



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analistas  
Felipe Guerra T.  
Luis Felipe Illanes Z.  
Tel.: (56) 22433 5200  
felipe.guerra@humphreys.cl  
luisfelipe.illanes@humphreys.cl

**Incofin S.A.**

Marzo 2018

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
Línea de bonos Líneas de efectos de comercio Tendencia	A Nivel 1/A Estable
EEFF base	30 de septiembre de 2017

Número y fecha de Inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos a 10 años	Nº 776 de 03.01.2014
Bonos Serie A (BINCO-A)	Primera emisión
Bonos Serie B (BINCO-B)	Primera emisión
Línea de efectos de comercio	Nº 081 de 02.12.2010
Línea de efectos de comercio	Nº 097 de 30.08.2013

Estado de Situación Financiera Consolidado, IFRS						
Miles de pesos	2012	2013	2014	2015	2016	Sep-2017
Activos Corrientes	45.589.160	59.545.382	75.524.866	78.948.615	84.833.560	85.835.190
Activos No Corrientes	5.719.489	6.493.827	10.424.158	12.158.464	15.033.344	16.038.288
<b>Total Activos</b>	<b>51.308.649</b>	<b>66.039.209</b>	<b>85.949.024</b>	<b>91.107.079</b>	<b>99.866.904</b>	<b>101.873.478</b>
Pasivos Corrientes	36.722.739	48.345.043	62.374.182	67.442.161	63.275.047	47.458.090
Pasivos No Corrientes	4.360.204	5.927.602	9.987.927	5.541.006	16.646.365	34.509.921
<b>Total Pasivos</b>	<b>41.082.943</b>	<b>54.272.645</b>	<b>72.362.109</b>	<b>72.983.167</b>	<b>79.921.412</b>	<b>81.968.011</b>
Patrimonio	10.225.706	11.766.564	13.586.915	18.123.912	19.945.492	19.905.467
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>51.308.649</b>	<b>66.039.209</b>	<b>85.949.024</b>	<b>91.107.079</b>	<b>99.866.904</b>	<b>101.873.478</b>
Deuda Financiera	28.169.471	40.949.787	55.797.113	60.583.568	70.142.411	74.357.253

Estado de Resultados por Función Consolidado, IFRS						
Miles de pesos	2012	2013	2014	2015	2016	Sep-2017 (UDM <sup>1</sup> )
Ingresos de Explotación	8.033.142	11.283.955	14.577.989	16.510.793	16.741.761	17.798.316
Costos de Explotación	-2.520.223	-3.609.685	-5.037.616	-5.870.504	-6.575.004	-7.169.546
Gastos de Administración	-3.182.421	-4.316.821	-5.417.869	-6.588.458	-6.592.038	-6.988.689
Resultado Operacional <sup>2</sup>	2.330.498	3.357.449	4.122.504	4.051.831	3.574.719	3.640.081
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	2.036.740	2.807.760	3.310.063	3.624.038	3.643.436	3.824.294
EBITDA	2.380.812	3.419.182	4.197.342	4.135.892	3.635.759	3.695.294

<sup>1</sup> Últimos doce meses.

<sup>2</sup> Resultado 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 que tiene como negocio la prestación de servicios financieros, principalmente bajo la modalidad de descuentos de documentos, ya sea a través de operaciones de *Factoring* o la compra de distintos instrumentos, entre ellos, cheques. Además, a mediados del año 2012, ingresó al negocio del *Leasing*.

A septiembre de 2017, la empresa poseía activos por \$ 101.873 millones y colocaciones netas por \$ 91.490 millones. Los activos de la sociedad se fondean mediante \$ 19.905 millones de patrimonio y \$ 74.357 millones correspondientes a deuda financiera. La estructura del balance permitió a la empresa obtener a septiembre de 2017 (UDM<sup>3</sup>), un ingreso y resultado del ejercicio (ganancia por operaciones continuadas) de \$ 17.798 millones y \$ 3.824 millones, respectivamente.

Dentro de las principales razones que sustentan la clasificación en "Categoría A" de la línea de bonos de **Incofin**, y en "Categoría A/Nivel 1" para los títulos de deuda, se considera el desarrollo de un modelo de negocio que se ha ido consolidando en el tiempo en términos de ingresos, controles internos y gobierno corporativo, todo lo cual sirve de soporte para enfrentar los desafíos de crecimiento futuro y de apoyo para el mantenimiento de una cartera de activo con riesgo acotado.

A juicio de **Humphreys**, las medidas adoptadas por la organización en los últimos años han contribuido a crear una cultura más enfocada al control de los riesgos, bajo parámetros adecuados para su desarrollo.

La clasificación también incorpora y valora las ganancias que ha obtenido la compañía en los últimos años, los cuales a septiembre de 2017 (UDM) tuvieron un alza del 5,7% respecto a septiembre de 2016 (UDM), a lo que se suma un comportamiento estable de la mora.

En términos globales, otro aspecto positivo de la evaluación son las bondades del modelo de negocio del *factoring*, dado que los riesgos de mercado se ven atenuados por el corto plazo del vencimiento de las operaciones, con tasas de colocación y captación esencialmente fijas, y sin descalces importantes en moneda (*factoring* nacional). Asimismo, la alta rotación de las cuentas por cobrar facilita el fortalecimiento de la liquidez vía disminución de las colocaciones de las

---

<sup>3</sup> Últimos doce meses.

compañía, en caso de ser necesario. Dicha capacidad de ajuste de la compañía queda de manifiesto en el hecho que el *factoring* posee una tasa de pago del 33,1%.

Otro elemento a favor es el crecimiento de la pequeña y mediana empresa en Chile y, por lo tanto, las oportunidades de crecimiento para la industria del *factoring* y la compañía.

La clasificación de riesgo considera el nivel de endeudamiento relativo de la sociedad, el que considerando que se trata de un negocio financiero mediante el manejo de *spread*, presenta un *leverage* adecuado para su escala de operaciones.

En forma complementaria, se rescata la experiencia y conocimiento, por parte de los socios y de la administración, quienes presentan una de las trayectorias más extensas dentro del mercado local en lo relativo a su segmento específico. También se valora el compromiso y capacidad que han mostrado en el pasado para reaccionar ante entornos desfavorables y apoyar efectivamente la liquidez de la empresa.

Sin perjuicio de las fortalezas anteriormente señaladas, la clasificación de riesgo se ve restringida, ya que 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. Esta situación afecta los niveles de competitividad y torna más relevante la importancia del crecimiento en términos relativos respecto a empresas similares. Asimismo, se debe considerar que existe competencia, directa o indirecta, de mayor envergadura que tiene acceso a un menor costo de fondeo.

También se ha visto en la práctica un aumento de la competencia en el sector de *factoring*, debido a la entrada de nuevas instituciones de apoyo al mercado objetivo (Pymes), como lo son las Sociedades de Garantía Recíproca (que eventualmente no serían competencia directa de la empresa debido al perfil de clientes), o la popularización de nuevos productos (como el *confirming*). Esto podría afectar la rentabilidad de la compañía, dado que no existiría un producto alternativo para ofrecer en el corto plazo, al ser su principal línea de negocio el *Factoring*.

La clasificación de riesgo, 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 (aun cuando, de acuerdo a lo informado por la empresa, no habría sido el caso de **Incofin**) y, conjuntamente, se ve resentida la capacidad de pago de algunos de sus deudores -correspondientes a pequeñas y medianas empresas- todo lo cual presiona la liquidez de este tipo de entidades. A pesar de esto, se reconoce que el fondeo de la empresa es de baja dependencia de la banca debido a la emisión de deuda.

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, el cual podría no materializarse, y, por tanto, no sería factible proceder al cobro de esos instrumentos factorizados.

Dentro de los desafíos de la compañía, se encuentra realizar avances en la eficiencia mediante nuevas medidas que permitan incrementar los ingresos, aumentar el control del deterioro de la cartera y seguir mejorando la optimización de procesos mediante tecnología, además de seguir fortaleciendo la cultura de la empresa junto a un gobierno corporativo más robusto.

La perspectiva de la categoría de riesgo se ha calificado "*Estable*"; puesto que no se visualizan elementos que puedan afectar en el corto plazo la clasificación de la emisora.

A futuro, la clasificación de los títulos de deuda podría verse mejorada en la medida que la sociedad siga creciendo y continúe realizando avances en materia de control y eficiencia; todo ello manteniendo sus niveles de endeudamiento acorde con el volumen de sus operaciones y al riesgo de su cartera de colocaciones.

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

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Experiencia de los socios y la administración.
- Resultados mostrado por la compañía.

### Fortalezas complementarias

- Nivel de endeudamiento acorde al nivel de operaciones.
- Buen nivel de colocaciones respecto a su competencia directa.
- Niveles de mora estables.

### Fortalezas de apoyo

- Perspectivas de crecimiento para la industria.

### Riesgos considerados

- Mercado objetivo riesgoso.
- Competencia de la industria.
- Industria susceptible a variaciones de la economía (Mora y financiamiento).
- Alta dependencia de la línea de negocios *Factoring*.

## Hechos recientes

A septiembre de 2017 (UDM<sup>4</sup>), la empresa generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 17.798 millones, lo que significó un aumento de 6,78% con respecto al mismo período del año anterior. A igual fecha, el costo de venta de la compañía ascendió a \$ 7.169 millones, lo que significa un aumento de 12,07% en comparación a septiembre de 2016 (UDM), representando el 40,28% de los ingresos del período.

Los gastos de administración del periodo alcanzaron \$ 6.988 millones, lo que representa un aumento de 5,58% respecto de septiembre de 2016. Este valor corresponde al 39,27% de los ingresos por actividades ordinarias (39,71% a septiembre de 2016).

El resultado operacional (ingresos por actividades ordinarias menos costo de ventas y gastos de administración) a septiembre de 2017 (UDM) ascendió a \$ 3.640 millones, lo que significa una disminución con respecto a los \$3.650 millones alcanzados en septiembre de 2016 (UDM), explicado por mayores costos de ventas y gastos. El resultado del ejercicio para el mismo periodo, correspondió a una ganancia de \$ 3.824 millones (UDM), lo que implica un aumento de 5,71% respecto del mismo período del año anterior.

<sup>4</sup> Últimos doce meses.

Con respecto a las colocaciones netas (de *factoring* y *leasing*), éstas alcanzaron \$ 91.490 millones a septiembre de 2017, lo que representa un crecimiento de 11,95% en relación al mismo periodo del año anterior.

## Definición categorías de riesgo

### Categoría A (Títulos de deuda de largo plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía..

### Nivel 1 (Títulos de deuda de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

## Oportunidades y fortalezas

**Experiencia de sus socios y la administración:** 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, el activo rol del directorio en la operación de la compañía provee una plataforma de control adicional.

**Resultados mostrados por la compañía:** Los resultados positivos obtenidos por la compañía entre los años 2010 y 2017 han demostrado la capacidad de la misma para sobreponerse a distintos escenarios económicos, presentado durante este periodo un aumento del 206,2% de su utilidad. Además, su razón de endeudamiento, que se encuentra dentro del límite establecido por los *covenants*, tanto del préstamo entre **Incofin** y la Corporación Interamericana de Inversiones, como con BTG Pactual, es la adecuada según el nivel de colocaciones que presenta.

**Nivel de colocaciones:** La compañía ha presentado durante los últimos años un crecimiento en sus colocaciones, de manera sostenida, lo cual le ha permitido posicionarse por sobre gran parte de su competencia directa. Las colocaciones netas, a septiembre de 2017, se ubicaron en \$

91.490 millones, representando un alza del 52,11% respecto 2013, lo que le permite obtener mejoras gracias a la economía de escala.

**Perspectivas de crecimiento para la industria:** Dado el tamaño de la industria de las Pymes, principal mercado objetivo de la compañía, se estima que el *factoring* y el *leasing* presentan hoy un alto potencial de expansión, lo que le permitiría a **Incofin** seguir dicho crecimiento junto al mercado.

## Debilidades y riesgos

**Mercado objetivo:** La empresa se orienta principalmente a las Pymes, sector altamente vulnerable a los ciclos económicos. Esto, debido a que 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. Además, en tiempos de bajo crecimiento disminuyen el volumen de operaciones y por ende los documentos a descontar.

**Competencia de la industria:** La necesidad de una mayor bancarización de las empresas Pymes provocará un aumento en la oferta disponible para ellas, situación que presionará a una baja en los márgenes de la operación. En este escenario, los bancos tienen mayores ventajas respecto a las compañías de *Factoring*, debido a que acceden a un menor costo de fondeo aunque cabe resaltar que con un costo de operación bastante mayor al de esta industria

**Industria susceptible a variaciones de la economía:** Debido a que la compañía trabaja con un mercado objetivo riesgoso, esta se ve impactada por cualquier variación en la economía, ya que las Pymes se ven afectadas rápidamente con algún fenómeno negativo.

**Ingresos concentrados por líneas de negocios:** Dado el modelo de negocio aplicado por la compañía, su especialización en *factoring* podría incidir negativamente en sus resultados, si ocurren hechos que afecten este tipo de actividad, ya sea en sus márgenes y/o volúmenes de operación. Sin embargo, cabe destacar que la compañía, se encuentra en proceso de consolidación de su línea de *Leasing*, la cual posee instancias de control similares al *factoring*.



## Antecedentes generales

### Historia

**Incofin** fue fundada en 1992, por ejecutivos con experiencia en empresas del sector financiero.

Desde 1994, el 50% de la propiedad pertenece a la Sociedad de Inversiones Norte Sur S.A., entidad que a esa fecha era la controladora del Banco del Desarrollo (hoy absorbido por otra entidad). Con la participación de este nuevo socio, la empresa comenzó a operar bajo la marca comercial Bandedesarrollo *Factoring* hasta el año 2003.

En 2008, se inicia el proceso de expansión de la compañía, alcanzando actualmente 19 sucursales desde Arica a Punta Arenas.

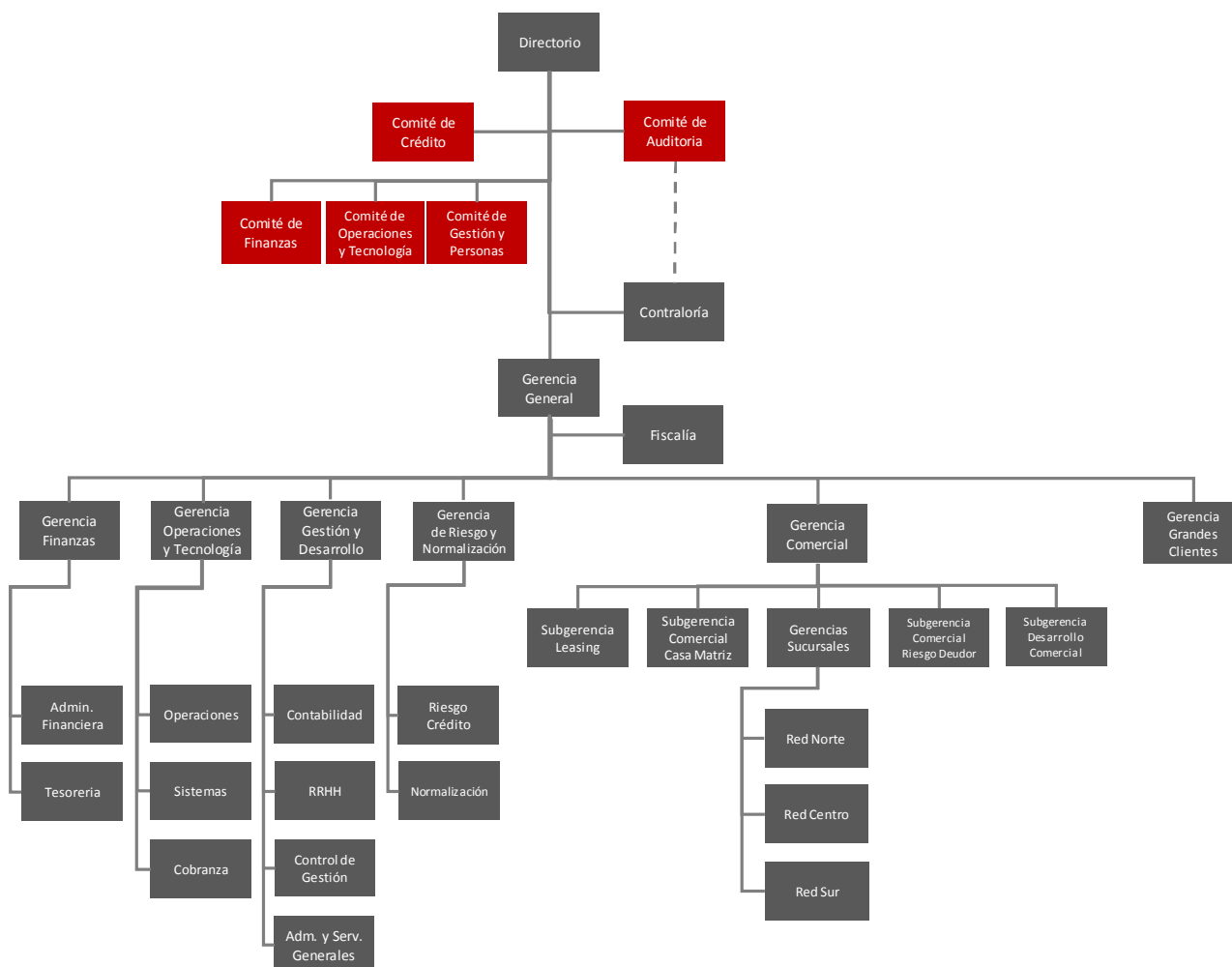
En 2010, la empresa inscribe una línea de efectos de comercio y emite su primer instrumento de oferta pública, terminando así, la primera etapa de la diversificación de fuentes de financiamiento. En el año 2012 incorpora a su cartera el *leasing* mediante la filial Incofin Leasing S.A.

En el año 2017, realiza una primera colocación de bonos que alcanza un total de UF 1.000.000, mediante remate holandés logrando una demanda que casi duplicaba la oferta.

### Propiedad y administración

La propiedad de la compañía está dividida en dos sociedades, el 50% pertenece al Grupo Incofin S.A. y el otro 50% a 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.

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 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 éstos en base a procedimientos predeterminados; asimismo deben realizar visitas a terreno. En caso de aprobación de un cliente, la información obtenida se procesa y almacena en los sistemas **Incofin**, soporte que se utiliza 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, según el 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, tanto para factoring como para leasing, se resume en la siguiente tabla:

Factoring			Leasing		
Instancia	Límites	Constitución y Frecuencia	Límites	Plazo	Constitución y Frecuencia
Comités gerenciales	Hasta MM\$100	Electrónico por demanda	Hasta MM\$45	Hasta 36 meses	Presencial por demanda
Comités directivos	Sobre MM\$100 Hasta MM\$2.200	Presencial semanal	Sobre MM\$45	Hasta 60 meses	Presencial semanal

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 política de riesgo de crédito, el cual detalla los distintos pasos y 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, como la adopción de la línea y todos los temas legales y operativos, entre otros. 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 con la seguridad de la información, se hacen respaldos diarios en cinta, adicionalmente existe 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, la empresa ha operado en el pasado con los *site* descritos, sin mayores inconvenientes.

## Proceso de cobranza

La cobranza se comienza a gestionar con quince días de anticipación a su vencimiento y se realiza por intermedio de veinte personas en el área (catorce encargadas de la tarea de cobranza y seis en normalizaciones). En relación con la recaudación, se cuenta con el apoyo externo de la empresa Pentacrom, la cual tiene la función del retiro de todos los documentos de pago de los clientes y de las sucursales que maneja la compañía. Para la ejecución de sus labores, la sociedad recaudadora lleva a cabo diariamente una ruta preestablecida previamente en común acuerdo con los ejecutivos de **Incofin** y al final de la jornada entrega todos los documentos a la compañía. Cabe destacar, que ningún documento se queda en poder en Pentacrom, salvo excepciones que deben ser justificadas.

Por las características del *factoring*, los atrasos entre 1 y 30 días en el pago de facturas de deudores institucionales se consideran 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 también al cliente. De no existir una solución, se efectúan contactos 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 del deudor(es) y cliente.

## Política de provisiones

**Incofin** posee un modelo de clasificación grupal, se calcula un *rating*, que depende de sus antecedentes financieros y comerciales, sector industrial, avales, garantías, calidad de los

deudores y comportamiento histórico. El *rating* asignado a cada cliente determina el grupo al que será incorporado, para efectos de cálculo de provisiones. Sólo para la cartera riesgosa, el nivel de provisiones del cliente puede ser incrementado por sobre el de su grupo, conforme a juicio experto y aprobación del Comité Ejecutivo. El nivel de provisiones para cada grupo está determinado por un análisis de pérdidas de la cartera histórica de **Incofin**.

El modelo de análisis grupal de **Incofin**, 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 provisión, que pueden ir desde 0% a 90%. La siguiente tabla, resume las categorías de riesgo utilizadas por la compañía para determinar sus niveles de provisiones, parámetros que recientemente han sido recalculados en base a un modelo de suficiencia de provisiones:

Nivel de Riesgo	Categoría de Riesgo	Nivel de Provisión (%)
Normal	A1	0.00
	A2	0.00
	A3	0.15
	A4	0.65
	B1	1,15
	B2	1.50
	B3	1.80
	B4	1.80
Superior al normal	C1	2.00
	C2	2.25
	C3	10.00
	C4	20.00
Deteriorada	D1	20.00
	D2	35.00
	D3	90.00

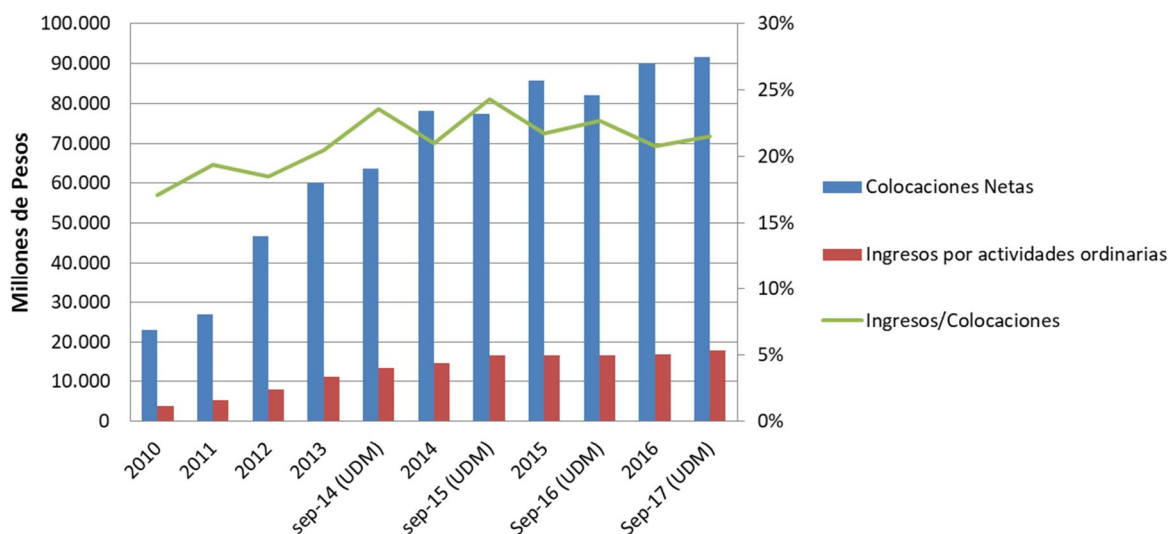
Adicionalmente, el Comité Ejecutivo tiene la facultad de incrementar las provisiones. El castigo tributario de las cuentas por cobrar se basa en los informes legales, una vez finalizadas todas las instancias de cobranzas pre-judiciales y judiciales. Sin perjuicio de lo anterior, se puede indicar el castigo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

## Análisis financiero

### Colocaciones e ingresos

Entre septiembre de 2016 (UDM<sup>5</sup>) y septiembre de 2017 (UDM), los ingresos de la compañía han experimentado un incremento de 6,78%. Esta situación se debe al crecimiento comercial de la matriz, alcanzando un mayor número de clientes, de operaciones y, en definitiva, del *stock* de colocaciones. El crecimiento ha llevado a que las colocaciones netas (considerando *factoring* y *leasing*) alcancen los \$ 91.939 millones a septiembre de 2017, lo cual significó un incremento del 1,89% respecto a las existentes a diciembre de 2016. Igualmente, si se compara con septiembre 2016, las colocaciones netas presentaron un aumento del 11,95%.

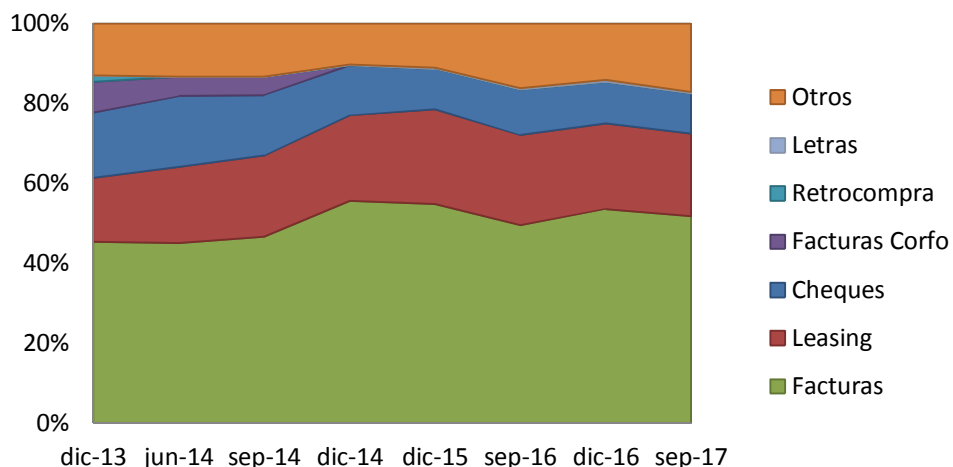
Ilustración 1  
Ingresos Actividades Ordinarias y Colocaciones Netas Totales  
2010 - septiembre 2017



En relación a la estructura de las colocaciones, se observa una menor exposición a documentos comparativamente más riesgosos, teniendo un 72,41% de sus colocaciones entre facturas y *leasing*, un 10,1% en cheques y un 17,1% en Otros (anticipos de facturas y créditos directos), tal como se puede apreciar en la Ilustración 2.

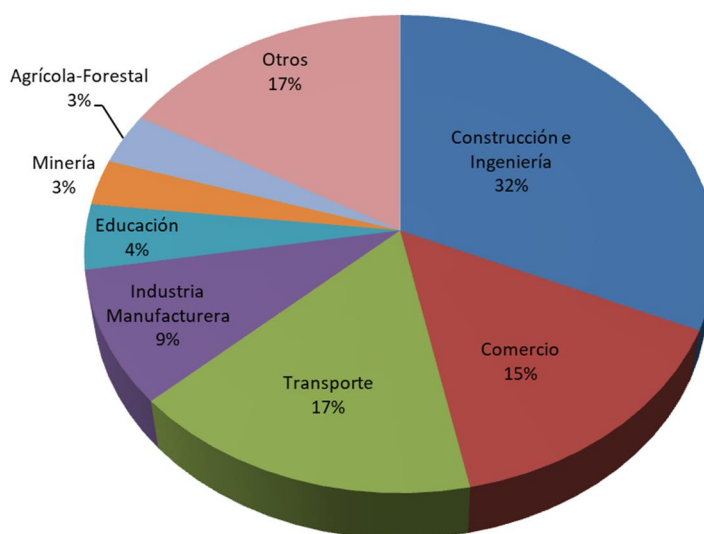
<sup>5</sup> Últimos doce meses.

Ilustración 2  
**Evolución de la Estructura de Cartera**  
 2010-Sep-17



Según la información contenida en los estados financieros a septiembre de 2017, la cartera se distribuía en ocho sectores económicos, siendo el de mayor importancia el rubro de la construcción e ingeniería, que representó aproximadamente un 32% de las colocaciones. Cabe destacar que dentro de estos sectores económicos se subdividen en diversas actividades lo que entregan mayor diversificación. (Ver *Ilustración 3*)

Ilustración 3  
**Stock de colocaciones por Sector Económico Consolidado**  
 Septiembre 2017



En términos de composición de la cartera, **Incofin** presenta un mayor nivel de exposición del patrimonio frente a sus deudores, en comparación a la industria, aunque se reconoce que el principal deudor corresponde a un organismo público con muy baja probabilidad de no pago. En cuanto a sus clientes más importantes, éstos no representan porcentajes elevados en relación con el total de colocaciones. A septiembre de 2017, el mayor deudor de la compañía representaba un 16,8% del patrimonio; los diez principales un 58,3%.

Respecto de la exposición frente a clientes individuales<sup>6</sup>, los diez mayores clientes de *Factoring* y *Leasing* representan el 10,0% de las colocaciones totales.

El siguiente cuadro, muestra la exposición de la sociedad a sus principales clientes y deudores:

<b>FACTORING</b>	
<b>Principales Deudores</b>	
<b>Ítem</b>	<b>% Patrimonio</b>
Mayor deudor	16,8%
5 mayores deudores	41,3%
10 mayores deudores	58,3%

<b>FACTORING Y LEASING</b>	
<b>Principales Clientes</b>	
<b>Ítem</b>	<b>% Colocaciones Totales</b>
Mayor Cliente	2,2%
5 mayores clientes	6,5%
10 mayores clientes	10,0%

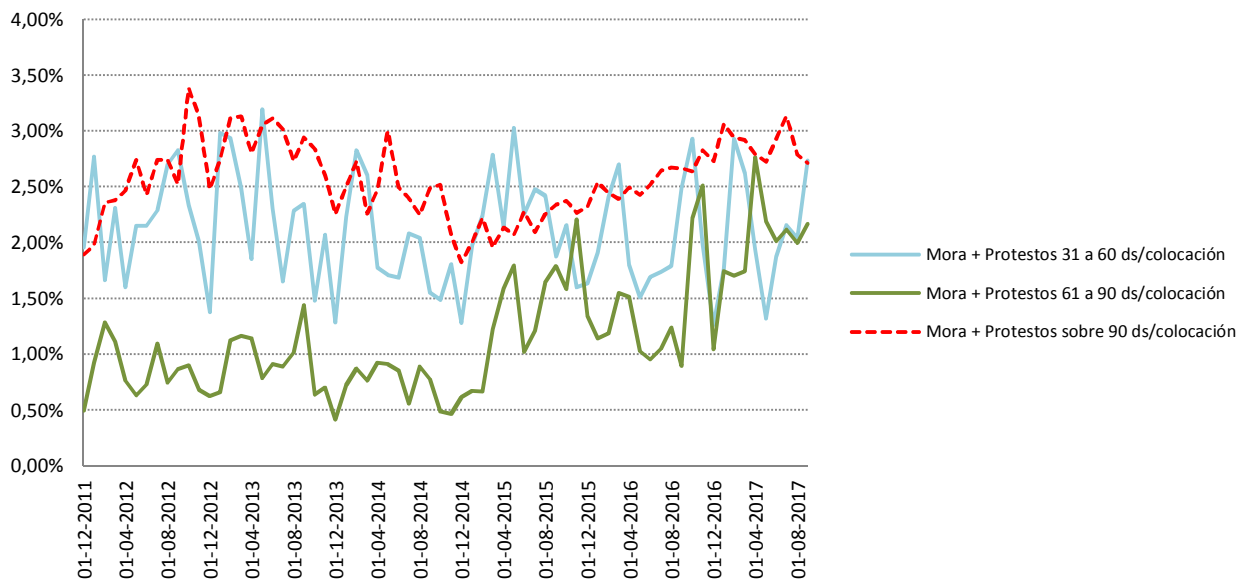
## **Mora**

En términos generales, los rangos de mora total (*Factoring* y *Leasing*) que ha presentado la cartera durante los últimos años han sido relativamente estables, con una leve alza en el último período, lo cual es fiel reflejo de las condiciones del entorno económico del país. (Ver Ilustración 4)

<sup>6</sup> La exposición por clientes, conlleva el riesgo de pérdida de negocios y, por ende, de disminución en la escala de la operación y en los niveles de eficiencia.



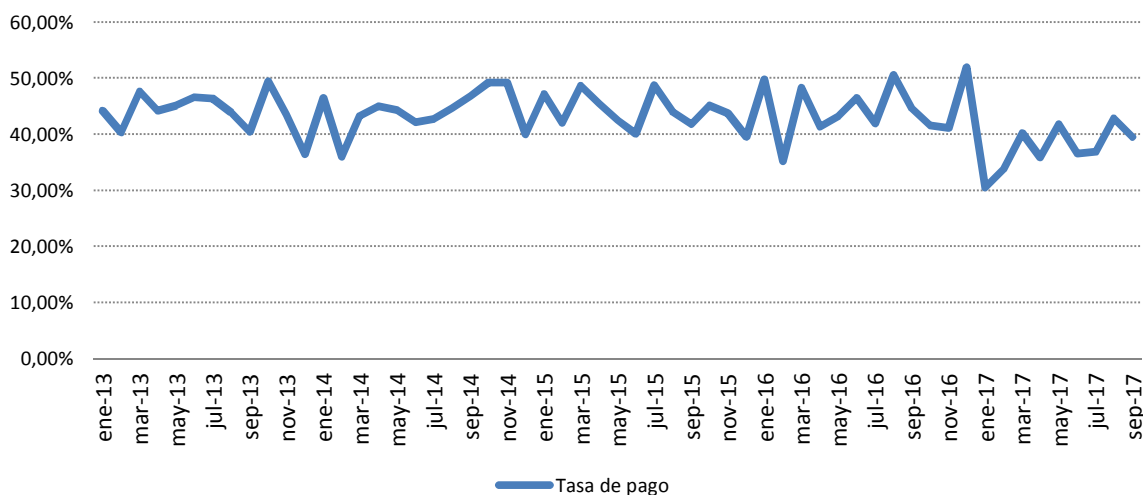
Ilustración 4  
**Morosidad cartera Leasing y Factoring**  
 2011-2017



### Tasa de pago

Como se puede observar en *la Ilustración 5*, la tasa de pago ha presentado índices entre el 31% y 51% durante los últimos 4 años. A septiembre de 2017, el indicador fue de un 33,1%, promediando durante el 2017 un 37,2%. Este índice, nos permite deducir que el ciclo de pago promedio efectivo de la cartera es de, aproximadamente, 50 días hábiles.

Ilustración 5  
Tasa de Pago de la Cartera

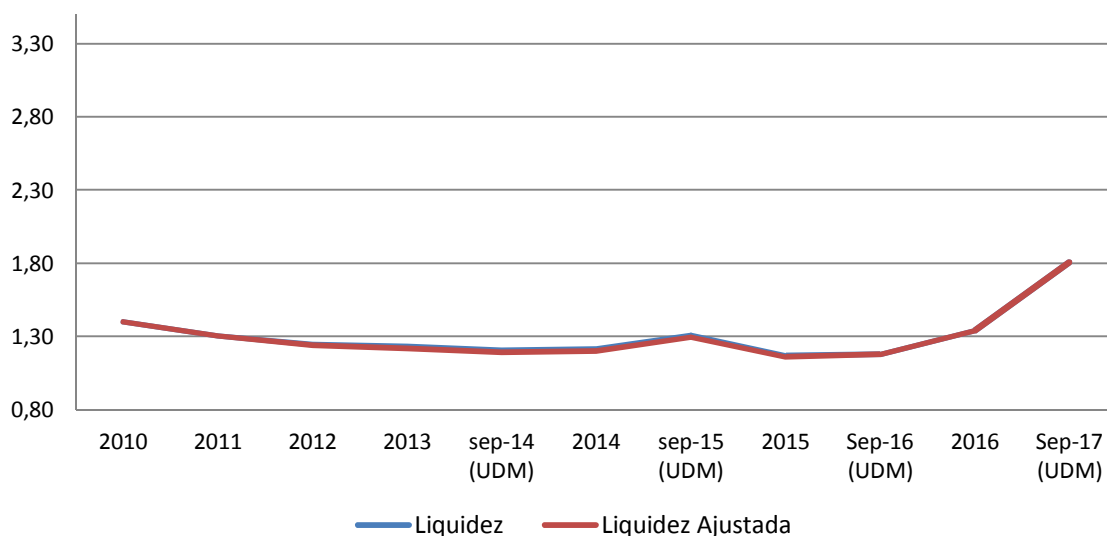


## Liquidez

En cuanto a la liquidez, medida como activos corrientes sobre pasivos corrientes, la compañía presentó una tendencia decreciente hasta septiembre de 2016, para luego ir aumentando hasta 1,81 veces en el mismo periodo de 2017. Este aumento se debe a un crecimiento de un 12,69% de los deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, junto a una disminución de un 25,51% de los pasivos financieros corrientes. (Ver Ilustración 6)

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, lo cual ha sido respetado en todo momento.

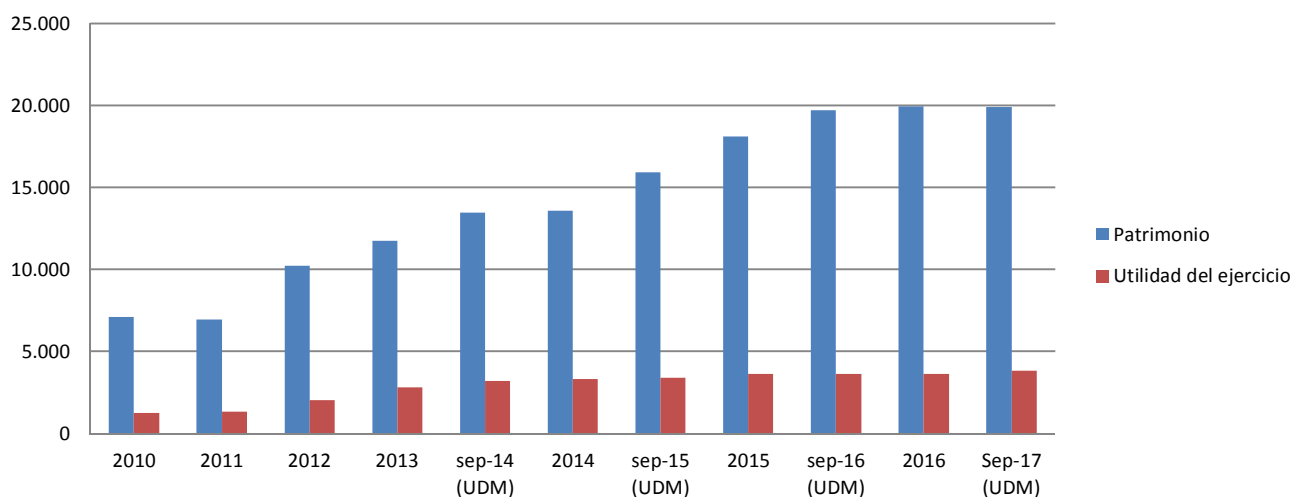
**Ilustración 6**  
**Liquidez**  
2010 – Septiembre 2017



## Endeudamiento y posición patrimonial

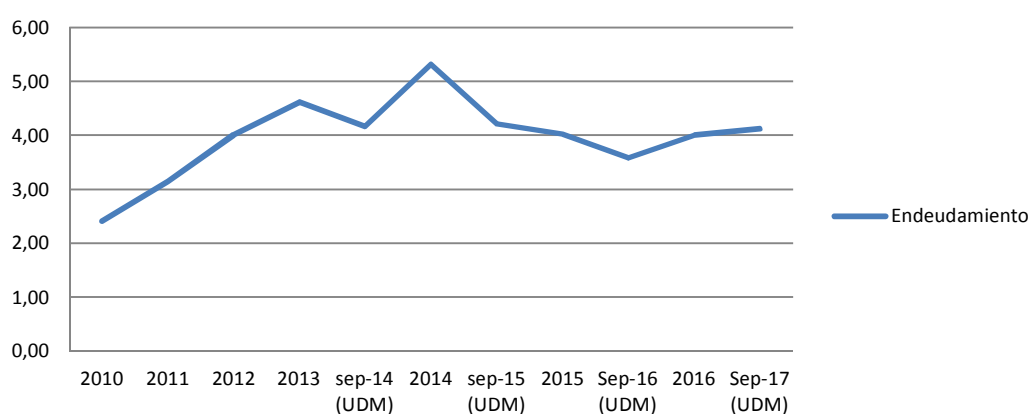
Tal como lo muestra la *Ilustración 7*, el patrimonio de la compañía ha exhibido un crecimiento sostenido desde el año 2011 a la fecha, llegando a \$ 19.905 millones en septiembre de 2017, representando un aumento del 186,8%.

**Ilustración 7**  
**Posición Patrimonial MM\$**



Respecto del nivel de apalancamiento –entendido como pasivo exigible sobre patrimonio-, éste muestra un comportamiento decreciente hasta septiembre de 2016 donde luego tiene un aumento situándose en 4,12 veces lo cual se encuentra por debajo de las 5,33 veces a las que llegó el indicador en diciembre de 2014. La tendencia a la baja, se debió principalmente al aumento de capital materializado durante el último trimestre de 2015. El posterior incremento del endeudamiento tiene relación con el aumento de otros pasivos financieros no corrientes (Principalmente el Bono y FIP BTG Pactual).

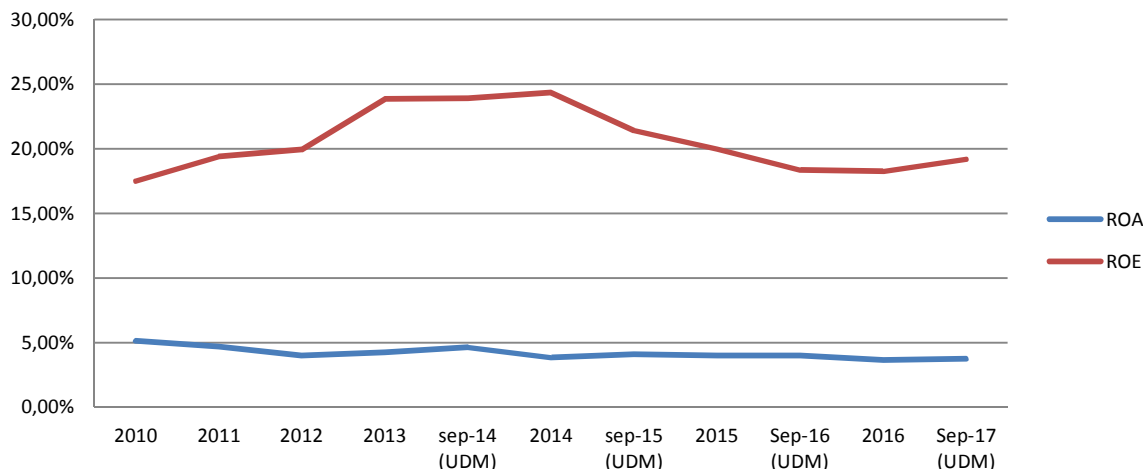
*Ilustración 8*  
**Endeudamiento (Pasivo Exigible/Patrimonio)**  
 2010-Septiembre 2017



## Rentabilidad

Según se observa en la [Ilustración 9](#), la rentabilidad de la compañía, medida sobre activos (ROA) se ha mantenido estable durante los últimos periodos en torno al 4%. Sin embargo, la rentabilidad medida sobre patrimonio (ROE), desde el año 2015 a la fecha, ha presentado una disminución, explicada principalmente por el aumento en la base patrimonial de la compañía.

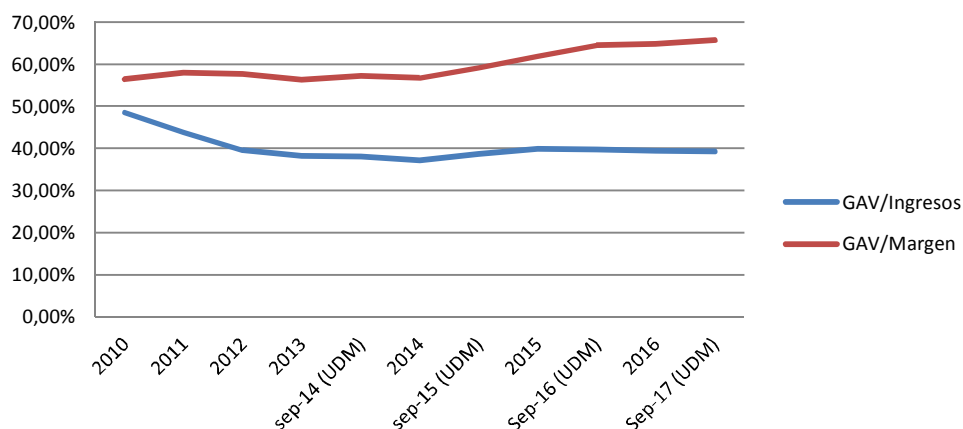
**Ilustración 9**  
**Rentabilidad del Activo y Rentabilidad del Patrimonio**  
 2010 - Septiembre 2017



## Indicadores de eficiencia

La eficiencia<sup>7</sup> de la compañía se ha visto levemente empeorada durante los últimos periodos, ubicándose a septiembre de 2017 en 65,75%. La compañía espera poder mejorar la eficiencia aumentando los ingresos, junto con la optimización de procesos mediante tecnología y mejor control del deterioro de la cartera.

**Ilustración 10**  
**Eficiencia de la Compañía**  
 2010 - Septiembre 2017



<sup>7</sup> Medida como gastos de administración sobre margen bruto.

## Antecedentes de la deuda

<b>Covenants línea de Efectos de Comercio N° 081</b>		
	<b>Límite</b>	<b>Valor a Sep-17</b>
Total Pasivos/Patrimonio Total	No Superior a 7 veces	4,12 veces
Total Activos corrientes / Total Pasivos corrientes	Superior a 1,00	1,81 veces
Patrimonio mínimo (UF)	Superior a 200.000	UF 746.732
Límite de vencimientos en 7 días hábiles consecutivos (UF)	Máximo 130.000	Cumple

<b>Covenants línea de Efectos de Comercio N° 097</b>		
	<b>Límite</b>	<b>Valor a Sep-17</b>
Total Pasivos/Patrimonio Total	No Superior a 7 veces	4,12 veces
Total Activos corrientes / Total Pasivos corrientes	Superior a 1,00	1,81 veces
Patrimonio mínimo (UF)	Superior a 300.000	UF 746.732
Límite de vencimientos en 7 días hábiles consecutivos (UF)	Máximo 220.000	Cumple

<b>Covenants línea de bonos N° 776</b>		
	<b>Límite</b>	<b>Valor a Sep-17</b>
Total Pasivos / Patrimonio Total	Inferior a 7 veces	4,12 veces
Total Activos corrientes / Total Pasivos corrientes	Superior a 1,0 veces	1,81 veces
Patrimonio mínimo (UF)	Superior a 300.000	UF 746.732
Activos libres de gravámenes/pasivo exigible	Mayor a 0,75	1,23 veces

*"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."*