



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analistas

Gonzalo Neculmán G.

Antonio Velasquez H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

ratings@humphreys.cl

Interfactor S.A.

Noviembre 2011

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 2011

Características la línea de efectos de comercio			
Monto Máximo (M\$)	Duración	Nº de inscripción	Fecha de Inscripción
7.000.000	10 años	Nº 082	14.01.2011
Al 30 septiembre de 2011 se había emitido \$3.500.000.000			

Covenant	
Patrimonio/Activos	Mín. 10%
Act. Circ. / Pas. Circ.	Mín. 1,00
Patrimonio Mínimo (UF)	250.000

Estado de Resultado Consolidado				
Cifras en M\$	2005	2006	2007	2008
Ingresos de explotación	51.055	3.018.889	4.791.418	5.401.261
Costos de explotación (menos)	-19.480	-1.359.926	1.891.455	-2.441.921
Gastos de administración y ventas (menos)	-71.706	-753.992	1.063.855	-1.236.568
Resultado de explotación	-40.131	904.971	1.836.108	1.722.772
EBITDA	-36.932	950.674	1.898.636	1.782.168
Utilidad (pérdida) del ejercicio	-30.990	707.100	1.305.236	1.124.930

¹ Se destaca cambio en sistema contable a Normas IFRS.

Balance Consolidado				
Cifras en M\$	2005	2006	2007	2008
Total activos circulantes	3.191.884	20.750.125	23.887.033	19.522.947
Total activos fijos	40.910	66.386	45.735	47.490
Total otros activos	37.722	295.923	371.153	17.542
Total activos	3.270.517	21.112.434	24.303.921	19.587.979
Total pasivos circulantes	398.914	17.385.469	19.529.831	13.659.578
Total pasivos a largo plazo	0	0	0	0
Total interés minoritario y patrimonio	2.871.499	3.726.980	4.774.227	5.929.294
Total pasivos	3.270.517	21.112.434	24.303.921	19.587.979

Estado de situación financiera clasificado-Individual			
Cifras en M\$	Dic-09	Dic-10	Sep-11
Activos Corrientes	21.761.512	33.671.471	37.957.513
Activos No Corrientes	377.451	680.854	855.990
Total Activos	22.138.963	34.352.325	38.813.503
Pasivos Corrientes	15.409.807	27.146.085	31.094.338
Pasivos No Corrientes	0	0	232.664
Total Pasivos	15.409.807	27.146.085	31.327.002
Patrimonio	6.729.156	7.205.240	7.486.501
Total Pasivos y Patrimonio	22.138.963	34.352.325	38.813.503

EERR Individual por función -Individual			
Cifras en M\$	Dic-09	Dic-10	Sep-11
Ingresos de actividades ordinarias	4.466.721	4.859.436	5.194.643
Costo de ventas	-1.587.963	-1.333.623	-2.111.965
Gasto de administración	-1.380.246	-1.682.928	1.729.636
Resultado Operacional	1.383.437	1.867.450	1.364.378
Ganancia o perdida	1.148.341	1.617.770	1.135.615

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.

Según los estados financieros al 30 de septiembre de 2011, la institución presentaba activos por cerca de US\$ 74,39 millones y colocaciones netas por cerca de US\$ 67,48 millones, de las cuales casi el 100% son de corto plazo. La base de las operaciones se distribuye en 744 clientes. Los activos de la sociedad son financiados en US\$ 14,35 millones con patrimonio y US\$ 55,33 millones con deuda financiera (bancos y efectos de comercio). La actual estructura del balance permitió a la empresa generar, durante los primeros nueve meses del año, un ingreso de US\$ 9,96 millones y un resultado final de US\$ 2,18 millones.

La principal fortaleza de **Interfactor**, que sirve como fundamento para la calificación en “*Categoría BBB/Nivel 2*”, es su bajo nivel de endeudamiento, considerando las características del negocio, lo que en la práctica se traduce en que, de acuerdo a los estados financieros a septiembre de 2011, el *stock* de colocaciones supera en un 21% la deuda financiera de la entidad. 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, *ceteris paribus*, afectar la categoría de riesgo asignada.

Complementariamente, 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 son esencialmente de corto plazo.

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 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) y la existencia de garantías. El castigo en provisiones se realiza una vez agotadas todas las instancias prudenciales de cobro.

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, se comparan favorablemente con el estándar del sector (*factoring* no bancarios); según el *stock* de colocaciones a septiembre de 2011, los diez primeros clientes suman el 16,73% de la cartera crediticia (el principal representa el 3,48% de dicha cartera). Los deudores respectivos presentan una mayor concentración. Los diez principales llegaban a cerca de un 20% de la cartera de colocaciones a septiembre de 2011. Asimismo, el hecho de que los clientes se mantengan como co-deudores solidarios reduce la pérdida esperada de la cartera.

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 (bajo acceso a economías de escala), así como por la fuerte exposición de la actividad crediticia a la coyuntura económica y por el mayor costo de fondeo del emisor en relación con el *factoring* 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.

La clasificación de sus obligaciones de corto plazo en "*Nivel 2/BBB*", 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.

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 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.

Hechos recientes

Entre enero y septiembre de 2011, la empresa generó ingresos por actividades ordinarias por US\$ 9,96 millones, lo que representó un incremento del 52,66% respecto a igual período del año anterior, en términos reales.

En el mismo período el costo de venta de la compañía ascendió a US\$ 4,05 millones, lo que significó un incremento real del 151,93%, respecto al año anterior y representó cerca de un 40,66% de los ingresos del ejercicio.

Los gastos de administración alcanzaron a US\$ 3,32 millones, registrando un crecimiento real de 43,71% respecto al año anterior. Los gastos de administración y ventas representaron un 33,30% de los ingresos de explotación (35,37% a septiembre de 2010). La ganancia del período ascendió a US\$ 2,18 millones, lo que en términos reales significó una disminución de 0,44% respecto a similar período de 2010.

Las colocaciones netas, en tanto, alcanzaron los US\$ 67,48 millones en el *stock* a septiembre de 2011 (variación de un 31,63% en relación con septiembre de 2010). A esa fecha la empresa tenía un patrimonio de US\$ 14,35 millones, un 62,06% correspondiente a capital.

Definición de Categoría 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.

Oportunidades y Fortalezas

Nivel de endeudamiento controlado: El endeudamiento de la compañía se mantiene en niveles controlados y no muy altos, dado su carácter de entidad financiera, queda reflejado en sus estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2011, donde se constata que su pasivo exigible es 4,15 veces su patrimonio. Por otra parte, las cuentas por cobrar netas, propias de su giro, superan en 21,96% la deuda financiera de la entidad. 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 en el último año un incremento cercano al 32% en sus colocaciones y de 53% en sus ingresos. 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.

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 33 días a septiembre de 2011); a su vez, los activos de corto plazo superan las obligaciones, 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.

Por otra parte, la política de provisiones es por tipo de instrumento y en función de los días de mora. 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.

Rango en días	% provisión
0 a 30	0%
31 a 45	10%
46 a 60	30%
61 a 90	60%
91 a 180	85%
Más de 180	100%

Composición de la cartera de clientes y deudores: Medido dentro de estándar de la industria del *factoring* no bancario, la cartera presenta niveles de concentración moderados en ambos aspectos, en tanto existe una

adecuada calidad crediticia de los responsables del pago de los documentos. Asimismo, el hecho de que los clientes se mantengan como co-deudores solidarios reduce la pérdida esperada, pero se destaca que la concentración de los deudores es mayor a la de los clientes directos, con los diez primeros concentrando cerca de un 20% de las colocaciones (el principal deudor concentraba un 8,16% de las colocaciones a septiembre de 2011).

Apoyo de los accionistas y experiencia de la administración: Los accionistas controladores presentan soporte accionario, 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 experiencia en la industria del *factoring*.

Factores de Riesgo

Reducido nivel de actividad y economías de escala: La empresa presenta niveles de colocaciones netas que ascienden a aproximadamente US\$ 67,48 millones, cifra reducida dentro del contexto del negocio del *factoring* y, más aún, dentro del mercado financiero local. Esta situación implica, en términos absolutos, bajos niveles de utilidades comparativos 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.

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 un desarrollo de las sociedades de garantía recíproca que podrían implicar un cambio en el sector de la mediana y pequeña empresa.

Corta historia: La compañía presenta una historia operativa breve, de sólo cinco años. Dado el tamaño de la entidad, su crecimiento lleva a variaciones significativas en su volumen y estructura de negocio al compararla con compañías que transan mayores montos en documentos, al margen que sean moderadas dentro del contexto general del sistema financiero. Los cambios esperados para futuros períodos obligan a adaptarse a las exigencias cambiantes que demanda el crecimiento, las que afectan a diversas áreas y aspectos de la organización (aumento de dotación, mayor endeudamiento, cambios en gobierno corporativo, etc.). Si bien lo descrito es connatural a una empresa en proceso de consolidación, de no ser adecuadamente implementado puede incrementar fuertemente el riesgo de la sociedad.

Antecedentes Generales

Historia y descripción del negocio

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. Las últimas sucursales en operación son Puerto Montt y Copiapó. A la fecha, **Interfactor S.A.** posee siete sucursales a lo largo del país.

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

Propiedad

Al 30 de septiembre de 2011, la propiedad de la compañía estaba constituida de la siguiente forma:

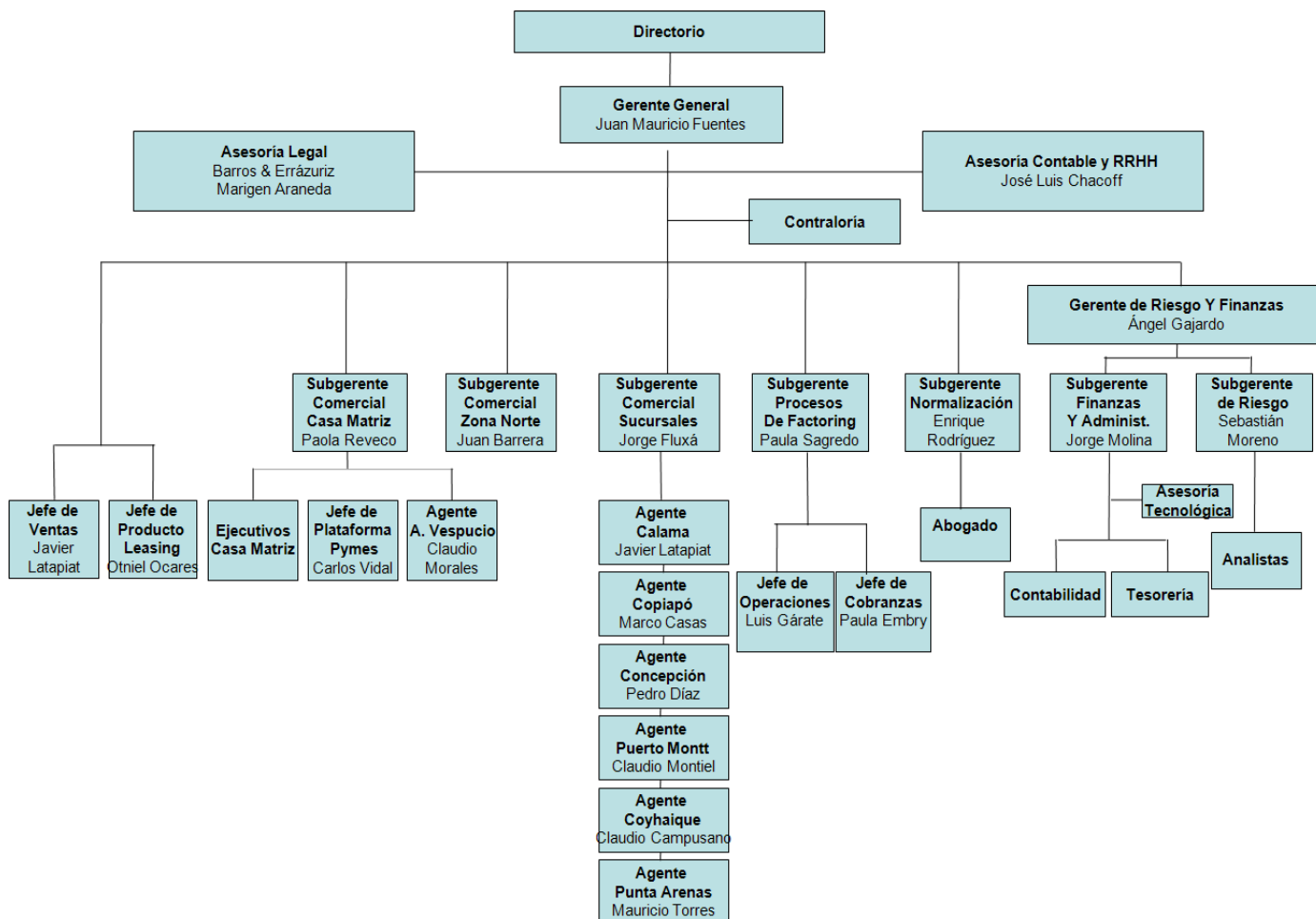
Accionista	% Propiedad
Inversiones Costanera Ltda.	31,33%
Inversiones El Convento Ltda.	31,32%
Inversiones Los Castaños Ltda.	15,66%
Inversiones Acces Ltda.	15,66%
APF Servicios Financieros Ltda.	6,03%
	100,00%

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

Administración

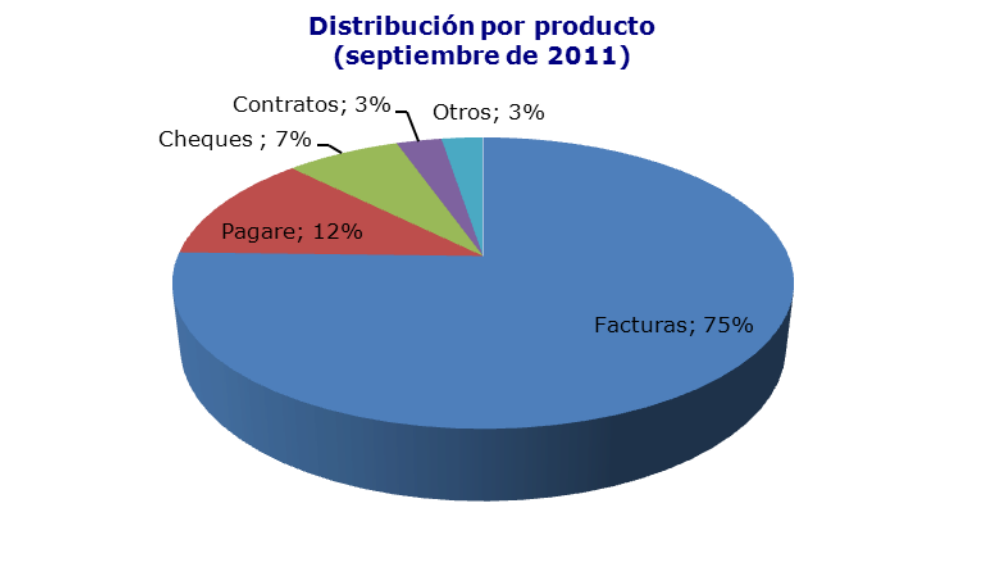
La administración de la compañía está liderada por el Sr. Juan Mauricio Fuentes, gerente general y accionista minoritario de la sociedad, y conformada por las siguientes unidades:



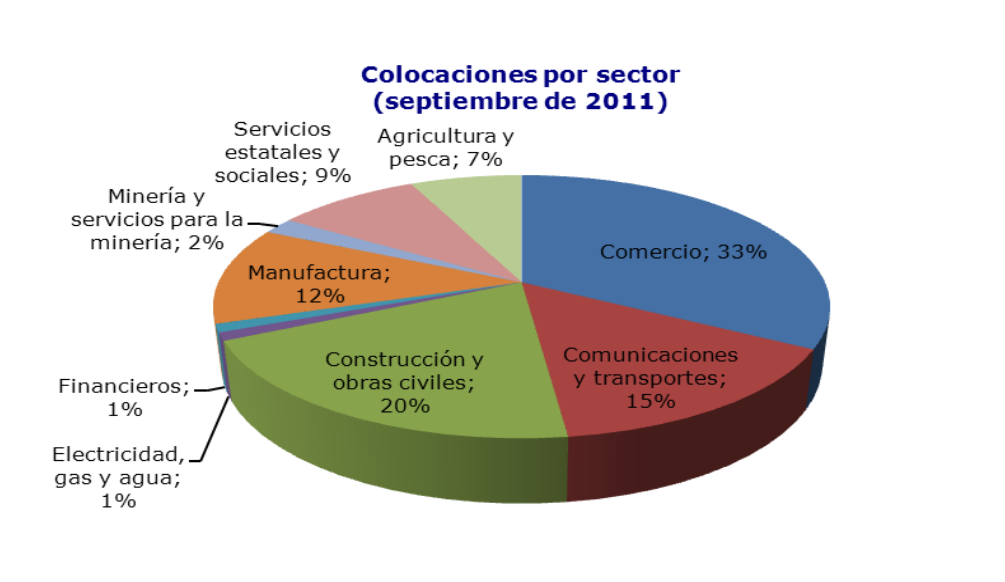
Cartera de colocaciones

Interfactor contaba con un *stock* de colocaciones netas por aproximadamente US\$ 67,48 millones a septiembre de 2011, con una cartera de 744 clientes. Los deudores morosos en cartera a septiembre totalizaron US\$ 12,83 millones.

La clasificación de la cartera por tipo de documento se concentra principalmente en facturas (75% del total de colocaciones), notándose un incremento en su concentración respecto a junio de 2010, cuando fue del 66%. Las facturas son seguidas en importancia por pagarés (12%), cheques (7%), contratos (3%) y otros.



La distribución de las colocaciones por actividad económica muestra una concentración del 33% en comercio y de un 20% en construcción y obras civiles, de acuerdo al siguiente detalle:



Es importante tener en consideración que dentro del sector comercio 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:

Mayores Clientes (Sep-11)		Mayores Deudores (Sep-11)	
Mayor cliente	3,48%	Mayor deudor	8,16%
5 mayores clientes	10,37%	5 mayores deudores	14,93%
10 mayores clientes	16,73%	10 mayores deudores	19,75%
20 mayores clientes	25,95%	20 mayores deudores	26,85%

Gestión de riesgo

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

Con estos antecedentes, **Interfactor** otorga una línea para operar, sobre la que posteriormente hay un seguimiento de comportamiento financiero del cliente y deudor.

La política de riesgo establece que toda línea de *factoring* u operación puntual debe ser aprobada en un comité, cuyos integrantes dependerán del monto de la línea u operación puntual a analizar.

Proceso de cobranza

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

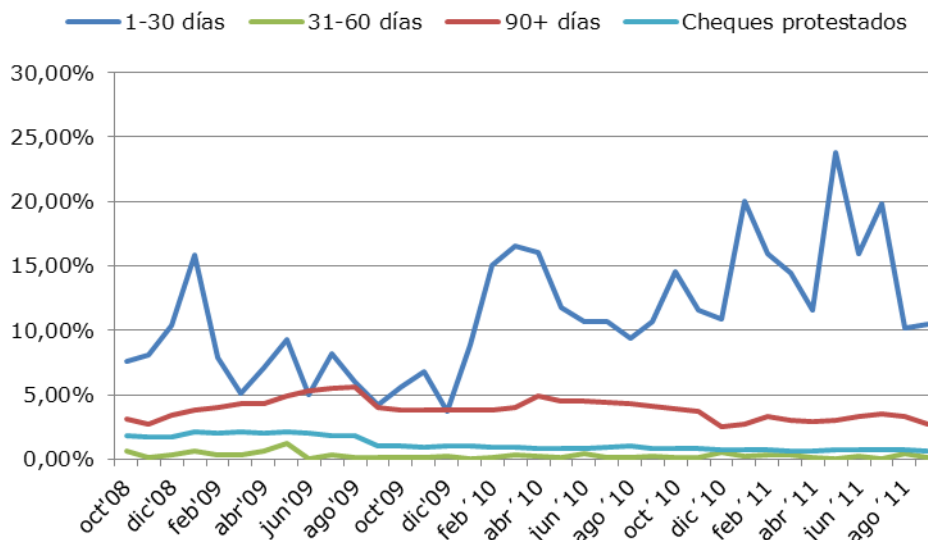
- Gestores telefónicos, para aquellos documentos que están por vencer, haciendo el seguimiento hasta el momento del pago; y
- Por el subgerente del área, en una revisión de a lo menos dos veces por semana, en forma directa con los ejecutivos comerciales, resolviendo los problemas que se puedan presentar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

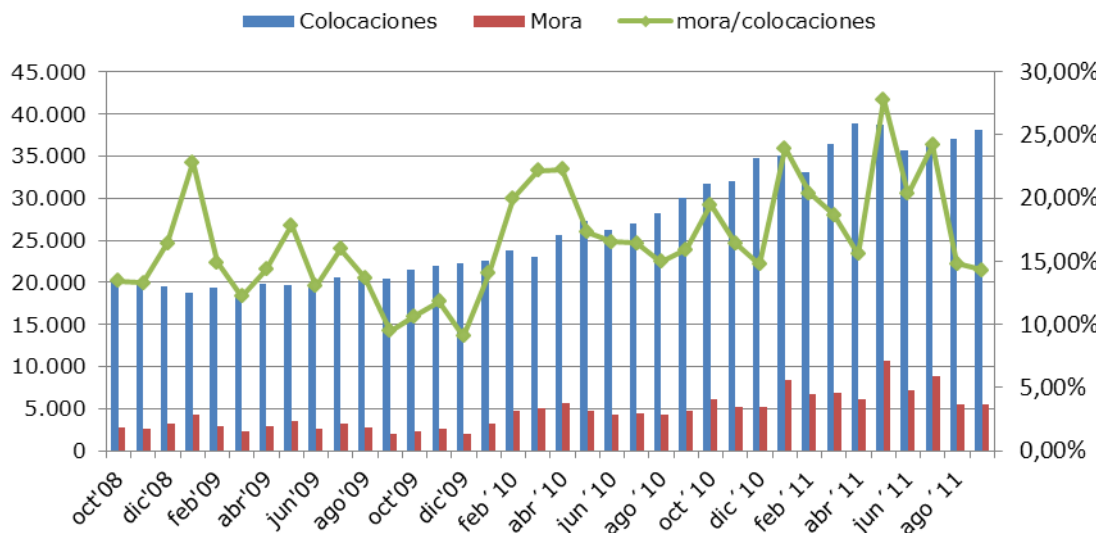
En el siguiente gráfico se presenta la evolución del índice de morosidad de la cartera durante los últimos tres años, según antecedentes de la compañía. Se aprecia un salto pronunciado en la mora hasta 30 días a inicios de 2010, sin embargo se nota un descenso en agosto y septiembre de 2011. La mora mayor a 90 días, por su parte, ha descendido constantemente a partir de mediados de 2010.

Morosidad y protestos



La cartera morosa como proporción del stock de colocaciones mostró un comportamiento muy variable en los últimos tres años, como se ve en el gráfico siguiente:

Mora y colocaciones (MM\$)



La política de castigos de **Interfactor** es tributaria y no financiera, lo que implica mantener moras provisionadas por todo el tiempo en que duran los juicios de cobranzas, lo que se debe considerar al comparar con otras empresas del sector el índice de morosidad menor a 90 días, ya que esta política deteriora este segmento debido a un castigo posterior (en general, la competencia castiga financieramente).

Antecedentes del sector industrial

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 2010, la industria mantenía un *stock* de colocaciones de \$ 1.946.846 millones (aproximadamente US\$ 4.160 millones), con 16.569 clientes activos, donde **Interfactor** tendría una participación de mercado del orden del 1,64% de las colocaciones totales y de 3,33% en base a número de clientes.

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.

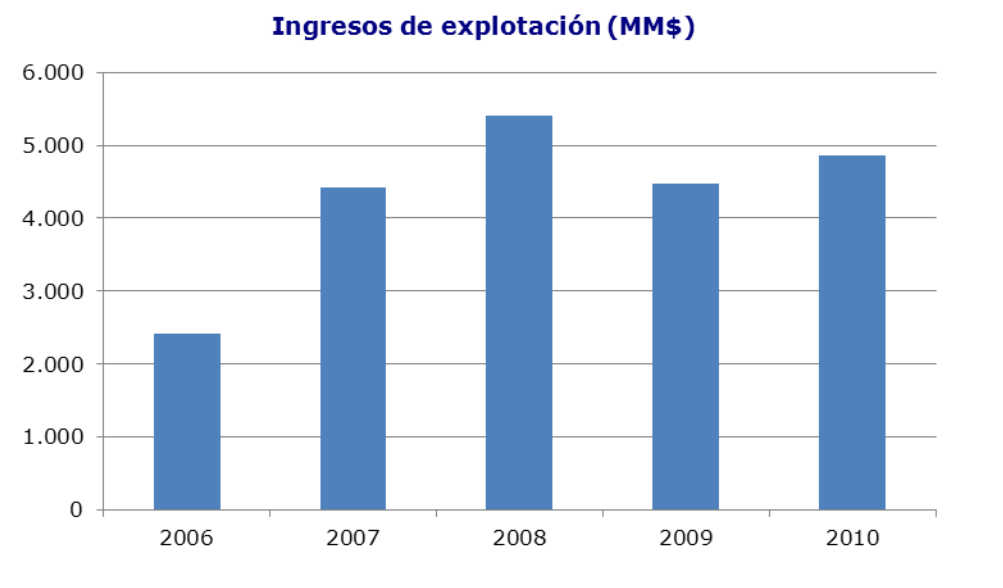
Antecedentes Financieros²

Evolución de ingresos y colocaciones

Las colocaciones han mostrado un aumento durante los años de operaciones, aunque cayeron entre 2007 y 2008 por las políticas de riesgo que guiaron a la compañía, tendencia que experimentó un giro desde 2008 con un aumento en los volúmenes de negocio, llegando casi a niveles similares de actividad a los de 2007.

² **Humphreys** ha homologado las cuentas desde la contabilidad norma chilena a las normas IFRS, por lo que los indicadores se han visto alterados por el efecto de diferentes métodos contables.

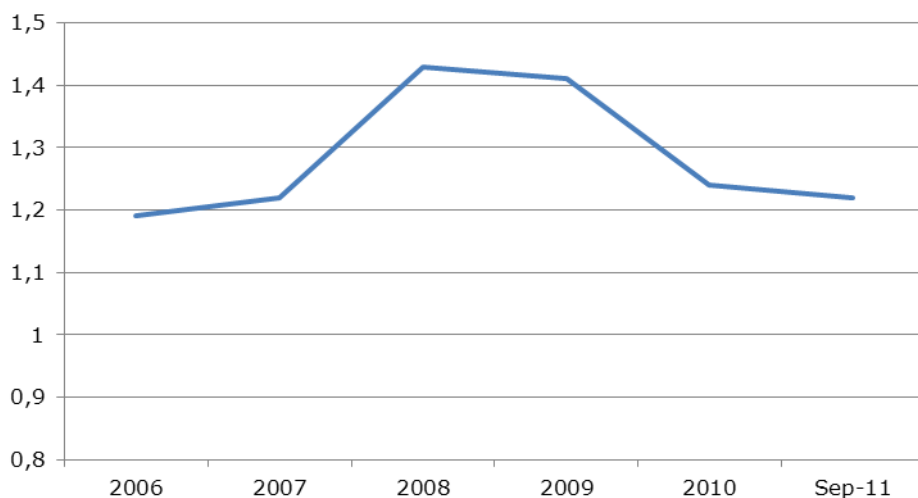
Por el lado de los ingresos, se observó un crecimiento sostenido hasta 2008, el mejor año operativo, cuando se logró cerca de un 26% de ingresos sobre el monto colocado. No obstante, las colocaciones fueron mayores en monto en 2007. Las colocaciones desde el 2008 al 2009 mostraron un aumento cercano al 14%, pero los ingresos por operación disminuyeron un 13,7% respecto a los obtenidos el 2008, producto de un efecto en el *spread* cobrado. En 2010 se aprecia una leve recuperación de los ingresos operativos.



Liquidez

La compañía ha presentado históricamente niveles de liquidez elevados, superiores a 1,2 veces, medidos como la relación entre activo circulante y pasivo circulante. A septiembre de 2011, este índice de liquidez era igual a 1,22 veces.

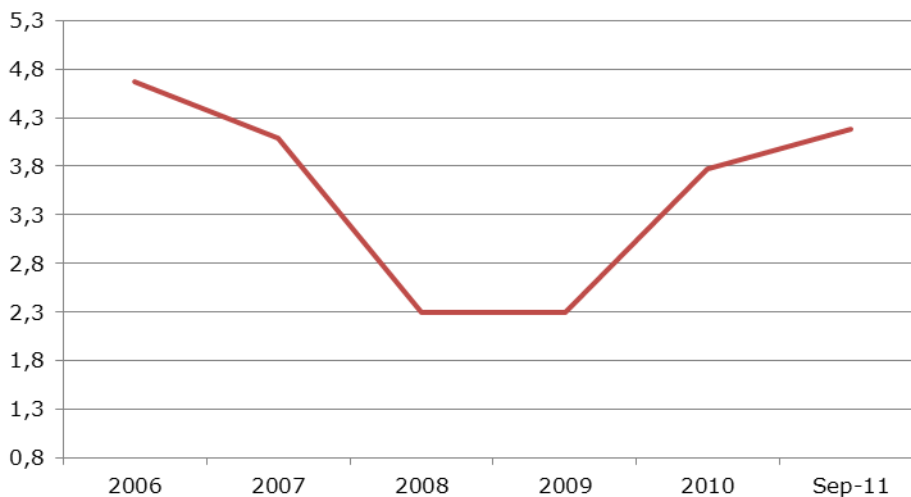
Liquidez



Endeudamiento

El indicador de endeudamiento –relación entre pasivo exigible y patrimonio- presentó una evolución a la baja hasta el año 2009, situación que se revirtió en 2010 y continuó la tendencia ascendente durante 2011, producto del aumento en las colocaciones, financiadas en su mayor parte con deuda. A septiembre de 2011, este índice estaba en torno a 4,2 veces -como muestra el siguiente gráfico-, moderado para una empresa del sector financiero. Esto acota el riesgo de no pago de la empresa y significa que sus operaciones están respaldadas aproximadamente en un 20% por patrimonio.

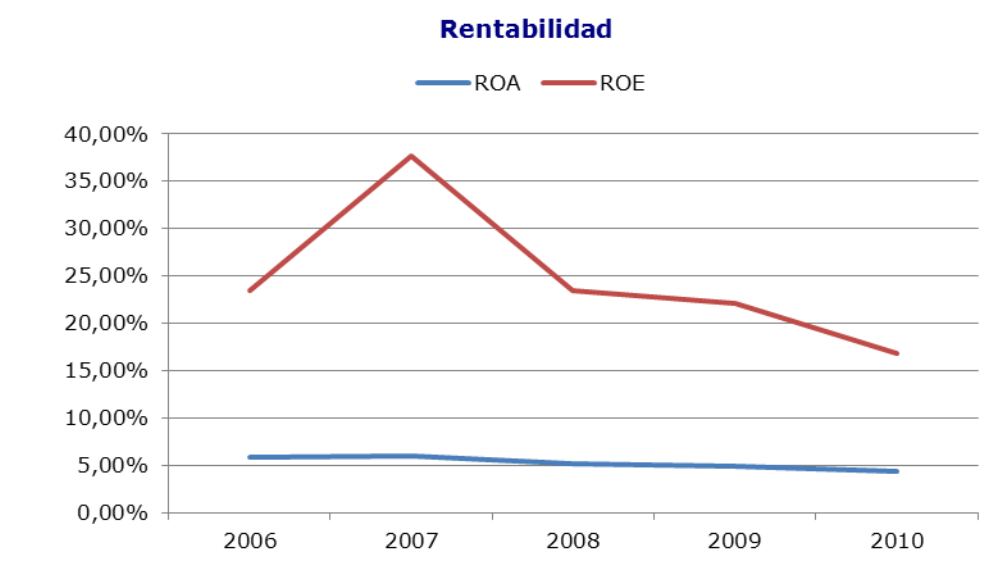
Endeudamiento



Rentabilidad

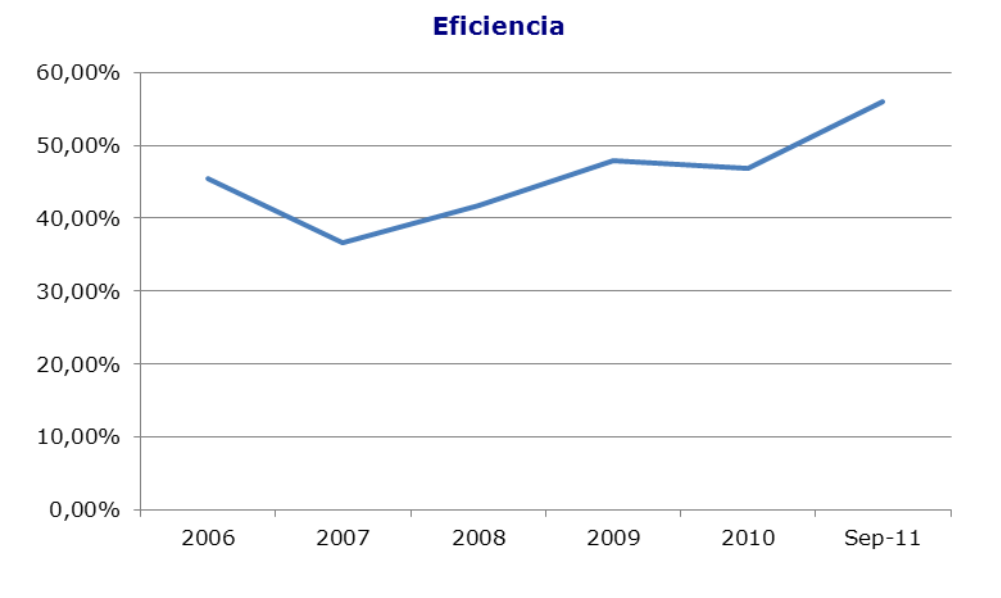
Los indicadores de rentabilidad neta, medidos en función de la utilidad neta sobre activos totales (ROA) y patrimonio (ROE), indistintamente, muestran niveles positivos aunque variables en los últimos años. El ROE a diciembre de 2010 fue de aproximadamente un 16%, lo que se explica por el nivel de *leverage*, complementado a un alto nivel de capitalización patrimonial, lo que atenúa el ROE.

La rentabilidad de los activos ha tenido un comportamiento más bien estable. Ello es normal si entendemos que las utilidades afectan en mayor medida al patrimonio que al nivel de activos totales con que opera la compañía.



Eficiencia

El indicador de eficiencia, medido como gastos de administración y ventas sobre margen bruto, muestra un comportamiento variable, situándose a septiembre de 2011 en 56,11% del margen.



“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”