



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

Incofin S.A.

Marzo 2019

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

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Línea de bonos Líneas de efectos de comercio Tendencia	A Nivel 1/A Estable
EEFF base	31 de diciembre de 2018 ¹

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

Estado de Situación Financiera Consolidado, IFRS						
Miles de pesos	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Activos Corrientes	59.545.382	75.524.866	78.948.615	84.833.560	101.337.936	110.937.057
Activos No Corrientes	6.493.827	10.424.158	12.158.464	15.033.344	18.160.031	20.619.418
Total Activos	66.039.209	85.949.024	91.107.079	99.866.904	119.497.967	131.556.475
Pasivos Corrientes	48.345.043	62.374.182	67.442.161	63.275.047	63.313.751	105.502.656
Pasivos No Corrientes	5.927.602	9.987.927	5.541.006	16.646.365	34.537.428	2.514.183
Total Pasivos	54.272.645	72.362.109	72.983.167	79.921.412	97.851.179	108.016.839
Patrimonio	11.766.564	13.586.915	18.123.912	19.945.492	21.646.788	23.539.636
Total Pasivos y Patrimonio	66.039.209	85.949.024	91.107.079	99.866.904	119.497.967	131.556.475
Deuda Financiera	40.949.787	55.797.113	60.583.568	70.142.411	82.311.322	94.637.653

Estado de Resultados por Función Consolidado, IFRS						
Miles de pesos	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos de Explotación	11.283.955	14.577.989	16.510.793	16.741.761	18.694.062	20.459.876
Costos de Explotación	-3.609.685	-5.037.616	-5.870.504	-6.575.004	-7.434.830	-7.550.613
Gastos de Administración	-4.316.821	-5.417.869	-6.588.458	-6.592.038	-7.254.560	-8.199.754
Resultado Operacional ²	3.357.449	4.122.504	4.051.831	3.574.719	4.092.694	4.725.009
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	2.807.760	3.310.063	3.624.038	3.643.436	3.835.294	4.310.231

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2018 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

² Resultado Operacional = Ganancia Bruta más Costos de Distribución y Gasto de Administración.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Incofin S.A. (Incofin) es una compañía constituida en 1992 y que tiene como negocio la prestación de servicios financieros, principalmente bajo la modalidad de descuentos de documentos, ya sea a través de operaciones de *Factoring* o la compra de distintos instrumentos, entre ellos, cheques. Además, a mediados del año 2012, ingresó al negocio del *Leasing* financiero y, posteriormente, ha tomado posiciones en créditos para capital de trabajo.

A septiembre de 2018, la empresa poseía activos por \$ 118.094 millones y colocaciones netas por \$ 101.610 millones. Los activos de la sociedad se financian mediante \$ 22.047 millones de patrimonio y \$ 84.847 millones correspondientes a deuda financiera. La estructura del balance permitió a la empresa obtener a septiembre de 2018 (UDM³), un ingreso y resultado del ejercicio (ganancia por operaciones continuadas) de \$ 20.420 millones y \$ 4.446 millones, respectivamente.

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

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

La clasificación también incorpora y valora las ganancias que ha obtenido la compañía en los últimos años, los cuales a septiembre de 2018 (UDM) tuvieron un alza del 14,7% respecto a septiembre de 2017 (UDM), a lo que se suma un comportamiento estable de la mora.

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

³ Últimos doce meses.

disminución de las colocaciones de la empresa, en caso de ser necesario. Dicha capacidad de ajuste de la compañía queda de manifiesto en el hecho que el *factoring* posee una tasa de pago en torno 40%. Por su parte, en las operaciones de *leasing*, los activos subyacentes permiten reducir las pérdidas esperadas ante incumplimiento de los arrendatarios.

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

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

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

A su vez, se considera de manera favorable el perfil de sus principales deudores, correspondientes, en su mayoría, a instituciones del Estado, elemento que reduce la exposición de su patrimonio frente a impagos individuales.

Sin perjuicio de las fortalezas anteriormente señaladas, la clasificación de riesgo se ve restringida ya que, si bien la empresa presenta un tamaño relevante dentro del segmento de *factoring* no bancarios, éste se reduce significativamente en términos relativos si se mide dentro del sistema financiero total. Esta situación afecta los niveles de competitividad y torna más relevante la importancia del crecimiento en términos relativos respecto a empresas similares. Asimismo, se debe considerar que existe competencia, directa o indirecta, de mayor envergadura que tiene acceso a un menor costo de financiamiento.

También se ha visto en la práctica un aumento de la competencia en el sector de *factoring*, debido a la entrada de nuevas instituciones de apoyo al mercado objetivo (Pymes), como lo son irrupción de nuevos participantes en la industria o las nuevas plataformas digitales, asociadas con *Fintech*. Esto podría afectar la rentabilidad de la compañía, dado que no existiría un producto alternativo desarrollado para ofrecer en el corto plazo, al ser su principal línea de negocio el *Factoring*.

La clasificación de riesgo tampoco es ajena al hecho que en períodos de crisis el sistema financiero tiende a disminuir las líneas de créditos a los *factoring* no bancarios (aun cuando, de

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

También la evaluación ha considerado que, en algunas operaciones, dada la naturaleza de las mismas, el riesgo de incobrabilidad está asociado al cliente directo de la compañía (por ejemplo, los créditos de capital de trabajo) o, en su defecto, está supeditado a la entrega de un servicio (como contratos de prestación de servicios), el cual podría no materializarse, y, por tanto, no sería factible proceder al cobro de esos instrumentos factorizados.

Por otro lado, recientemente se promulgó la Ley 21.131 (de Pago a 30 días), por la cual las compañías deberán reducir su plazo de pago a los proveedores, a 60 días y, posteriormente, a 30 días (salvo excepciones acordadas por escrito). En opinión de **Humphreys**, este hecho se enmarca dentro de aquellos elementos que presionan al aumento de la competencia referida en el párrafo anterior, en particular porque tenderían a reducir las necesidades de financiamiento del capital de trabajo de algunas empresas; sin perjuicio de los elementos favorables de la ley para la industria de *factoring* (entre ellos, menores gastos administrativos en esfuerzos de cobranza e intereses por mora con cargo al deudor y no al cedente de la factura, usualmente de mayor riesgo que el primero). En todo caso, se trata de una ley no sorpresiva para el sector, el cual en ocasiones anteriores ya ha dado muestra de adecuarse a cambios del entorno sin revertir el crecimiento en el volumen de sus operaciones (en el pasado ya ha habido elementos que han afectado directamente el negocio de la industria de *factoring*, como es el caso de las transacciones de facturas en la Bolsa de Productos y la implementación de la factura electrónica).

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

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

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

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

- Perspectivas de crecimiento para la industria.
- Buen perfil de sus principales deudores.

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

A septiembre de 2018 (UDM⁴), la empresa generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 20.420 millones, lo que significó un aumento de 14,7% con respecto al mismo período del año anterior. A igual fecha, el costo de venta de la compañía ascendió a \$ 7.565 millones, lo que significa un aumento de 5,5% en comparación a septiembre de 2017 (UDM), y representando el 37% de los ingresos del período.

Los gastos de administración del periodo alcanzaron \$ 7.935 millones, lo que representa un aumento de 13,5% respecto de septiembre de 2017. Este valor corresponde al 38,9% de los ingresos por actividades ordinarias (39,3% a septiembre de 2017).

El resultado operacional (ingresos por actividades ordinarias menos costo de ventas y gastos de administración) a septiembre de 2018 (UDM) ascendió a \$ 4.919 millones, lo que significa un incremento de 35,1% respecto al alcanzado en septiembre de 2017 (UDM). El resultado del ejercicio para el mismo periodo correspondió a una ganancia de \$ 4.446 millones (UDM), lo que implica un aumento de 16,3% en relación con la misma fecha del año anterior.

Con respecto a las colocaciones netas (de *factoring* y *leasing*), éstas alcanzaron \$ 101.610 millones a septiembre de 2018, lo que representa un crecimiento de 11,1% en comparación al mismo periodo del año anterior.

⁴ Últimos doce meses.

Definición categorías de riesgo

Categoría A (Títulos de deuda de largo plazo)

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

Nivel 1 (Títulos de deuda de corto plazo)

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

Oportunidades y fortalezas

Experiencia de sus socios y la administración: La propiedad de la compañía está dividida en dos sociedades, Grupo Incorp S.A. y Sociedad de Inversiones Norte Sur S.A., ambas sociedades con una amplia trayectoria en el sector financiero y con socios que han participado en diversos cargos en instituciones bancarias. Asimismo, el activo rol del directorio en la operación de la compañía provee una plataforma de control adicional.

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

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

Solvencia de grandes deudores: Se considera de manera favorable el perfil y calidad de los deudores asociados a las operaciones realizadas por la institución. Según información reportada por la compañía, de los diez principales deudores, seis corresponden a instituciones del Estado, presentando la más alta capacidad de pago. A su vez, el resto de sus deudores son compañías que, en general, presentan un adecuado perfil de riesgo, reduciendo la probabilidad de

eventuales escenarios de *default*. Sin perjuicio de lo anterior, se espera que la compañía siga avanzando en el desarrollo de una cartera atomizada, minimizando la exposición de su patrimonio.

Características del negocio: Dado el reducido plazo de las operaciones, tiene la particularidad de ajustarse rápidamente a las condiciones de tasas de interés del mercado. Asimismo, ya sea vía aumento de tasas de interés o mediante decisiones internas de la administración, es posible limitar el flujo de colocaciones y, de esta manera, fortalecer la liquidez de la compañía en la medida en que van venciendo las operaciones vigentes.

Por su parte, el *leasing* es un negocio que cuenta en sus operaciones con activos de respaldo, lo que reduce la exposición de la compañía ante eventuales incumplimientos de sus clientes.

Debilidades y riesgos

Mercado objetivo: La empresa se orienta principalmente a las Pymes, sector altamente vulnerable a los ciclos económicos. Esto, debido a que las crisis financieras tienden a reducir las líneas de créditos disponibles en la economía, afectando la cadena de pago, con especial énfasis en la pequeña y mediana empresa. Además, en tiempos de bajo crecimiento disminuye el volumen de operaciones y, por ende, los documentos a descontar.

Industria susceptible a variaciones de la economía: Debido a que la compañía trabaja con un mercado objetivo riesgoso, esta presenta un impacto ante variaciones en la economía, ya que las Pymes se ven afectadas rápidamente con algún fenómeno negativo.

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

Concentración de deudores: La compañía ha elevado su dependencia frente a sus deudores más importantes, lo que se refleja en que los montos asociados a los cinco principales deudores, a diciembre de 2018, representan un 67% del patrimonio. Si bien se considera el adecuado perfil que estos presentan, se espera que la compañía vaya reduciendo la exposición de su patrimonio y adecuando sus límites, más allá de la calidad de algún deudor en particular.

Antecedentes generales

Historia

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

Desde 1994, el 50% de la propiedad pertenece a la Sociedad de Inversiones Norte Sur S.A. Con la participación de este nuevo socio, la empresa comenzó a operar bajo la marca comercial *Bandesarrollo Factoring* hasta el año 2003.

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

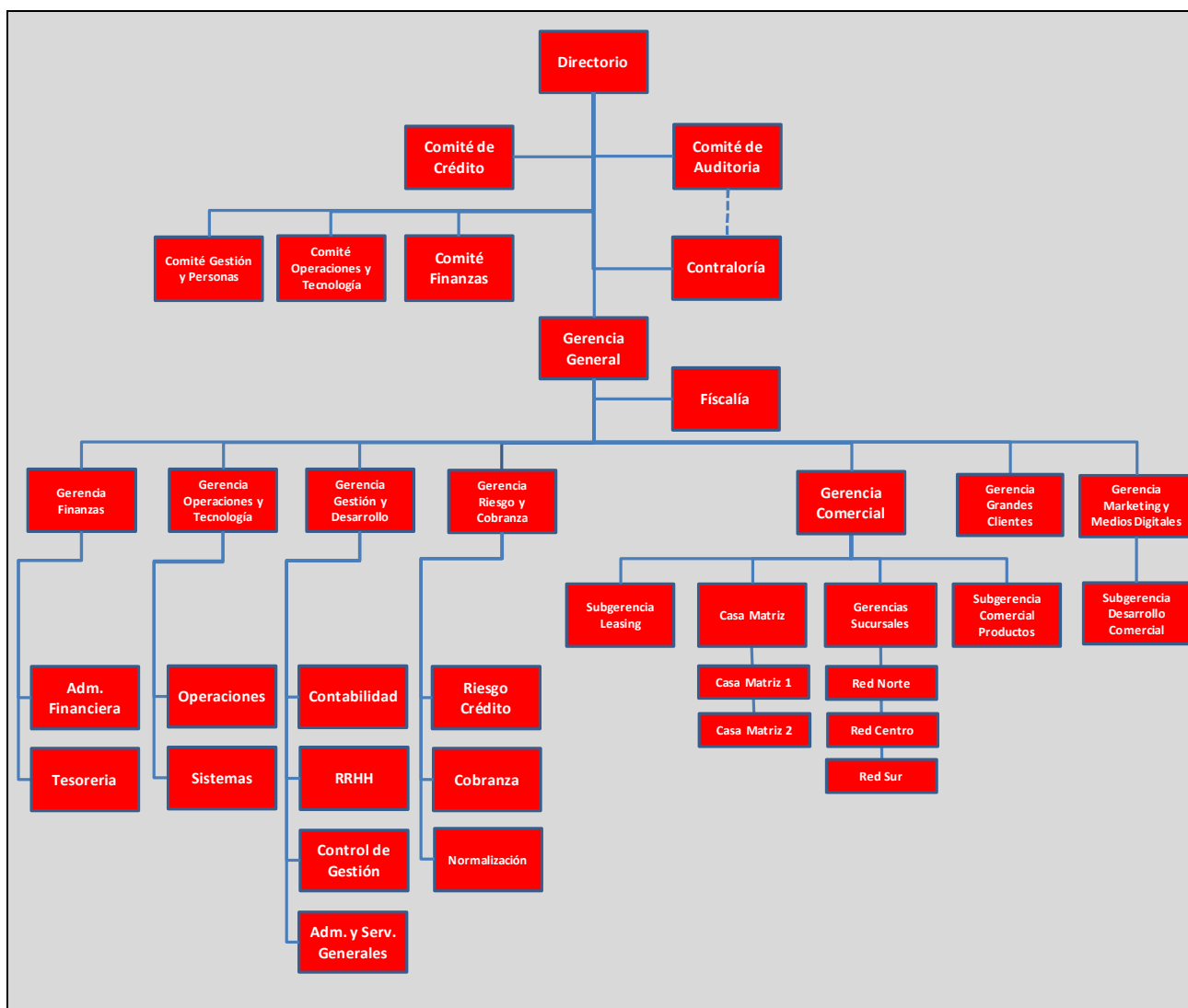
En 2010, la empresa inscribe una línea de efectos de comercio y emite su primer instrumento de oferta pública, terminando así, la primera etapa de la diversificación de fuentes de financiamiento. En el año 2012 incorpora a su cartera el *leasing* mediante la filial Incofin Leasing S.A.

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

Propiedad y administración

La propiedad de la compañía está dividida en dos sociedades, el 50% pertenece al Grupo Incorp S.A. y el otro 50% a Sociedad de Inversiones Norte Sur S.A., ambas sociedades con una amplia trayectoria en el sector financiero y con socios que han participado, en diversos cargos, en instituciones bancarias.

A continuación, se presenta el organigrama resumido de la compañía:



Operación y originación

La captación y el mantenimiento de las operaciones con los clientes están a cargo de los ejecutivos comerciales, quienes, sin embargo, no tienen autoridad en la asignación y la aprobación de las líneas de créditos. Su función, en lo que se refiere a potenciales clientes, consiste en recabar los antecedentes legales y financieros de éstos en base a procedimientos predeterminados; asimismo deben realizar visitas a terreno. En caso de aprobación de un cliente, la información obtenida se procesa y almacena en los sistemas **Incofin**, soporte que se utiliza para la aprobación de operaciones con cargo a líneas aprobadas.

Los antecedentes reunidos por los ejecutivos comerciales son entregados al comité con las atribuciones necesarias, según el monto de la línea de crédito solicitada. Estos comités son las

instancias encargadas de la aprobación y rechazo de clientes y, si correspondiere, de la determinación de las líneas de créditos asignada a cada uno de ellos. La estructura de atribuciones por nivel, tanto para factoring como para leasing, se resume en la siguiente tabla:

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

El ejecutivo comercial también es el responsable de verificar que las operaciones de los clientes se enmarquen dentro de los parámetros y montos aprobados, utilizando para ello la información que se encuentra en los sistemas de la compañía.

Todos los procesos de originación de crédito se encuentran debidamente formalizados en el manual de política de riesgo de crédito, el cual detalla los distintos pasos y criterios esenciales para el desarrollo correcto de la evaluación, manual que es conocido por los principales involucrados en cada etapa del proceso. También existe una definición de los montos máximos por clientes que se pueden aprobar de línea de crédito, sin garantía, en cada tipo de producto, las cuales, a juicio de **Humphreys**, son razonables en relación con el patrimonio de la sociedad y en la medida que se respete una adecuada diversificación por deudor. El proceso de otorgamiento de financiamiento se describe en el siguiente cuadro:

Proceso de otorgamiento de financiamiento	1. Definición del mercado objetivo
	2. Evaluación y análisis
	- Resumen de información básica
	- Vaciado de balance
	- Análisis de riesgo
	- Clasificación de riesgo
	3. Negociación y aprobación
	4. Documentación y desembolso
	5. Administración y seguimiento
	6. Cobranza y recuperación

Control interno

La compañía cuenta con un área de auditoría interna que reporta mensualmente a un comité de auditoría y, de manera semestral, al directorio de la institución, emitiendo informes de su

gestión. A su vez, cuando el directorio lo solicita, se realizan presentaciones, profundizando temas de interés. Esta área está liderada por un Contralor, el que cuenta con un equipo de tres auditores, encargados de revisar los procesos de la compañía.

El control de procesos se realiza mediante un mapeo de los riesgos, el cual permite determinar los puntos de mayor impacto dentro la institución, y definir los casos que pueden presentar complicaciones. Todos estos procedimientos se realizan de manera automatizada, mediante programas que procesan la información, los cuales también son revisados.

Sistemas

La compañía trabaja con sistemas de Dimensión, proveedor ampliamente utilizado por la industria del *factoring*.

El sistema principal funciona a través de un *workflow* en donde se cargan todos los pasos de la operación, como la adopción de la línea y todos los temas legales y operativos, entre otros. Opera con aprobaciones en línea y un completo set de información a través de carpetas electrónicas y *reporting*. Comparativamente, con compañías de la misma industria y similar clasificación, **Incofin** se encuentra dentro de los estándares de mercado.

En relación con la seguridad de la información, se hacen respaldos diarios en cinta, adicionalmente existe un *site* de contingencia en donde la compañía puede seguir operando en caso de siniestro, el cual es proporcionado por la empresa Dimensión. Cabe señalar que, por diversos motivos, la empresa ha operado en el pasado con los *site* descritos, sin mayores inconvenientes.

Proceso de cobranza

La cobranza se comienza a gestionar con quince días de anticipación a su vencimiento y se realiza por intermedio de veinticinco personas en el área, de las cuales ocho son ejecutivos de cobranza telefónica, tres recaudadores de terreno y cuatro son ejecutivos de normalización; en regiones la gestión de cobranza la efectúa la sucursal. En relación con la recaudación, se cuenta con el apoyo externo de la empresa Pentacrom, la cual tiene la función del retiro de todos los documentos de pago de los clientes y de las sucursales que maneja la compañía. Para la ejecución de sus labores, la sociedad recaudadora lleva a cabo diariamente una ruta preestablecida previamente en común acuerdo con los ejecutivos de **Incofin** y al final de la jornada entrega todos los documentos a la compañía. Cabe destacar, que ningún documento se queda en poder en Pentacrom, salvo excepciones que deben ser justificadas.

Por las características del *factoring*, los atrasos entre 1 y 30 días en el pago de facturas de deudores institucionales se consideran normales. Si la mora supera los 30 días, las acciones de cobranza se realizan directamente al deudor y se informa al cliente sobre la situación. En los casos en que la mora supera los 60 días, el Comité de Cobranza define la necesidad de realizar el cobro también al cliente. De no existir una solución, se efectúan contactos de tenor prejudicial al deudor y al cliente. Si el problema persiste y la mora supera los 90 días, el Comité de Cobranza, previa consideración de los antecedentes del cliente y el deudor, define la necesidad de convocar al Comité de Normalización para iniciar las acciones de cobranza judicial y la investigación de los bienes del deudor(es) y cliente.

Política de provisiones

Incofin posee un modelo de análisis grupal para la cartera de riesgo normal, mientras que para los casos de la cartera deteriorada o repactada se hace un análisis individual. En estos casos, se establece una provisión mínima en función del grupo y, eventualmente, una provisión adicional en base a juicio experto, el cual es estudiado por áreas especializadas en administrar este tipo de clientes. En el análisis grupal, la provisión de cada grupo está determinada mediante un análisis histórico de pérdidas de las carteras de **Incofin**. Para el *leasing*, la totalidad de la cartera se evalúa individualmente; la normal en función de parámetros de la operación (valor del bien, saldo de contrato, mora) y la deteriorada en función a si el deudor está en quiebra o reorganización empresarial, capacidad de pago, cantidad y gravedad de publicaciones comerciales y existencia de colaterales.

El modelo de análisis grupal de **Incofin**, divide a los clientes en tres niveles de riesgo. En primer lugar, la cartera normal, correspondiente a aquella administrada en áreas comerciales, y que contiene como máximo un 30% de la colocación en mora superior a 90 días. En segundo lugar, se tiene la cartera con riesgo superior al normal, la cual es administrada en áreas comerciales, y contiene más del 30% de la colocación en mora superior a 90 días o renegociada. Finalmente, se tiene la cartera riesgosa o deteriorada, correspondiente a aquella que no es administrada por áreas comerciales y se encuentra traspasada a al área de normalización (no necesariamente esta cartera debe estar en mora mayor a 90 días). Este segmento comprende cartera en proceso de cobranza dura o negociación, cartera ya renegociada y que no ha sido devuelta a área comercial normal (aún en período de cura), y cartera en cobranza judicial. Cada uno de estos niveles, está a su vez dividido en categorías asociados a distintos niveles de provisión, que pueden ir desde 0% a 90%. La siguiente tabla, resume las categorías de riesgo utilizadas por la compañía para determinar sus niveles de provisiones, parámetros que recientemente han sido recalculados en base a un modelo de pérdida histórica:

Categoría	Nivel de Provisión (%)
A1	0.05
A2	0.10
A3	0.20
A4	0.40
B1	0.80
B2	0.95
B3	1.03
B4	1.03
C1	1.60
C2	7.75
C3	10.00
C4	20.00
D1	20.00
D2	35.00
D3	90.00
D4	90.00

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

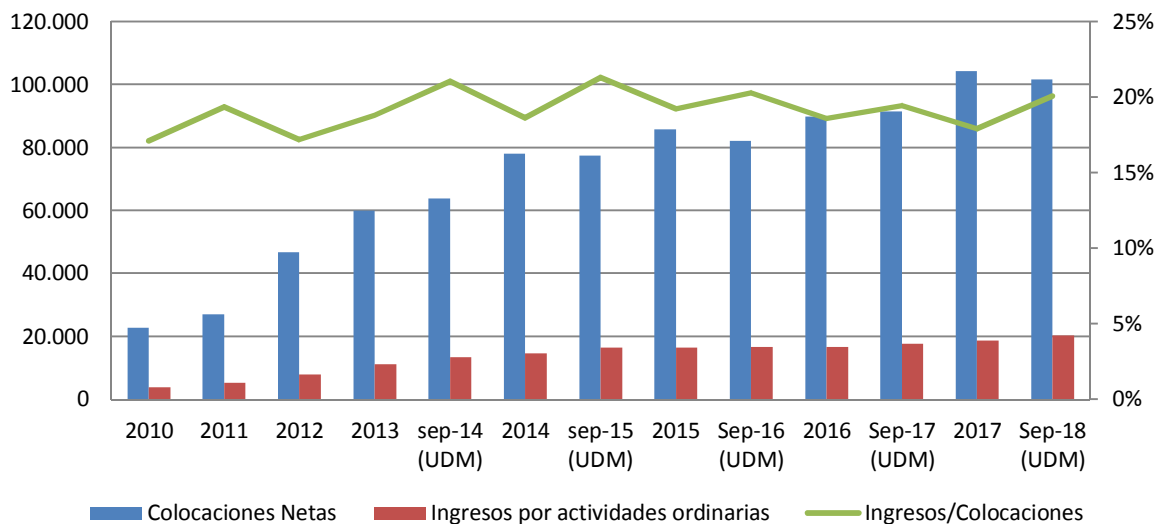
Análisis financiero

Colocaciones e ingresos

Entre septiembre de 2017 (UDM⁵) y septiembre de 2018 (UDM), los ingresos de la compañía han experimentado un incremento de 14,7%. Por su parte, las colocaciones netas (considerando *factoring*, *leasing* y operaciones de crédito) alcanzaron los \$ 101.610 millones a septiembre de 2018, lo cual significó una disminución de 2,6% respecto a las existentes a diciembre de 2017. Por el contrario, si se compara con septiembre 2017, las colocaciones netas presentaron un aumento del 11,1%.

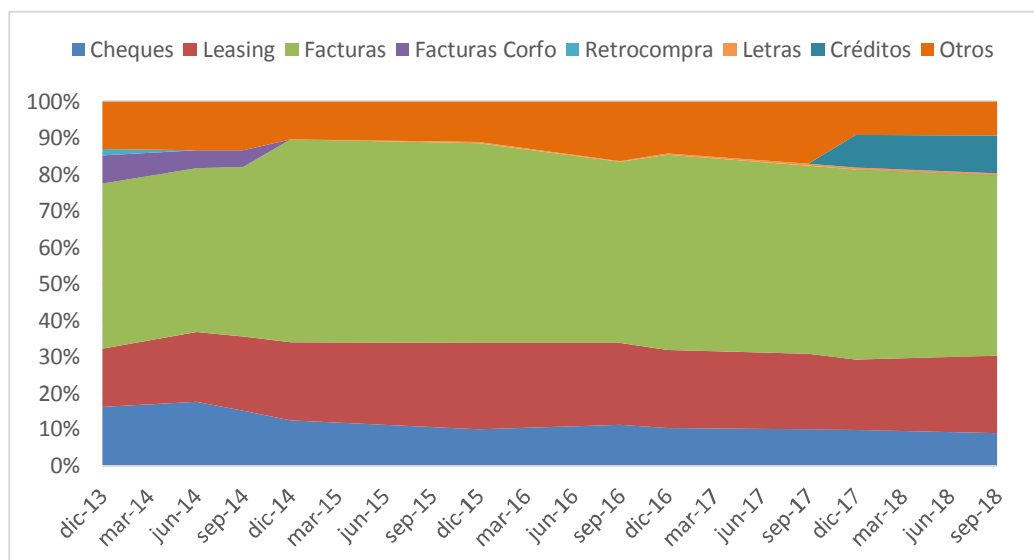
⁵ Últimos doce meses.

Ilustración 1
Ingresos Actividades Ordinarias y Colocaciones Netas Totales
2010 - septiembre 2018



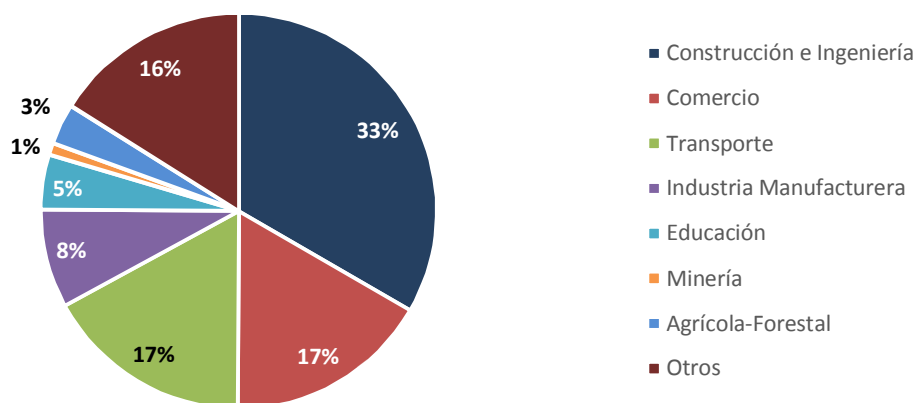
En relación a la estructura de las colocaciones, se observa que la cartera de la compañía sigue concentrándose principalmente en facturas, alcanzando, a septiembre de 2018, un 49,5% del total. Le sigue el negocio del *leasing*, que, a la misma fecha, tiene un 21,4% de participación en la cartera. Los últimos períodos se observa también un crecimiento en los créditos directos otorgados por la compañía, alcanzando un 10,5% de las colocaciones totales, tal como se puede apreciar en la *Ilustración 2*.

Ilustración 2
Evolución de la Estructura de Cartera
2010-Sep-18



Según la información contenida en los estados financieros a septiembre de 2018, la cartera se distribuía en ocho sectores económicos, siendo el de mayor importancia el rubro de la construcción e ingeniería, que representó aproximadamente un 33% de las colocaciones. Cabe destacar que dentro de estos sectores económicos se subdividen en diversas actividades lo que entregan mayor diversificación. (Ver *Ilustración 3*)

Ilustración 3
Stock de colocaciones por Sector Económico Consolidado
Septiembre 2018



En términos de composición de la cartera, **Incofin** presenta un mayor nivel de exposición de su patrimonio frente a sus deudores, en comparación a la industria; sin embargo, se reconoce que sus principales deudores corresponden organismos públicos y empresas con un adecuado perfil de riesgo, presentando, en general, una muy baja probabilidad de no pago. En cuanto a sus clientes más importantes, éstos no representan porcentajes elevados en relación con el total de colocaciones. A diciembre de 2018, de acuerdo a información de la compañía, el mayor deudor representaba un 32,8% del patrimonio; los diez principales un 92,6%.

Respecto a la exposición frente a clientes individuales⁶, a la misma fecha, los diez mayores clientes de la cartera de *factoring*, representan el 9,3% de las colocaciones totales. Por su parte, los diez clientes principales de *leasing* suman un 2,8% de la cartera total de la compañía.

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

FACTORING	
Principales Deudores	
Ítem	% Patrimonio
Mayor deudor	32,8%
5 mayores deudores	67,0%
10 mayores deudores	92,6%

FACTORING	
Principales Clientes	
Ítem	% Colocaciones Totales
Mayor Cliente	1,4%
5 mayores clientes	5,6%
10 mayores clientes	9,3%

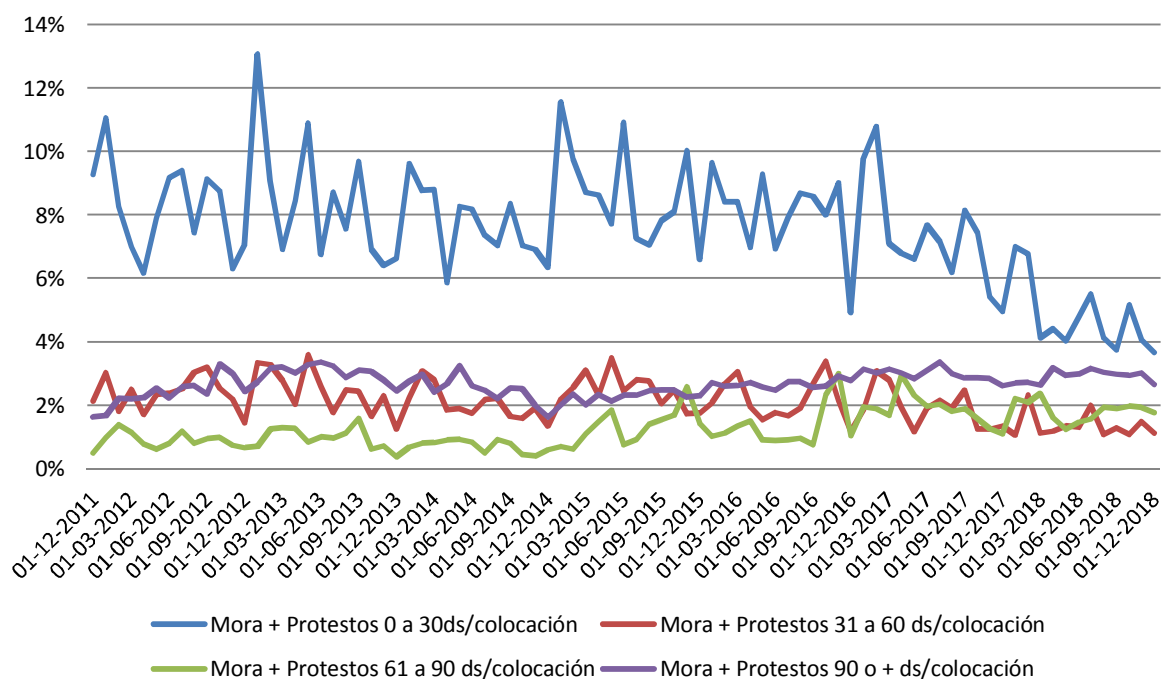
LEASING	
Principales Clientes	
Ítem	% Colocaciones Totales
Mayor Cliente	0,5%
5 mayores clientes	1,7%
10 mayores clientes	2,8%

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

Morosidad

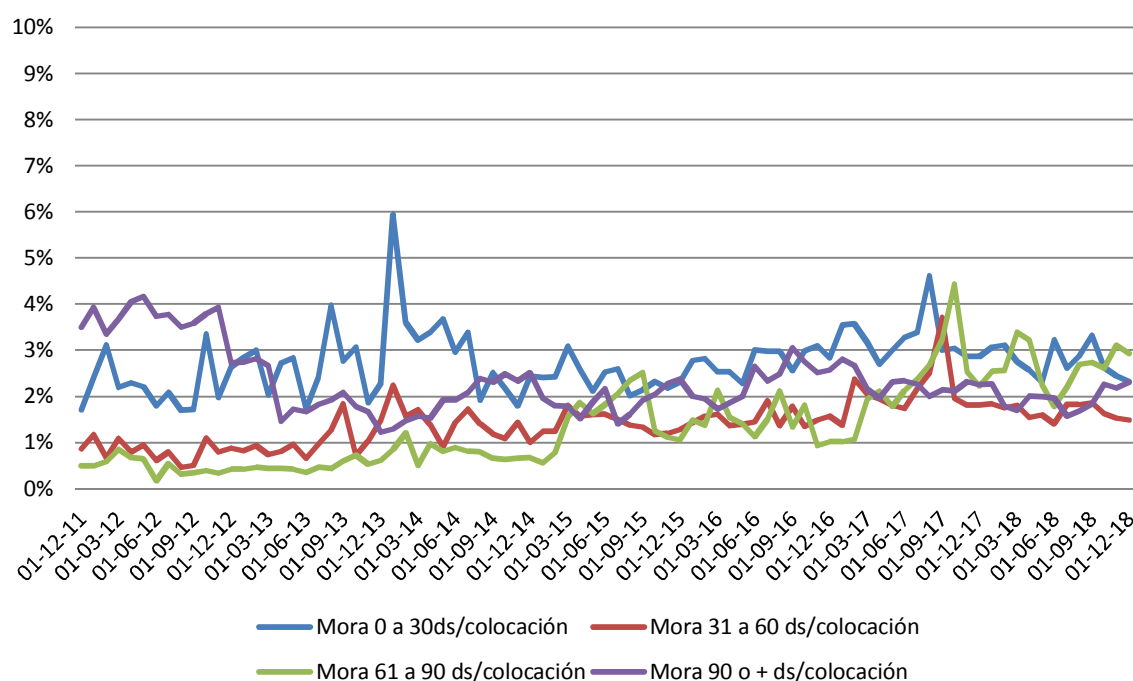
La morosidad de la cartera de *factoring* ha presentado una importante mejora durante los últimos períodos en el tramo inferior a 30 días, situándose el último año en torno al 5%. Por su parte, la mora relevante de la cartera, considerada como aquella superior a 30 días, promedió durante el 2018 un 6,1% respecto a las colocaciones de *factoring*.

Ilustración 4
Morosidad cartera Factoring
2011-2018



Por su parte, la morosidad en el negocio del *leasing* ha presentado un comportamiento relativamente estable en los últimos períodos de análisis, situándose en torno al 9% de la respectiva cartera.

Ilustración 5
Morosidad cartera Leasing
2011-2018

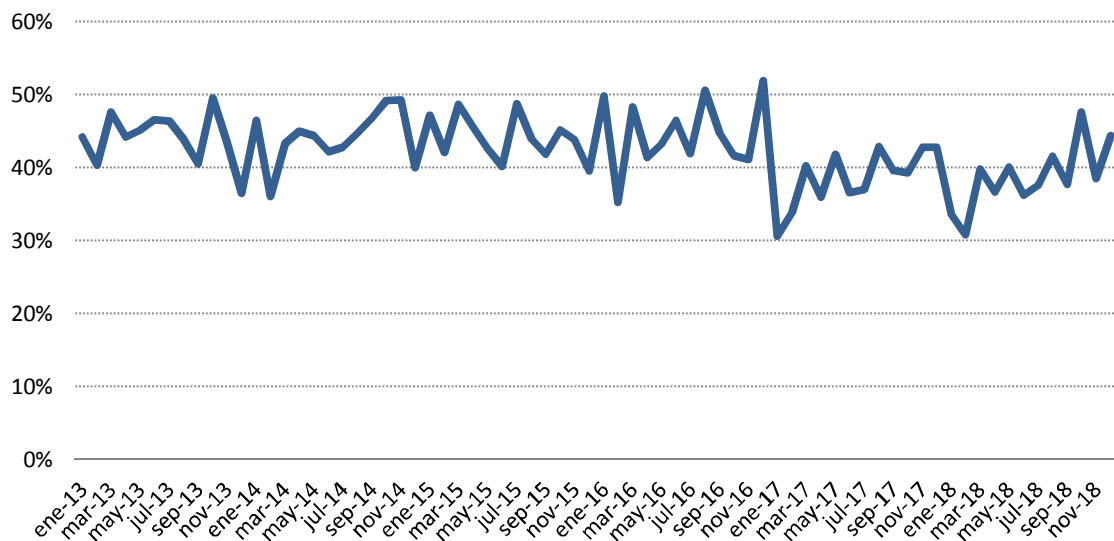


Tasa de pago⁷

Como se puede observar en la *Ilustración 6*, la tasa de pago de *factoring* se ha ubicado, en general, entre el 30% y 50% durante el período de análisis. Durante 2018, el indicador promedió un 38,7%. Este índice, nos permite deducir que el ciclo de pago promedio efectivo de la cartera es de, aproximadamente, 50 días hábiles.

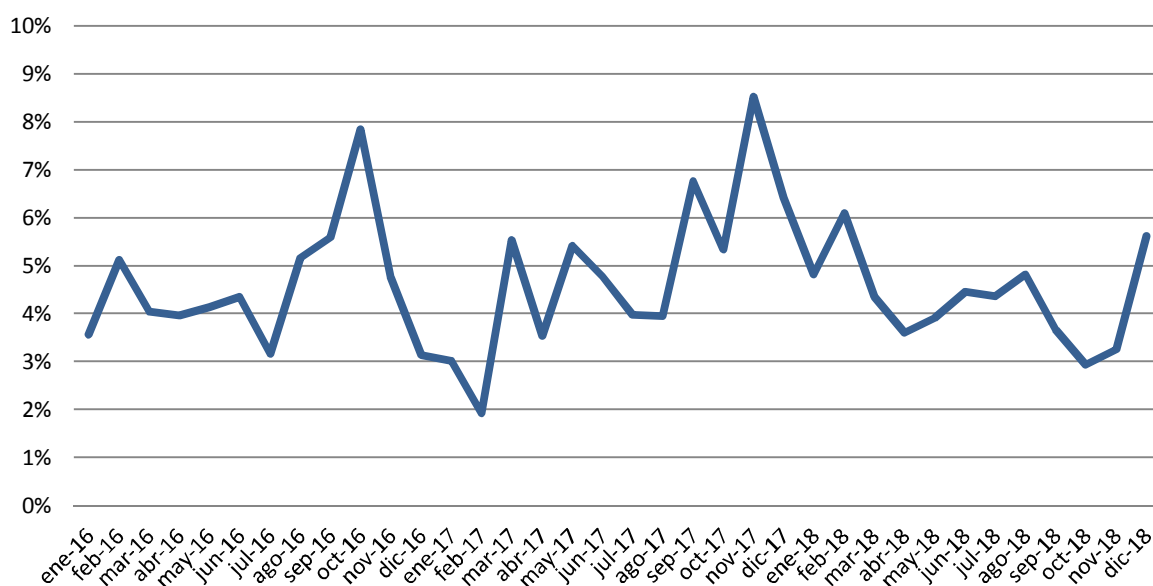
⁷ Calculada como la recaudación mensual sobre el *stock* de colocaciones brutas del mes anterior.

Ilustración 6
Tasa de pago factoring
2013-2018



A su vez, la tasa de pago del *leasing* se ha ubicado en torno al 5%, pero con elevada volatilidad. Para el año 2018, el indicador promedió un 4,3%, elemento acorde a la naturaleza del negocio, con operaciones a mediano plazo.

Ilustración 7
Tasa de pago leasing
2016-2018

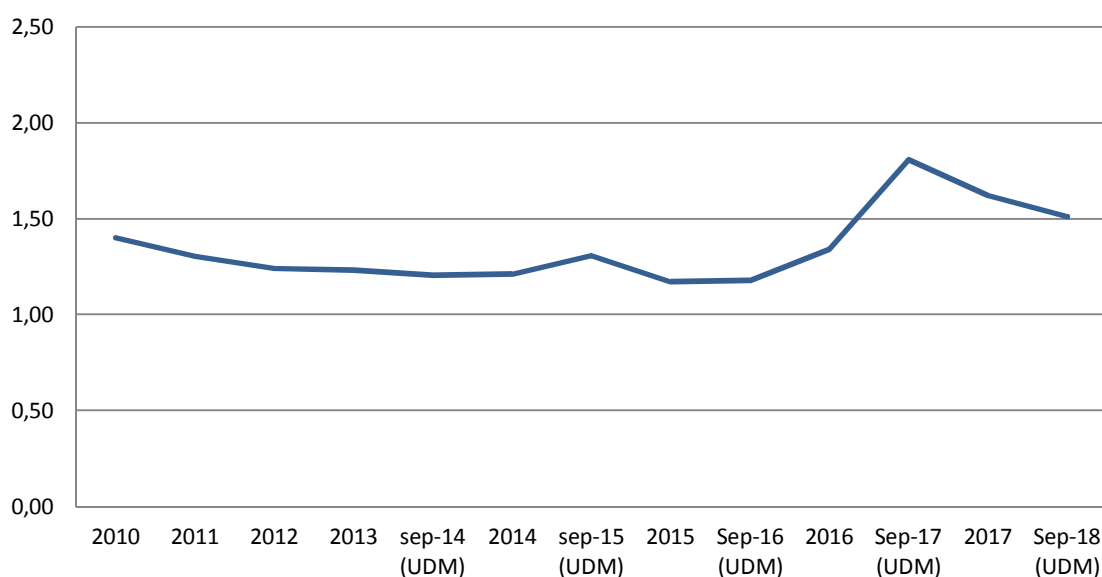


Liquidez

En cuanto a la liquidez, medida como activos corrientes sobre pasivos corrientes, la compañía presentó una tendencia creciente hasta septiembre de 2017, luego de lo cual se observa un baja en el indicador, llegando a 1,51 veces en septiembre de 2018. (Ver *Ilustración 8*)

Cabe destacar que, como resguardo para la emisión de su línea de efectos de comercio, la compañía se compromete a mantener una razón de liquidez superior a una vez, lo cual ha sido respetado en todo momento.

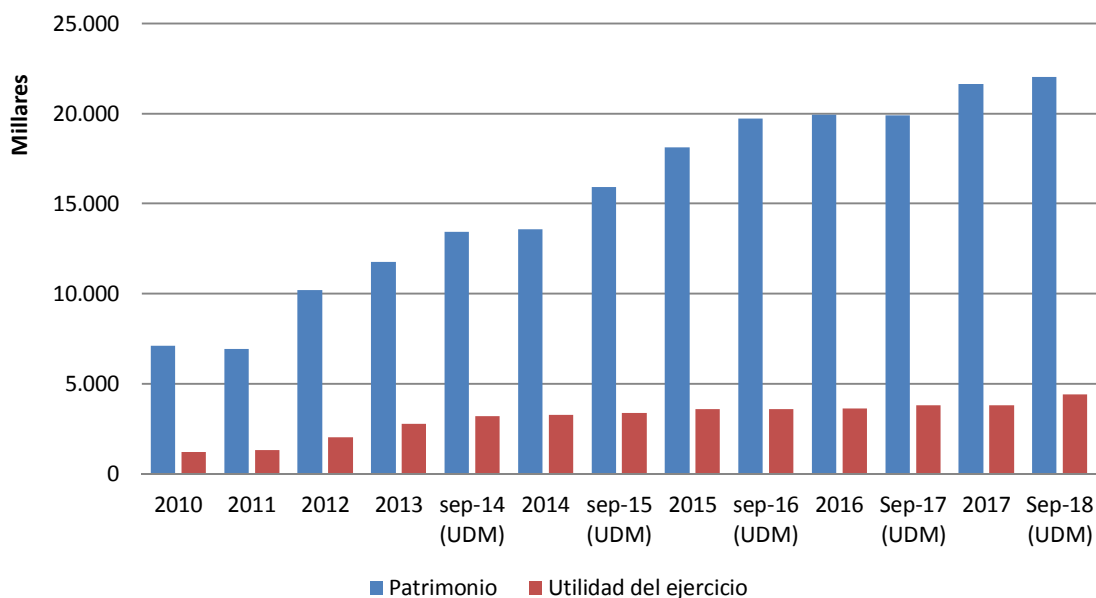
Ilustración 8
Liquidez
2010 – Septiembre 2018



Endeudamiento y posición patrimonial

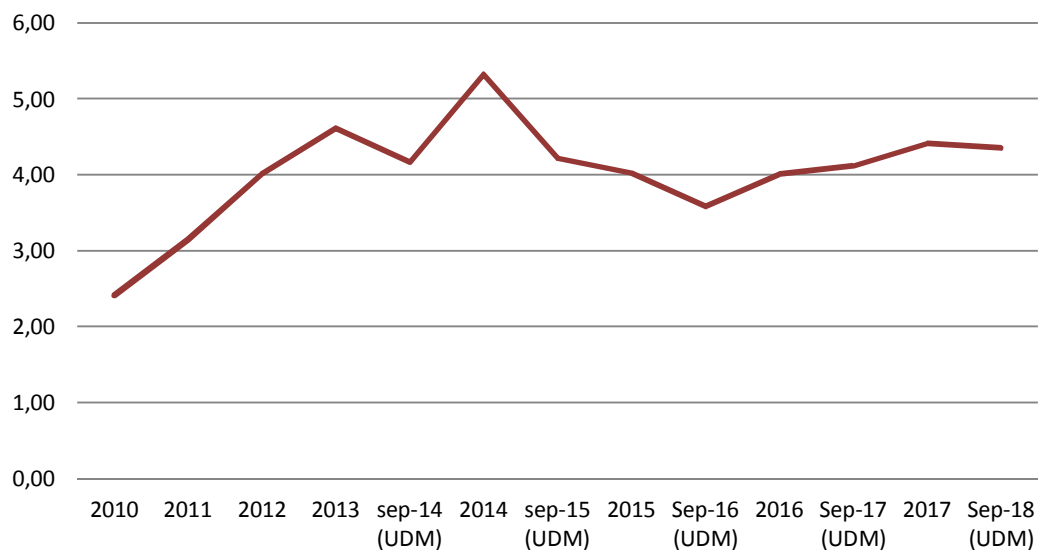
Tal como lo muestra la *Ilustración 9*, el patrimonio de la compañía ha exhibido un crecimiento sostenido desde el año 2011 a la fecha, llegando a \$ 22.047 millones en septiembre de 2018, representando un aumento del 10,8% respecto a igual período del año anterior.

Ilustración 9
Posición Patrimonial
2010-Septiembre 2018



Respecto del nivel de endeudamiento –entendido como pasivo exigible sobre patrimonio–, éste muestra un comportamiento decreciente hasta septiembre de 2016, luego de lo cual se observa un aumento, situándose en 4,36 veces a septiembre de 2018, aún por debajo de las 5,33 veces a las que llegó el indicador en diciembre de 2014. Las reducciones del indicador se deben, principalmente, a aumentos de capital realizados por sus socios. Por su parte, posteriores incrementos del endeudamiento tienen relación con el aumento de otros pasivos financieros no corrientes (Principalmente el Bono y FIP BTG Pactual).

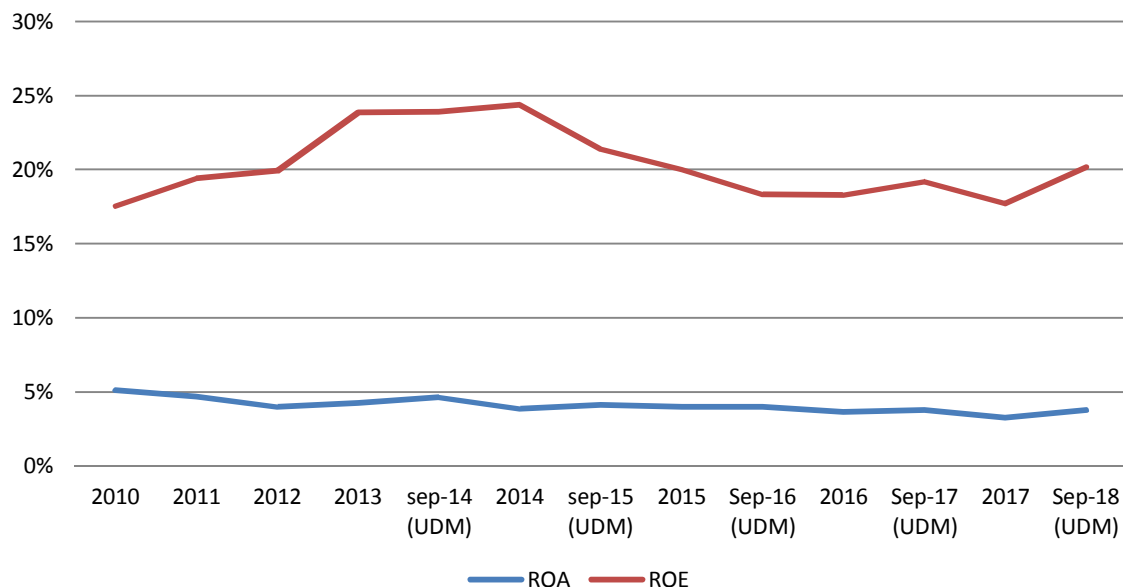
Ilustración 10
Endeudamiento (Pasivo Exigible/Patrimonio)
2010-Septiembre 2018



Rentabilidad

Según se observa en la *Ilustración 11*, la rentabilidad de la compañía, medida sobre activos (ROA) se ha mantenido estable durante los últimos periodos en torno al 4%. Por su parte, la rentabilidad medida sobre patrimonio (ROE), ha presentado un crecimiento el último período, llegando a un 20,2% a septiembre de 2018 (resultado anualizado).

Ilustración 11
Rentabilidad del Activo y Rentabilidad del Patrimonio
2010 - Septiembre 2018

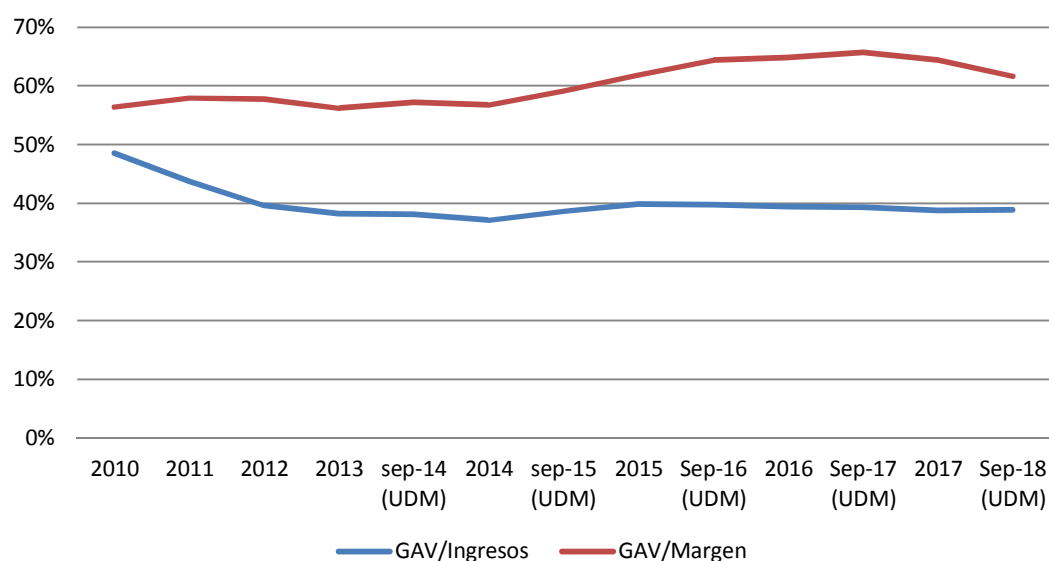


Indicadores de eficiencia

La eficiencia⁸ de la compañía ha visto una evolución positiva durante el último periodo, ubicándose a septiembre de 2018 en 61,73%. El mejorar este indicador ha sido uno de los desafíos de la compañía, de la mano con la optimización de procesos mediante tecnología y mejor control del deterioro de la cartera.

⁸ Medida como gastos de administración sobre margen bruto.

Ilustración 12
Eficiencia de la Compañía
2010 – Septiembre 2018



Antecedentes de la deuda

Covenants línea de Efectos de Comercio N° 081

	Límite	Valor a Sep-18
Total Pasivos/Patrimonio Total	No Superior a 7 veces	4,4 veces
Total Activos corrientes / Total Pasivos corrientes	Superior a 1,00	1,5 veces
Patrimonio mínimo (UF)	Superior a 200.000	UF 805.891
Límite de vencimientos en 7 días hábiles consecutivos (UF)	Máximo 130.000	Cumple

Covenants línea de Efectos de Comercio N° 097

	Límite	Valor a Sep-18
Total Pasivos/Patrimonio Total	No Superior a 7 veces	4,4 veces
Total Activos corrientes / Total Pasivos corrientes	Superior a 1,00	1,5 veces
Patrimonio mínimo (UF)	Superior a 300.000	UF 805.891
Límite de vencimientos en 7 días hábiles consecutivos (UF)	Máximo 220.000	Cumple

Covenants línea de bonos N° 776		
	Límite	Valor a Sep-18
Total Pasivos / Patrimonio Total	Inferior a 7 veces	4,4 veces
Total Activos corrientes / Total Pasivos corrientes	Superior a 1,0 veces	1,5 veces
Patrimonio mínimo (UF)	Superior a 300.000	UF 805.891
Activos libres de gravámenes/ pasivo exigible	Mayor a 0,75	1,2 veces

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la 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."