



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus valores**

A n a l i s t a s

Carlos García B.
Gonzalo Neculmán G.
Tel. 56- 22433 5200
ratings@humphreys.cl

Inversiones Grupo AvalChile S.A.

Octubre 2015

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 efectos de comercio	BBB+/Nivel2
Tendencia	Estable
Estados Financieros Base	Junio 2015

Características de la línea efectos de comercio en proceso de inscripción	
Plazo	10 años
Monto máximo	\$ 10.000 millones
Moneda de emisión	UF o pesos
Uso de fondos	Se definirá en cada escritura complementaria
Covenants financieros	i) Razón de endeudamiento (total pasivos/patrimonio total) inferior a 5,00 veces ii) Razón corriente (activos corrientes/pasivos corrientes) superior a 1,00 vez iii) Patrimonio (patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora) mínimo de UF 300.000
Límite a los vencimientos de efectos de comercio	No emitirá efectos de comercio que involucren vencimientos totales de todos estos superiores a \$ 2.000 millones en 7 días hábiles consecutivos
Prepago	No contempla
Garantías	No contempla

Estados de Situación Consolidados IFRS			
M\$	dic-13	dic-14	jun-15
Activos corrientes	10.050.668	27.173.944	31.778.763
Activos no corrientes	6.337.097	6.776.022	8.011.479
Total de activos	16.387.765	33.949.966	39.790.242
Pasivos corrientes	5.876.915	20.578.514	24.770.067
Pasivos no corrientes	12.928.858	29.876.484	6.521.760
Total de pasivos	16.387.765	33.949.966	39.790.242
Patrimonio del controlador	3.455.655	3.786.830	8.187.255

Estados de Resultados Consolidados IFRS				
M\$	dic-13	dic-14	jun-14	jun-15
Ingreso por actividades ordinarias	1.430.089	10.772.300	5.227.215	7.385.743
Costos de ventas	-605.170	-4.376.809	-1.993.708	-3.902.421
Ganancia bruta	824.919	6.395.491	3.233.507	3.483.322
Gastos de administración	-1.026.575	-5.804.474	-2.608.085	-3.272.640
Ganancia atribuible al patrimonio de la controladora	704.670	915.490	383.562	589.355
Ganancia atribuible al patrimonio de la no controladora	3.720	-59.555	-18.265	-29.473

Opinión

Fundamento de la clasificación

Inversiones Grupo AvalChile S.A. (**Grupo AvalChile**), es un *holding* compuesto por las filiales AvalChile SGR, Pyme Factoring y AvalChile Compañía de Seguros de Garantía y Créditos, como las empresas más relevantes.

A diciembre de 2014, **Grupo AvalChile** presentó ingresos de actividades ordinarias consolidados por \$ 10.772 millones, de los cuales el 69,4% provienen de ingresos por afianzamiento de créditos. A la misma fecha el resultado final de la empresa se alzó en una utilidad de cerca de \$ 915 millones para la parte controladora. Al cierre del año 2014 el grupo presentó activos por \$ 33.950 millones, con un nivel de patrimonio neto de la parte controladora de aproximadamente \$ 3.787 millones.

A junio de 2015 el grupo presentaba activos por más de \$ 39.790 millones, lo que representó un aumento de 17,2% respecto a diciembre de 2014. El incremento en la base de activos se financió con una expansión de más de 116% del patrimonio, en tanto que los pasivos se incrementaron en 4,7%.

Durante el primer semestre los ingresos por actividades ordinarias totalizaron aproximadamente \$7.386 millones, lo que significó una expansión de 41,3% respecto a igual período del año anterior. Sin embargo, el costo de ventas se expandió en 95,7%, con lo que la ganancia bruta mostró un aumento de 7,7%. De esta manera, la ganancia durante el primer semestre se expandió en 53,3%, totalizando \$559,9 millones.

El contexto de la clasificación implica la eventual inscripción de una línea de efectos de comercio por \$ 10.000 millones, donde los fondos captados por las emisiones de los títulos de deuda serían destinados a financiar la actividad de la filial Pyme Factoring lo cual, al menos en una primera instancia, no significarían un incremento en el endeudamiento consolidado del grupo.

La clasificación de riesgo en "*Categoría BBB+/Nivel 2*", asignada a la línea de efectos de comercio a emitir por **Grupo AvalChile**, responde principalmente a la capacidad ejecutiva y profesional mostrada por el grupo para desarrollar, en un breve plazo, un conjunto de negocios asociados a las necesidades de la pequeña y mediana

empresa (pyme); destacando entre las filiales la sociedad Aval Chile SGR, entidad especializadas en el otorgamiento de fianzas para créditos a la Pyme, que se ha situado como líder de su sector y como un generador estable de flujos para su matriz (durante 2014 obtuvo utilidades por \$ 613 millones, las cuales se incrementan a más de \$ 815 millones si se considera el fondo de reserva patrimonial).

Desde el punto de vista del riesgo, se reconoce como aspecto favorable para **Grupo AvalChile** la fiscalización a que deben someterse dos de sus filiales que representan en torno al 60% del patrimonio consolidado. En efecto, la sociedad de garantía de crédito está inscrita en la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, debe adecuarse a los programas de CORFO y cuenta con clasificación de riesgo independiente; por su parte, la aseguradora es supervisada por los Superintendencia de Valores y Seguros y, también por disposición legal, cuenta con evaluación de riesgo independiente.

También se evalúa como un elemento positivo el hecho que en su trayectoria, el grupo ha logrado diversificar sus líneas de negocios, sin dejar de enfocarse en lo que constituye su experiencia más relevante (negocios financieros relacionados por pequeñas y medianas empresas –PYMES-) y así lograr sinergia en cuanto al conocimiento de su segmento objetivo, en particular respecto al comportamiento y riesgo de éste (mayor eficiencia, por ejemplo, en los análisis de riesgo). A la fecha de clasificación el grupo tiene participación en negocios de sociedades de garantía recíproca, negocios de *factoring* y *leasing*, fondos de inversión y compañía de seguros. Cabe considerar, además, que los accionistas, directorio y principales ejecutivos exhiben experiencia, como profesionales, en el sistema financiero y, adicionalmente, han exhibido una activa participación en la gestión de riesgo de Aval Chile por más de siete años.

Dentro de las operaciones financieras –*leasing* y *factoring*– se reconoce la estructura financiera diseñada para reducir las pérdidas esperadas de sus colocaciones mediante el uso de certificados de fianzas emitidos por entidades no relacionadas al grupo, valorándose la decisión de la administración de utilizar las herramientas disponibles en el mercado para acotar los riesgos. Implícitamente, la categoría de riesgo asignada a **Grupo AvalChile** asume que sus filiales mantienen esta política en los próximos años, sin descartar una reducción y eliminación paulatina en el tiempo del uso de este tipo de cobertura de riesgo. Con todo, el uso de los referidos certificados de fianza muestra la tendencia del grupo a la mitigación de los riesgos propios de las operaciones financieras.

Tampoco es ajeno a la clasificación el hecho que los negocios del *holding* tienen atenuantes que se desprenden de la propia actividad. Así, las operaciones de *factoring* permiten fortalecer la liquidez mediante la disminución en el nivel de colocaciones (sin mayores inconvenientes para revertir, posteriormente, la decisión). Por su parte, la sociedad de garantía, adecuadamente gestionada, puede posicionarse como una administradora que traspasa los riesgos de los certificados de fianza emitidos. En el caso de la compañía de seguros, existen exigencias normativas de patrimonio mínimo y la obligación de cubrir sus reservas (obligaciones de seguros) con una cartera de inversión diversificada y de riesgo limitado. Adicionalmente, la empresa cuenta actualmente con contratos de reaseguro con un panel de reaseguradores con buena clasificación de riesgo internacional.

La asignación de la categoría de riesgo incorpora, además, que tanto la sociedad de garantía recíproca como la compañía de seguros, al menos como actualmente se ha estructurado su negocio, no son intensivas en deuda financiera; por lo tanto, la utilidades que se obtienen de la primera y las que se esperan alcanzar en la segunda, podría servir de complemento para el pago de los pasivos que contraiga la matriz con el propósito de ser traspasados al negocio de factoring (entendiendo que la primera fuente de pago correspondería a la devolución del crédito relacionado otorgado a la compañía de factoring).

Como contrapartida, la clasificación de riesgo se ve limitada por la corta historia de la sociedad *holding*, la cual fue constituida como sociedad anónima por escritura pública en julio de 2013. Sumado a lo anterior, si bien se reconoce el adecuado desarrollo que ha tenido la sociedad de garantía recíproca, algunos de los otros negocios son de corta data (Pyme Factoring fue constituida en septiembre de 2012 y sólo durante 2014 ha presentado resultados positivos, y AvalChile Compañía de Seguros de Garantías y Crédito se constituyó en marzo de 2014).

Dado lo anterior, se estima que estas empresas de más corta data aún se encuentran en etapa de maduración y consolidación y, por ende, contienen los riesgos propios de esta fase de desarrollo. En este sentido debe considerarse que cuando la base de negocio es reducida, crecimientos no excesivos en términos absolutos implican aumentos relativos de mayor importancia, lo que en la práctica se traduce que un porcentaje no menor de la cartera (nuevas ventas), esté asociada a pólizas o descuento de documentos de las cuales se desconoce su comportamiento en el tiempo.

También, la evaluación recoge como elemento de juicio el hecho que el riesgo de la sociedad de factoring se traspasa a la sociedad matriz, por cuanto el pago los instrumentos que emita esta última estará en gran parte condicionado al nivel de solvencia de la primera; teniéndose presente que la sociedad de factoring presenta un nivel de colocación reducido en el ámbito nacional, alrededor de \$ 17.400 millones a junio de 2015, y que durante 2015 tiene como resultado después de impuesto \$ 135 millones (se recalca que los fondos captados por una eventual emisión de bonos se destinarían como deuda relacionada a Pyme Factoring). Aun cuando se reconoce el aporte de las otras filiales, éste aún es acotado.

Como elemento de juicio se incorpora la necesidad de la matriz por diversificar sus ingresos y resultados, y así reducir su exposición a las utilidades de AvalChile SGR, entidad que a la fecha se ha apoyado en los programas, cambiantes en el tiempo, que CORFO ha diseñado para este tipo de instituciones. No obstante lo anterior, la SGR postuló y se adjudicó una nueva línea de reafianzamiento bajo el esquema IGR IV, lo que le permite garantizar el crecimiento sostenido a largo plazo, en base a un apalancamiento directamente relacionado al patrimonio de la SGR.

Tampoco es ajeno al proceso de evaluación que la tendencia del mercado, en particular en los negocios financieros y de seguros, es avanzar continuamente a procesos de control con mayores grados de sofisticación; situación que demanda recursos para este tipo de inversión y, por ende, resultados elevados en términos absolutos y comparativos. Por ello cobra importancia mantener niveles elevados de operación, tanto para acceder de mejor forma a economías de escala y asegurar un comportamiento estadísticamente normal en las carteras de créditos y de seguros.

Otro elemento incluido en la asignación de la categoría de riesgo dice relación con la sensibilidad de las distintas líneas de negocio, dado su segmento objetivo, a los ciclos económicos recesivos. Cabe señalar que a la fecha, dada la antigüedad del *holding*, no existen antecedentes de su comportamiento bajo entornos de recesión o caídas en el producto interno.

La tendencia se evalúa "*Estable*"; sin perjuicio de analizar en el futuro la evolución de los negocios con menor nivel de consolidación y su impacto en el riesgo de la matriz.

A futuro, la clasificación podría verse favorecida en la medida que disminuya la importancia relativa de AvalChile SGR como generador de dividendos hacia su matriz y, a la vez, otras empresas se conviertan en importantes generadores de flujos. También favorecería la clasificación, el hecho que la matriz continúe fortaleciéndose patrimonialmente, sin aumentar su nivel de deuda relativo.

Por otra parte podría reducirse la categoría de riesgo si las filiales no logran generar incrementar el nivel de utilidades que presentan a la fecha.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Modelo de negocio apoyado en actividades con riesgo limitado.

Fortalezas complementarias

- Diversificación de actividades y sinergia grupo.

Fortalezas de apoyo

- Capacidad profesional.
- Orientación conservadora en manejo de riesgo.
- Capacidad de manejo de liquidez del factoring y bajo requerimiento de endeudamiento financiero en otros negocios.

Riesgos considerados

- Baja historia operativa como grupo (todavía es prematuro extrapolar para el futuro su comportamiento pasado, teniendo en cuenta que el perfil de las empresas evaluadas por **Humphreys** presentan, en general, más de 10 años de funcionamiento).
- Posible traspaso de riesgo de compañía de factoring (en particular por el riesgo asociado a la interrupción del financiamiento para las empresas de factoring en entornos económicos recesivos. También cobra importancia el acceso a bajo costo de "fondeo").
- Bajo nivel de generación de utilidades de filiales (comparados con el valor de la línea de efectos de comercio a emitir).
- Necesidad crecimiento (lo que implica cambios comparativamente elevados en la composición actual de las carteras de seguros de créditos y de factoring).
- Riesgo propio de su mercado objetivo (pyme) y de la industria en donde opera cada filial.

Hechos recientes

Enero-diciembre 2014

Los activos totales del **GrupoAval Chile** totalizaron casi \$33.950 millones a diciembre de 2014, lo que representó un incremento de más de 107% respecto a la base de activos respecto a diciembre de 2013. Estos activos se financian con pasivos por \$29.876 millones y un patrimonio de \$4.073 millones.

Esta estructura permitió que durante 2014 la emisora generara ingresos por actividades ordinarias por \$10.772 millones, lo que representó un incremento de más de 650% respecto a 2013. En virtud que el costo de ventas se expandió en 623%, hasta \$4.377 millones, la ganancia bruta totalizó más de \$6.395 millones, incrementándose más de 675% respecto del registro de 2013.

Por su parte, los gastos de administración totalizaron \$5.804 millones, con lo cual la ganancia del ejercicio totalizó \$856 millones, exhibiendo una expansión de 20,8% respecto del año anterior.

Enero-junio 2015

Entre el cierre de 2014 y junio de 2015 los activos se han incrementado en más de 17%, hasta alcanzar más de \$39.790 millones, en tanto que los pasivos se incrementaron solo en 4,7%. La diferencia entre ambos fue cubierta por un importante aumento del patrimonio de la emisora, el cual se incrementa en más de 108%, explicado fundamentalmente por el aporte de capital que realizaron los socios en abril de 2015 y por la conversión de una deuda convertible en acciones de Inversiones Alcántara SpA.

Por otra parte, entre enero y junio de 2015 los ingresos del **GrupoAval Chile** se incrementaron en más de 41%, totalizando \$7.385 millones. La ganancia bruta, por su parte, alcanzó \$3.483 millones, lo que representa un incremento de 7,7% respecto al mismo período del año anterior.

Los gastos de administración aumentaron en 25,5% hasta \$3.273 millones, con lo cual la ganancia del ejercicio exhibió una expansión de más de 53% respecto al mismo período de 2014, al totalizar casi \$560 millones.

Definición de categorías de riesgo

Categoría BBB (títulos de deuda de largo plazo)

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.

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

Categoría Nivel 2 (N-2) (títulos de deuda de corto 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.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Modelo apoyado en actividades de bajo riesgo: Desde el punto de vista del riesgo, se reconoce como aspecto favorable para **Grupo AvalChile** la fiscalización a que deben someterse dos de sus filiales que representan en torno al 60% del patrimonio consolidado y representaron conjuntamente casi un 65% de los ingresos del grupo durante el primer semestre de 2015. Cabe considerar que según la última información disponible las inversiones de la compañía de seguro representaban 1,4 veces sus obligaciones del giro (por normativa deben ser superior a una vez) y un patrimonio neto de UF 95.871 (por normativa no puede ser inferior a UF 90.000). La SGR debe presentar a la SBIF y a CORFO, dos veces al año, una evaluación de riesgo independiente (también tiene exigencias patrimoniales).

Diversificación de actividades y sinergia grupo: Además de las filiales señaladas en el acápite anterior, el grupo opera, como filial relevante, una compañía de factoring, así como otras compañías menos relevantes desde el punto de vista patrimonial o de generación de ingresos, tales como fondos de inversión o asesorías financieras a PYMES (los ingresos de la SGR, la compañía de seguros y factoring tienen una importancia relativa aproximada de 29,7%, 35,1% y 17,7%, respectivamente).

De esta manera, la información de caracterización de clientes o bien sus necesidades de financiamiento que se genere en alguna de las empresas operativas puede ser compartida con el resto de las firmas del grupo.

Capacidad profesional: Los socios ejecutivos del grupo cuentan con amplia experiencia en el sistema financiero chileno, lo que les permite conocer las particularidades del mercado. Además, su extensa carrera les permite haber conocido situaciones de crisis que ha enfrentado la banca chilena en las últimas décadas. Adicionalmente, en lo relativo a las SGRs, sus ejecutivos han sido los pioneros y principales impulsores de la industria (fue la primera entidad en operar en el mercado y se ha constituido como la líder en términos de avales entregados).

Orientación conservadora en manejo de riesgo: La utilización de los certificados de fianzas de terceros independientes como instrumento para reducir la exposición a las pérdidas en sus operaciones de leasing, ha permitido a la administración acotar los niveles de riesgo soportado por la operación del grupo. Adicionalmente, la filial de seguros cuenta actualmente con contratos de reaseguro con un panel de reaseguradores con buena clasificación de riesgo internacional. Con todo, lo relevante de este punto es la tendencia mostrada por la

administración para acotar la exposición de su patrimonio y su capacidad para utilizar los instrumentos financieros que ofrece el mercado.

Capacidad de manejo de liquidez de factoring: El negocio de factoring, dado el reducido plazo de las operaciones, tiene la particularidad de ajustarse rápidamente a las condiciones de tasa de interés del mercado. Asimismo, ya sea vía aumento de tasa interés o mediante decisiones internas de la administración, es posible limitar el flujo de las colocaciones y así fortalecer la liquidez de la empresa a medida que van venciendo las operaciones vigentes (adecuándose a eventuales restricciones coyunturales que imponga el sistema financiero). También, en caso de estrés financiero, está la posibilidad de vender cartera.

Baja necesidad de deuda financiera en seguros y SGR: La compañía de seguros y la sociedad de garantía recíprocas presentan bajos niveles de apalancamiento y se estima que presentarán en el futuro necesidades de financiamiento acotadas, lo que permitiría que las utilidades de estas podrían apoyar a la matriz para enfrentar el pago de la deuda traspasada a la empresa de factoring. A la fecha estas entidades no tienen deuda financiera.

Factores de riesgo

Baja historia operativa como grupo: La sociedad matriz del *holding* fue constituida como sociedad anónima en julio de 2013, en tanto que sus empresas operativas, a excepción de la sociedad de garantía recíproca, presentan una reducida historia. En efecto, Pyme Factoring fue constituida en septiembre de 2012 y sólo durante 2014 ha presentado resultados positivos, en tanto que AvalChile Compañía de Seguros de Garantías y Crédito se constituyó en marzo de 2014.

Riesgo propio del factoring: La empresa Pyme Factoring se orienta principalmente a la pequeña y mediana empresa, 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. Tampoco se puede desconocer que la entidad, directa o indirectamente, compite con entidades con menor costo de financiamiento.

Bajo nivel de utilidades: Aun cuando las utilidades de la sociedad de garantía recíproca alcanzaron a más de \$600 millones durante 2014 (\$800 millones si se excluye el fondo de reserva patrimonial), guarismo que alcanza a casi \$400 millones durante el primer semestre de 2015 (\$533 si se excluye el fondo de reserva patrimonial), el resto de las compañías han presentado resultados más débiles. En efecto, Pyme Factoring sólo ha obtenido ganancias a partir de 2014, período en que alcanzaron \$ 67,2 millones, en tanto que durante 2015 tiene como resultado después de impuesto \$135 millones. Por su parte, AvalChile Compañía de Seguros de Garantías y Crédito durante 2014 exhibió una pérdida de \$491 millones, en tanto que al primer semestre de 2015 registró pérdidas por \$243 millones.

Necesidad de crecimiento: Si bien la SGR presenta una escala relevante dentro de la industria, el resto de compañías operativas del *holding* muestran un reducido tamaño relativo dentro de sus respectivos sectores, situación que afecta los niveles de competitividad y torna más relevante la necesidad de crecimiento de las carteras de seguros de créditos y de factoring. Asimismo se debe considerar que la competencia directa o indirecta de mayor envergadura tiene acceso a un menor costo de fondeo. Por otra parte, el mayor stock de colocaciones, adecuadamente diversificado, repercute favorablemente en la atomización de los riesgos y en el comportamiento estadísticamente normal de la cartera crediticia.

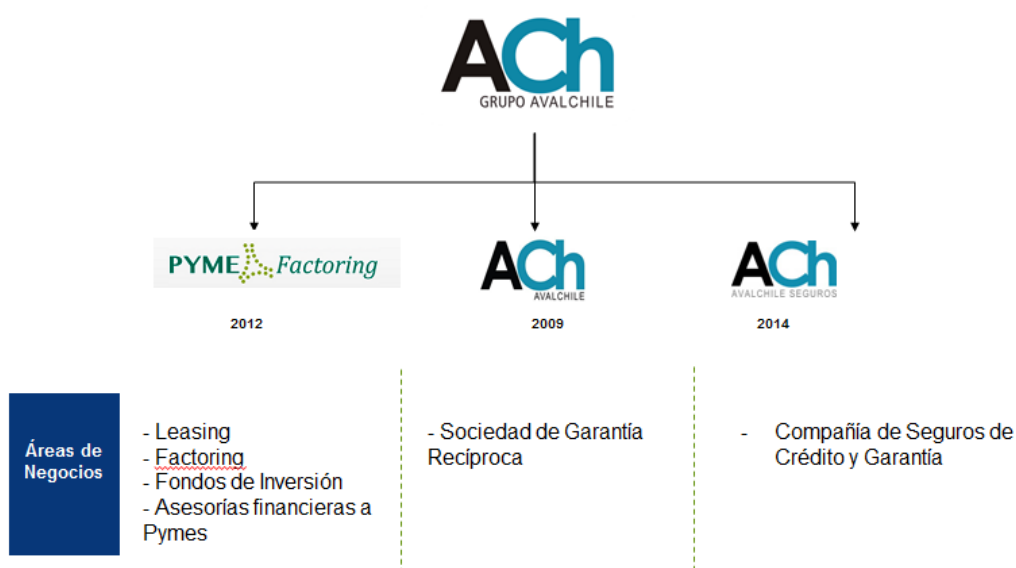
Antecedentes generales

Empresa

Grupo AvalChile es un *holding* compuesto por las filiales AvalChile SGR, Pyme Factoring y AvalChile Compañía de Seguros de Garantía y Créditos, como las empresas más relevantes. La matriz fue constituida como sociedad anónima en julio de 2013.

La estructura corporativa del *holding*, así como su año de constitución, se presenta en la Ilustración 1.

Ilustración 1
Estructura Corporativa Grupo Aval Chile



AvalChile S.A.G.R., constituida en 2008, tiene como objeto el caucionar las obligaciones asumidas por pequeñas y medianas empresas con sus acreedores y prestar asesoramiento técnico, legal y económico para el mejoramiento de las actividades empresariales de sus clientes. Pyme Factoring, constituida en 2012, realiza operaciones de factoring, en tanto que su filial Pyme Leasing S.A. efectúa los negocios de créditos y leasing. Por

su lado, Aval Chile Compañía de Seguros de Garantía y Créditos, compañía constituida en 2014, se especializa, como lo señala su razón social, en seguros de garantías y seguros de crédito.

El listado de las filiales que conforman el *holding*, y el porcentaje de la propiedad controlada por **Grupo AvalChile**, se presenta en la Tabla 1.

Tabla 1
Filiales Grupo AvalChile

Filial	Porcentaje de propiedad
Inversiones Aval Chile Seguros S.A.	99,99%
Inversiones Los Cinco Avanzada S.A.	100,0%
Aval Chile S.A.G.R	99,99%
First Aval S.A.G.R.	99,99%
Inversiones Pyme Network S.A.	99,99%
Pyme Factoring S.A.	99,99%
Pyme Leasing S.A.	99,99%
Administradora Pyme Capital S.A.	99,99%
Pyme Servicios S.A.	99,99%
Pyme Asesorías Financieras SpA	99,99%
Pyme Cobranza SpA	99,99%
Pyme Risk SpA	99,99%
Aval Chile Seguros de Crédito y Garantía	87,5%
Inmobiliaria Super 7 Limitada	99,0%

La estructura de propiedad del **Grupo AvalChile** se presenta en la Tabla 2.

Tabla 2
Filiales Grupo AvalChile

Accionista	Porcentaje de propiedad
Inversiones Franja Ltda.	11,22%
Sociedad de Inversiones y Asesorias Golfo de Darien	11,22%
Asesorias e Inversiones RTM Ltda	11,22%
CHG Asesorias e Inversiones Ltda	11,22%
Inversiones Los Bumps Dos Limitada.	14,21%
Inversiones Los Bumps Uno Limitada.	14,67%
Pedro Pablo Alamos	13,75%
Inversiones Alcántara SPA	12,50%

Líneas de negocio

Grupo AvalChile, a través de sus filiales Aval Chile S.A.G.R. y First Aval S.A.G.R., Avalchile Chile Seguros de Crédito y Garantía y Pyme Network participa en el mercado de afianzamiento de crédito, seguros y factoring y leasing, respectivamente.

Mercado de instituciones de garantía recíproca (IGR o SGR)

Esta actividad tiene como objetivo principal otorgar garantías personales a los acreedores de los clientes de las SGRs con la finalidad de caucionar las obligaciones que contraigan en relación con las actividades propias de su ámbito empresarial, productivo, profesional o comercial (por esta función, la SGRs cobran un comisión, reciben una contra-garantía que reduce su exposición y, además, puede traspasar los riesgos a fondos con aportes de CORFO creados específicamente para estos fines). Asimismo, dentro de su giro de negocio se incluye el asesoramiento técnico, económico, legal y financiero a sus clientes; la administración de los fondos a que hace referencia el artículo 33 de la Ley 20.179, y la administración de las contra-garantías subyacentes a los afianzamientos otorgados.

Mercado

De acuerdo a la última información disponible, en Chile operan quince instituciones de garantía recíproca, siendo Aval Chile S.A.G.R. la líder de la industria en términos de colocaciones.

Empresa

Al 31 de marzo de 2015 Aval Chile S.A.G.R., contabilizaba certificados por un monto vigente de \$ 128.593 millones (equivalente a US\$ 205,8 millones), correspondientes a 2.115 certificados y a 1.478 empresas. La entidad cuenta con seis fondos de garantía (o fondos de re afianzamientos). Por su parte, a la misma fecha, a través de First Aval S.A.G.R., el grupo avalaba operaciones por \$ 18.287 millones, correspondiente a 132 certificados vigentes.

Estado de Situación S.A.G.R. IFRS				
M\$ de cada período	dic-12	dic-13	dic-14	mar-15
Activo Corrientes	4.693.776	2.457.792	4.737.442	2.840.023
Activo No Corrientes y Otros Activos	4.513.541	5.079.222	5.197.406	6.122.226
Total Activos	9.207.317	7.537.014	9.934.848	8.962.249
Pasivo Corriente	3.336.657	2.159.412	3.531.342	2.934.397
Pasivo No Corriente	3.814.635	2.807.960	3.721.235	3.092.845
Patrimonio	2.056.025	2.569.642	2.682.271	2.935.007
Total Pasivos	9.207.317	7.537.014	9.934.848	8.962.249

Estado de resultados S.A.G.R. IFRS				
M\$ de cada período	dic-12	dic-13	dic-14	mar-15
Ingresos de Actividades Ordinarias	5.530.532	9.483.437	7.952.198	1.295.208
Costo de Ventas	- 1.238.416	- 4.863.882	- 2.825.209	-397.591
Ganancia Bruta	4.292.116	4.617.482	5.105.237	897.617
Gastos de Administración	- 2.685.628	- 3.953.058	- 4.378.691	-1.089.445
Resultado Neto	653.477	744.360	613.241	51.573

Cabe señalar que la SGR, al menos como Aval Chile ha estructurado su negocio, presenta un bajo riesgo financiero, por cuanto los riesgos propios asociados a los certificados de afianzamiento son traspasados íntegramente a un fondo de garantía, el cual puede re-afianzar hasta tres veces el valor de sus activos (ello sin considerar las contra-garantías entregadas por el sujeto avalado). Con todo, subsiste un riesgo operativo que, a juicio de la clasificadora, es adecuadamente administrado por Aval Chile.

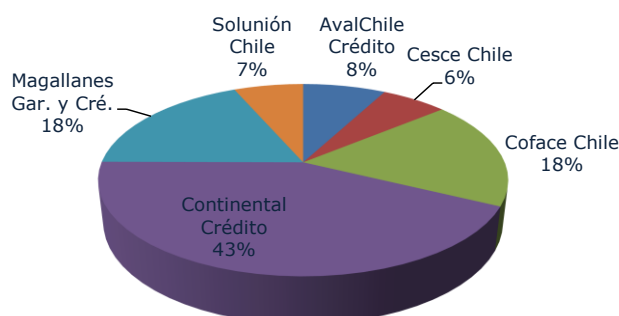
Mercado de seguros de crédito

Las aseguradoras que están insertas en el mercado de seguros de crédito pueden ofrecer exclusivamente seguros de garantía, fidelidad y crédito local y a la exportación. Sin embargo, los dos primeros ramos pueden ser ofertados por cualquier compañía de seguros generales del país, mientras que los de crédito solo pueden ser ofrecidos exclusivamente por aseguradoras que presenten el giro de garantía y crédito.

Mercado

Según datos al cierre junio de 2015, el mercado de las aseguradoras de garantía y crédito estaba compuesto por seis compañías, entre ellas, AvalChile Seguros de Garantía y Crédito. Durante el primer semestre del año 2015 el primaje directo de las seis compañías del rubro fue UF 1.328.524. A continuación, se presenta la participación de cada una de ellas respecto a la prima directa total de las seis compañías de giro exclusivo (garantía y crédito) (ver Ilustración 2).

Ilustración 2
Distribución de la Prima Directa a junio de 2015



Empresa

AvalChile Seguros de Garantía y Crédito fue constituida el 13 de marzo de 2014, siendo su objetivo, en primera instancia, la venta de seguros de garantía y, en segunda instancia, la comercialización de seguros de crédito. La compañía se orienta principalmente a las pequeñas y medianas empresas. Conforme a su giro, puede cubrir los riesgos de crédito local y de exportaciones, de garantía y fidelidad.

Al cierre del año 2014, la prima directa de la compañía fue de casi \$ 2.111 millones, concentrada en un 98% en venta de seguros de garantía. A la misma fecha presentó retención de prima del 15,3%, costos de siniestros por \$ 96 millones y un costo de administración de \$ 812 millones. El resultado del año 2014 alcanzó \$ -491 millones. A junio de 2015 el primaje directo de la aseguradora se contabilizó en \$ 2.589 millones, presentando costos de siniestros por \$ 25 millones y un resultado final por \$ -243 millones. Al cierre de los seis primeros meses del año 2015, los activos alcanzaron \$ 7.841 millones, con un nivel de patrimonio de \$ 2.429 millones.

Estado de Situación IFRS		
M\$	dic-14	jun-15
Inversiones	3.471.750	4.145.613
Total cuentas de seguros	2.362.106	3.633.906
Participación del reaseguro en las reservas técnicas	1.924.919	2.778.565
Otros activos	47.484	48.368
Total activos	5.902.821	7.841.484
Reservas técnicas	2.149.035	3.294.947
Deudas por operaciones de seguro	1.259.655	1.609.982
Otros pasivos	189.592	473.294
Patrimonio	2.267.631	2.429.273

Estado de Resultado IFRS		
M\$	dic-14	jun-15
Prima directa	2.110.807	2.589.461
Prima cedida	1.787.062	2.086.313
Prima retenida	323.745	503.148
Costo de siniestros	96.359	25.132
R. intermediación	-112.287	-214.986
Costo de administración	811.967	771.144
Resultado de inversiones	3.740	72.451
Resultado final	-491.439	-242.760

Mercado de factoring y de leasing

Pyme Factoring tiene como objetivo la realización de operaciones de factoring, incluyéndose en ella la adquisición de valores mercantiles a personas naturales o jurídicas, con o sin responsabilidad para ellos, y adelantando o no el valor futuro de dichos documentos, del todo o parte de sus créditos o cuentas por cobrar, documentadas en facturas, letras de cambio, pagarés y cualesquiera otros instrumentos, sea que tengan o no carácter de comerciales.

Mercado

La industria del factoring se constituye en una herramienta de financiamiento para todo tipo de empresas, al proporcionar el capital de trabajo necesario para su desenvolvimiento mediante la cesión de sus cuentas por cobrar a la empresa de factoring, que es la encargada de recuperar dichos créditos cedidos. En Chile, el sector de la Pyme constituye el mercado objetivo del factoring.

Esta industria, al menos en sus aspectos más formales, tiene 20 años y desde su inicio se ha caracterizado por un continuo crecimiento. El sector de la Pyme en Chile se estima en 100.000 compañías, de las cuales aproximadamente un 18% se encuentra operando activamente con esta industria (no obstante, según el Servicio de Impuestos Internos, las empresas medianas y pequeñas, habrían totalizado más de 206.700 durante 2014).¹

Las empresas de factoring se dividen en tres grandes grupos: i) las sociedades filiales de bancos, agrupadas en la ACHEF; ii) las independientes², estructuradas profesionalmente, muchas de ellas agrupadas bajo Empresas de Factoring Chile A.G. y algunas acogidas a la fiscalización de la SVS; y iii) sociedades con alto nivel de informalidad.

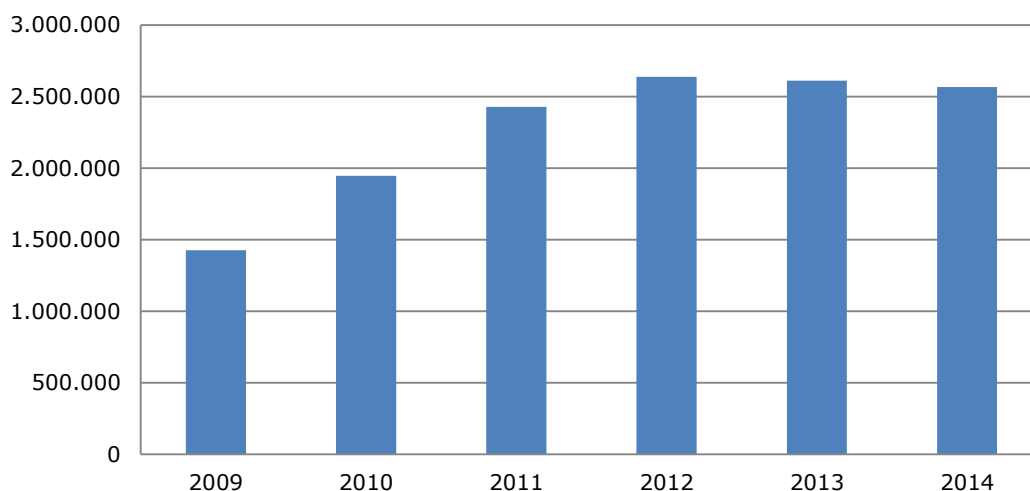
Desde el punto de vista legal, las empresas de factoring, puesto que carecen de un marco jurídico especial para operar, se sustentan básicamente en los códigos Civil y de Comercio, así como en la ley N° 19.983 del 15 de diciembre del 2004, que le otorga mérito ejecutivo a la factura, y la ley N° 20.323, publicada en 29 de enero de 2009, que modifica la ley N° 19.983 fundamentalmente en que disminuye los requisitos establecidos para que la factura sea cedible y tenga mérito ejecutivo y además, limita la posibilidad del deudor de interponer excepciones personales que tuviere en contra del cliente, al cobro del documento por parte del nuevo acreedor.

A diciembre de 2014 las colocaciones de factoring alcanzaron \$ 2.567.571 millones, con una disminución de 1,7% respecto del año anterior, y un volumen de operaciones de \$ 14.413.878 millones, según cifras publicadas por la ACHEF.

¹ http://www.sii.cl/estadisticas/empresas_tamano_ventas.htm.

² Dentro de este grupo puede incluirse a Pyme Factoring.

Colocaciones industria factoring (MM\$)



Empresa

A fines de 2014 las colocaciones totales de Pyme Factoring alcanzaron más de \$15.540 millones, lo que significó un incremento de más de 500% respecto a 2013, consistente con una compañía en rápido crecimiento. La base de activos alcanzó a casi \$16.453 millones, financiadas con pasivos por \$12.574 millones, y un patrimonio ascendiente a \$3.878 millones. Durante el ejercicio 2014 registró una ganancia por \$67,2 millones, que se compara favorablemente con la pérdida de \$12,6 millones exhibida durante 2013.

A junio de 2015 las colocaciones totales de Pyme Factoring alcanzaron más de \$17.400 millones. Durante el primer semestre del presente año, la compañía obtuvo un resultado después de impuesto de \$135 millones.

Con todo, Pyme Factoring registra aún una baja penetración en la industria, al exhibir una participación de mercado, medida sobre el total de las colocaciones de la ACHEF, de aproximadamente 0,6%. Esta baja participación se registra incluso considerando las colocaciones de leasing que consolidan en Pyme Factoring.

Estado de Situación IFRS		
M\$	dic-13	dic-14
Activos corrientes	3.602.983	16.393.957
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	2.511.612	15.542.020
Activos no corrientes	1.698	53.414
Total Activos	3.604.681	16.452.955
Pasivos corrientes	2.615.964	12.574.752
Patrimonio	988.717	3.878.203
Total Pasivos y Patrimonio	3.604.681	16.452.955

Estado de Resultado IFRS		
M\$	dic-13	dic-14
Ingreso de Actividades Ordinarias	354.938	1.489.305
Costo de Ventas	-90.373	-677.646
Ganancia Bruta	264.565	811.659
Gastos de Administración	-271.351	-831.011
Utilidad (pérdida) del ejercicio	-12.567	67.233

Administración del negocio

Administración de certificados de fianzas

La compañía administra 6 fondos de garantía a través de Aval Chile S.A.G.R y un fondo a través de First Aval S.A.G.R. en donde están alojados todos los certificados de fianzas emitidos. De acuerdo con la última revisión efectuada por **Humphreys**, los indicadores de principales de la actividad de estos fondos son los que se muestran a continuación:

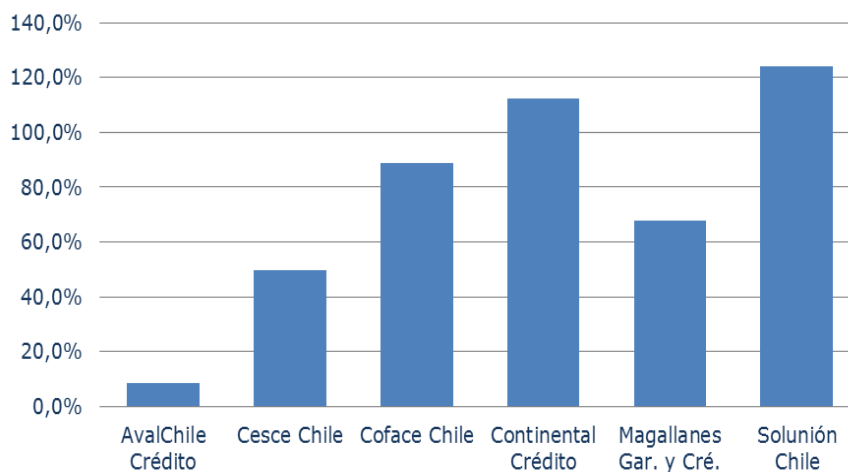
Categoría	Indicador	Aval Chile I	Ach. Reconst.	Propyme II	Propyme III	Propyme IV	Propyme V	Melinka (First Aval)
Monto activos, fianzas y contragarantías traspasadas (UF)	Valor activos fondo	81.572	69.174	354.077	382.013	388.985	511.333	275.824
	Fianzas vigentes	238.152	203.646	1.045.589	1.138.535	1.153.886	1.442.732	742.691
	Fianzas retenidas	70.216	63.559	415.614	413.047	356.158	155.994	62.952
	Contragarantías netas	167.936	140.087	629.975	725.488	797.727	1.286.739	679.739
Certificados vigentes	N° certificados	205	271	594	453	358	234	132
	N° empresas afianzadas	190	248	518	384	291	169	97
Número empresas con contragarantía ("CG")	% empresas con CG	76%	83%	64%	63%	74%	87%	94%
	% empresas con FOGAPE	63%	76%	49%	39%	39%	14%	16%
	% empresas con CG real	18%	9%	19%	33%	53%	84%	90%
Valor contra garantías UF	Contragarantía neta / fianzas	71%	69%	60%	64%	69%	89%	92%
Monto afianzado por empresa UF	Monto promedio por empresa	1.253	821	2.019	2.965	3.965	8.537	7.657
	Monto máximo por empresa	15.673	4.431	35.891	38.082	39.316	52.828	40.474
Monto afianzado neto de CG UF	Monto promedio por empresa	370	256	802	1.076	1.224	923	649

Siniestralidad de seguros

La siniestralidad retenida de la compañía de seguros a junio de 2015 presentó un ratio de 8,75% en tanto esa misma cifra diciembre de 2014 fue de 123,74%. A continuación se presenta la comparación del ratio de siniestralidad a junio de 2015 de las empresas de garantía y crédito del mercado.

Ilustración 3

Siniestralidad Retenida - Junio 2015 -

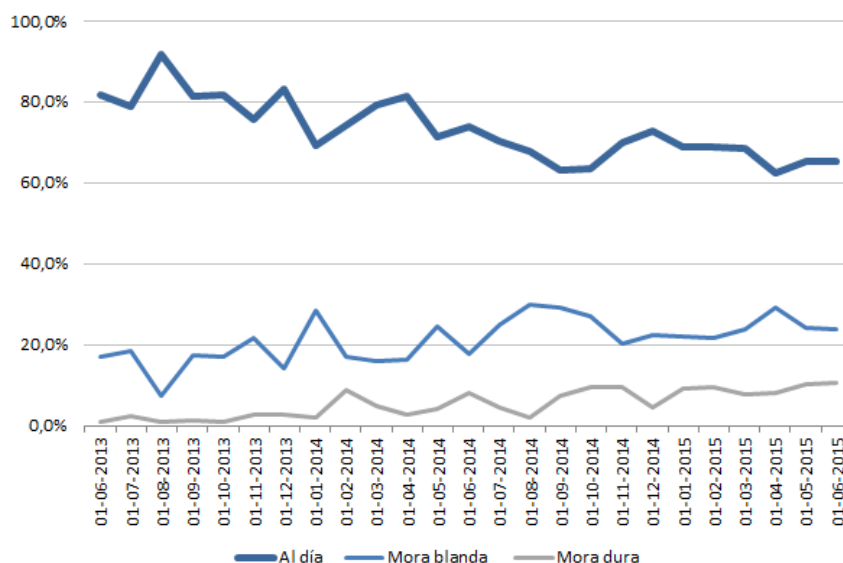


Cartera de factoring y leasing

En los últimos dos años, la mora de la cartera de factoring y leasing ha tenido una leve tendencia creciente, como muestra la Ilustración 4, que exhibe, además, la tendencia decreciente de la cartera al día, en tanto que la mora blanda y dura presentan un incremento en el período junio 2013-junio 2015.

Ilustración 4

Mora Factoring y Leasing



Riesgo de descalce

En el caso de AvalChile SGR y Pyme Factoring, las operaciones denominadas en “moneda extranjera” y/o “unidades reajustables” se registran según los tipos de cambio y/ valores de cierre vigentes en las fechas de las respectivas operaciones, por lo cual la empresa enfrenta un eventual riesgo de descalce de monedas.

En el caso de AvalChile Compañía de Seguros de Garantía y Créditos, la exposición se produce debido a la volatilidad de diversos factores no controlables, como la tasa de interés, tipo de cambio, inflación, etc., que afectan la valorización de los instrumentos mantenidos en cartera. Sin embargo el Directorio de la compañía ha decidido establecer la política de no utilizar productos derivados.

Sin perjuicio de lo anterior, en opinión de la clasificadora, los riesgos asociados son acotados y factibles de ser administrados vía un adecuado seguimiento de las respectivas exposiciones.

Crédito y cobranza

Cada una de las empresas operativas realiza las acciones pertinentes para morigerar el riesgo de crédito. En efecto, en el caso de AvalChile SGR existen tres comités par la aprobación de operaciones, cada uno de los cuales tiene distintas atribuciones, dependiendo del monto y garantías de las transacciones. Posteriormente, un comité de seguimiento de cartera permite detectar anticipadamente cambios en la evolución del riesgo de los clientes y su entorno.

En el caso de Pyme Factoring, existen políticas de crédito que permiten atenuar el riesgo crediticio, enfocándose en la evaluación del deudor del documento, aprobándose aquellas operaciones y clientes que tengan deudores con alta capacidad de pago y sin problemas de liquidez en el corto plazo. Asimismo, se contempla un seguimiento permanente de la cartera y la cobranza. Con todo, la cobranza se ve favorecida puesto que las operaciones de crédito y leasing cuentan con cobertura de certificados de fianzas de otras SGRs, al 100% y 80% respectivamente.

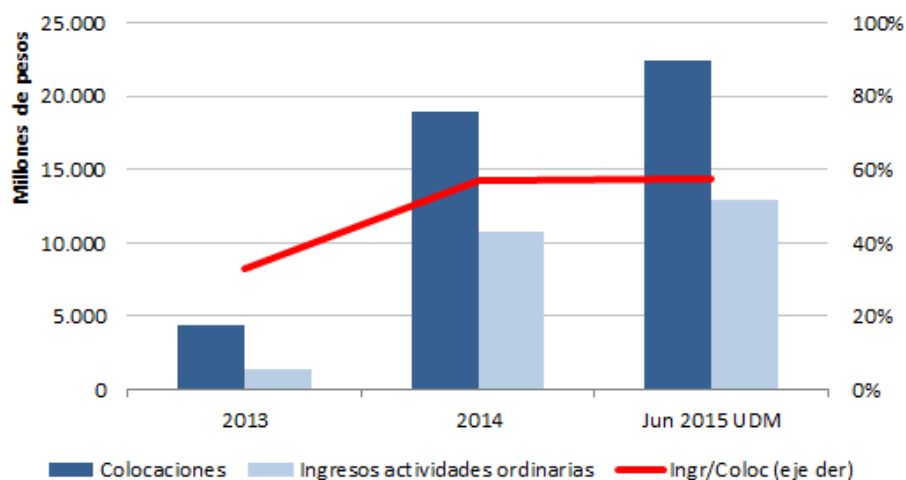
A objeto de reducir su exposición a las pérdidas por insolvencia en sus inversiones que respaldan reservas técnicas y patrimonio de riesgo, AvalChile Compañía de Seguros de Garantía y Créditos no realiza inversiones en instrumentos con una clasificación de riesgo local inferior a AA- o no dispongan de clasificación de riesgo local, en instrumentos no inscritos en el registro que lleva la SVS y la SBIF, o bien otras inversiones, de acuerdo a lo definido en la NCG 152, publicada por la SVS. Adicionalmente, se contempla requisitos de diversificación de los instrumentos financieros, por tipo, sector, emisores, etc. Cabe considerar que las operaciones de las compañías de seguros deben someterse a la normativa dictada por la SVS y al control de este organismo fiscalizador.

Análisis financiero

Evolución de ingresos y colocaciones

El **Grupo AvalChile** ha presentado una tendencia creciente en su nivel de actividad ordinaria, alcanzando, a junio de 2015 un *stock* de colocaciones de casi \$22.488 millones, en tanto que los ingresos (últimos doce meses) se situaron en torno a los \$12.931 millones, como se aprecia en la Ilustración 5. De esta manera, la razón Ingresos/Colocaciones, que en 2013 exhibía un valor de 33%, hacia junio del presente año se situó por encima del 57,5%.

Ilustración 5
Grupo AvalChile
Colocaciones, Ingresos de actividades Ordinarias e
Ingresos/Colocaciones

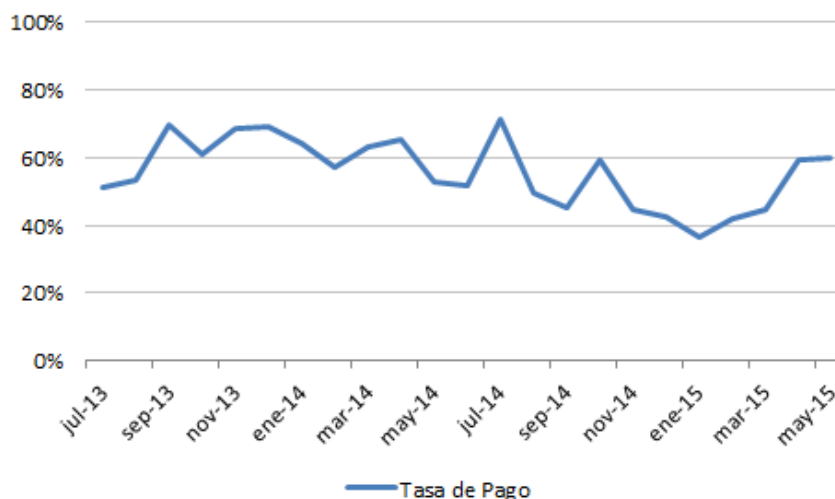


Tasa de pago³

La tasa de pago del factoring y leasing, que en el período julio 2013-julio 2014 se había mantenido en torno al 60%, exhibió posteriormente una caída, hasta situarse en torno al 40% a principios de 2015. Sin embargo, durante el ejercicio 2015 la tasa de pago ha retornado a valores en torno al 60% (ver Ilustración 6).

³ Recaudación como porcentaje del *stock* de colocaciones.

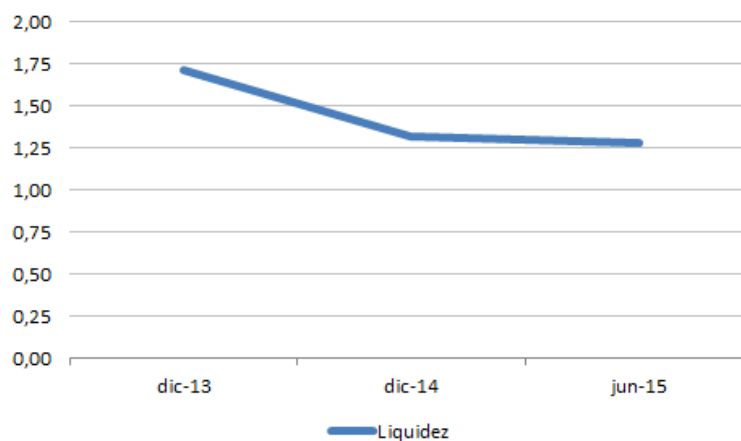
Ilustración 6
Factoring y Leasing
Tasa de Pago



Liquidez

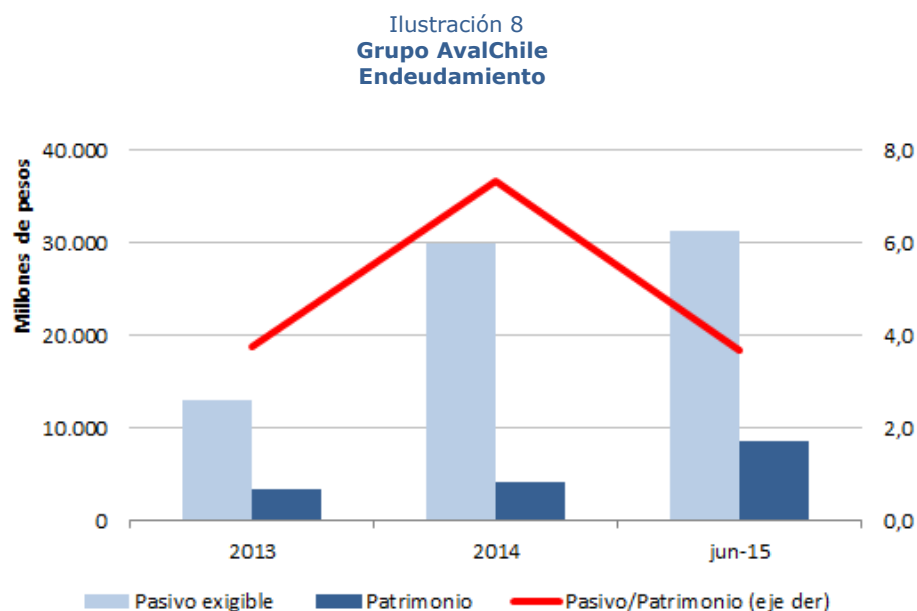
La liquidez del **Grupo AvalChile**, definida como la relación entre activos corrientes y pasivos corrientes, ha presentado una tendencia decreciente, como se aprecia en la Ilustración 7. No obstante, la más reciente observación aún se mantiene en niveles superiores a 1,28 veces.

Ilustración 7
Grupo AvalChile
Liquidez



Endeudamiento

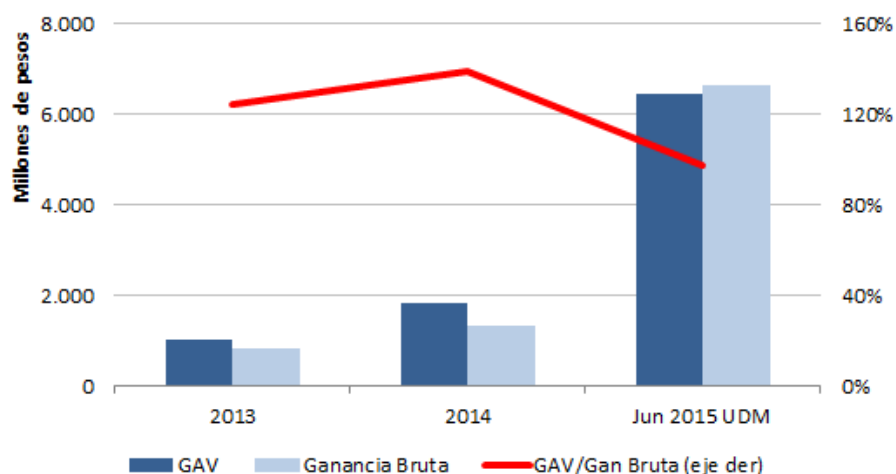
El endeudamiento del **Grupo AvalChile**, definida como la relación entre el pasivo exigible y el patrimonio del grupo, mostró una tendencia creciente entre 2013 y 2014, asociado principalmente a los requerimientos asociados al crecimiento de la cartera de colocaciones, incrementándose, de esta manera, de 3,7 a 7,3 veces en el período. No obstante, debido al incremento de la base patrimonial, a junio de 2015 este indicador ha retornado a niveles de 3,68 veces, como muestra la Ilustración 8.



Eficiencia

La eficiencia del **Grupo AvalChile**, definida como la relación entre los Gastos de Administración y Ventas sobre la Ganancia Bruta, mostró un empeoramiento entre 2013 y 2014, al incrementarse desde 124% a 139% entre ambos períodos. Sin embargo, la más reciente observación muestra que los gastos de administración se redujeron, como porcentaje de la ganancia bruta a un nivel levemente superior a 97%. Este mejoramiento de la eficiencia sería indicativo de las economías de escala asociadas al incremento de la cartera de colocaciones del grupo.

Ilustración 9
Grupo AvalChile
Gasto Administración y Ventas y Ganancia Bruta



"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."