



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a
Carolina García V.
Tel. 56 – 2 – 433 52 00
carolina.garcia@humphreys.cl

Interfactor S.A.

Noviembre 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Efectos de Comercio	Nivel 2/BBB
Tendencia	Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base ¹	30 septiembre 2012

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de efectos de comercio a 10 años	Nº 082 de 14.01.11

Estado de Situación Financiera (IFRS)				
Cifras en M\$ nominales	dic-09	dic-10	dic-11	sep-12
Activo corriente	21.761.512	33.671.471	41.070.458	36.009.063
Activo no corriente	377.451	680.854	976.012	750.024
Total activos	22.138.963	34.352.325	42.046.470	36.759.087
Pasivo corriente	15.409.807	27.146.085	34.035.323	26.789.298
Pasivo no corriente	-	-	179.453	1.389.514
Patrimonio	6.729.156	7.206.240	7.831.694	8.580.275
Total pasivos y patrimonio	22.138.963	34.352.325	42.046.470	36.759.087

Estado de Resultados Integrales				
Cifras en M\$ nominales	dic-09	dic-10	dic-11	sep-12
Ingresos de actividades ordinarias	4.466.721	4.859.436	7.269.201	6.268.084
Costo de ventas	- 1.587.963	- 1.333.623	- 2.961.253	- 2.492.361
Ganancia bruta	2.878.758	3.525.813	4.307.948	3.775.723
Otros ingresos por función	11.982	13.985	26.437	14.998
Gasto de administración	- 1.380.246	- 1.682.928	- 2.356.478	- 1.970.068
Gasto por impuestos a las ganancias	- 235.096	- 249.680	- 350.636	- 317.910
Ganancia	1.147.823	1.617.770	1.628.558	1.514.291

¹ El informe considera información pública, incluyendo los EEFF, a septiembre de 2012. La información adicional provista por el emisor es a junio de 2012.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Interfactor S.A. es una compañía constituida en 2005 orientada a la prestación de servicios financieros bajo la modalidad de operaciones de *factoring*, mediante el descuento de facturas, letras y cheques en el mercado local. Actualmente, y a partir de junio de 2011, también opera en el negocio del leasing, fundamentalmente como estrategia de fidelización de sus clientes de *factoring*.

Según los estados financieros al 30 de septiembre de 2012, la institución presentaba activos por cerca de US\$ 77,59² millones y colocaciones netas por cerca de US\$ 73,75 millones, las cuales se concentraban principalmente en el corto plazo. A igual fecha, contaba con alrededor de mil clientes y 4.000 deudores distribuidos en diez sucursales a lo largo del país. Los activos de la sociedad son financiados en US\$ 18,11 millones con patrimonio y US\$ 56,91 millones con deuda financiera (bancos y crédito Corfo). La actual estructura del balance permitió a la empresa generar, durante los primeros nueve meses del año, un ingreso de US\$ 13,23 millones y un resultado final de US\$ 3,20 millones.

La clasificación de riesgo, en "*Categoría BBB*", se fundamenta principalmente en su bajo nivel de endeudamiento, considerando las características del negocio financiero que desarrolla, lo que en la práctica se traduce en que, de acuerdo a los estados financieros a septiembre de 2012, el *stock* de colocaciones netas supera en un 30% la deuda financiera de la entidad (a igual fecha la relación de endeudamiento entendida como pasivo exigible sobre patrimonio alcanzó 3,3 veces). Esta situación reduce el impacto para los acreedores de posibles aumentos en la incobrabilidad de la cartera, pérdidas por cambios en la tasa de interés y otros eventos similares. Con todo, se entiende que el crecimiento de la compañía permitiría mayores niveles de apalancamiento financiero sin por ello, necesariamente, afectar la categoría de riesgo asignada.

En paralelo, bajo una visión de mediano plazo, la clasificación de riesgo se ve favorecida por las buenas perspectivas de crecimiento del negocio de *factoring* y por las características propias de las operaciones, que en caso del *factoring* son esencialmente de corto plazo (favorece la liquidez) y por las políticas de riesgo que la compañía lleva a cabo que, a juicio de **Humphreys**, no son agresivas desde el punto de vista del riesgo.

El proceso de evaluación tampoco es ajeno a la política aplicada por la compañía en relación con la determinación de las provisiones por incobrables de la cartera la cual ha ido siendo perfeccionada en el tiempo. La provisión se realiza en base a la cartera crediticia, según parámetros establecidos por la gerencia y aprobados por el directorio, tomando en consideración en forma conjunta una escala progresiva de porcentajes aplicados a los montos en colocaciones (según días de mora), montos en cheques (según instancia prejudicial o judicial), montos por tipo de documento, y, adicionalmente, un monto por cartera renegociada. El castigo en provisiones se realiza una vez agotadas todas las instancias prudenciales de cobro.

² Tipo de cambio septiembre 2012: 473,77

En cuanto a la composición de la cartera de clientes y de deudores, se reconoce que los niveles de concentración, siendo elevados en términos absolutos y no constituyendo una fortaleza intrínseca, se comparan favorablemente con el estándar del sector (*factoring* no bancarios). Según el *stock* de colocaciones a junio de 2012, los diez primeros clientes representan el 64,2% del patrimonio (el principal representa el 10,9% del capital propio), mientras que los deudores mostraron una mayor concentración, llegando los diez principales a un 80,1% de la cartera de colocaciones. Asimismo, el hecho de que los clientes se mantengan como codeudores solidarios reduce la pérdida esperada de la cartera, aunque no en forma muy significativa dado el perfil de los mismos. Sin dejar de lado lo anterior, cabe señalar que el incremento en la atomización de los clientes (orientada hacia clientes de menor tamaño) que ha perseguido la empresa durante el último año, podría afectar la calidad de la cartera. Pese a ello, se considera que esta situación se vería compensada por mayores descuentos cobrados por la compañía y por los beneficios propios de la atomización. En este sentido, se destaca que la compañía ha exhibido indicadores de rentabilidad que se encuentran por sobre los obtenidos por sus pares no bancarios.

Adicionalmente, se valora la calidad de los accionistas controladores, su soporte accionario y su activa participación en las decisiones de riesgo, además de la experiencia que presenta la administración de la compañía en la industria del *factoring*.

Sin perjuicio de las fortalezas aludidas, la clasificación se encuentra limitada, entre otros aspectos, por el reducido volumen -en términos comparativos- de los niveles de actividad de la empresa, situación que, en especial en lo relativo al *back office*, no favorece su acceso a economías de escala y, por ende, su posición dentro de la industria³ en relación con el control de los riesgos operativos. Asimismo, se reconoció la fuerte exposición de la actividad crediticia a la coyuntura económica y el mayor costo de fondeo del emisor en relación con el *factoring* bancario. No obstante, a pesar del tamaño de la compañía, se valora positivamente la eficiencia alcanzada, lo que queda de manifiesto al observar sus gastos de administración y ventas, que medidos tanto sobre sus ingresos como sobre sus márgenes de explotación, se encuentran por sobre lo exhibido por firmas del sector (*factoring* no bancario).

En opinión de **Humphreys**, la mayor consolidación del mercado financiero -incluyendo un aumento en los grados de bancarización de la pequeña empresa y una mayor consolidación de la industria del *factoring* y de *leasing* a nivel nacional- también debiera llevar en el mediano y largo plazo a mayores niveles de competencia y, en general, a presiones en los márgenes del negocio crediticio, en toda sus modalidades. Dentro de este aspecto se puede mencionar el desarrollo de las sociedades de garantías recíprocas que, apoyadas con recursos CORFO, conllevan una mejora en la relación comercial entre la banca y las pequeñas empresas. Asimismo, la mayor competencia podría afectar al emisor por ser en la práctica una entidad "mono-producto".

La clasificación de sus obligaciones de corto plazo en "Nivel 2", se fundamenta principalmente en la clasificación de solvencia de la compañía y considera, además, los mecanismos establecidos en el contrato de emisión de los efectos de comercio con el objeto de limitar los riesgos financieros de la compañía (*covenants financieros*).

³ Participación de mercado según ACHEF a diciembre de 2011 asciende a 1,35%.

La perspectiva de la clasificación se califica “*Estable*”, principalmente porque en el corto plazo no se vislumbran factores de relevancia que incidan favorable o desfavorablemente en la clasificación de riesgo de la sociedad.

En el mediano plazo, la clasificación de riesgo podría verse favorecida en la medida que la sociedad desarrolle instancias de control que sean independientes de la administración y que se apliquen a todos los procesos de la cadena de valor, no sólo a las actividades de operación, y que dichos procesos se encuentren alineados con las exigencias del sector. Igualmente, se evaluaría de manera positiva el hecho de que alcance mayores volúmenes de operación con una estructura administrativa, financiera y operativa que se vaya adecuando satisfactoriamente a las nuevas necesidades que genere el crecimiento.

Asimismo, para la mantención de la clasificación se requiere que el nivel de morosidad se mantenga dentro de niveles manejables y acorde con su situación patrimonial y que no deteriore las fortalezas que sirven de sustento para la clasificación.

Definición de categorías de riesgo

Categoría BBB

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

Nivel 2

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

Hechos recientes

Durante 2011 la compañía registró un incremento real⁴ de sus ingresos por actividades ordinarias de 44%, respecto del ejercicio de 2010, producto de un aumento de los ingresos por concepto de *spread* y de intereses por mora (39% y 53% real, respectivamente). De igual forma, el costo de venta creció un 114% real, siendo los intereses el principal responsable de su incremento (\$ 1.406⁵ millones durante 2010, mientras que al cierre de 2011 alcanzaron \$ 3.004 millones). Como resultado el margen de explotación aumentó en 18% (real). Este

⁴ Variaciones en términos reales presentadas en el siguiente apartado consideran información financiera expresada en pesos de septiembre de 2012.

⁵ Valores en millones de pesos presentados en la presente sección corresponden a cifras expresadas en pesos de septiembre de 2012.

incremento en el costo se vio reflejado en el aumento en su importancia respecto de las ventas, pasando de un 27,4% a un 40,7% al cierre de 2010 y 2011, respectivamente.

Según la información a diciembre de 2011, los gastos de administración alcanzaron \$ 2.391 millones, registrando un crecimiento real de 35% respecto al año anterior. A su vez, estos gastos representaron un 32,42% de los ingresos de explotación (34,63% a diciembre de 2010). La ganancia del periodo ascendió a \$ 1.652 millones, lo que en términos reales significó una disminución de 3,14% respecto al ejercicio de 2010.

Las colocaciones netas, en tanto, alcanzaron los \$ 39.665 millones en el *stock* a diciembre de 2011 (variación de un 16% real en relación con diciembre de 2010), reafirmando la tendencia al alza que mantiene desde diciembre de 2008. A igual periodo, la empresa tenía un patrimonio de \$ 7.945 millones, un 59,32% correspondiente a capital.

Durante los primeros nueve meses de 2012, la compañía registró ingresos por \$ 6.268 millones, un costo de ventas de \$ 2.492 millones, alcanzando una ganancia bruta de \$ 3.776 millones (19% superior respecto de igual periodo del año anterior, en términos reales⁶). Los gastos de administración y ventas ascendieron a \$ 1.970 millones, comparándose desfavorablemente con los \$ 1.774 millones generados a igual fecha del año anterior. De esta forma, la compañía consiguió aumentar sus utilidades en 30% (real), las que llegaron a \$ 1.514 millones.

En cuanto a sus colocaciones netas de provisiones, éstas ascendieron a \$ 34.940 millones (mientras que a igual periodo del año anterior ascendían a \$ 36.311 millones), mostrando una contracción de 4% (real en pesos) respecto de los primeros nueve meses de 2011. Por su parte, el patrimonio sumó \$ 8.580 millones, un 12% mayor al alcanzado a septiembre de 2012, producto de las mayores utilidades generadas por la compañía.

De acuerdo con lo informado en sus estados financieros de junio de 2012, el directorio aprobó modificar la política de constitución de provisiones, con el objetivo de disminuir el exceso de provisiones que mantenía la compañía. De esta forma, la nueva política está basada en el comportamiento histórico de su cartera y, además de considerar provisiones por tramos de morosidad, incorpora un elemento adicional que toma en cuenta el tipo de documento, y asimismo considera una provisión por deuda renegociada.

En junio de 2011, la compañía incluyó dentro de sus líneas de negocio operaciones por *leasing*, que a la fecha de revisión representaban el 0,5% del *stock* de colocaciones. Es preciso señalar, que dicha actividad se encuentra inserta dentro de la estrategia de fidelización de clientes que la empresa pretende desarrollar, por lo que no constituye un mercado objetivo en el mediano plazo.

⁶ Variaciones en términos reales consideran información financiera expresada en pesos de septiembre de 2012.

Oportunidades y fortalezas

Nivel de endeudamiento controlado: la compañía ha mostrado sostenidamente niveles de endeudamiento controlados y no muy altos -considerando que corresponde a una entidad financiera- lo que se ve refrendado en sus estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2012, donde se aprecia que su pasivo exigible es 3,28 veces su patrimonio (4,18 a igual fecha del año anterior). Por otra parte, las cuentas por cobrar netas, propias de su giro, superan en 29,6% la deuda financiera de la entidad (21,7% a septiembre de 2011). El apalancamiento financiero actual podría permitir acceder a mayor deuda para soportar el crecimiento esperado de la compañía.

Perspectivas de crecimiento del negocio de factoring: Existen buenas perspectivas de crecimiento del negocio de factoring, por las necesidades de financiamiento de las empresas medianas y pequeñas (Pyme). En la práctica, la empresa -entendiendo por ella administración y directorio- ha mostrado su capacidad para acceder a este mercado, logrando al cierre de 2011 un incremento real⁷ cercano al 16% en sus colocaciones y de 44% en sus ingresos, respecto de 2010. A juicio de *Humphreys*, la compañía tiene la capacidad para continuar con su crecimiento natural, considerando tanto sus habilidades de gestión como su acceso a fuentes de financiamiento, aun cuando se reconoce que el aumento en la atomización de los clientes que pretende la compañía, estaría afectando el crecimiento de las cuentas por cobrar (a septiembre de 2012 alcanzó colocaciones por \$ 34.940 millones, mientras que a igual fecha del año anterior sumó \$ 36.311 millones⁸). No obstante, se considera que una vez que consolide su modelo de negocios, y dado el tamaño relativo de sus colocaciones, la compañía tiene bastante espacio para crecer.

Adecuado manejo de la liquidez y política de provisiones: La empresa administra sus activos y pasivos de corto plazo con una duración promedio similar (en torno a los 31 días según cifras de septiembre de 2012); a su vez, los activos de corto plazo superan las obligaciones (a junio de 2012 la razón de liquidez entendida como colocaciones de corto plazo sobre pasivos financieros corrientes era 1,3), situación que permite atenuar los efectos de la "mora transitoria" sobre la liquidez de la compañía. Asimismo, una ventaja común a la industria es su capacidad de incrementar la liquidez mediante la suspensión de sus operaciones y la recaudación de sus cuentas por cobrar a medida que van venciendo, lo cual se sustenta en que durante el último año, el plazo promedio de la cartera de **Interfactor** ha sido inferior a 40 días.

Por otra parte, la política de provisiones contempla montos en función de los días de mora, tipo de instrumento y cartera renegociada y está basada en el comportamiento histórico de la cartera. Adicionalmente, se hace un seguimiento de la mora semanalmente. Y para el caso de cheques protestados, los documentos en estado prejudicial se provisionan al 30% y los documentos ya en estado judicial van en un 80% a provisiones. En tanto, la cartera renegociada considera un 10% de provisión efectuada al inicio de la renegociación.

Altos niveles de eficiencia: A pesar del tamaño reducido de la compañía, alcanza niveles de eficiencia elevados en comparación a otros *factoring* no bancarios. A septiembre de 2012, sus gastos de administración y

⁷ Variaciones en términos reales consideran información financiera expresada en pesos de septiembre de 2012.

⁸ Valores expresados en pesos de septiembre de 2012.

ventas representaron un 52% de sus márgenes (a septiembre de 2011 dicha relación ascendió a 56%) y un 31% de sus ingresos (promedio de 33% para los últimos tres cierres). Con todo, se debe tener presente que en la medida que la compañía fortalezca sus sistemas de control, se podrían ver afectados los niveles de eficiencia si dichas mejoras no van acompañadas de un crecimiento de las colocaciones.

Apoyo de los accionistas y experiencia de la administración: Los accionistas controladores participan activamente en las decisiones de riesgo y, dado el tamaño de **Interfactor**, cuentan con capacidad para apoyarlo en caso de ser necesario. Por su parte, la administración cuenta con vasta experiencia en la industria del *factoring*.

Factores de riesgo

Reducido nivel de actividad: La empresa presenta niveles de colocaciones netas que ascienden a aproximadamente \$ 39.665 millones (diciembre 2011), cifra reducida dentro del contexto del negocio del *factoring* y, más aún, dentro del mercado financiero local; sin perjuicio, de reconocer el crecimiento experimentados en los últimos años. Esta situación implica, en términos absolutos, bajos niveles de utilidades y, por lo tanto, mayor exposición a que disminuciones en los niveles de actividad dificulten la obtención de márgenes variables suficientes para cubrir los gastos fijos, en especial en épocas de crisis que involucren aumentos en la morosidad de la cartera crediticia. Adicionalmente, un mayor tamaño facilita la inversión en recursos humanos y tecnológicos orientados a la conformación de unidades independientes especializadas en la medición y control de todos los riesgos inherentes al negocio. Todo ello, sin perjuicio que la sociedad ha generado elevadas utilidades en términos relativos y ha alcanzado niveles de eficiencia superiores a los alcanzados por compañías del sector.

Posibilidad de aumento en los niveles de competencia: En el mediano y largo plazo no se puede descartar un aumento en los niveles de competencia dentro de la industria o con productos sustitutos como el *confirming*. Esta situación llevaría, en mayor o menor proporción, a una competencia directa, al menos en algunos segmentos, con entidades que pueden disponer de bajo costo de financiamiento, fuerte capacidad de realizar aportes de capital y captación de clientes. Tampoco se puede descartar que, el desarrollo de las sociedades de garantía recíproca pudiera implicar un cambio en el acceso a financiamiento en la mediana y pequeña empresa.

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 se suceden hechos que afecten este tipo de actividad, ya sea en sus márgenes y/o volúmenes de operación, en particular si no existe más productos para ofrecer y retener a los actuales clientes y/o penetrar otro tipo de mercados.

Antecedentes generales

Historia y propiedad

Interfactor S.A. fue constituida como sociedad anónima el 7 de octubre de 2005, con el objeto de prestar toda clase de servicios de *factoring*. Inició sus operaciones en noviembre del mismo año.

En octubre de 2006 abrió la primera sucursal en Antofagasta, seguidas en 2007 con otras tres en Calama, Concepción y Coyhaique. A la fecha, **Interfactor S.A.** cuenta con diez sucursales a lo largo del país, destacando la sucursal de Antofagasta por el volumen de colocaciones que maneja⁹.

El giro de la sociedad es la compra de documentos con descuento (operaciones de *factoring*), principalmente, a empresas medianas y pequeñas. Su mercado objetivo son las empresas que facturan anualmente entre UF 10.000 y UF 150.000. Existen algunos cruces comerciales con empresas relacionadas a los controladores de la compañía.

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

Al 30 de septiembre de 2012, la propiedad de la compañía estaba constituida de la siguiente forma:

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

A continuación se señalan los controladores de cada una de estas sociedades:

Accionista	Controlador
Inversiones Costanera Ltda.	Luis Alberto Gálmez
Inversiones El Convento Ltda.	Juan Antonio Gálmez
Inversiones Los Castaños Ltda.	José Miguel Gálmez
Inversiones Acces Ltda.	José Miguel Gálmez
APF Servicios Financieros Ltda.	Juan Mauricio Fuentes

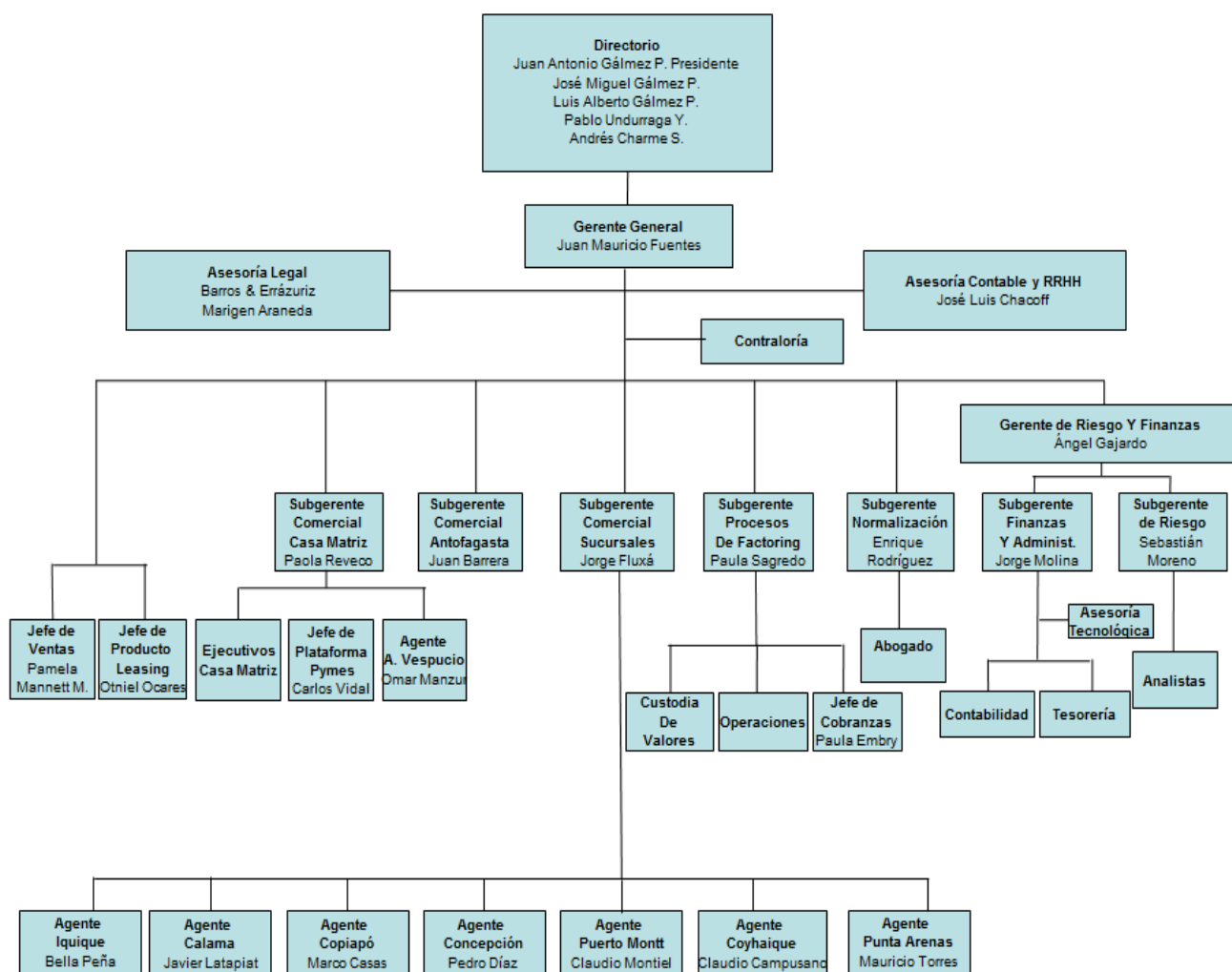
⁹ Además de las citadas sucursales, opera en Iquique, Copiapó, Puerto Montt, Punta Arenas.

Administración y control de riesgos

La administración de la compañía está liderada por el Sr. Juan Mauricio Fuentes, gerente general y accionista minoritario de la sociedad. La organización presenta una estructura de tipo funcional dándole la especialización necesaria para desarrollar sus actividades, no obstante, dicha estructura implica una centralización del manejo de información.

Dentro de la gestión de riesgos, cabe señalar que la empresa cuenta con una persona a cargo del auditar las sucursales y confeccionar los informes que, a su vez, son revisados en los comités por área que realiza la compañía. Dicho proceso está orientado a validar la fiabilidad de la información ingresada al sistema, comprobando la adecuada confirmación de las operaciones y la existencia de los documentos correspondientes. Por su parte, el directorio incorporó un auditor independiente.

A septiembre de 2012, **Interfactor** distribuía sus operaciones como sigue:

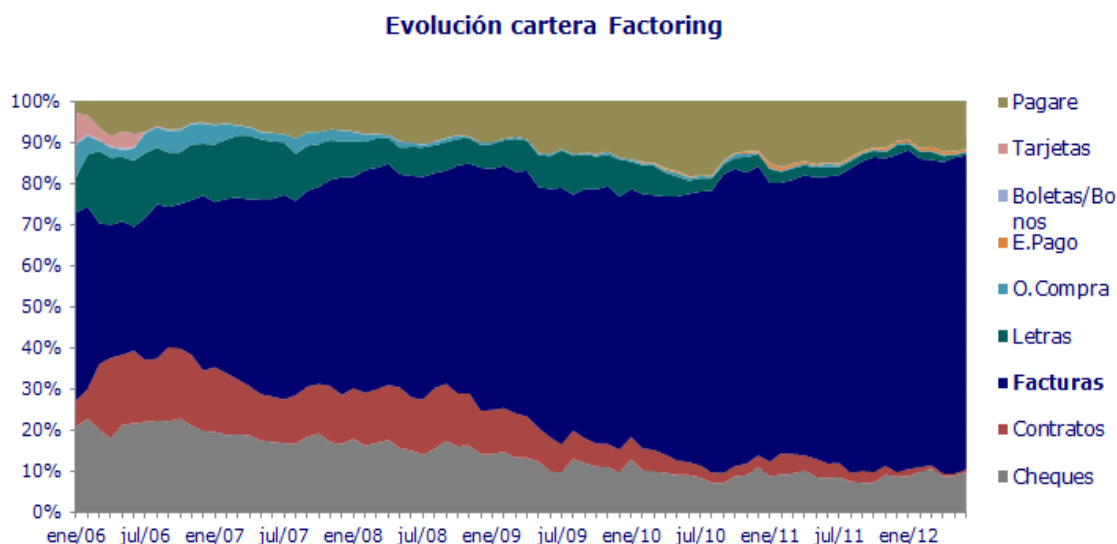


Cartera de colocaciones

A la fecha de los últimos estados financieros considerados en la clasificación, junio de 2012, **Interfactor** contaba con un *stock* de colocaciones netas que sumaban US\$ 65,23 millones, de las cuales casi su totalidad (99,5%) correspondían a colocaciones por *factoring*.

Durante igual periodo la cartera se encontraba con un nivel de atomización promedio de la industria, en el que los principales dos deudores representaban el 23% y 13% del patrimonio, respectivamente.

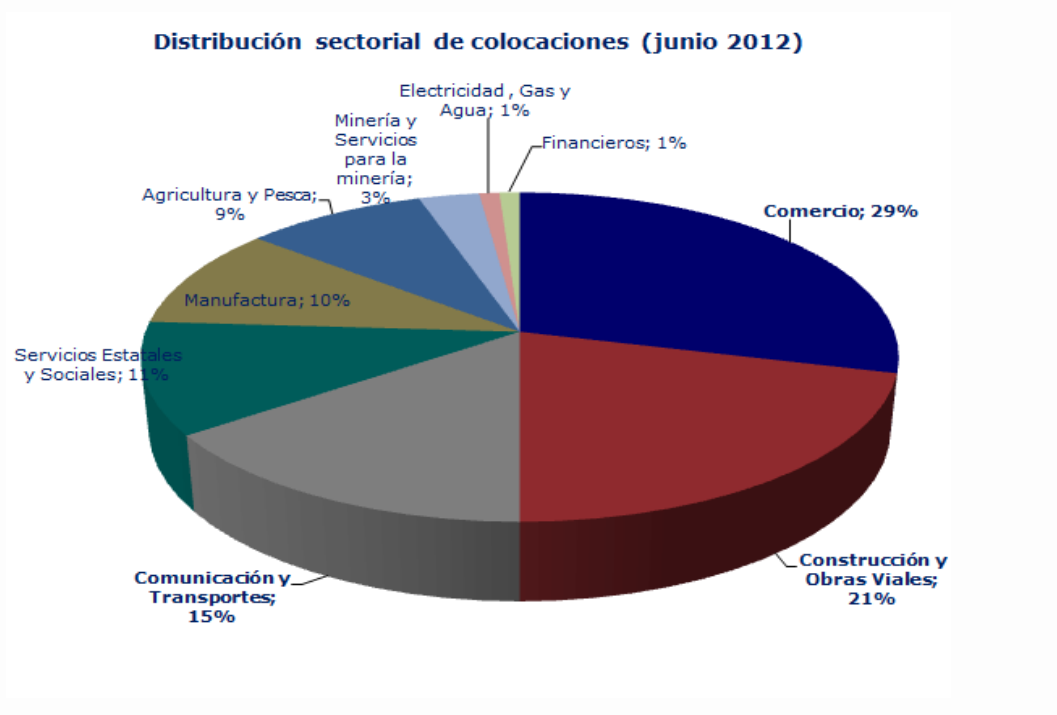
En el siguiente gráfico es posible apreciar la evolución de la composición de la cartera de colocaciones (brutas), destacando el aumento sostenido de facturas y la disminución constante de títulos como letras y contratos, que a junio de 2012 representan en conjunto un 1,3% de la cartera:



De acuerdo a lo informado en sus EEFF de junio de 2012, la distribución de las colocaciones brutas por tipo de producto era la siguiente:

Cartera Factoring (%)	jun/12
Bonos Médicos	0,05%
Cheques	9,41%
Contrato	0,61%
Estado de pago	0,51%
Factura	75,20%
Invoice	1,34%
Letra	0,67%
Orden de compra	0,22%
Pagaré	12,00%

Respecto de la concentración sectorial de las colocaciones, cabe señalar que tres áreas concentran el 65% de las colocaciones, según información de junio de 2012, manteniendo la importancia relativa que presentaba a igual fecha de 2011.



Es importante tener en consideración que dentro de estos grandes sectores se incorporan diversas actividades que presentan distintos niveles de correlación entre sí.

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

Concentración (a nivel de cartera de colocaciones)					
Principales clientes			Principales deudores		
Ítem	% junio 2012	% junio 2011	Ítem	% junio 2012	% junio 2011
Mayor cliente	2,60%	3,48%	Mayor deudor	5,14%	8,16%
5 mayores clientes	9,76%	10,37%	5 mayores deudores	12,90%	14,93%
10 mayores clientes	15,32%	16,73%	10 mayores deudores	18,10%	19,75%

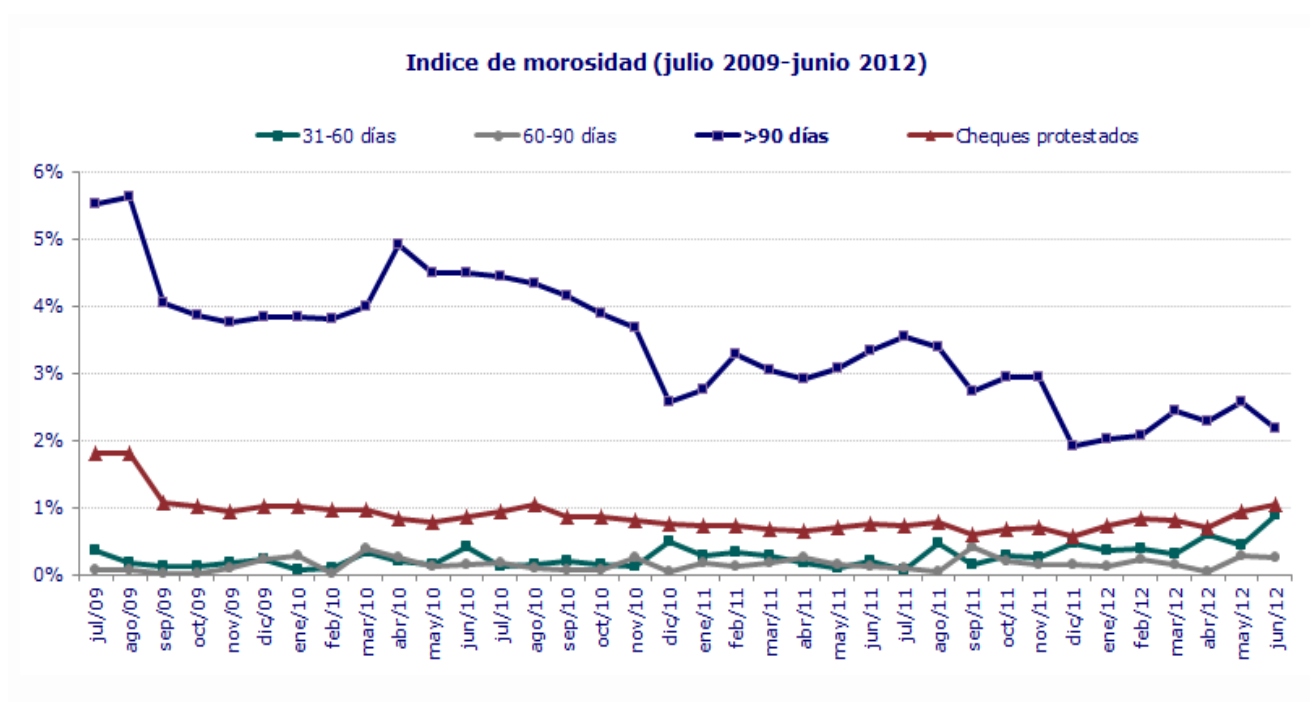
Por su parte, a junio de 2012 la concentración sobre el patrimonio de los clientes y deudores más importantes era la siguiente:

Concentración (sobre patrimonio)			
Principales clientes		Principales deudores	
Ítem	% junio 2012	Ítem	% junio 2012
Mayor cliente	10,88%	Mayor deudor	22,74%
5 mayores clientes	40,92%	5 mayores deudores	57,11%
10 mayores clientes	64,20%	10 mayores deudores	80,14%

Es preciso señalar que a partir de 2012, la compañía se encuentra re-enfocando su estrategia comercial, con miras de mejorar sus niveles de atomización de la cartera de clientes, lo cual se ha reflejado en las menores concentraciones exhibidas a junio de 2012, en relación a igual fecha del año anterior.

Con el fin analizar el riesgo de la cartera crediticia, en el siguiente gráfico se presenta la evolución del índice de morosidad de la cartera (medido como mora sobre colocaciones) durante los últimos cuatro años, según antecedentes de la compañía.

La mora mayor a 90 días, ha mostrado una tendencia decreciente y sostenida a partir de mediados de 2010, aunque se observa un leve aumento en lo que va de 2012. Por su parte, los cheques protestados muestran un comportamiento estable e inferior al 1% de la cartera (promedio últimos 36 meses), mientras que la mora de corto plazo (31-60 días) alcanzó su mayor nivel en junio de 2012 (0,9%).



Mora por tramos a junio 2012/junio 2011

Mora por tramos MM\$	Junio 2012	Junio 2011
1-30 días	4.478	5.676
31-45 días	123,1	57,2
46-60 días	188,3	14,6
61-90 días	89,5	41,0
Mayor a 90 días	120,5	1192
Cheques protestados	363,2	266

Respecto de las provisiones, cabe señalar que a diciembre de 2011, las provisiones representan aproximadamente el 120% de la mora relevante definida por la clasificadora.

Procedimientos de crédito

Según lo establecido en su manual de "Gestión de Riesgo y Control de Procesos", **Interfactor** hace una selección y evaluación de todos los riesgos involucrados en el proceso de adquisición de instrumentos sujetos de *factoring*. Entre los puntos más significativos de esta evaluación, se encuentran:

- i) Evaluación financiera del cliente y del deudor.
- ii) Capacidad de pago
- iii) Informes comerciales
- iv) Garantías y prestigio del cliente y deudor

La política de riesgo establece que toda línea de *factoring* u operación puntual debe ser aprobada en un comité, cuya composición dependerá del monto de la línea u operación puntual a analizar. Adicionalmente, operaciones por montos que excedan los límites establecidos por la administración y Directorio, deben ser aprobadas directamente por el gerente general o Directorio, dependiendo de la importancia de la solicitud¹⁰.

Con estos antecedentes, **Interfactor** otorga una línea para operar, sobre la que posteriormente hay un seguimiento de comportamiento financiero del cliente y deudor. Posterior a la evaluación del comité de *factoring*, se procede a revisar la información legal de la empresa, para determinar la factibilidad de operar en *factoring* y créditos. En paralelo, el área legal confecciona un informe con antecedentes de esta naturaleza, complementando la información financiera obtenida en el proceso de evaluación comercial.

El citado manual establece, entre otras cosas, las gestiones a realizar según tipo de documento sujeto de *factoring*, detalla en sus anexos la información necesaria para la aprobación de líneas, y los límites y criterios para la determinación de las mismas. Además, en ellos se describe el modelo de *scoring* de riesgo desarrollado por la compañía para la evaluación de empresas que solicitan líneas por montos inferiores a los \$ 25 millones.

¹⁰ Montos superiores a \$25 millones.

Proceso de cobranza

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

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

La compañía utiliza el sistema Infomax (Sinacofi), utilizado por la banca para consulta de clientes, verificación de antecedentes y para la publicación de los documentos morosos.

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

Antecedentes de la industria del *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 pequeña y mediana empresa constituye el mercado objetivo del sector.

Las sociedades de *factoring* se dividen en tres grandes grupos: las sociedades filiales de bancos, agrupadas en la Asociación Chilena de Factoring (ACHEF); las independientes, algunas de ellas agrupadas bajo la Asociación Nacional de Empresas de Factoring (ANFAC) y que en general se han acogido a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS); y las empresas de *factoring* que tienen un tamaño reducido y mayor grado de informalidad. **Interfactor**, en términos de volúmenes de colocaciones, se encuentra en un punto intermedio entre las empresas pertenecientes a la ACHEF y aquellas asociadas a la ANFAC.

Según cifras de la ACHEF a diciembre de 2011, la industria mantenía un *stock* de colocaciones de aproximadamente US\$ 22.254 millones, donde **Interfactor** tendría una participación de mercado del orden del 1,4% de las colocaciones totales.

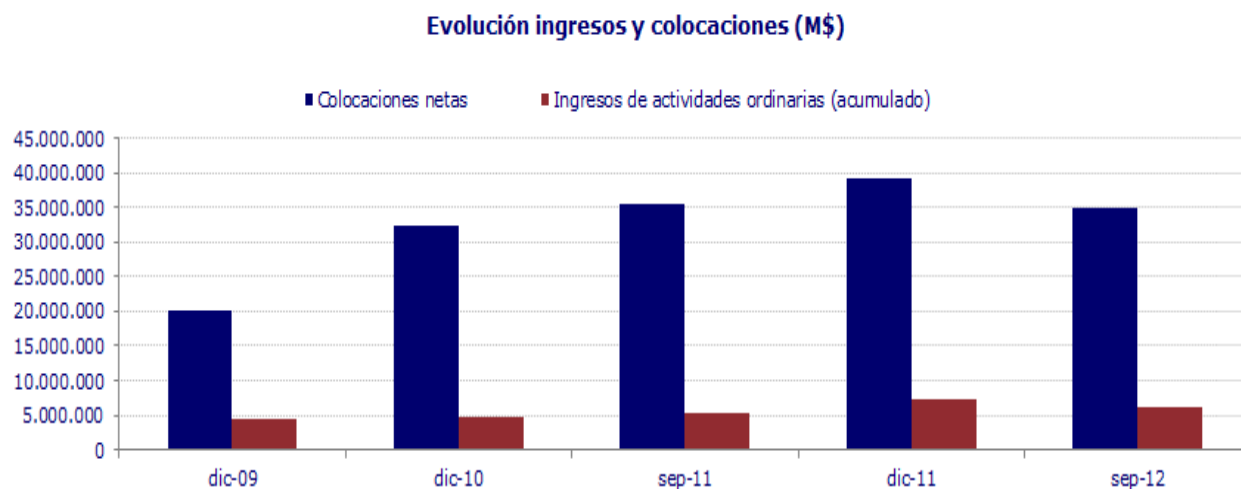
Desde el punto de vista legal, las empresas de *factoring*, dado que carecen de un marco jurídico específico para operar, se sustentan básicamente en el Código Civil y en el de Comercio, así como en la ley N° 19.983 del 15 de diciembre del 2004 que le otorga mérito ejecutivo a las facturas.

Análisis financiero

Evolución de ingresos y colocaciones

Durante 2011 el *stock* de colocaciones netas experimentó un crecimiento real¹¹ de 16%, confirmando la tendencia al alza que viene mostrando desde sus inicios¹². No obstante, dicho crecimiento se ha visto menguado durante 2012. En efecto, a septiembre de 2012 sus colocaciones ascendían a \$ 34.940 millones, mientras que a septiembre de 2011 la cartera de colocaciones sumaba \$ 36.311 millones (disminución de 4% real).

Por otra parte, los ingresos por actividades ordinarias aumentaron entre 2010 y 2011, en términos reales, un 44%, tendencia de crecimiento que se reafirma, pero atenúa, al observar los resultados comparativos acumulados a septiembre de 2011 y 2012, donde se observó un crecimiento de 18%.



Liquidez

La compañía ha presentado históricamente niveles de liquidez corriente superiores a 1,2, aun cuando se aprecia una caída entre 2009 y 2011, mostrando una recuperación a septiembre de 2012. La situación acaecida en los últimos tres cierres se relaciona con un aumento en sus niveles de deuda, especialmente entre 2009 y 2010, cuando sumó \$ 26.857 millones, versus los \$ 15.695 millones que mantenía al cierre anterior. De todas formas, el indicador de liquidez corriente se ha mantenido en niveles elevados promediando 1,29 veces durante los últimos tres años.

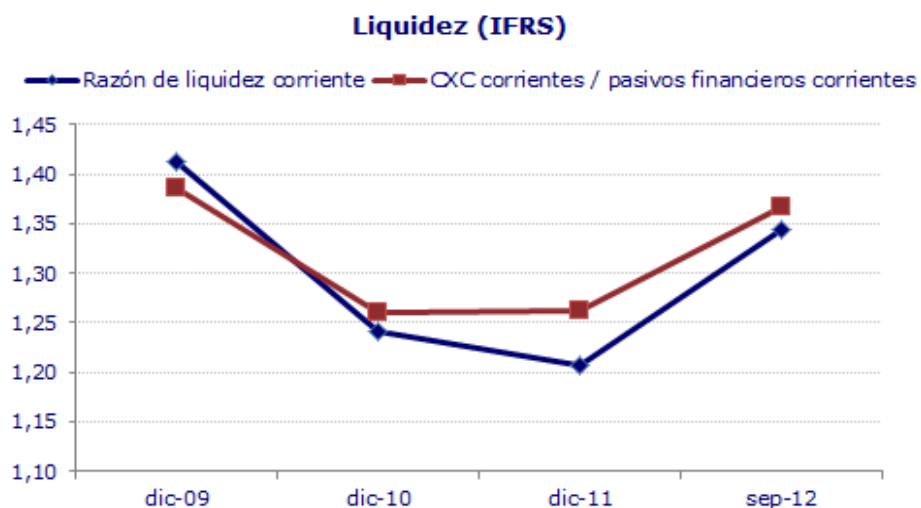
¹¹ Variación porcentual medida sobre la base de cifras en pesos de junio de 2012.

¹² Se excluyen del análisis periodos previos debido a que la información anterior a 2009 era presentada bajo PCGA.

Su liquidez ajustada¹³, en tanto, alcanzó un promedio anual en los últimos tres cierres (2009-2011) de 1,30 veces. Durante el primer semestre de 2012 el indicador mostró un resultado de 1,33 veces.

Cabe señalar que ambos indicadores de liquidez sufrieron un alza durante los primeros seis meses del año, producto de una disminución en las obligaciones informadas.

A continuación se presenta el comportamiento los indicadores de liquidez de **Interfactor** a contar de 2009¹⁴:



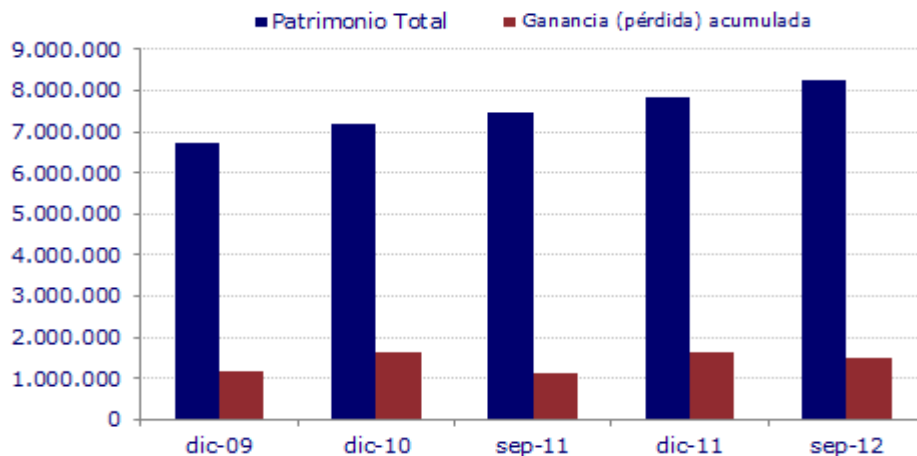
Endeudamiento y posición patrimonial

El patrimonio de **Interfactor** presentó una evolución positiva entre 2009 y 2011 (información bajo IFRS) resultado de la acumulación de utilidades. Esta tendencia al alza se mantuvo, incluso con el reparto de dividendos con cargo a utilidades acumuladas que la empresa ha realizado durante los últimos cierres. Entre el cierre de septiembre 2012 y septiembre 2011, el patrimonio contable de la compañía se vio incrementado en 12% real (cifras en pesos de septiembre de 2012). El siguiente gráfico muestra la evolución que ha tenido el patrimonio y las utilidades de la sociedad en los últimos tres años:

¹³ Deudores comerciales y otros cuentas por cobrar corrientes sobre pasivos financieros corrientes.

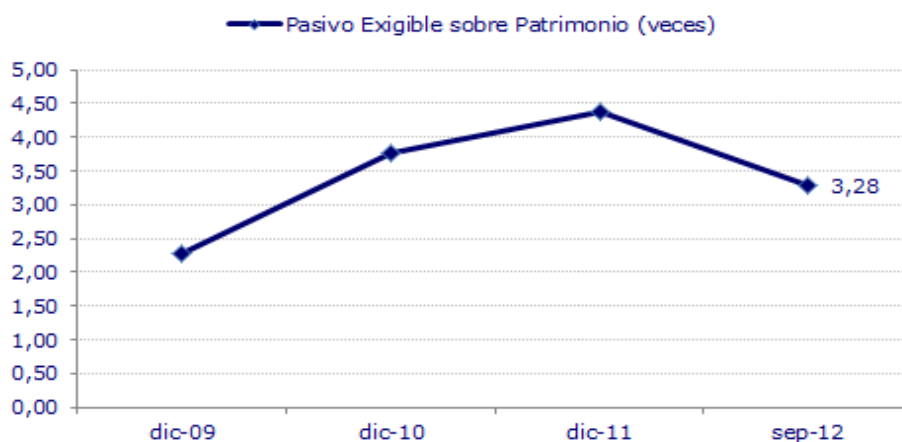
¹⁴ Primeros EEEF presentados bajo IFRS.

Resultados M\$



En relación al endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, se observó un incremento en el indicador entre 2009 y 2011, que pasó de 2,3 veces (2009) a 4,4 veces (2011). De todas formas, el endeudamiento de **Interfactor** se muestra levemente ascendente (producto del aumento en las colocaciones, financiadas en su mayor parte con deuda), aunque se reconoce que dada la naturaleza del negocio financiero, dicho nivel de exposición se encuentra en niveles moderados. Por lo demás, el nivel existente a septiembre 2012 (3,28 veces), muestra una reversión del alza señalada lo que se explica por el menor nivel de deuda financiera, congruente con el menor volumen de colocaciones exhibido.

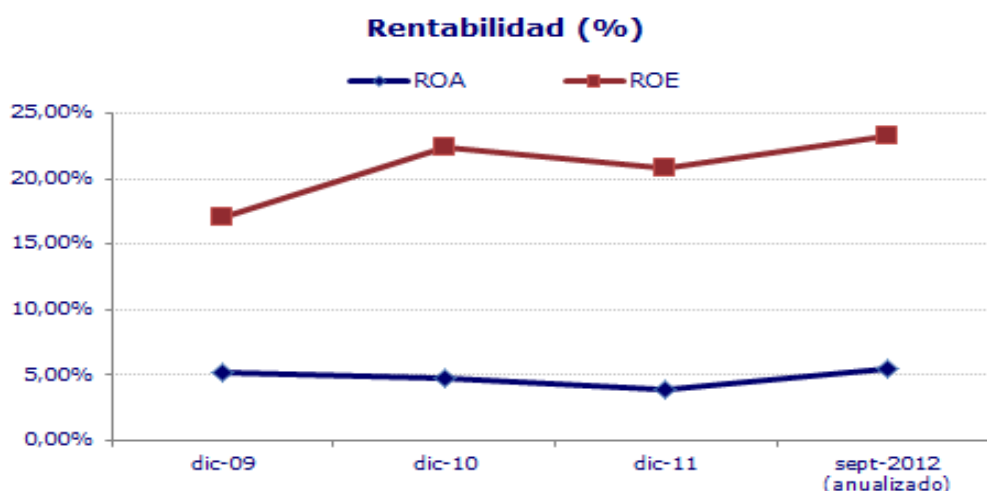
Endeudamiento



Rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad neta, medidos en función de la utilidad del ejercicio sobre activos totales (ROA) y patrimonio (ROE), indistintamente, muestran niveles positivos, aunque la rentabilidad del patrimonio presenta un comportamiento menos estable en relación al ROA. El ROE a diciembre de 2011 fue de aproximadamente un 21%, cifra consistente con el 20% que promedió en los últimos tres años. En tanto, a septiembre de 2012 el indicador-anualizado-se ubicó en torno al 23%.

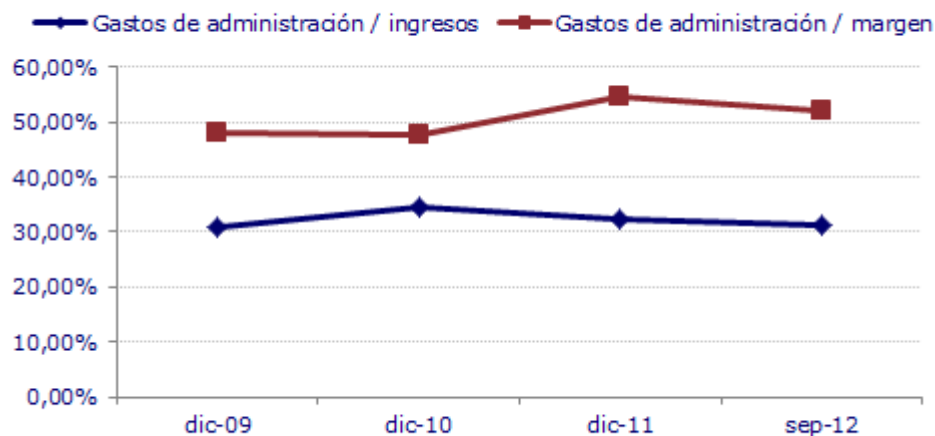
La rentabilidad de los activos ha tenido un comportamiento más bien estable. Ello es normal si entendemos que las rentabilidades sobre el patrimonio dependen del nivel de apalancamiento de la compañía, el cual ha mostrado variaciones significativas en los últimos años. No obstante, se observa un comportamiento levemente a la baja del indicador, que a diciembre de 2011 alcanzó 3,87%, menor a la rentabilidad obtenida a igual fecha del año anterior (4,72%). A septiembre de 2012, el ROA-anualizado-ascendió a 5,47%.



Indicadores de eficiencia

Interfactor presenta niveles de eficiencia destacables en relación a su nivel de colocaciones. La firma presenta como promedio de los últimos tres ejercicios anuales (2009-2011) una relación de gastos sobre ingresos de 32,65%, mientras que el cociente medido sobre el margen de explotación promedió 50,13% para igual periodo. Cabe destacar que el cociente entre sus costos de administración y ventas sobre la ganancia bruta muestra un leve aumento desde 2010, asociado a un incremento real de 35% de sus gastos de administración.

Eficiencia (%)



Efectos de comercio

Características de la línea de efectos de comercio

Monto Máximo (M\$)	Duración
7.000.000	10 años

Al 30 septiembre de 2012 no existían emisiones vigentes con cargo a esta línea.

Covenants

Patrimonio Total/Activos totales	Superior a 10%
Razón corriente	Superior a 1
Patrimonio Mínimo	Superior a UF 250.000

“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.”