de cálculo de ratio en nota 23 de Estados Financieros Consolidados de First Factor a junio de 2013.

Ilustración 9
Endeudamiento y Endeudamiento Ajustado

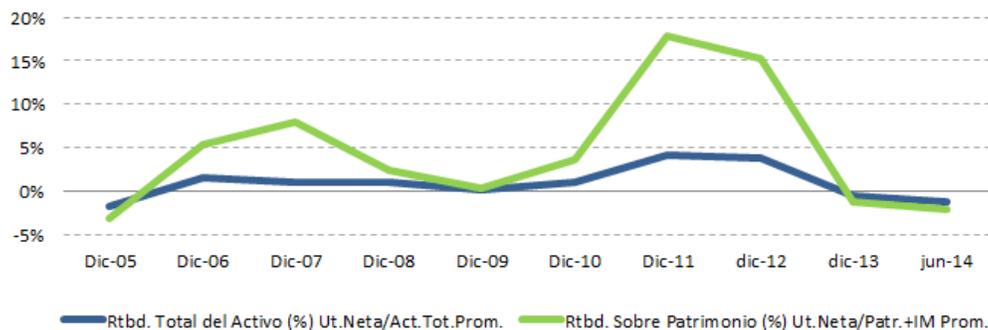


Rentabilidad

Luego de exhibir altos niveles de rentabilidad durante 2011 y 2012, la compañía registró un incremento de sus niveles de gastos de administración, por la apertura de la oficina de Antofagasta durante 2013, lo que se tradujo en un indicador negativo a fines de 2013, como se aprecia en la Ilustración 10, lo que se ha mantenido hacia el primer semestre del presente año.

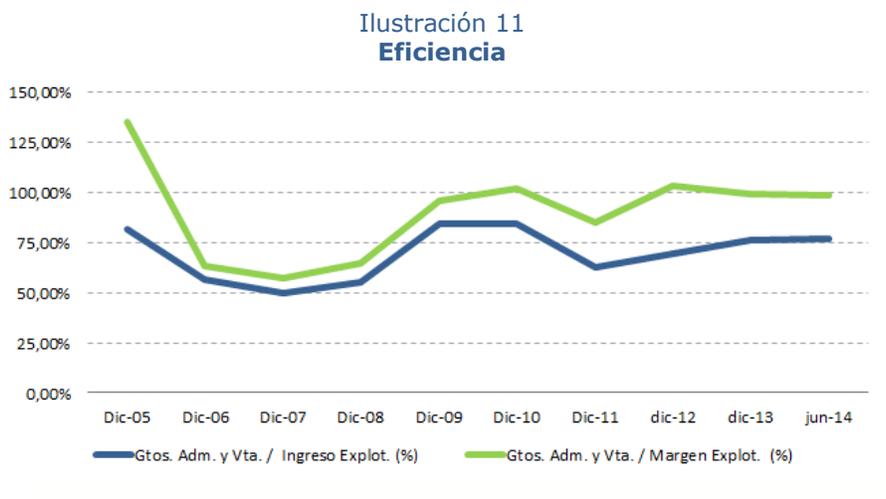
Sin perjuicio de lo anterior, de acuerdo con lo señalado por la compañía, se estima que se alcanzaría el equilibrio una vez que las colocaciones de factoring se sitúen en torno a los \$17.000 millones, lo que significa un crecimiento de casi 16% respecto a las colocaciones reportadas a junio 2014.

Ilustración 10
Rentabilidad



Eficiencia

La Ilustración 11 muestra indicadores de eficiencia, medidos como los gastos de administración sobre ingresos y la proporción que estos gastos representan del margen de explotación. Se aprecia que, luego de la mejora registrada en 2011, estos indicadores muestran una reversión, estabilizándose en niveles de 75% (GAV / Ingresos de explotación) y 100% (GAV / Margen de Explotación). De acuerdo con lo señalado por la compañía, se espera un incremento en colocaciones y una mantención en el nivel de gastos. Lo anterior permitiría mejorar los indicadores de eficiencia de la emisora.



Características de las emisiones vigentes

El 1 de marzo de 2011 **First Factors** inscribió una línea de efectos de comercio⁷, 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. No obstante, a la fecha, la compañía no presenta utilización de la línea.

⁷ Ver Condiciones del Contrato de la línea de efectos de comercio en Anexo.

Primera Línea Efectos de Comercio

N° 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 Liquidez⁸: 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.

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

⁸ 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.

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.