



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s

Ignacio Quiroz L.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

ignacio.quiroz@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Interfactor S.A.

Noviembre 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Efectos de Comercio	Nivel 2/BBB+
Tendencia	Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	30 junio 2018

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

Estado de Situación Financiera (IFRS)						
Cifras en M\$	2013	2014	2015	2016	2017	jun-18
Activo corriente	48.381.139	39.835.875	40.002.258	35.158.687	43.626.315	40.292.603
Activo no corriente	942.497	788.333	998.549	1.171.258	1.378.581	1.386.023
Total activos	49.323.636	40.624.208	41.000.807	36.329.945	45.004.896	41.678.626
Pasivo corriente	39.095.649	29.995.964	29.464.384	24.807.631	31.636.121	29.579.204
Pasivo no corriente	122.254	66.256	376	45.192	1.074.463	39.723
Total Pasivos	39.217.903	30.062.220	29.464.760	24.852.823	32.710.584	29.618.927
Patrimonio	10.105.733	10.561.988	11.536.047	11.477.122	12.294.312	12.059.699
Total pasivos y patrimonio	49.323.636	40.624.208	41.000.807	36.329.945	45.004.896	41.678.626

Estado de Resultados Integrales						
Cifras en M\$	2013	2014	2015	2016	2017	Ene-Jun 2018
Ingresos de actividades ordinarias	9.269.365	8.780.385	6.812.545	6.477.290	7.673.802	4.357.830
Costo de ventas	-3.164.418	-3.656.848	-2.369.121	-2.342.097	-2.182.239	-906.298
Ganancia bruta	6.104.947	5.123.537	4.443.424	4.135.193	5.491.563	3.451.532
Otros ingresos por función	26.150	41.313	24.286	100.720	78.914	195.488
Gasto de administración	-3.396.232	-3.725.513	-3.538.130	-3.397.298	-3.840.627	-2.140.032
Ganancia	2.240.975	1.261.020	851.342	765.242	1.384.739	1.165.678

Opinión

Fundamento de la clasificación

Interfactor S.A. (Interfactor) es una empresa constituida en 2005, la cual tiene como objetivo la prestación de servicios financieros bajo la modalidad de operaciones de *factoring*, mediante el descuento de facturas, letras y cheques en el mercado local, además de otorgar financiamiento de las cuentas por cobrar. En la actualidad también opera, en una proporción menor, en el negocio de créditos y, en forma marginal, en *leasing* y arrendamiento de toda clase de bienes muebles e inmuebles, fundamentalmente como estrategia de fidelización de sus clientes de *factoring*. A junio de 2018, la cartera de crédito corresponde a un 2,6% del total, mientras que el *leasing* representa un 0,5% de las colocaciones de la empresa.

Según los estados financieros a junio de 2018, la compañía presentaba un nivel de activos de US\$ 64,0 millones¹ y colocaciones netas por cerca de US\$ 60,2 millones, las cuales se concentraban en activos de corto plazo. A esta misma fecha, contaba con 1.137 clientes y cerca de 3.800 deudores distribuidos en catorce sucursales a lo largo del país. A junio de 2018, los activos de la sociedad son financiados con US\$ 18,5 millones de patrimonio y US\$ 45,5 millones correspondiente a pasivos, que en su mayoría corresponden a deuda financiera corriente. La actual estructura del balance permitió a la empresa generar, durante los primeros seis meses del año 2018, un ingreso de US\$ 6,7 millones y un resultado final de US\$ 1,8 millones, lo que representa un aumento de alrededor de un 150% con respecto al mismo periodo del año anterior.

La categoría de riesgo asignada a la línea de efectos de comercio de la compañía en "Categoría BBB+/Nivel 2", se sustenta en las mejoras de los niveles de rentabilidad exhibidos el último tiempo, así como la importante desconcentración de sus principales deudores, lo cual reduce la pérdida esperada frente a eventos de *default* individuales. A su vez, se valora la solidez que presenta la compañía en su balance, elemento que se puede apreciar en el moderado nivel de endeudamiento relativo de la compañía (considerando las características del negocio financiero que desarrolla) lo que se traduce en un *stock* de colocaciones netas que, a junio de 2018, supera en un 38,2% la deuda financiera de la entidad. En cuanto a la liquidez, medida como activos corrientes sobre pasivos corrientes, esta se sitúa en torno a 1,4 veces, considerándose como adecuado para la industria. Esta estructura le permitiría financiar el crecimiento de sus colocaciones, a través de un incremento moderado de sus pasivos financieros y, por otra parte, 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. Además, se reconoce que los resultados positivos han sido consistentes en el tiempo, por lo cual es razonable presumir un adecuado conocimiento y gestión del negocio.

Las mejoras en sus niveles de rentabilidad evidencian un proceso de consolidación de su modelo de negocios, el que ha evolucionado desde hace algunos años, apuntando a modificar el perfil de sus clientes (reduciendo su tamaño y aumentando en cantidad). A su vez, este aspecto ha traído consigo una mejora considerable en los niveles de desconcentración de su cartera, tanto en términos de clientes, como de deudores. De acuerdo al

¹ Tipo de cambio a junio 2018: \$ 651,21 / US\$.

último reporte, el mayor cliente representa un 2,5% de la cartera de la compañía (4,6% en junio 2017); mientras que el principal deudor, medido en relación al patrimonio, equivale a un 8,4% (19,4% en junio 2017). En opinión de **Humphreys**, esta desconcentración, sumado a un adecuado perfil de riesgo de sus principales exposiciones crediticias, reducen la pérdida esperada por impagos individuales. Con todo, se espera se siga avanzando en este aspecto y consolidando las mejoras en el tiempo.

Bajo una visión de mediano plazo, la clasificación de riesgo se ve favorecida por las buenas perspectivas de crecimiento del negocio de *factoring*, que ha mostrado una constante evolución; por las características propias de las operaciones, principalmente de corto plazo (favoreciendo la liquidez y una rápida adecuación de los riesgos a la coyuntura económica del momento); y por las políticas comerciales que la compañía lleva a cabo, las 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 que ha sido perfeccionada en el tiempo. Esto ha permitido una buena cobertura en relación a la morosidad de la cartera, en particular a la mora relevante de la compañía².

Adicionalmente, se valora la calidad de los accionistas controladores, su respaldo accionario y su activa participación en las decisiones de riesgo día a día. En este aspecto, se considera el desarrollo que ha tenido el proceso de auditoría que se ha implementado desde el directorio. Con todo, se espera que se siga avanzando en una estructura consolidada dentro de la organización. Adicionalmente, la clasificación incorpora la experiencia y conocimiento que presenta la administración del sistema financiero y del segmento al cual se orienta la compañía (básicamente pequeñas y medianas empresas).

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 no favorece su acceso a economías de escala y, por ende, su posición dentro de la industria en relación con el control de los riesgos operativos. En efecto, si bien la empresa presenta un tamaño medio dentro del segmento de *factoring* no bancarios, éste se reduce significativamente en términos relativos si se mide dentro del sistema financiero total, situación que afecta los niveles de competitividad. Se reconoce que esta situación es transversal a la industria de *factoring*. Asimismo se debe considerar que la competencia de mayor envergadura, ya sea directa o indirecta, tiene acceso a una mayor diversidad de fuentes de financiamiento.

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

² Mora mayor a 30 días.

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, lo que podría generar que se acentúe la competencia en la variable precio, situación que daría mayor importancia a las economías de escala, al costo de fondeo y al *spread* cobrado en las colocaciones. Por tanto, el desarrollo de la compañía debe incorporar escenarios más competitivos que impactarán o presionarán a la baja los márgenes del negocio, cobrando mayor relevancia el costo del financiamiento, el riesgo de la cartera de activos y el acceso a economías de escala.

Otro aspecto que limita la clasificación de riesgo radica es que la política de atomización significa que la compañía profundiza su orientación a las pequeñas y medianas empresas, las que, en términos relativos, son entidades más vulnerables en períodos de desaceleración o contracción de la economía.

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.

La clasificación podría ser revisada a la baja si la compañía disminuye sus niveles de colocaciones presentados actualmente, de modo que los esfuerzos comerciales realizados por la compañía no generen los resultados esperados por esta clasificadora.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Experiencia y desempeño por la compañía.

Fortalezas complementarias

- Bajo nivel de endeudamiento que permite crecimiento futuro.
- Buenos niveles de rentabilidad.
- Cartera atomizada de clientes y deudores.

Fortalezas de apoyo

- Adecuado manejo de la liquidez y provisiones correspondientes.
- Perspectiva de crecimiento de la industria del *factoring*.
- Participación y control de sus accionistas en gestión del riesgo.

Riesgos considerados

- Tamaño reducido y decrecimiento de la actividad en periodo anterior.
- Competencia de la industria.
- Limitación de productos financieros.
- Probable disminución en la calidad de la cartera al orientarse a clientes de pequeño y mediano tamaño.
- Bajo acceso a crédito en épocas de crisis (riesgo que puede ser contrarrestado con disminución en el volumen de operaciones y con un nivel de actividad acorde con la capacidad de respaldo de los socios).

Hechos recientes

Resultados de 2017

Durante 2017 la empresa registró un aumento en sus ingresos por actividades ordinarias en un 18,5% respecto del ejercicio de 2016, totalizando \$ 7.674 millones. A su vez, los costos de venta alcanzaron los \$ 2.182, implicando una disminución de un 6,8% respecto a igual período del año anterior, y siendo equivalente a un 28,4% de los ingresos del período (36,2% en diciembre de 2016). Con lo anterior, el margen bruto fue de \$ 5.492 millones, que significa un aumento de 32,8% relativo al 2016.

Según la información a diciembre de 2017 los gastos de administración alcanzaron \$ 3.841 millones, registrando un incremento de 13,0% respecto al año anterior y representando un 50,0% de los ingresos del período (51,9% en 2016). La ganancia del período ascendió a \$ 1.385 millones, lo que significó un aumento de 81,0% respecto al ejercicio de 2016.

El *stock* de colocaciones netas, en tanto, alcanzó \$ 41.685 millones a diciembre de 2017, lo que representa un aumento de 25,9% en relación a diciembre de 2016. A la misma fecha, la empresa tenía un patrimonio de \$ 12.294 millones, con un 37,8% correspondiente a capital.

Resultados enero – junio 2018

Durante el primer semestre de 2018 la empresa registró ingresos por \$ 4.358 millones, implicando un incremento de 26,4% respecto al mismo período del año anterior. Adicionalmente, presentó un costo de ventas de \$ 906 millones, correspondiente a un 20,8% de los ingresos, lo cual se compara favorablemente con el 31,2% del primer semestre de 2017. De acuerdo a lo anterior, la ganancia bruta fue de \$ 3.452 millones, mostrando un alza de 45,4% comparativamente con junio del año anterior. Los gastos de administración y ventas ascendieron a \$ 2.140 millones, lo que representa un aumento de 16,1% respecto al primer semestre de 2017. Finalmente, la compañía exhibió un aumento de sus utilidades de 150,5%, al totalizar \$ 1.166 millones.

En cuanto a sus colocaciones netas de provisiones, éstas ascendieron a \$ 39.177 millones, registrando un aumento de 17,4% respecto a lo registrado en junio de 2017. Por su parte, el patrimonio totalizó \$ 12.060 millones, lo cual es un 3,5% superior al exhibido los primeros seis meses del año anterior.

Definición de categorías de riesgo

Categoría BBB (títulos 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 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.

Oportunidades y fortalezas

Nivel de endeudamiento controlado: La compañía ha mostrado sostenidamente niveles de endeudamiento acotados -considerando que corresponde a una entidad financiera- lo que se ve corroborado en sus estados financieros al 30 de junio de 2018, en el que se aprecia que su pasivo exigible es 2,46 veces su patrimonio. De acuerdo a esto, 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). Se

estima que existe un universo total de aproximadamente 100 mil Pymes, susceptibles de operar con este producto en el país. Si bien muchas de dichas sociedades podrían en la actualidad no ser parte del mercado efectivo, en el futuro se podrían incorporar a la demanda del sector. La industria del *factoring* cuenta con colocaciones por aproximadamente US\$ 6.127 millones (ACHEF - diciembre de 2017). En opinión 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 y, a su vez, los activos de corto plazo superan las obligaciones de corto plazo. A junio de 2018 la razón de liquidez, entendida como activos corrientes sobre pasivos corrientes, era 1,4 veces; 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 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. A junio de 2018, el nivel de provisiones promedio de los últimos 7 meses representa un 98,2% de la mora sobre 30 días, considerada como la mora relevante para este tipo de compañías.

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. A su vez, destaca el hecho que la administración cuenta con vasta experiencia en el sistema financiero y la industria del *factoring*.

En este sentido, se valora el proceso de auditoría encargado por el directorio, el cual permite mitigar riesgos operativos de la compañía. Este proceso es efectuado por un equipo de auditores, pertenecientes al grupo de empresas de los accionistas, el cual está liderado por un contralor, que además fue el primer gerente de riesgo de **Interfactor**, teniendo conocimiento de los aspectos relevantes del negocio. La revisión se realiza al menos dos veces al año, abarcando la totalidad de las sucursales de la compañía. A su vez, esta instancia se complementa mediante el análisis de control interno efectuado por la empresa PWC. Sin perjuicio de lo anterior, se espera se siga avanzando en el desarrollo de un área más robusta e integrada, acorde a la evolución de la compañía, aspirando así a mejores estándares de control y sofisticación de sus procesos.

Factores de riesgo

Bajo volumen de colocaciones: La empresa presenta niveles de colocaciones netas que ascienden a \$ 41.685 millones en diciembre de 2017 y a \$ 39.177 millones en junio de 2018, las cuales son reducidas dentro del contexto del negocio del *factoring* y, más aún, dentro del mercado financiero local; lo que impacta en la generación de economías de escala y, por ende, permite una menor disponibilidad relativa de recursos. En contraposición, 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.

Nivel de competencia en la industria: La necesaria mayor bancarización de las empresas Pyme, que pertenece al objetivo del factoring, incentivará la competencia, lo que presionará a una baja en los márgenes de la operación. En este escenario los bancos tienen ventajas por cuanto acceden a un menor costo de fondeo. 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. Aun así, los análisis de sensibilidad realizados demuestran que se tiene la capacidad de soportar una caída de 515 puntos base en el *spread* de las tasas de colocación y captación, para aun generar ganancias (*ceteris paribus*). Por su parte, los gastos de administración podrían aumentar en un 48% antes de generar pérdidas.

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 un mayor desarrollo en cuanto a los productos que ofrece, para retener a los actuales clientes y/o penetrar otro tipo de mercados. A la fecha, el 84% de las colocaciones corresponden a descuento de facturas.

Mercado objetivo: La empresa tiene como mercado objetivo a las Pymes, las cuales son altamente vulnerables a los ciclos económicos, presionándolas en liquidez -al margen de que en la última crisis haya mostrado, en general, un buen comportamiento de pago-. Las crisis financieras tienden a reducir las líneas de créditos disponibles en la economía, afectando la cadena de pago con especial énfasis en la pequeña y mediana empresa.

Acceso limitado a fuentes de financiamiento en épocas de crisis: Este riesgo se ve atenuado (pero no eliminado) por la capacidad que tiene la empresa de proveerse de liquidez vía disminución de sus colocaciones, utilizar líneas de efectos de comercio y, eventualmente, vía aportes de capital.

Antecedentes generales

Historia y propiedad

Interfactor fue constituida como sociedad anónima el 7 de octubre de 2005, con el objeto de prestar servicios financieros bajo la modalidad de *factoring*. La compañía 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** cuenta con catorce sucursales a lo largo del país, destacando la de Santiago por el volumen de colocaciones que maneja³.

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.

La empresa descuenta mayoritariamente facturas, además de cheques y créditos con garantía. 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 junio de 2018, 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 SpA.	15,66%
Inversiones Acces SpA.	15,66%
APF Servicios Financieros Ltda.	6,03%
Total	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 SpA.	José Miguel Gálmez
Inversiones Acces SpA.	José Miguel Gálmez
APF Servicios Financieros Ltda.	Juan Mauricio Fuentes

³ Además de las citadas sucursales, opera en Iquique, Antofagasta, Copiapó, La Serena, Viña del Mar, Algarrobo, Providencia, Rancagua, Talca, Puerto Montt y Punta Arenas.

Al 30 de junio de 2018 el directorio se compone de la siguiente manera:

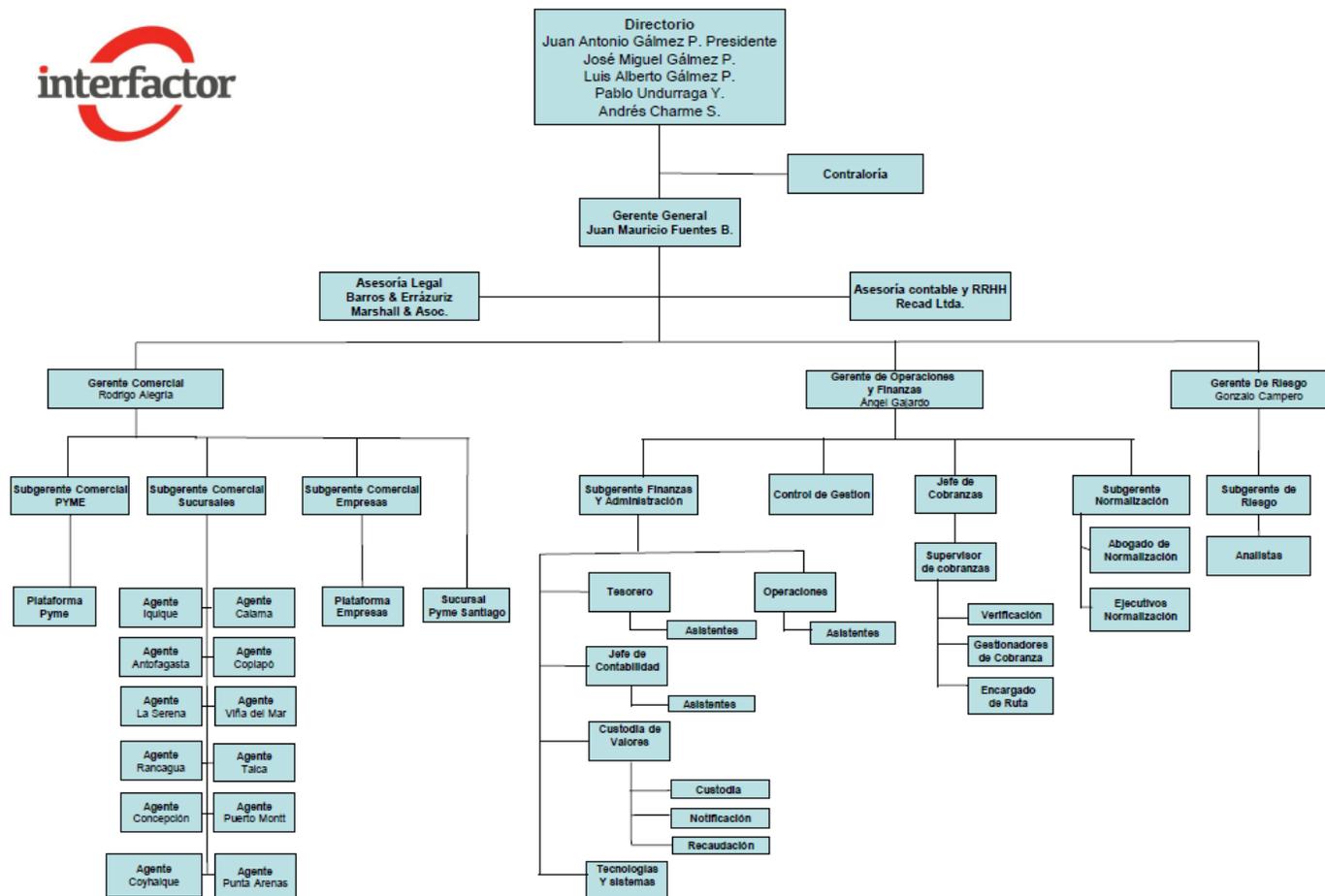
Nombre	Cargo
Juan Antonio Gálmez Puig	Presidente
Luis Alberto Gálmez Puig	Director
Jose Miguel Gálmez Puig	Director
Andrés Charme Silva	Director
Pablo Undurraga Yoacham	Director

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 contraloría a cargo de 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. Adicionalmente, se hacen auditorías externas para realizar seguimientos de la cartera y la empresa encargada de auditar los estados financieros también realiza sus propios controles internos.

En la actualidad, **Interfactor** distribuye sus operaciones como sigue:

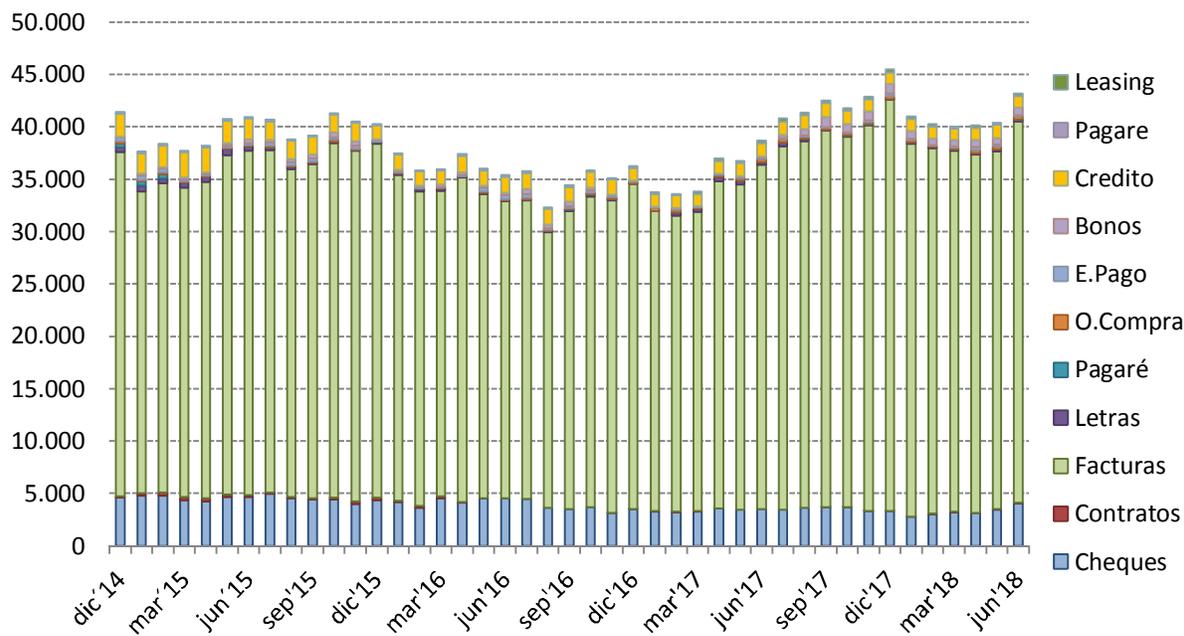


Cartera de colocaciones

A la fecha de la última información disponible de la cartera, junio de 2018, **Interfactor** contaba con un *stock* de colocaciones que ascendía a \$ 43.156 millones, de las cuales 84,4% corresponden a operaciones de *factoring*, un 9,4% corresponde a cheque, un 2,6% a crédito directo y un 3,6% a otros.

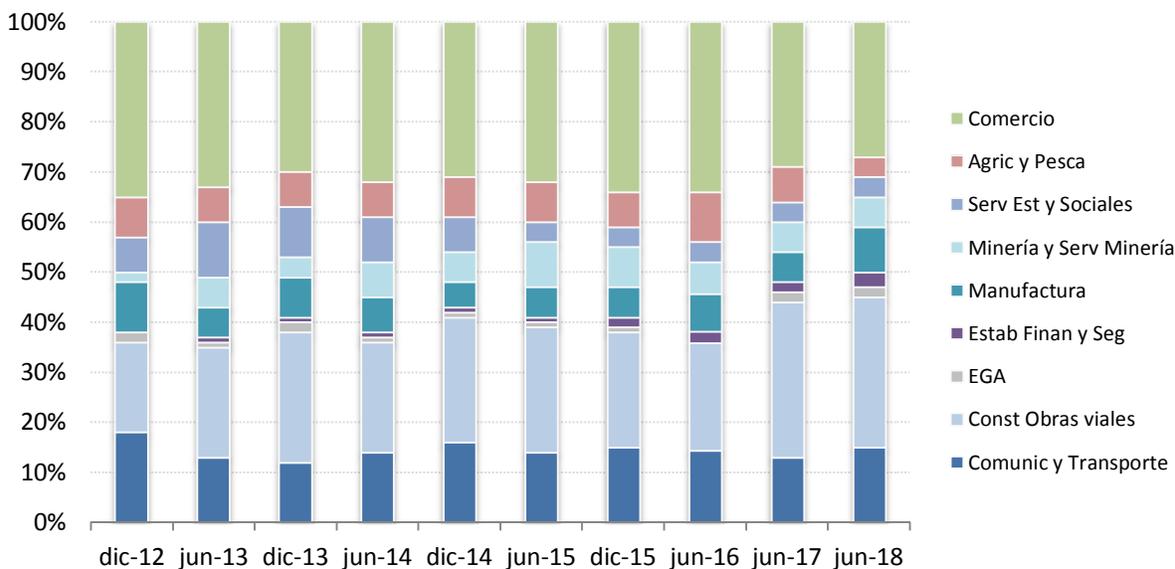
La *Ilustración 1* muestra la cartera por tipo de documento, donde se aprecia la evolución en la composición de las colocaciones brutas de la compañía.

Ilustración 1
Cartera por tipo de documento
 (Millones de pesos)



Respecto de la concentración sectorial de las colocaciones, cabe señalar que los tres principales sectores económicos suman el 72% del *stock* de operaciones, según información a junio de 2018, los que corresponden a Comunicaciones y Transporte (15%), Comercio (27%) y Construcción de Obras Viales (30%), segmento que ha visto un incremento en su ponderación dentro de la cartera de la compañía los últimos años. Es importante tener en consideración que dentro de estos grandes sectores se incorporan diversas actividades que presentan distintos niveles de correlación entre sí.

Ilustración 2
Cartera por sector económico
 (Porcentajes)



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)									
Principales clientes					Principales deudores				
Ítem	2015	2016	Jun 2017	Jun 2018	Ítem	2015	2016	jun 2017	jun 2018
Mayor cliente	3,3%	5,4%	4,6%	2,5%	Mayor deudor	9,2%	12,0%	5,9%	2,6%
5 mayores clientes	11,0%	15,3%	9,3%	9,6%	5 mayores deudores	16,6%	18,5%	12,0%	10,1%
10 mayores clientes	16,1%	21,5%	13,8%	15,2%	10 mayores deudores	21,7%	24,9%	16,9%	16,6%

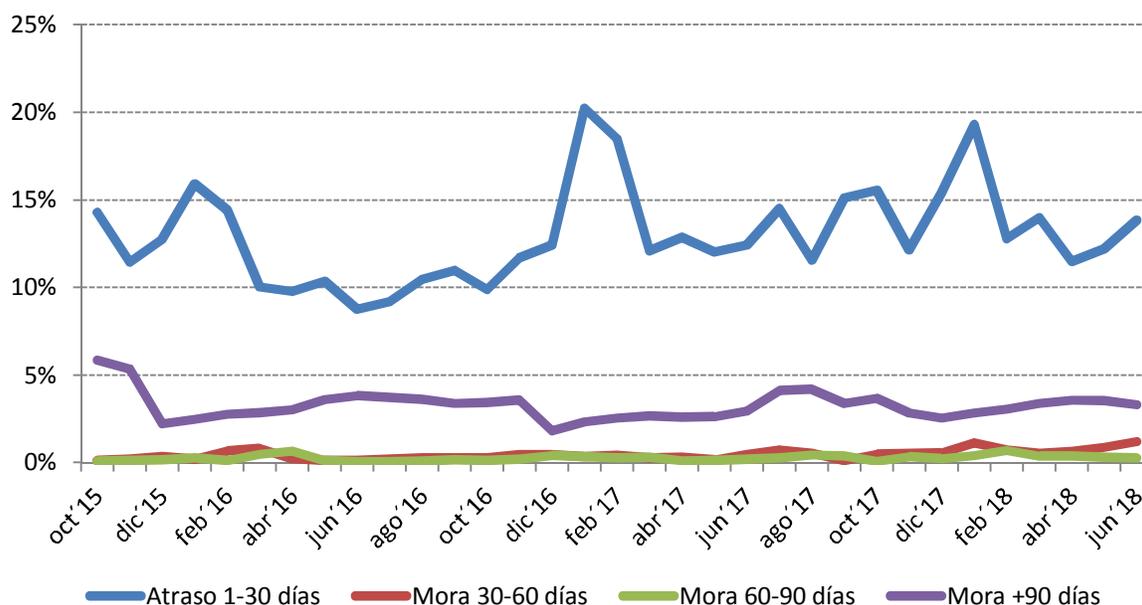
La concentración de la cartera de la compañía ha experimentado una importante mejora con respecto a su principal cliente y deudor, los cuales a junio de 2018, alcanzan un 2,5% y un 2,6% respectivamente, escenario evaluado como positivo, al disminuir la importancia relativa y efectos que podría generar el cese de un pago en particular. Se reconoce además que esta exposición es adecuada, en términos comparativos, en relación a otras instituciones del rubro.

A su vez, la empresa ha logrado mejorar considerablemente la concentración de sus principales exposiciones crediticias con respecto a su patrimonio, alcanzando un 8,4% para el principal deudor a junio de 2018 (19,4% a junio 2017), lo cual, en opinión de **Humphreys**, reduce significativamente el riesgo al que se encuentra expuesta la compañía, por este ítem. Con todo, se espera se siga avanzando en este aspecto y consolidando una cartera atomizada de clientes y deudores.

Principales deudores sobre patrimonio				
Ítem	2015	2016	Jun 17	Jun 18
Mayor deudor	33,50%	34,41%	19,4%	8,4%
5 mayores deudores	60,50%	53,21%	39,7%	32,8%
10 mayores deudores	79,20%	71,52%	55,7%	53,8%

La *Ilustración 3* presenta la evolución del índice de morosidad de la cartera (medido como mora sobre colocaciones).

Ilustración 3
Mora por tramos
 (Porcentajes sobre cartera total)



La morosidad sobre los 30 días, mora relevante según **Humphreys** para este tipo de negocio, ha logrado mantenerse, en general, en niveles entre el 3% y el 5%. Por su parte, la mora inferior a 30 días se encuentra en torno al 15%, lo cual implica una morosidad total del orden del 20% (18,7% a junio 2018).

Con respecto a las provisiones, cabe señalar que a junio de 2018 estas totalizan \$ 1.887 millones, representando aproximadamente el 91% de la mora relevante.

Procedimientos de crédito

Según lo establecido en su "Manual 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.

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.

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.

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,
- 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) y Dicom, 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 Empresas de Factoring Chile AG (Ex ANFAC) y que, en general, se han acogido a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF); y las empresas de *factoring* que tienen un tamaño reducido y mayor grado de informalidad. **Interfactor**, dada sus características, podría ser calificada dentro del segundo grupo.

Según cifras de la ACHEF a diciembre de 2017, la industria mantenía un *stock* de colocaciones de aproximadamente US\$ 6.127 millones, en el que **Interfactor** tendría una participación de mercado del orden del 1%.

Así mismo, las Empresas de Factoring Chile AG tenían colocaciones por US\$ 397 millones a diciembre de 2015 (última información pública), dentro de la cual **Interfactor** tendría una participación cercana al 15%.

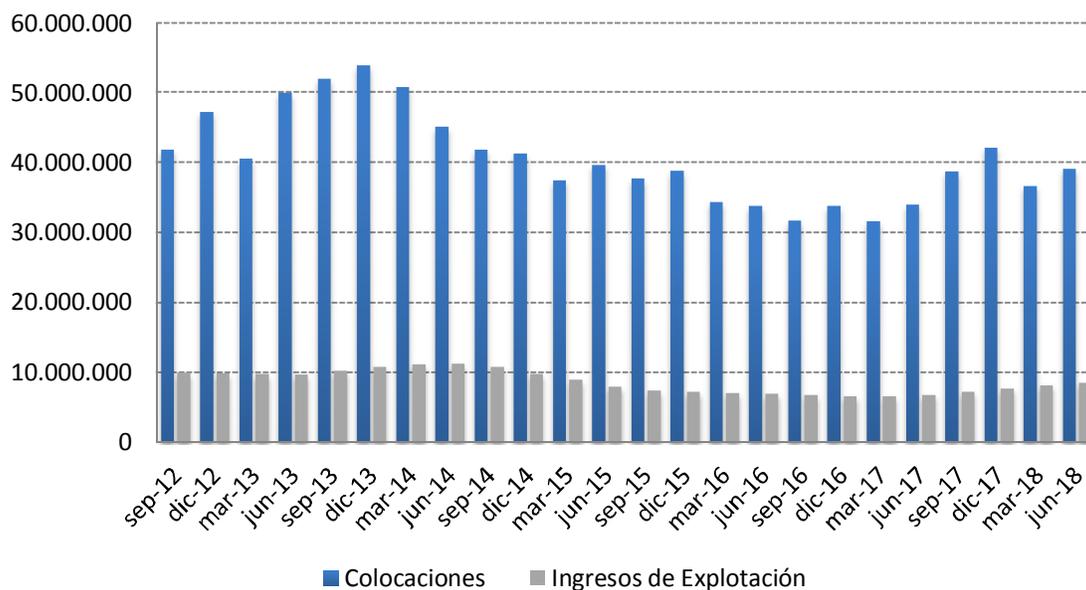
Desde el punto de vista legal, las empresas de *factoring*, dado que carecen de un marco jurídico específico para operar, se sustentan básicamente en el Código Civil y en el de Comercio, así como en la ley N° 19.983 del 15 de diciembre del 2004 y sus modificaciones que le otorga mérito ejecutivo a las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

Evolución de ingresos y colocaciones

Las colocaciones de la compañía han presentado una evolución positiva el último año, llegando en diciembre de 2017 a \$ 42.185 millones, volumen que no alcanzaba desde el año 2014. Si bien se destaca la recuperación en el *stock* de su cartera, estos aún están bajo los niveles presentados durante el año 2013, con colocaciones netas por sobre los \$ 50.000. Con todo, se reconoce como positivo los cambios en la estructura del negocio y en el perfil de clientes de la compañía, elemento que muestra una tendencia a consolidarse en el tiempo, reflejándose en su operación. A junio de 2018, las colocaciones de la compañía ascienden a \$39.177 millones.

Por su parte, los ingresos por actividades ordinarias han mostrado una evolución similar al de las colocaciones, observándose una caída a partir del año 2014, tendencia que comienza a revertirse a partir del 2017, mostrando un crecimiento en torno al 15% durante este año. A junio de 2018, este ítem alcanza los \$8.652 millones.

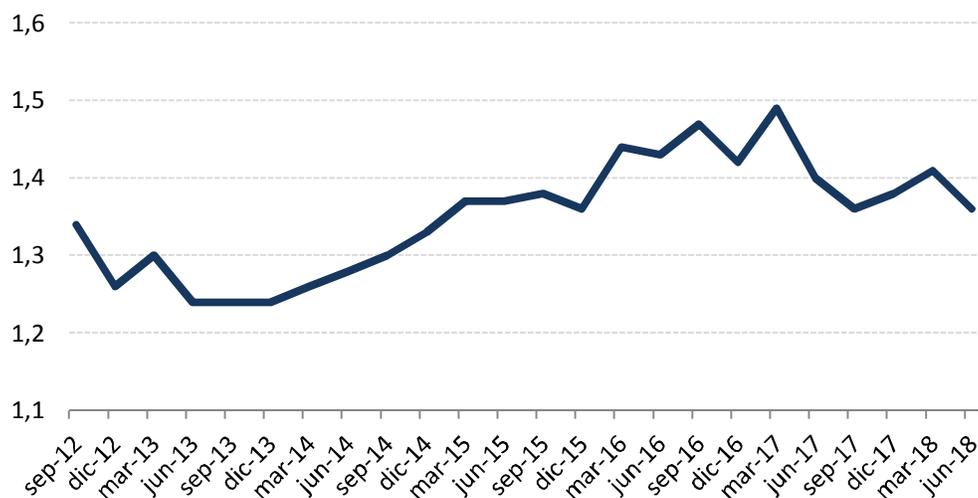
Ilustración 4
Colocaciones Netas, Ingresos por actividades ordinarias
 (Miles de pesos)



Liquidez

La compañía ha presentado históricamente índices de liquidez corriente superiores a 1,20 veces, mostrando una evolución a partir del año 2013 y llegando a niveles cercanos a 1,50 veces a marzo de 2017. Si bien este indicador ha presentado una caída el último año, este se mantiene sobre 1,35 veces, elemento acorde a lo observado en compañías del rubro. A junio de 2018 llega a 1,36 veces, como se observa en la *Ilustración 5*.

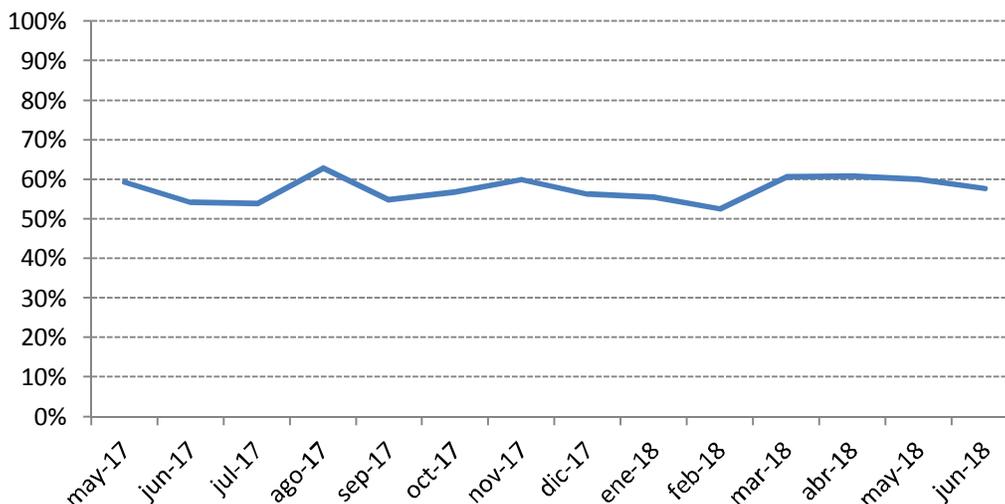
Ilustración 5
Liquidez corriente
(Número de veces)



Tasa de pago

La tasa de pago, medida como abono mensual sobre el saldo de cartera del mes anterior, se encuentra en niveles cercanos al 60% (58% para el último año), mostrando una rápida recaudación y facilidad de generar caja por parte de la compañía (ver *Ilustración 6*). A junio de 2018, este indicador se encuentra en un 57,7%. De acuerdo a lo anterior, es posible inferir que el ciclo de pago promedio efectivo de la cartera es inferior a 60 días, elemento acorde al negocio desarrollado.

Ilustración 6
Tasa de pago
(Porcentaje)



Endeudamiento y patrimonio

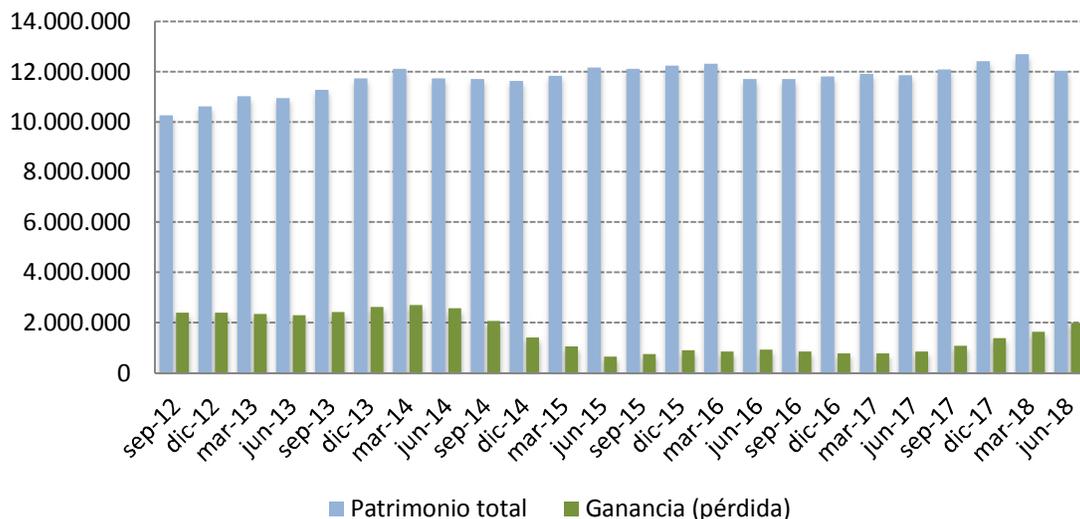
El patrimonio de **Interfactor** presentó una tendencia creciente hasta 2013, explicado principalmente por una capitalización de utilidades. A partir de entonces ha mostrado oscilaciones, manteniéndose en torno a los \$ 12.000 millones, como se observa en la *Ilustración 7*. A junio de 2018 alcanza los \$ 12.060 millones.

Las ganancias anualizadas de la compañía⁴ presentaron una evolución similar durante la primera parte del período de análisis, sin embargo, de la mano de la disminución de las colocaciones y el consiguiente menor acceso a economías de escala, a partir de 2014 se comienza a observar una disminución en los niveles de utilidad, pasando de \$2.241 millones, en diciembre de 2013, a \$851 millones en diciembre de 2015. El último año se aprecia una recuperación en las cifras, llegando a junio de 2018, de forma anualizada, a \$ 2.016 millones⁵.

⁴ Corresponde al resultado de los últimos doce meses.

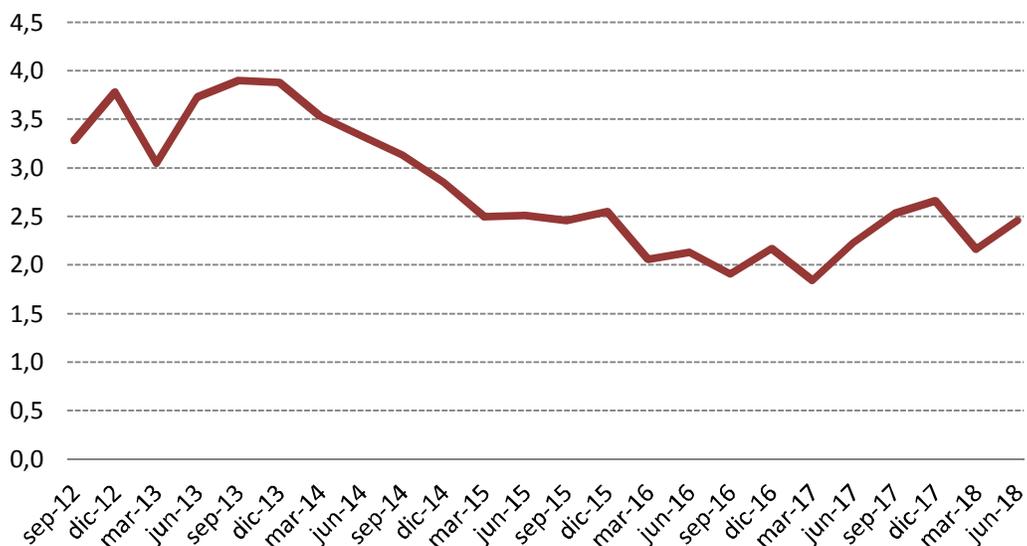
⁵ Entre enero y junio de 2018 la compañía registró una ganancia de \$ 1.082 millones.

Ilustración 7
Patrimonio y Resultados
 (Miles de pesos en junio de 2018)



Con respecto al *leverage*, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, se observa que este indicador ha presentado una tendencia decreciente desde el año 2014, elemento en línea a la disminución en las colocaciones observado en ese período. A junio de 2018, el indicador de endeudamiento de la compañía se sitúa en 2,46 veces, lo cual, dada la naturaleza del negocio financiero, se encuentra en niveles moderados y le permitiría a la empresa aumentar su deuda para financiar crecimiento (ver *Ilustración 8*).

Ilustración 8
Pasivo Exigible/Patrimonio
 (Número de veces)

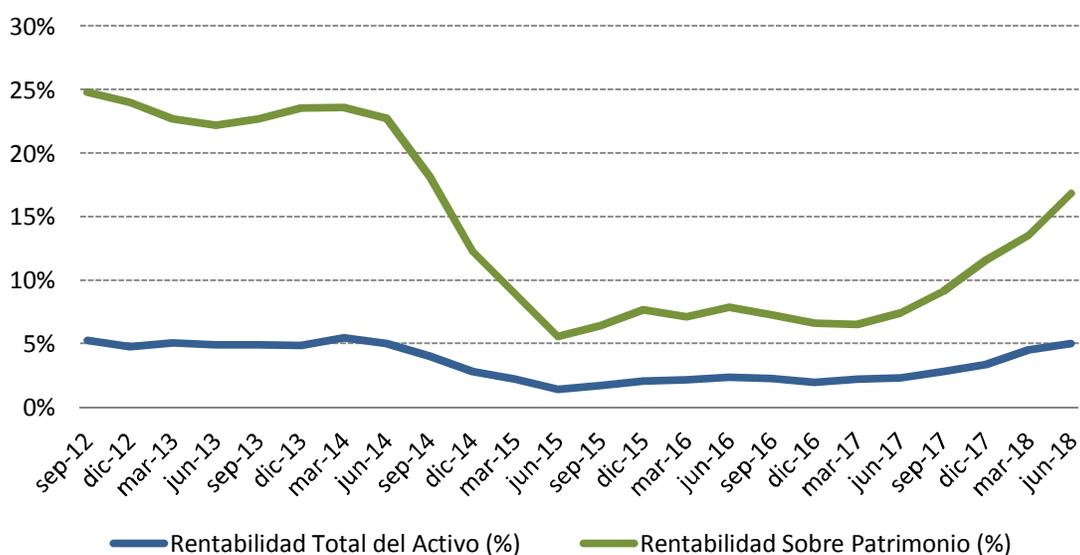


Rentabilidad

Debido a la caída en las ganancias señalada anteriormente, la rentabilidad sobre el patrimonio (utilidad del ejercicio sobre patrimonio total promedio) mostró una gran baja entre 2014 y 2015, pasando de niveles superiores al 20% a valores cercanos al 5%. Este indicador ha evidenciado un repunte el último período, acorde a la recuperación en los resultados exhibidos por la compañía, llegando a junio de 2018 a un 17%.

Por su parte, la rentabilidad del activo (utilidad sobre activos promedio) presenta una evolución similar, alcanzando un 5% durante el primer semestre de 2018, como se aprecia en la *Ilustración 9*, mostrando una recuperación luego de la fuerte baja experimentada entre los años 2014 y 2015.

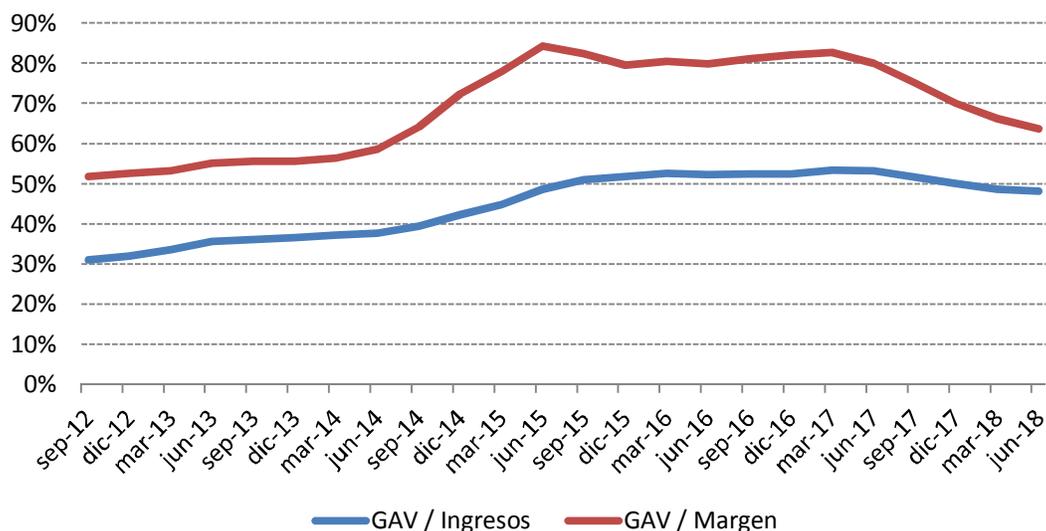
Ilustración 9
Rentabilidad



Indicadores de eficiencia

La firma evidenció un retroceso en sus niveles de eficiencia hasta el año 2015, aumentando la proporción de gastos de administración (GAV) con respecto a los ingresos y al margen de explotación. A partir de 2017, estos indicadores muestran una mejoría, alcanzando a junio de 2018 un 48,2% para el GAV evaluado sobre los ingresos, y un 63,8% relativo al margen bruto de la compañía.

Ilustración 10
Indicadores de Eficiencia
(Porcentaje)



Efectos de comercio

Características de la línea de efectos de comercio

Monto Máximo (M\$)	Plazo
7.000.000	10 años

Covenants

	Límite	A junio 2018
Patrimonio total/Activos totales	Superior a 10%	28,93%
Razón corriente	Superior a 1	1,36
Patrimonio mínimo	Superior a UF 250.000	UF 444.044
Límite a los vencimientos de efectos de comercio	No tendrá vencimientos superiores a \$3.500.000.000 en un período de siete días hábiles consecutivos.	

El saldo en los efectos de comercio es \$ 0.

"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 Comisión para el Mercado Financiero 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."