



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón Reseña:
Primera Clasificación del Emisor y
sus valores

Analista
Carlos García Brun
Tel.: (56-2) 433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Incofin S.A.

Abril 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	BBB+ Estable
Efectos de Comercio	Nivel 2/BBB+
EEFF base	31 de diciembre de 2013

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos 10 años	Nº 776 de 03.01.2014
Línea de Efectos de Comercio	Nº 81 de 02.12.2010
Línea de Efectos de Comercio	Nº 97 de 30.08.2013

Balance General Consolidado IFRS				
En M\$ de diciembre de 2013	2010	2011	2012	2013
Activos Corrientes	25.714.868	29.391.250	46.669.673	59.598.838
Activos No Corrientes	750.074	745.128	5.855.047	8.000.341
Total Activos	26.464.943	30.136.378	52.524.720	67.599.179
Pasivos Corrientes	18.338.402	22.505.982	37.593.108	48.398.499
Pasivos No Corrientes	386.759	374.520	4.463.546	7.434.116
Total Pasivos	18.725.162	22.880.502	42.056.653	55.832.615
Patrimonio	7.739.781	7.255.877	10.468.066	11.766.564
Total Pasivos y Patrimonio	26.464.943	30.136.378	52.524.720	67.599.179
Deuda Financiera	14.286.262	18.026.865	28.837.118	40.949.787

Estado de Resultados Consolidado IFRS				
En M\$ de diciembre de 2013	2010	2011	2012	2013
Ingresos de Explotación	4.295.422	5.548.703	8.272.059	11.418.076
Gastos de Administración	-2.083.388	-2.425.720	-3.277.282	-4.370.101
Resultado Operacional ¹	1.612.935	1.762.036	2.400.989	3.394.953
Utilidad (Pérdida del Ejercicio)	1.371.420	1.431.974	2.097.453	2.838.811
EBITDA	1.644.659	1.807.324	2.452.785	3.457.487

Covenants línea de Efectos de Comercio N° 081		
	Límite	Límite al 31/12/2013
Total Pasivos/Patrimonio Total	No Superior a 7 veces	4,75 veces
Total Activos corrientes / Total Pasivos corrientes	Superior a 1,00	1,23 veces
Patrimonio mínimo (UF)	Superior a 200.000	UF 504.796
Límite de vencimientos en 7 días hábiles consecutivos (UF)	Máximo 130.000	-

Covenants línea de Efectos de Comercio N° 097		
	Límite	Límite al 31/12/2013
Total Pasivos/Patrimonio Total	No Superior a 7 veces	4,75 veces
Total Activos corrientes / Total Pasivos corrientes	Superior a 1,00	1,23 veces
Patrimonio mínimo (UF)	Superior a 300.000	UF 504.796
Límite de vencimientos en 7 días hábiles consecutivos (UF)	Máximo 130.000	-

Covenants Crédito Corporación Interamericana de Inversiones		
	Límite	Límite al 31/12/2013
Cartera vencida > 90 días (consolidado)	menor a 3,5%	2,98%
Cobertura provisiones Factoring	mayor a 125%	140%
Cobertura provisiones Leasing	mayor a 55%	56,3%
Nivel de Endeudamiento (consolidado)	menor a 5	4,75
Concentración clientes Factoring	menor a 25%	13,8%
Concentración deudores Factoring	menor a 15%	8,9%

¹Resultado Operacional = Ganancia Bruta más Costos de Distribución y Gasto de Administración

Opinión

Fundamento de la clasificación

Incofin S.A. (Incofin) es una compañía constituida en 1992 y orientada, principalmente, a la prestación de servicios financieros bajo la modalidad de operaciones de *factoring*. Además, desarrolla otras líneas de negocios como *confirming*, y, en forma creciente, realiza operaciones de *leasing*.

A diciembre de 2013 la sociedad presentaba activos por \$ 67.599 millones y colocaciones netas por aproximadamente \$ 60.053 millones. Los activos de la sociedad son financiados con \$ 11.766 millones de patrimonio, \$ 40.940 millones correspondientes a deuda financiera y el resto principalmente por cuentas por pagar. La actual estructura del balance permitió a la empresa generar a diciembre de 2013 un ingreso y un resultado del ejercicio (ganancia por operaciones continuadas), en pesos de diciembre de 2013, de \$ 11.418 millones y \$ 1.348 millones, respectivamente.

Entre las principales fortalezas de **Incofin**, que sirven de fundamento a la clasificación de riesgo en *Categoría BBB+/Nivel 2* de su línea de efectos de comercio y de los instrumentos emitidos con cargos a dicha línea, se incluye la solidez de su balance, reflejado en un moderado endeudamiento relativo y una adecuada posición de liquidez; así como las características propias de las operaciones de *factoring*, principal línea de negocio del emisor, que presentan una alta flexibilidad para ajustar su volumen de operaciones ante incremento en los riesgos asociados a las condiciones del mercado.

En efecto, según balance a diciembre de 2013, la compañía mantiene deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corriente (netas) por \$ 55.101 millones, cifra que supera en 34% la deuda financiera total del emisor, incluyendo tanto la de corto como la de largo plazo. En términos de pasivo exigible sobre patrimonio, se tiene una relación que asciende a 4,75 veces, considerado controlable dado el volumen de sus colocaciones. En cuanto a la liquidez circulante, ésta se ha mantenido en niveles adecuados a través del tiempo, con un valor de 1,23 veces según última información disponible.

La capacidad de ajuste de la compañía queda de manifiesto en el hecho que el flujo de las operaciones, en el segmento de *factoring*, alcanzó a aproximadamente \$ 21.000 millones mensuales durante el último trimestre de 2013, con una tasa de pago del aproximadamente 48,8%.

En forma complementaria, el análisis incluyó la experiencia y conocimiento, por parte de los socios y de la administración, del sistema financiero y del segmento al cual se orienta la compañía (básicamente pequeñas y medianas empresas), presentando una de las trayectorias más extensas dentro del mercado local en lo relativo a su segmento específico. También se reconoce el compromiso y capacidad que han mostrado en el pasado para reaccionar ante entornos desfavorables y apoyar efectivamente la liquidez de la empresa.

La propiedad de la compañía está dividida en dos sociedades, Grupo Incorp S.A. y Sociedad de Inversiones Norte Sur S.A. (ex. Socios de Banco del Desarrollo), ambas sociedades con una amplia trayectoria en el sector financiero y con socios que han participado, en diversos cargos, en instituciones bancarias. Asimismo, la activa participación del directorio en la operación de la compañía, provee una plataforma de control adicional, en esta misma línea se reconoce la conformación del comité de auditoría y la incorporación de directores independientes. Asimismo, se evalúa como positivo la implementación del área de auditoría interna, constituida hace aproximadamente dos años, así como las mejoras que esta unidad ha tenido en el último tiempo, las cuales a futuro debieran repercutir favorablemente en el riesgo de la compañía en la medida que se vayan consolidando al interior de la entidad, tanto a nivel de operación como en la cultura organizacional.

También, se ha tomado en cuenta en forma favorable los sucesivos aportes de capital pagados por los socios, lo que ha contribuido con la fortaleza financiera de la compañía. La empresa, con los mismos socios principales, tiene una antigüedad de 20 años, habiendo superado la crisis asiática y *subprime*.

Asimismo, se reconoce la capacidad de la emisora de incrementar en forma importante el nivel de sus colocaciones conjuntamente con una caída en la colocación promedio por cliente, lo cual da cuenta de un incremento en la atomización de sus deudores. En efecto, entre 2011 y 2013 el *stock* de cuentas por cobrar se incrementó desde \$ 28.233 millones a \$ 60.053 millones (en moneda de diciembre de 2013) con una exposición máxima de 8,5% el patrimonio. Asimismo, la evaluación incorpora el hecho que el crecimiento del volumen de operaciones se ha llevado a cabo manteniendo el perfil de clientes y salvaguardando los riesgos de mercado, tanto de tasa de interés como de calce de moneda y de plazos.

Sin perjuicio de las fortalezas aludidas, que reconoce el incremento en la actividad comercial, la clasificación de riesgo de los instrumentos de deuda se encuentra limitada por el bajo volumen relativo de las colocaciones de la sociedad emisora con respecto a algunos de sus competidores directos lo que dificulta la obtención de economías de escala, las cuales favorecen la obtención

de recursos disponibles para el fortalecimiento de las estructuras destinadas al control de los riesgos crediticios, de mercado y, especialmente operativos. Si bien la compañía ha logrado crecer en forma importante, su participación de mercado del segmento factoring ha aumentado desde 1,45% en octubre de 2012 a 1,94% en diciembre 2013.

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

La clasificación de riesgo, al margen de la situación particular de **Incofin**, tampoco es ajena al hecho que en períodos de crisis el sistema financiero tiende a disminuir las líneas de créditos a los *factoring* no bancarios y, conjuntamente, se ve resentida la capacidad de pago de sus deudores -pequeñas y medianas empresas- todo lo cual presiona la liquidez de este tipo de entidades. En contraposición, bien administrada la liquidez, la baja en el nivel de operaciones puede ser compensada vía aumento en los niveles de *spread*.

Junto con la anterior, el análisis considera como otro elemento que restringe la clasificación el aun elevado porcentaje (19,3% a diciembre 2013) del *stock* de colocaciones de *factoring* en cheques a fecha y que, en opinión de la clasificadora, obligarán a la emisora a replantear, al menos en lo que respecta en esa área, su modelo de negocios, toda vez que estos instrumentos constituyen un producto de baja proyección en el largo plazo. También la evaluación ha considerado que en algunas operaciones, dada la naturaleza de las mismas, el riesgo de incobrabilidad está más asociado al cliente directo de la compañía o, en su defecto, está supeditado a la entrega de un servicio. No obstante, se reconoce que la concentración en cheques ha ido disminuyendo en los últimos años.

Dentro de los desafíos de la compañía está mostrar sus capacidad para incrementar su cobertura en el mercado de las pyme (dado el tamaño de éste), reconociendo que se trata de un sector vulnerable a las crisis económica. Asimismo, el desarrollo de la compañía debe incorporar escenarios más competitivos que impactaran o presionaran a la baja los márgenes del negocio, cobrando mayor relevancia el costo del financiamiento, el riesgo de la cartera de activos y el acceso a economías de escala.

Dado la necesidad de crecimiento de la compañía, **Humphreys** observa positivamente la mayor formalidad e independencia que se ha ido dando al área de control interno; no obstante, siendo relativamente nueva su conformación, y considerando que ha estado sometida a cambios recientes de personal, no ha podido evaluarse la consistencia de los procesos, tanto a través del tiempo como en lo referido a los levantamiento de riesgos que se han realizados.

La perspectiva de la categoría de riesgo se ha calificado “*Estable*”; no obstante que podría ser revisada en la medida que se consolide la implementación de una unidad de Contraloría que sea capaz de morigerar el riesgo de las operaciones de **Incofin**, y no se visualicen riesgos de incumplimiento de covenants.

A futuro la clasificación de los títulos de deuda podría verse mejorada en la medida que la sociedad incremente su volumen de operación relativo y/o genere avances en materia de control independiente de los riesgos; todo ello manteniendo niveles de endeudamiento en niveles moderados.

Asimismo, para la mantención de la clasificación, es necesario que la empresa no reduzca su actual nivel de colocaciones, mantenga relativamente estables los riesgos asumidos y no deteriore sus indicadores financieros.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Experiencia y desempeño mostrado por la compañía.

Fortalezas complementarias

- Nivel de endeudamiento permite el crecimiento futuro.

Fortalezas de apoyo

- Adecuado manejo de la liquidez.
- Positivas perspectivas del mercado.
- Mejoras implementadas en controles internos.

Riesgos considerados

- Reducido nivel de actividad (riesgo relevante sólo si a futuro crece menos que el mercado)
- Competencia de la industria (riesgo bajo en el corto plazo, pero creciente en el tiempo si aumenta la bancarización).
- Concentración Cheques (bajo riesgo que debiera tender a desaparecer en el mediano plazo).
- Mercado objetivo riesgoso (riesgo elevado, pero aminorado por el riesgo del deudor y por la política de aprobación de líneas).
- Bajo acceso a crédito en épocas de crisis (riesgo que puede ser contrarrestado con disminución en el volumen de operaciones y con un nivel de actividad acorde con la capacidad de respaldo de los socios)

Definición 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 esta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenecen o en la economía.

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

Nivel 2

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con 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 la que pertenece o en la economía.

Hechos recientes²

Entre enero y diciembre de 2013, la empresa generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 11.418 millones, lo que representó un aumento real de 38% respecto a igual período del año anterior y de casi 166% acumulado desde 2010. El costo de venta de la compañía durante 2013 ascendió a \$ 3.653 millones, lo que significa un aumento real de 40,8% respecto a 2012 y representa casi un 32% de los ingresos del período.

Los gastos de administración alcanzaron a \$ 4.370 millones, registrando un incremento de 33,3% respecto a diciembre de 2012. Además, los gastos de administración representaron el 48,3% de los ingresos de actividades ordinarias, lo cual confirma la tendencia decreciente de este indicador, el cual alcanzaba un valor de 48,5% de los ingresos durante 2010.

El resultado operacional (ingresos por actividades ordinarias menos costo de ventas y gastos de administración) entre enero y diciembre de 2013 ascendió a \$ 3.395 millones, lo que se compara positivamente en relación al obtenido por la compañía en similar período de 2012, habiéndose registrado un crecimiento real de 41,4%. El resultado del ejercicio para el período enero a

² Los datos reales en esta sección se expresan en pesos de diciembre de 2013.

diciembre de 2013, en tanto, correspondió a una utilidad de \$ 2.839 millones, lo que implica un aumento real de 35,3% respecto del mismo período del año anterior.

En cuanto a las colocaciones netas (de *factoring* y *leasing*), éstas alcanzaron los \$ 60.134 millones a diciembre de 2013, lo que representa un crecimiento, en términos reales, de 113% entre diciembre de 2011 y diciembre de 2013.

Oportunidades y fortalezas

Bajo nivel de endeudamiento relativo: La razón de endeudamiento de la compañía, medida como pasivo total sobre patrimonio, ha mostrado una tendencia creciente, alcanzando 4,75 veces a diciembre de 2013 (2,42 veces a diciembre 2010), nivel similar a otros actores de la misma industria. Este nivel se encuentra dentro del límite de cinco veces establecido por los *covenants* del préstamo entre **Incofin** y la Corporación Interamericana de Inversiones, de septiembre de 2013. Debe tenerse en consideración que el negocio financiero, adecuadamente gestionados, resiste elevados niveles de apalancamiento, sobre todo en la medida que se incrementa el nivel de colocaciones.

Alta Liquidez³: La razón circulante ha mostrado una leve caída, desde su nivel de 1,40 veces registrado en diciembre de 2010, a 1,23 veces en diciembre 2013; no obstante, aún mantiene una holgura más que aceptable. Además, si las circunstancias así lo requirieran, la empresa puede fortalecer rápidamente su liquidez disminuyendo el volumen de sus operaciones diarias.

Perspectiva del mercado: Dado el tamaño de las Pyme, principal mercado objetivo de la compañía, se estima que la compañía y la industria del *factoring* y *leasing* en general, tienen todavía un buen potencial de crecimiento. Según el Servicio de Impuestos Internos, las empresas medianas y pequeñas, mercado objetivo del *factoring*, habrían totalizado 196.974 durante 2013.⁴

Experiencia de sus socios: La propiedad de la compañía está dividida en 2 sociedades, Grupo Incorp S.A. y Sociedad de Inversiones Norte Sur S.A. (ex. Socios de Banco del Desarrollo), ambas sociedades con una amplia trayectoria en el sector financiero y con socios que han participado, en diversos cargos, en instituciones bancarias. Asimismo, la activa participación del

³Medida como activos corrientes sobre pasivos corrientes.

⁴ http://www.sii.cl/estadisticas/empresas_tamano_ventas.htm

directorio en la operación de la compañía, provee una plataforma de control adicional. También, se ha tomado en cuenta los sucesivos aportes de capital pagados por los socios, lo que ha contribuido con la fortaleza financiera de la compañía. La empresa, con los mismos socios principales, tiene una antigüedad de 20 años, habiendo superado la crisis asiática y *subprime*.

Factores de riesgo

Bajo volumen de colocaciones: El volumen relativo de negocio de la compañía es reducido, lo que impacta en la generación de economías de escala, y por ende, genera una menor disponibilidad relativa de recursos, con respecto a la competencia, para invertir en tecnología y recursos humanos (sobre todo en lo relativo a control de gestión y riesgo operativos, las cuales, como se dijo, aun requieren mayor grado de consolidación). Las colocaciones de la empresa son alrededor del 18%⁵ de la principal compañía de *factoring* no bancario.

Nivel de competencia en la industria: La necesaria mayor bancarización de las empresas Pyme (considérese la propuesta de securitizar dichos créditos y la entrada en operaciones de las sociedades de garantía recíproca) incentivará la competencia, lo que presionará a una baja en los márgenes de la operación. En este escenario los bancos tienen ventajas por cuanto acceden a un menor costo de fondeo. Por otra parte, desde una perspectiva de riesgo, el aumento de la competencia incrementa la necesidad de un control más sistematizado, tanto de procedimiento como de los riesgos financieros, de mercado y operacionales, respecto a lo cual, durante años recientes, **Incofin** ha desarrollado una consistente labor, pero que aún requiere consolidarse y operar en estado de régimen.

Cartera concentrada en Cheques: **Incofin**, según opinión de **Humphreys**, y dado el servicio del cual provienen los mayoritariamente los cheques -educación-, agrega un riesgo por el hecho de que el cobro de los instrumentos está sujeto a la prestación futura del servicio, lo que condiciona el pago a la existencia futura del cliente. Asimismo, el hecho de que legalmente el cheque a fecha no represente un documento a plazo limita sus proyecciones futuras de crecimiento. Cabe destacar que el Directorio y la Administración están trabajando, desde hace algunos años, en la desconcentración de la cartera por tipo de producto, lo que ha llevado de 33,8% (diciembre de 2008) a 16,2% (diciembre de 2013) la concentración del *stock* de colocaciones respaldado con flujo de cheques.

⁵ Esta cifra se obtiene al comparar las colocaciones netas totales de **Incofin** con respecto de las colocaciones exclusivamente de *factoring* de la principal compañía de *factoring* no bancaria.

Como elemento mitigador, se debe considerar que la compañía cuenta con sistemas, procedimientos y una amplia experiencia acumulada de más de 20 años, en la administración y control masivo de este tipo de documentos, que se mantienen regularmente en su cartera.

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

Acceso limitado a fuentes de financiamiento en épocas de crisis: Este riesgo se ve atenuado, pero no eliminado, por la capacidad que tiene la empresa de proveerse de liquidez vía disminución de sus colocaciones, utilizar líneas de efectos de comercio y, eventualmente, vía aportes de capital. Más allá del caso particular de **Incofin**, crisis como la asiática y la subprime, mostraron que ante este tipo de eventos los bancos reducen rápida y fuertemente su exposición en diversas empresas, incluidas las de *factoring*; observándose, además, el cierre del mercado de efectos de comercio.

Antecedentes generales

Historia

Incofin fue fundada en 1992, por los señores Jaime Vargas, Mario Santander y Sergio Benavente, todos con amplia experiencia en diversas empresas del sector financiero.

En 1994, se integra, con el 50% de la propiedad de la compañía, Sociedad de Inversiones Norte Sur S.A., entidad controladora del Banco del Desarrollo hasta fines del 2007. Con la participación de este nuevo socio, la compañía comienza a operar bajo la marca *Bandesarrollo Factoring*.

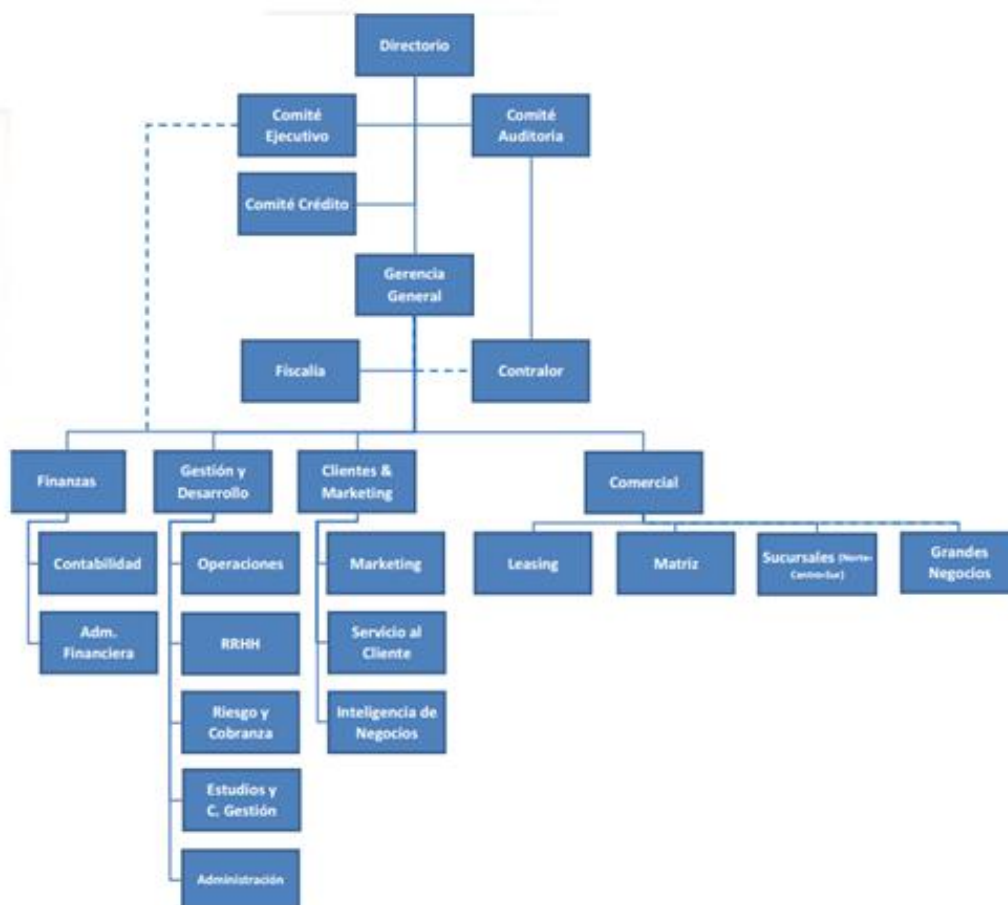
En 2004, se separa la operación de *Bandesarrollo Factoring* e **Incofin**, la primera de las cuales es adquirida por el Banco del Desarrollo.

En 2008 se inicia el proceso de expansión de la compañía, alcanzando actualmente quince sucursales desde Iquique a Puerto Montt.

Como parte del su proceso de expansión, la empresa el 2009 se inscribe en la SVS, para así, dar paso a la diversificación de alternativas de financiamiento de sus operaciones.

En 2010, la empresa inscribe una línea de efectos de comercio y emite su primer instrumento de oferta pública, terminando así, la primera etapa de la diversificación de fuentes de financiamiento. Este mismo año, se incluyen un nuevo producto a la oferta de la compañía, *Confirming* o Pago Anticipado a Proveedores, que se suma a los productos de factoring y leasing.

A continuación se presenta el organigrama resumido de la compañía:



Operación y originación

La captación y el mantenimiento de las operaciones con los clientes están a cargo de los ejecutivos comerciales quienes, sin embargo, no tienen autoridad en la asignación y en la aprobación de las líneas de créditos. Su función, en lo que se refiere a potenciales clientes, consiste en recabar los antecedentes legales y financieros de éste en base a procedimientos predeterminados; asimismo debe llevar a cabo visitas en terreno. La información obtenida se

procesa y se almacena, en caso de aprobación del cliente, en los sistemas **Incofin**, soporte que se utiliza como base para la aprobación de operaciones con cargo a líneas aprobadas.

Los antecedentes reunidos por los ejecutivos comerciales son entregados al comité con las atribuciones necesarias de acuerdo al monto de la línea de crédito solicitada. Estos comités son las instancias encargadas de la aprobación y rechazo de clientes y, si correspondiere, de la determinación de las líneas de créditos asignada a cada uno de ellos. La estructura de atribuciones por nivel se resume en la siguiente tabla:

Instancia	Límite MM\$	Constitución	Unidad	Integrantes
Comité Comercial	15	Virtual	Matriz	<ul style="list-style-type: none"> Ejecutivo Senior Subgerente Comercial Jefe de Riesgo
			Sucursales	<ul style="list-style-type: none"> Ejecutivo Senior Agente Gerente o Subgerente Zonal Jefe de Riesgo
Comité de Riesgo	30	Sesión Presencial por Demanda	Matriz	<ul style="list-style-type: none"> Ejecutivo Senior Subgerente Comercial Gerente de Negocios Jefe de Riesgo
			Sucursales	<ul style="list-style-type: none"> Ejecutivo Senior Agente Gerente o Subgerente Zonal Jefe de Riesgo
Comité de Gerencia	80	Sesión Presencial semanal	Matriz	<ul style="list-style-type: none"> Subgerente Comercial Gerente de Negocios Subgerente Riesgo Gerente General
			Sucursales	<ul style="list-style-type: none"> Agente Gerente o Subgerente Zonal Subgerente de Riesgo Gerente General
Comité Ejecutivo	350	Sesión Presencial Semanal	Empresa	<ul style="list-style-type: none"> Gerente de Negocios Subgerente Comercial o Gerente o Subgerente Zonal Subgerente Riesgo Gerente General 2 Directores
Directorio A	700	Sesión presencial mensual	Empresa	<ul style="list-style-type: none"> Gerente General 4 Directores
Directorio B	2.000	Sesión presencial mensual	Empresa	<ul style="list-style-type: none"> Gerente General 6 Directores

El ejecutivo comercial también es el responsable de verificar que las operaciones de los clientes se enmarquen dentro de los parámetros y montos aprobados, utilizando para ello la información que se encuentra en los sistemas de la compañía.

Todos los procesos de originación de crédito se encuentran debidamente formalizados en el manual de riesgo, el cual detalla los distintos pasos y los criterios esenciales para el desarrollo correcto de la evaluación, manual que es conocido por los principales involucrados en cada etapa del proceso. También existe una definición de los montos máximos por clientes que se pueden aprobar de línea de crédito, sin garantía, en cada tipo de producto, las cuales, a juicio de **Humphreys**, son razonables en relación con el patrimonio de la sociedad y en la medida que se respete una adecuada diversificación por deudor. El proceso de otorgamiento de financiamiento se describe en el siguiente cuadro:

Proceso de otorgamiento de financiamiento	1. Definición del mercado objetivo
	2. Evaluación y análisis
	- Resumen de información básica
	- Vaciado de balance
	- Análisis de riesgo
	- Clasificación de riesgo
	3. Negociación y aprobación
	4. Documentación y desembolso
	5. Administración y seguimiento
	6. Cobranza y recuperación

Sistemas

La compañía trabaja con sistemas de Dimensión, proveedor ampliamente utilizado por la industria del *factoring*.

El sistema principal funciona a través de un *workflow* en donde se cargan todos los pasos de la operación, desde la adopción de la línea, incluyendo todos los temas legales y operativos. Opera con aprobaciones en línea y un completo set de información a través de carpetas electrónicas y *reporting*. Comparativamente con compañías de la misma industria y similar clasificación, **Incofin** se encuentra dentro de los estándares de mercado.

En relación a la seguridad de la información, se hacen respaldos diarios en cinta, adicionalmente existen un *site* de contingencia en donde la compañía puede seguir operando en caso de siniestro, el cual es proporcionado por la empresa Dimensión. Cabe señalar que por diversos motivos, alguna vez la empresa ha tenido que operar con los *site* descritos, sin mayores inconvenientes.

Proceso de cobranza

La cobranza se comienza a gestionar con quince días de anticipación a su vencimiento, gestión que se realiza por intermedio de seis personas en el área (cuatro encargadas de la tarea de cobranza normal y prejudicial). En relación a la recaudación es importante señalar que se encuentra externalizada con la empresa Pentacrom, la cual tiene a su encargo hacer todo el retiro de documentos de pago de los clientes y de las sucursales que maneja la compañía. Para realizar la tarea descrita anteriormente, la empresa recaudadora diariamente realiza un recorrido preestablecido con los ejecutivos de **Incofin**, para al final de la jornada entregar todos los documentos y dineros a la compañía. Cabe destacar que no se queda ningún documento en poder en Pentacrom en la noche, solo excepciones debidamente justificadas.

Dadas las características del *factoring*, los atrasos entre 1 y 30 días en el pago de facturas de deudores institucionales se consideran relativamente normales. Si la mora supera los 30 días, las acciones de cobranza se realizan directamente al deudor y se informa al cliente sobre la situación. En los casos en que la mora supera los 60 días, el Comité de Cobranza define la necesidad de realizar el cobro al cliente. De no existir una solución, se envían cartas de tenor prejudicial al deudor y al cliente. Si el problema persiste y la mora supera los 90 días, el Comité de Cobranza, previa consideración de los antecedentes del cliente y el deudor, define la necesidad de convocar al Comité de Normalización para iniciar las acciones de cobranza judicial y la investigación de los bienes de ambas empresas. Si bien en el manual de operaciones se define la forma de operar en la cobranza, en la práctica el traspaso o no de la cobranza a abogados externos depende del criterio de los propios ejecutivos de la compañía.

Política de provisiones

Incofin tiene un modelo de *credit-scoring*, el cual asigna una un nivel de provisiones según la clasificación otorgada al cliente, que depende de sus antecedentes financieros y comerciales, tipo de negocio que realiza, avales, garantías y antecedentes históricos de operación con la empresa. Este modelo, a grandes rasgos, divide a los clientes en tres niveles de riesgo: normal, superior al normal y cartera deteriorada. Cada nivel, a su vez, está dividido en varios subniveles

asociados a distintos porcentajes de aprovisionamiento, que pueden ir desde 0% a 100%. La siguiente tabla resume las categorías de riesgo utilizadas por la compañía para determinar sus niveles de provisiones:

Cartera	Categoría	Provisión
Normal	A1	0,00%
	A2	0,25%
	A3	0,50%
	A4	0,75%
	B1	1,00%
	B2	1,25%
	B3	1,50%
	B4	1,75%
Superior al normal	C1	2,00%
	C2	5,00%
	C3	10,00%
	C4	20,00%
Deteriorada (riesgosa)	D1	35,00%
	D2	50,00%
	D3	75,00%
	D4	100,00%

Adicionalmente, el Comité Ejecutivo tiene la facultad de incrementar las provisiones. El castigo tributario de las cuentas por cobrar se basa en los informes legales, una vez finalizadas todas las instancias de cobranzas pre-judiciales y judiciales. Si perjuicio de lo anterior, se puede indicar el castigo financiero de las cuentas para reflejar el valor real de éstas.

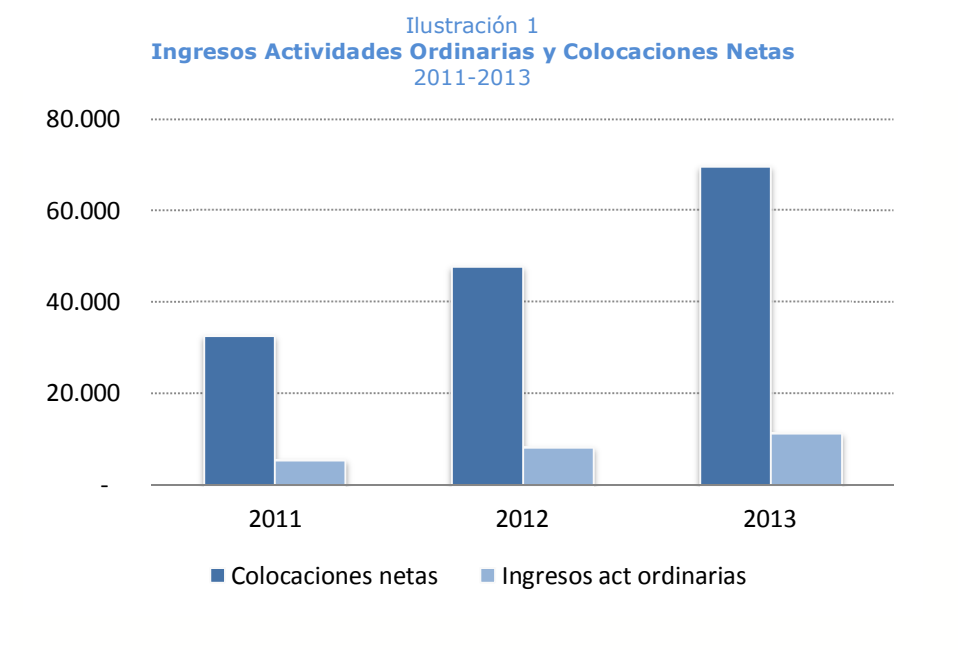
Evolución financiera de la sociedad

Colocaciones e ingresos

Entre diciembre de 2010 y diciembre de 2013, los ingresos de la compañía han mostrado un incremento real de 165,8%. Esta situación, se ha debido principalmente a un aumento en la actividad de la compañía producto de la apertura de nuevas sucursales y al crecimiento de la matriz, alcanzando un mayor número de clientes, de operaciones y, en definitiva, del *stock* de colocaciones. En efecto, las colocaciones netas (considerando *factoring* y *leasing*) de la compañía

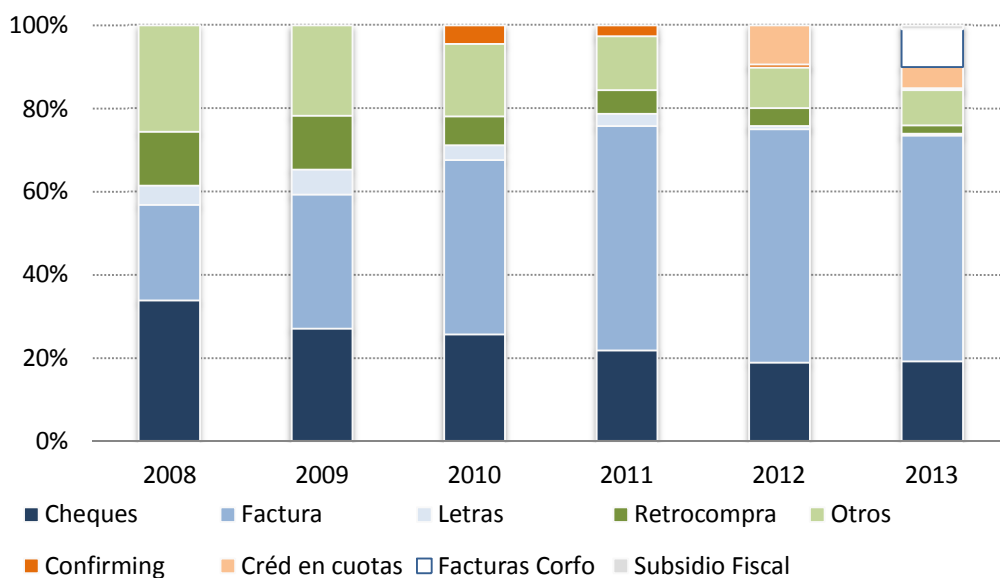
alcanzaron más de \$69.639 millones en diciembre de 2013, lo cual significó un incremento en términos reales de 113% respecto a sus valores de diciembre de 2011.

La Ilustración 1 muestra la evolución de los ingresos y colocaciones.



Junto con el crecimiento de las colocaciones, se observa el esfuerzo desplegado por la administración para reducir su exposición a líneas de negocios relativamente más riesgosas como la compra de cheques, cuyo cobro, en muchos casos, está sujeto a la prestación de servicios futuros. Éste ítem pasó de representar un 34% de la cartera de colocaciones en 2008 a un 19,3% en 2013. En contrapartida, las facturas crecieron sostenidamente en importancia, pasando del 23% de la cartera en 2008 a más de un 54% en 2013 (ver Ilustración 2).

Ilustración 2
Estructura Cartera Factoring
2008-2013



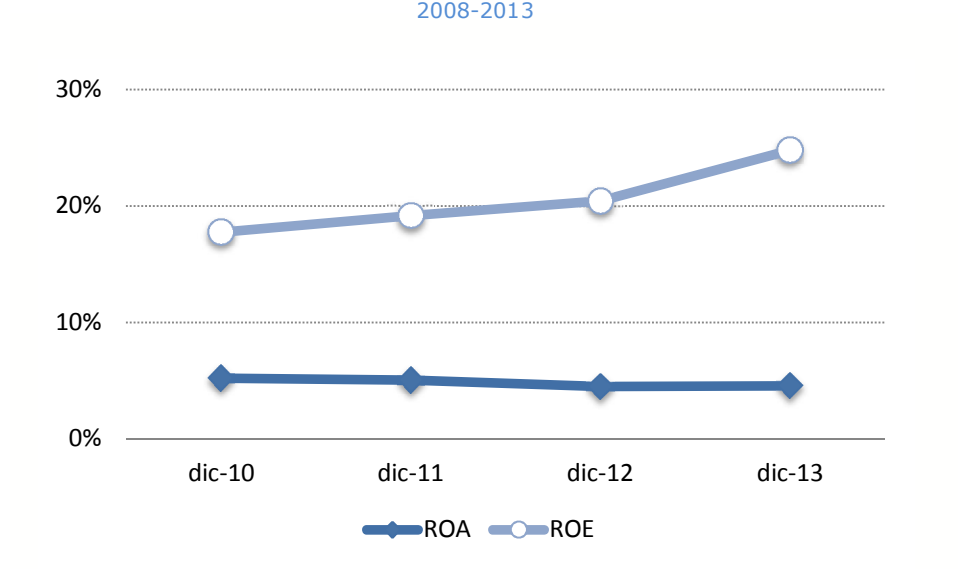
Resultado operacional, rentabilidad y eficiencia.

Durante los últimos cuatro años, **Incofin** ha presentado una creciente rentabilidad del patrimonio,⁶ registrando un valor superior a 24% durante 2013. La rentabilidad del activo,⁷ por su parte, se ha mantenido en valores cercanos al 5% en el período 2010-2013. La Ilustración 3 muestra la evolución los indicadores de rentabilidad:

⁶ Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.

⁷ Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos).

Ilustración 3
Estructura Cartera Factoring
2008-2013

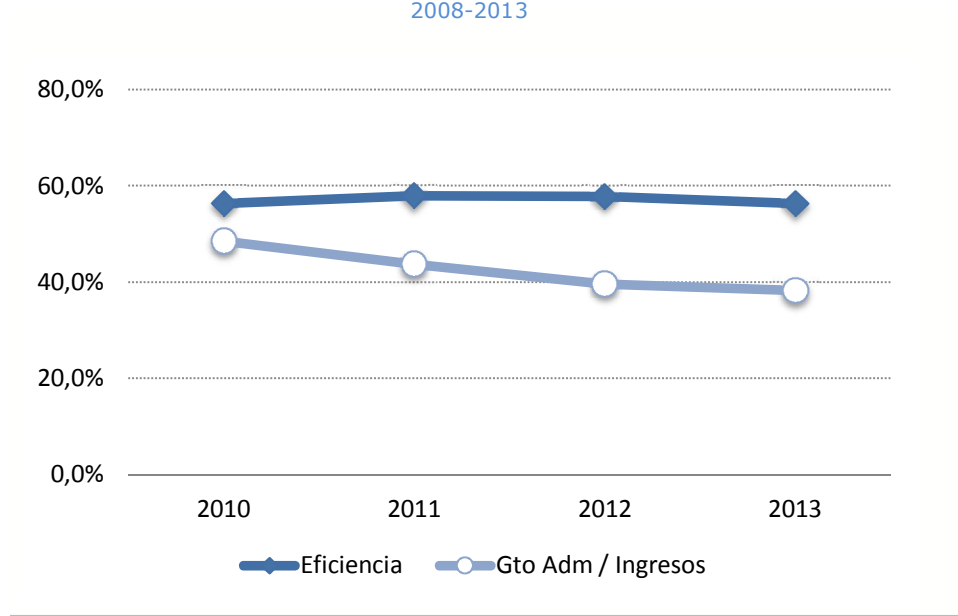


La eficiencia⁸ de la compañía ha mostrado una tendencia relativamente constante en el período 2010-2013, situándose ligeramente bajo el 60%, en tanto que los gastos de administración como proporción de los ingresos ha mostrado una tendencia decreciente, lo cual significaría que el aprovechamiento de las economías de escala se ha estado utilizando para incrementar la competitividad de la compañía.

La Ilustración 4 muestra la evolución del indicador de eficiencia y de los gastos de administración y ventas como proporción de los ingresos de explotación.

⁸Medida como gastos de administración sobre margen bruto

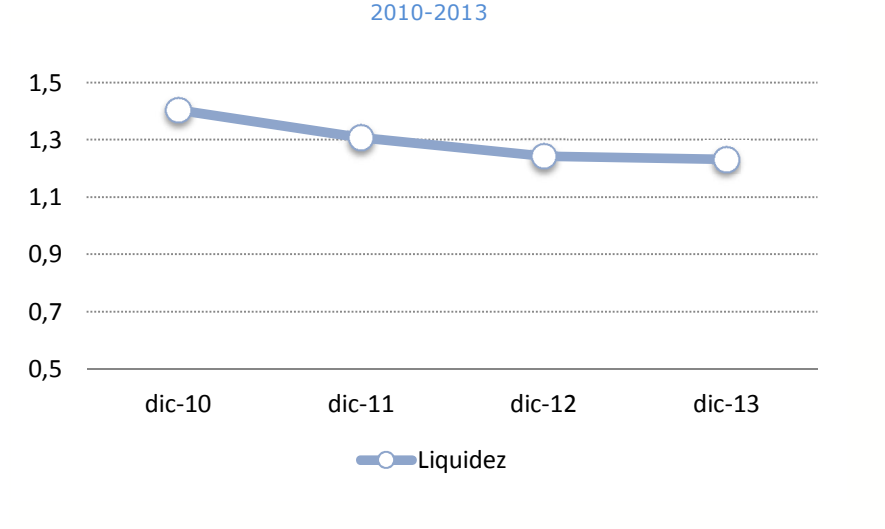
Ilustración 4
Eficiencia y Gastos de Administración / Ingresos
 2008-2013



Liquidez y endeudamiento

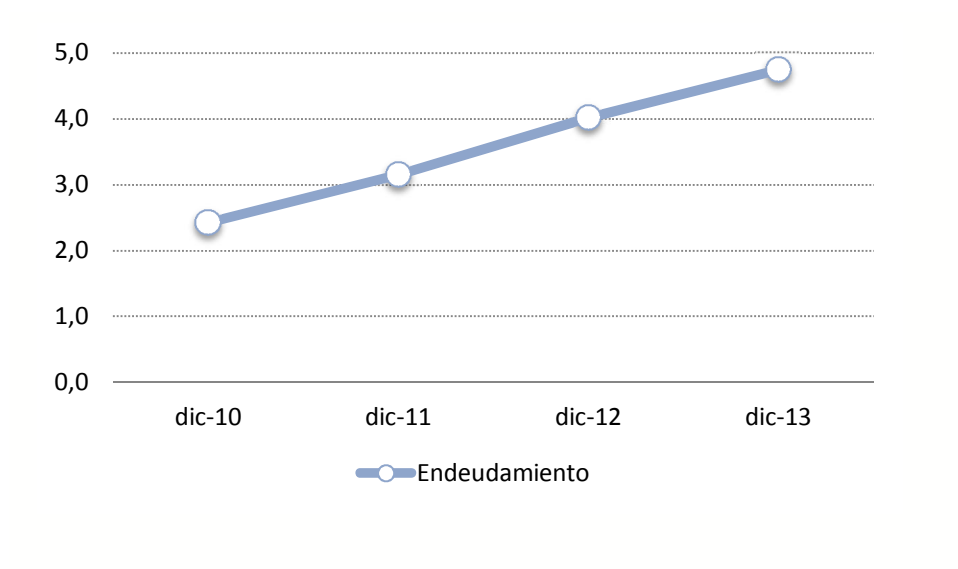
En cuanto a la liquidez, medida como activos circulantes sobre pasivos circulantes, la compañía ha presentado una tendencia decreciente, pero en niveles superiores a las 1,2 veces. Como se ve en el gráfico siguiente, a diciembre de 2013 esta relación se encontraba en 1,23 veces (ver Ilustración 5). Cabe destacar que como resguardo para la emisión de su línea de efectos de comercio, la compañía se compromete a mantener una razón de liquidez superior a una vez.

Ilustración 5
Liquidez
2010-2013



Como se muestra en la Ilustración 6, el nivel de endeudamiento, medido como pasivo total sobre patrimonio ha exhibido una tendencia creciente, alcanzando un valor de 4,75 en diciembre de 2013, registro que, en opinión de **Humphreys**, representa un nivel más que adecuado considerando las características y el volumen del negocio desarrollado por la empresa. En la práctica, se puede inferir que la sociedad presenta una adecuada situación patrimonial para sostener su crecimiento en el mediano plazo, pero acotado a los resguardos ofrecidos a sus acreedores.

Ilustración 6
Endeudamiento
2010-2013



"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."