



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde envío anterior

A n a l i s t a
Carlos García Brun
Tel.: (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Incofin S.A.

Marzo 2016

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 2/A- Estable
EEFF base	31 de diciembre de 2015

Número y fecha de Inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos a 10 años	Nº 776 de 03.01.2014
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	2011	2012	2013	2014	2015
Activos Corrientes	28.110.353	45.589.160	59.545.382	75.524.866	78.948.615
Activos No Corrientes	712.655	5.719.489	6.493.827	10.424.158	12.158.464
Total Activos	28.823.008	51.308.649	66.039.209	85.949.024	91.107.079
Pasivos Corrientes	21.525.151	36.722.739	48.345.043	62.374.182	67.442.161
Pasivos No Corrientes	358.198	4.360.204	5.927.602	9.987.927	5.541.006
Total Pasivos	21.883.349	41.082.943	54.272.645	72.362.109	72.983.167
Patrimonio	6.939.659	10.225.706	11.766.564	13.586.915	18.123.912
Total Pasivos y Patrimonio	28.823.008	51.308.649	66.039.209	85.949.024	91.107.079
Deuda Financiera	17.241.238	28.169.471	40.949.787	55.797.113	60.583.568

Estado de Resultados por Función Consolidado, IFRS					
Miles de pesos	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos de Explotación	5.230.539	8.033.142	11.283.955	14.577.989	16.510.793
Gastos de Administración	-2.288.843	-3.182.421	-4.316.821	-5.417.869	-6.588.458
Resultado Operacional ¹	1.658.091	2.330.498	3.357.449	4.122.504	4.628.344
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	1.347.590	2.036.740	2.807.760	3.310.063	3.624.038
EBITDA	1.700.728	2.380.812	3.419.182	4.197.342	4.135.892

¹ 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 orientada, principalmente, a la prestación de servicios financieros bajo la modalidad de operaciones de *factoring*. Además, desarrolla otras líneas de negocios como *confirming*, y, en forma creciente, realiza operaciones de *leasing*.

A diciembre de 2015 la sociedad presentaba activos por \$ 91.107 millones y colocaciones netas por aproximadamente \$ 84.771 millones. Los activos de la sociedad son financiados con \$ 18.124 millones de patrimonio, \$ 60.584 millones correspondientes a deuda financiera y el resto principalmente por cuentas por pagar. La actual estructura del balance permitió a la empresa generar a diciembre de 2015 un ingreso y un resultado del ejercicio (ganancia por operaciones continuadas) de \$ 16.511 millones y \$ 3.624 millones, respectivamente.

Entre las principales razones que sustentan la clasificación en *Categoría A-* para la línea de bonos de **Incofin**, y a *Categoría A-/Nivel 2* para las líneas de efectos de comercio se consideran la madurez que han adquirido los perfeccionamientos en materia de control interno y de gobierno corporativo. Entre otros aspectos, se destaca la actualización y mayor formalización de los levantamientos de riesgo efectuados a los procesos operativos de la compañía, instancia que permite, a juicio de la clasificadora, una mayor eficiencia y eficacia en lo relativo a la inspección de las actividades que son propias del negocio del emisor y, a la vez, fortalecen la estructura que permita, de esta manera, continuar creciendo sin afectar negativamente el riesgo de la cartera crediticia, más allá de las variaciones inherentes a los ciclos económicos y a las características del *factoring*.

Además, la clasificación de riesgo incorpora el estado actual y esperado de la economía. Bajo ese contexto, **Humphreys** estima que no es descartable un estancamiento en el nivel de colocaciones de **Incofin** y un deterioro en sus indicadores financieros; no obstante, dicha situación no afecta las fortalezas estructurales de la compañía que, en definitiva, son las que determinan su viabilidad de largo plazo.

Adicionalmente la clasificación de riesgo considera la solidez del balance de la emisora, reflejada en un adecuado endeudamiento respecto de la escala de operaciones y una adecuada posición de liquidez; así como las características propias del *factoring*, principal línea de negocio del

emisor, que presentan una alta flexibilidad para ajustar su volumen de operaciones ante incrementos en los riesgos asociados a las condiciones del mercado.

En efecto, según balance a diciembre de 2015, la compañía mantiene deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corriente (netas) por \$ 75.879 millones, cifra que supera en 25% la deuda financiera total del emisor, incluyendo tanto la de corto como la de largo plazo. En términos de pasivo exigible sobre patrimonio, se tiene una relación que asciende a 4,0 veces, considerado controlable dado el volumen de sus colocaciones. En cuanto a la liquidez circulante, ésta se ha mantenido en niveles adecuados a través del tiempo, con un valor de 1,17 veces según última información disponible.

La capacidad de ajuste de la compañía queda de manifiesto en el hecho que el flujo de las operaciones, en el segmento de *factoring*, alcanzó a aproximadamente \$ 27.377 millones mensuales durante el último trimestre de 2015, con una tasa de pago del aproximadamente 42,9%.

En forma complementaria, el análisis incluyó la experiencia y conocimiento, por parte de los socios y de la administración, del sistema financiero y del segmento al cual se orienta la compañía (básicamente pequeñas y medianas empresas), presentando una de las trayectorias más extensas dentro del mercado local en lo relativo a su segmento específico. También se reconoce el compromiso y capacidad que han mostrado en el pasado para reaccionar ante entornos desfavorables y apoyar efectivamente la liquidez de la empresa.

La propiedad de la compañía está dividida en dos sociedades, Grupo Incorp S.A. y Sociedad de Inversiones Norte Sur S.A. (ex. Socios de Banco del Desarrollo), ambas sociedades con una amplia trayectoria en el sector financiero y con socios que han participado, en diversos cargos, en instituciones bancarias. Asimismo, la activa participación del directorio en la operación de la compañía, provee una plataforma de control adicional, en esta misma línea se reconoce la conformación del comité de auditoría. Del mismo modo, se evalúa como positiva la implementación del área de auditoría interna, constituida hace aproximadamente tres años, así como las mejoras que esta unidad ha tenido en el último tiempo, las cuales a futuro debieran repercutir favorablemente en el riesgo de la compañía en la medida que se vayan consolidando al interior de la entidad, tanto a nivel de operación como en la cultura organizacional.

También, se ha tomado en cuenta en forma favorable los sucesivos aportes de capital pagados por los socios, el más reciente de ellos en diciembre de 2015, lo que ha contribuido con la

fortaleza financiera de la compañía. La empresa, con los mismos socios principales, tiene una antigüedad de 20 años, habiendo superado la crisis asiática y *subprime*.

Asimismo, se reconoce la capacidad de la emisora de incrementar en forma importante el nivel de sus colocaciones conjuntamente con una caída en la colocación promedio por cliente, lo cual da cuenta de un incremento en la atomización de sus deudores. En efecto, entre 2011 y 2015 el *stock* de cuentas por cobrar se incrementó desde \$ 27.000 millones a \$ 84.771 millones con una exposición máxima de 7,7% el patrimonio. Asimismo, la evaluación incorpora el hecho que el crecimiento del volumen de operaciones se ha llevado a cabo manteniendo el perfil de clientes y salvaguardando los riesgos de mercado, tanto de tasa de interés como de calce de moneda y de plazos.

Sin perjuicio de las fortalezas aludidas, que reconoce que el incremento de la actividad comercial, no es ajeno al proceso de evaluación que dentro de la actividad financiera el volumen de negocio es un elemento relevante por cuanto permite un mejor acceso a las economías escala y, por ende, en un mercado cada vez más complejo, favorece la obtención de recursos disponibles para el fortalecimiento de las estructuras destinadas al control de los riesgos crediticios, de mercado y, especialmente operativos. Si bien la compañía ha logrado crecer en forma importante, aún se mantiene distante de las líderes. Su participación de mercado del segmento *factoring*, en base a cifras de la ACHEF, ha aumentado desde 1,6% en 2012 a 2,55% al cierre de 2015.

Adicionalmente, 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 y torna más relevante la necesidad de crecimiento en términos relativos respecto a empresas similares. Asimismo se debe considerar que la competencia directa o indirecta de mayor envergadura tiene acceso a un menor costo de fondeo. Por otra parte, el mayor *stock* de colocaciones, adecuadamente diversificado, repercute favorablemente en la atomización de los riesgos y en el comportamiento estadísticamente normal de la cartera crediticia.

La clasificación de riesgo, al margen de la situación particular de **Incofin**, 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. En contraposición, bien administrada la liquidez, la baja en el nivel de operaciones puede ser compensada vía aumento en los niveles de *spread*.

También la evaluación ha considerado que en algunas operaciones, dada la naturaleza de las mismas, el riesgo de incobrabilidad está más asociado al cliente directo de la compañía o, en su defecto, está supeditado a la entrega de un servicio, el cual podría no materializarse, y, por tanto, no sería factible proceder al cobro de esos instrumentos factorizados.

Dentro de los desafíos de la compañía está mostrar su capacidad para incrementar su cobertura en el mercado de las pyme (dado el tamaño de éste), reconociendo que se trata de un sector vulnerable a las crisis económicas. Asimismo, 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.

Dada la necesidad de crecimiento de la compañía, **Humphreys** observa positivamente la mayor formalidad e independencia que se ha otorgado al área de control interno; no obstante, siendo relativamente reciente su conformación, se ha apreciado un incremento en la formalización en el levantamiento de procesos y el diseño de una matriz de riesgo, que proporciona un marco conceptual lógico para el monitoreo y cuantificación del posible impacto y severidad de los riesgos que enfrenta la compañía. Con todo, dada su reciente implementación, sólo se ha podido evaluar su avance en el área de *factoring*, donde se han tomado medidas para reducir el número de procesos que exhibían un potencial nivel alto de impacto sobre la organización, en tanto que el levantamiento de riesgos para el área de leasing se encuentra en sus etapas iniciales. Se espera, con todo, que el perfeccionamiento de los procesos de control y del gobierno corporativo se mantenga como una práctica recurrente dentro de la organización.

La perspectiva 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 incremente su volumen de operación relativo y continúe desarrollando avances en materia de control; todo ello manteniendo niveles de endeudamiento acorde con el volumen de sus operaciones y el riesgo de su cartera de colocaciones.

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

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Experiencia y desempeño mostrado por la compañía.

Fortalezas complementarias

- Nivel de endeudamiento permite el crecimiento futuro.
- Fortalecimiento en la estructura de la compañía que favorece la consolidación de las mejoras implementadas en controles internos.

Fortalezas de apoyo

- Adecuado manejo de la liquidez.
- Positivas perspectivas del mercado.

Riesgos considerados

- Nivel de actividad distante de líderes (riesgo relevante sólo si a futuro crece menos que el mercado).
- Competencia de la industria (riesgo bajo en el corto plazo, pero creciente en el tiempo si aumenta la bancarización).
- Mercado objetivo riesgoso (riesgo elevado, pero aminorado por el riesgo del deudor y por la política de aprobación de líneas).
- 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).

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..

"-": Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Nivel 2 (Títulos de deuda de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con 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 la que pertenece o en la economía.

Hechos recientes

Entre enero y diciembre de 2015, la empresa generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 16.511 millones, lo que representó un aumento de 13,3% respecto a igual período del año anterior y de 322% acumulado desde 2010. El costo de venta de la compañía durante 2015 ascendió a \$ 5.871 millones, lo que significa un aumento de 16,5% respecto a 2014, explicado principalmente por la apertura de nuevas sucursales, y representa un 35,6% de los ingresos del período.

Los gastos de administración alcanzaron a \$ 6.588 millones, registrando un incremento de 21,6% respecto a diciembre de 2014. Además, los gastos de administración representaron el 39,9% de los ingresos de actividades ordinarias, lo cual significa un reversión de la tendencia decreciente que había mostrado este indicador durante los años anteriores, que lo había situado en un nivel de 37,2% durante 2014, explicado, según la administración, por una serie de gastos en las áreas de apoyo a la operación, requeridos por el incremento en la escala de operaciones de la emisora.² Con todo, esta razón aún se mantiene bajo el valor de 48,6% de los ingresos registrado durante 2010.

El resultado operacional (ingresos por actividades ordinarias menos costo de ventas y gastos de administración) entre enero y diciembre de 2015 ascendió a \$ 4.052 millones, lo que significa un detrimento respecto a los \$4.122 millones registrados el año anterior, explicado por los mayores costos y gastos ya señalados. El resultado del ejercicio para el período enero a diciembre de 2015, en tanto, correspondió a una utilidad de \$ 3.624 millones, lo que implica un aumento de 9,5% respecto del mismo período del año anterior (favorecido por un menor gasto en impuesto).

En cuanto a las colocaciones netas (de *factoring* y *leasing*), éstas alcanzaron \$ 84.771 millones a diciembre de 2015, lo que representa un crecimiento de 169% entre diciembre de 2011 y diciembre de 2015.

Oportunidades y fortalezas

Adecuada estructura del balance: La razón de endeudamiento de la compañía, medida como pasivo total sobre patrimonio, ha mostrado una tendencia creciente, alcanzando 4,0 veces a diciembre de 2015, inferior a lo registrado en el año anterior, debido al aumento de capital

² La emisora reporta mayores gastos en fuerza de ventas, contraloría, contabilidad, sucursales, normalización, cobranza y leasing.

efectuado en el último trimestre del año pasado, pero similar a otros actores de la misma industria. Este nivel se encuentra dentro del límite establecido por los *covenants* del préstamo entre **Incofin** y la Corporación Interamericana de Inversiones, de septiembre de 2013. Debe tenerse en consideración que el negocio financiero, adecuadamente gestionado, resiste elevados niveles de apalancamiento, sobre todo en la medida que se incrementa el nivel de colocaciones. En paralelo, si bien la razón circulante ha mostrado una leve caída, desde su nivel de 1,40 veces registrado en diciembre de 2010, a 1,21 veces en diciembre 2014, y 1,17 veces a fines de 2015, aún mantiene una holgura más que aceptable. Además, si las circunstancias así lo requirieran, la empresa puede fortalecer rápidamente su liquidez disminuyendo el volumen de sus operaciones diarias.

Perspectiva del mercado: Dado el tamaño de las Pyme, principal mercado objetivo de la compañía, se estima que la compañía y la industria del *factoring* y *leasing* en general, tienen todavía un buen potencial de crecimiento. Según el Servicio de Impuestos Internos, las empresas medianas y pequeñas, mercado objetivo del *factoring*, habrían totalizado más de 212.342 durante 2014.³

Experiencia de sus socios: La propiedad de la compañía está dividida en dos sociedades, Grupo Incorp S.A. y Sociedad de Inversiones Norte Sur S.A. (ex. Socios de Banco del Desarrollo), ambas sociedades con una amplia trayectoria en el sector financiero y con socios que han participado, en diversos cargos, en instituciones bancarias. Asimismo, la activa participación del directorio en la operación de la compañía, provee una plataforma de control adicional. También, se ha tomado en cuenta los sucesivos aportes de capital pagados por los socios, lo que ha contribuido con la fortaleza financiera de la compañía. La empresa, con los mismos socios principales, tiene una antigüedad de 20 años, habiendo superado la crisis asiática y *subprime*.

Operación interna y control: La compañía se caracteriza por mostrar una operación adecuadamente documentada, con manuales que son difundidos al interior de la organización. Otro elemento de fortaleza en términos de control y operaciones internas se ve reflejado en el *software* empleado por la empresa, que recoge los requerimientos propios de la institución y reconoce al circuito que recorre un documento en *factoring* (desde la llegada hasta el otorgamiento de créditos y bases de datos). Asimismo, existe una unidad de auditoría interna dependiente del directorio, en proceso de consolidación, que ha hecho un levantamiento de procesos, especialmente en el área de *factoring*, de manera de disponer de una matriz de riesgo que oriente el proceso de monitoreo y cuantificación del

³ http://www.sii.cl/estadisticas/empresas_tamano_ventas.htm

posible impacto y severidad de los riesgos que enfrenta la compañía. Actualmente se encuentra en la etapa de mitigación de los riesgos ya levantados y cuantificados

Características de las líneas de negocio: Dado que el negocio de leasing cuenta con el respaldo de activos susceptibles de ser liquidados, tiene pérdidas esperadas acotadas en caso de *default* (este producto representa el 24% de las colocaciones a diciembre de 2015). El negocio de *factoring*, por su parte, tiene la particularidad de ajustarse rápidamente a las condiciones de tasa de interés del mercado, debido al reducido plazo de las operaciones. Asimismo, ya sea vía aumento de la diferencia de precio o mediante decisiones internas de la administración, es posible limitar el flujo de las colocaciones y así fortalecer la liquidez de la empresa a medida que van venciendo las operaciones vigentes (adecuándose a eventuales restricciones coyunturales que imponga el sistema financiero).

Factores de riesgo

Necesidad de mantener un incremento importante en colocaciones: El volumen relativo de negocio de la compañía es reducido en relación con las compañías líderes, lo que impacta en la generación de economías de escala, y por ende, genera una menor disponibilidad relativa de recursos, con respecto a la competencia, para invertir en tecnología y recursos humanos (sobre todo en lo relativo a control de gestión y riesgo operativos, las cuales, como se dijo, aun requieren mayor grado de consolidación). Las colocaciones de la empresa son alrededor del 33,5%⁴ de la principal compañía de *factoring* no bancario.

Nivel de competencia en la industria: La necesaria mayor bancarización de las empresas Pyme (considérese la propuesta de securitizar dichos créditos y la entrada en operaciones de las sociedades de garantía recíproca) 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. Por otra parte, desde una perspectiva de riesgo, el aumento de la competencia incrementa la necesidad de un control más sistematizado, tanto de procedimiento como de los riesgos financieros, de mercado y operacionales, respecto a lo cual, durante años recientes, **Incofin** ha desarrollado una consistente labor, pero que aún requiere consolidarse y operar en estado de régimen.

⁴ Esta cifra se obtiene al comparar las colocaciones netas totales de *factoring* de **Incofin** con respecto de las colocaciones exclusivamente de *factoring* de la principal compañía de *factoring* no bancaria.

Mercado objetivo: La empresa se orienta principalmente a la Pyme, sector altamente vulnerable a los ciclos económicos -al margen de que en la última crisis haya mostrado, en general, un buen comportamiento de pago-. Las crisis financieras tienden a reducir las líneas de créditos disponibles en la economía, afectando la cadena de pago con especial énfasis en la pequeña y mediana empresa. Se entiende que parte del riesgo está relacionado con empresas solventes (deudores), sin embargo, se requiere de pymes activas para generar los negocios.

Ingresos concentrados por líneas de negocios: Dado el modelo de negocio aplicado por la compañía, su especialización en factoring podría incidir negativamente en sus resultados si se suceden hechos que afecten este tipo de actividad, ya sea en sus márgenes y/o volúmenes de operación, en particular si no existe más productos para ofrecer y retener a los actuales clientes y/o penetrar otro tipo de mercados. Dentro de este ámbito no se puede descartar la posibilidad de regulación. Actualmente el factoring representa aproximadamente el 76% de las colocaciones y el 79% de los ingresos.

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. Más allá del caso particular de **Incofin**, crisis como la asiática y la subprime, mostraron que ante este tipo de eventos los bancos reducen rápida y fuertemente su exposición en diversas empresas, incluidas las de *factoring*; observándose, además, el cierre del mercado de efectos de comercio.

Antecedentes generales

Historia

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

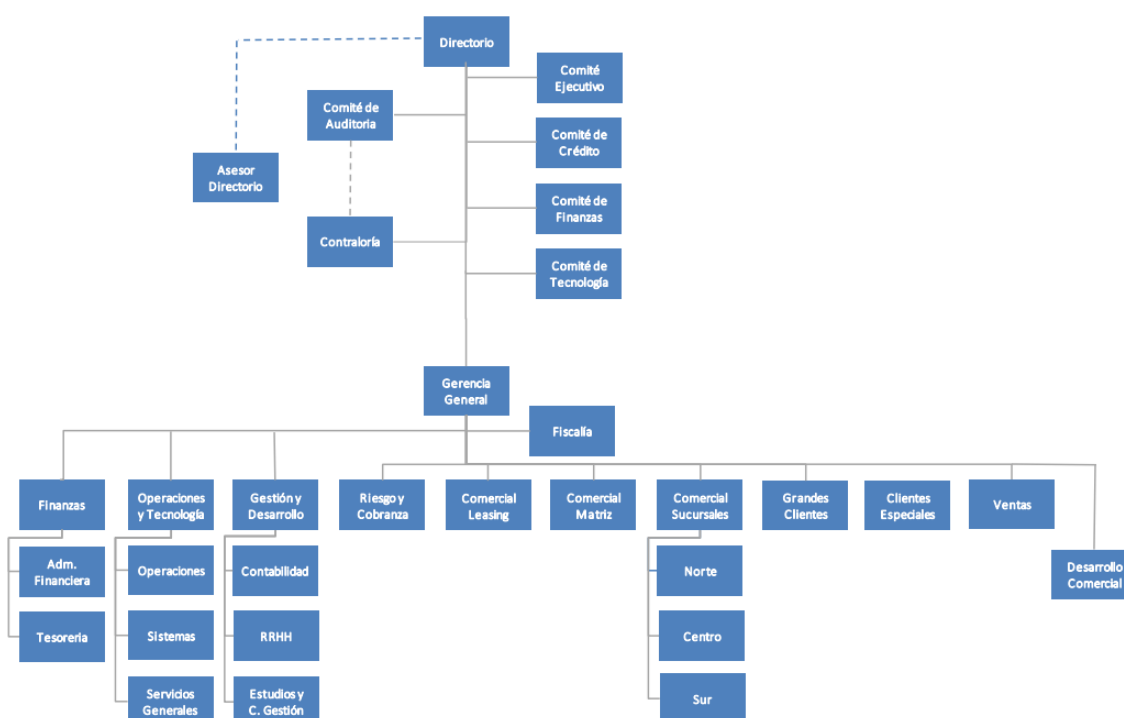
Desde 1994 es accionista con el 50% de la propiedad de la compañía, la Sociedad de Inversiones Norte Sur S.A., entidad que a esa fecha era la controladora del Banco del Desarrollo (hoy absorbido por otra entidad). Con la participación de este nuevo socio, la empresa comenzó a operar bajo la marca Bandesarrollo *Factoring*.

En 2004, se separa la operación de Bandesarrollo Factoring e **Incofin**, la primera de las cuales es adquirida por el Banco del Desarrollo.

En 2008 se inicia el proceso de expansión de la compañía, alcanzando actualmente 18 sucursales desde Iquique a Puerto Montt.

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. Este mismo año, se incluye un nuevo producto a la oferta de la compañía, *Confirming* o Pago Anticipado a Proveedores, que se suma a los de factoring y leasing, pero que en los últimos ejercicios ha perdido relevancia dentro de la cartera de productos

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 y de la recientemente creada fuerza de ventas, quienes, sin embargo, no tienen autoridad en la asignación y en 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 estos en base a procedimientos predeterminados; asimismo debe llevar a cabo visitas en terreno. En caso de aprobación de un cliente, la información obtenida se procesa y se almacena en los sistemas **Incofin**, soporte que se utiliza como base 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 de acuerdo al 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\$45	Hasta 36 meses	Presencial por demanda
Comités directivos	Sobre MM\$100 Hasta MM\$2.200	Presencial semanal	Sobre MM\$45	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 riesgo, el cual detalla los distintos pasos y los 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

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, desde la adopción de la línea, incluyendo todos los temas legales y operativos. 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 a la seguridad de la información, se hacen respaldos diarios en cinta, adicionalmente existen 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, alguna vez la empresa ha tenido que operar con los *site* descritos, sin mayores inconvenientes.

Proceso de cobranza

La cobranza se comienza a gestionar con quince días de anticipación a su vencimiento, gestión que se realiza por intermedio de seis personas en el área (cuatro encargadas de la tarea de cobranza preventiva, normal y dura). En relación a la recaudación es importante señalar que se encuentra externalizada principalmente con la empresa Pentacrom, la cual tiene a su encargo hacer todo el retiro de documentos de pago de los clientes y de las sucursales que maneja la compañía. Para la ejecución de sus funciones, la sociedad recaudadora lleva a cabo diariamente un recorrido preestablecido previamente en común acuerdo con los ejecutivos de **Incofin**, para al final de la jornada entregar todos los documentos y dineros a la compañía. Cabe destacar que

ningún documento se queda en poder en Pentacrom, salvo excepciones debidamente justificadas.

Dadas las características del *factoring*, los atrasos entre 1 y 30 días en el pago de facturas de deudores institucionales se consideran relativamente 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 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 de deudor(es) y cliente. Si bien en el manual de operaciones se define la forma de efectuar la cobranza, en la práctica el traspaso o no de la cobranza a abogados externos depende del criterio de los propios ejecutivos de la compañía.

Política de provisiones

Incofin posee un modelo de clasificación grupal, se calcula un *rating*, que depende de sus antecedentes financieros y comerciales, sector industrial, avales, garantías, calidad de los deudores, comportamiento histórico; el *rating* asignado a cada cliente determina el grupo al que será incorporado, para efectos de cálculo de provisiones. Sólo para la cartera riesgosa, el nivel de provisiones del cliente puede ser incrementado por sobre el de su grupo, conforme a juicio experto y aprobación del Comité Ejecutivo. El nivel de provisiones para cada grupo está determinado por un análisis de pérdidas de la cartera histórica de **Incofin**.

El modelo de análisis grupal de Incofin, divide a los clientes en tres niveles de riesgo: normal, superior al normal y cartera deteriorada. Cada nivel, a su vez, está dividido en varios subniveles asociados a distintos porcentajes 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 suficiencia de provisiones:

Nivel de Riesgo	Categoría de Riesgo	Nivel de Provisión (%)
Normal	A1	0.00
	A2	0.00
	A3	0.15
	A4	0.65
	B1	1,15
	B2	1.50
	B3	1.80
	B4	1.80
Superior al normal	C1	2.00
	C2	2.25
	C3	10.00
	C4	20.00
Deteriorada	D1	20.00
	D2	35.00
	D3	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. Si perjuicio de lo anterior, se puede indicar el castigo financiero de las cuentas para reflejar el valor real de éstas.

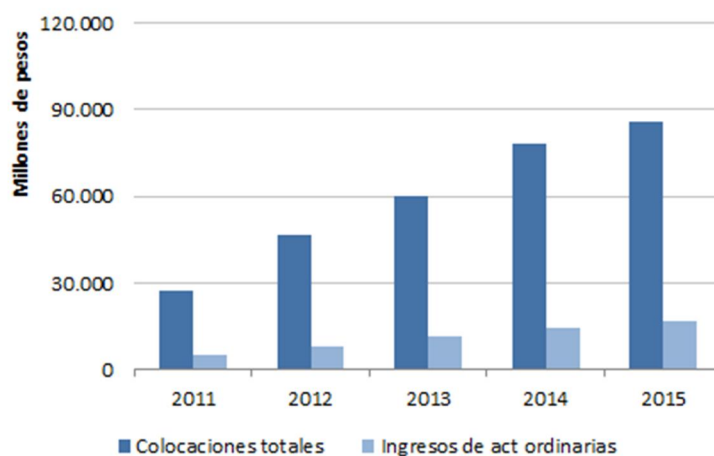
Evolución financiera de la sociedad

Colocaciones e ingresos

Entre diciembre de 2010 y diciembre de 2015, los ingresos de la compañía han mostrado un incremento de 322%. Esta situación se ha debido a la apertura de nuevas sucursales y al crecimiento de la matriz, alcanzando un mayor número de clientes, de operaciones y, en definitiva, del *stock* de colocaciones. En efecto, las colocaciones netas (considerando *factoring* y *leasing*) de la compañía alcanzaron más de \$84.771 millones en diciembre de 2015, lo cual significó un incremento de más de 169% respecto a sus valores de diciembre de 2011.

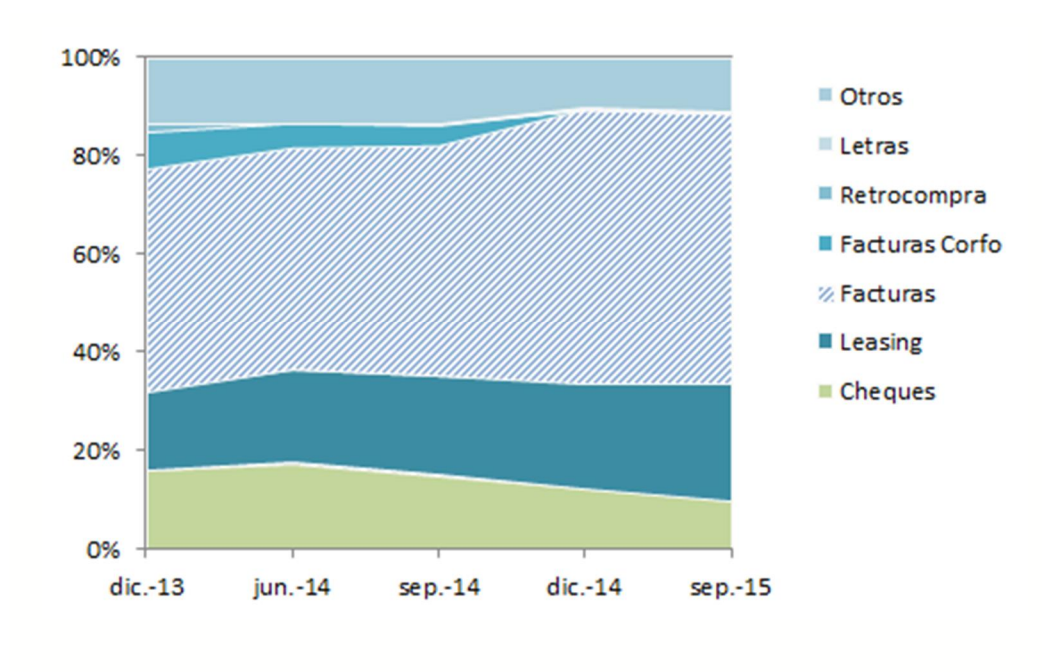
La Ilustración 1 muestra la evolución de los ingresos y colocaciones.

Ilustración 1
Ingresos Actividades Ordinarias y Colocaciones Netas Totales
2011-2015



Junto con el crecimiento de las colocaciones, se observa el esfuerzo desplegado por la administración para reducir su exposición a líneas de negocios relativamente más riesgosas como la compra de cheques, cuyo cobro, en muchos casos, está sujeto a la prestación de servicios futuros. Éste ítem pasó de representar un 25,7% de la cartera de colocaciones en 2010 a un 10,1% en 2015. En contrapartida, las facturas crecieron sostenidamente en importancia, pasando del 41,9% de la cartera en 2010 a más de un 54,8% en 2015 (ver Ilustración 2).

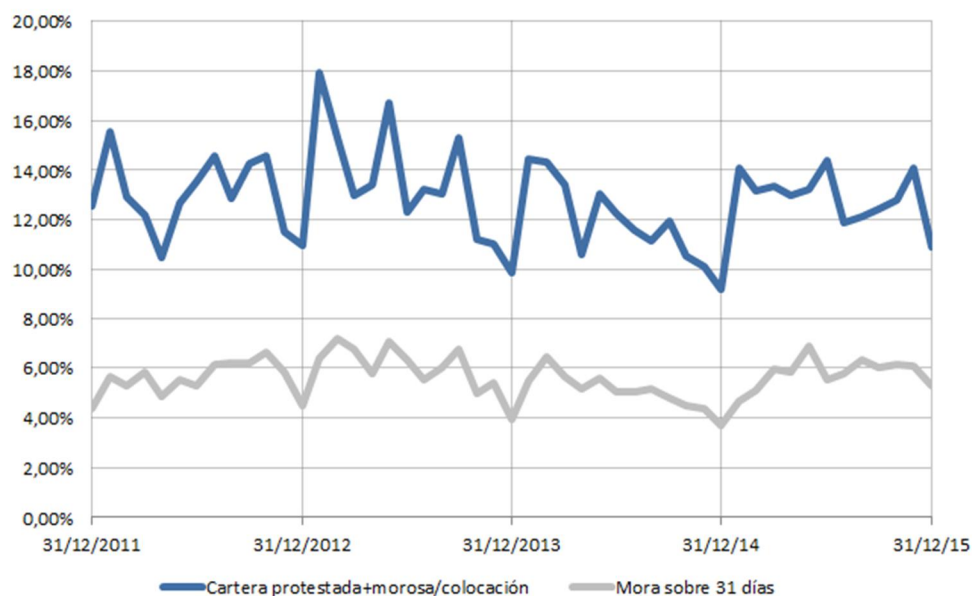
Ilustración 2
Estructura Cartera Factoring
2010-2015



Morosidad

La Ilustración 3 muestra la morosidad de la cartera total, considerando operaciones tanto de *factoring* como de *leasing*, desagregando en mora total y aquella superior a 31 días. Se aprecia que durante los primeros meses de 2015 se registró un incremento de la morosidad respecto a lo registrado durante a fines de 2014, pero aún situándose bajo los valores exhibidos en 2013. Con todo, hacia fines de 2015 los indicadores de morosidad han mostrado una reducción, hacia valores de 10,9% hacia diciembre de 2015. Una trayectoria similar presenta la morosidad superior a 31 días, la cual, a diciembre de 2015 se sitúa en 5,3%.

Ilustración 3
Morosidad cartera *Leasing y Factoring*
2011-2015



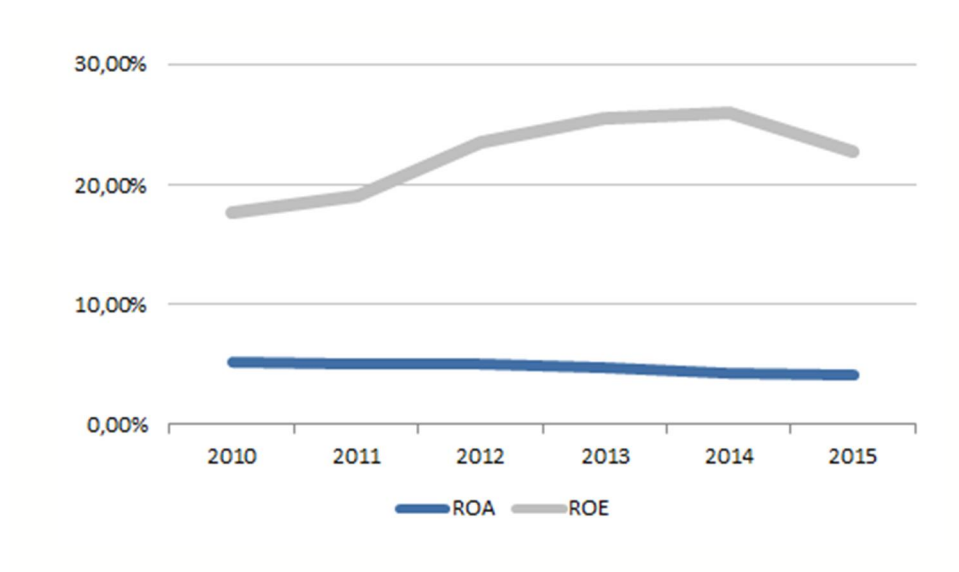
Resultado operacional, rentabilidad y eficiencia

En el período 2010-14 **Incofin** presentó una creciente rentabilidad del patrimonio,⁵ tendencia que se revirtió levemente en 2015, en que este indicador presentó un valor de 22,8%, explicado por el incremento de la base de patrimonio de la compañía. Por su parte, la rentabilidad del activo⁶ se ha mantenido en valores superiores al 4% en el período 2010-2015. La Ilustración 4 muestra la evolución los indicadores de rentabilidad:

⁵ Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.

⁶ Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos).

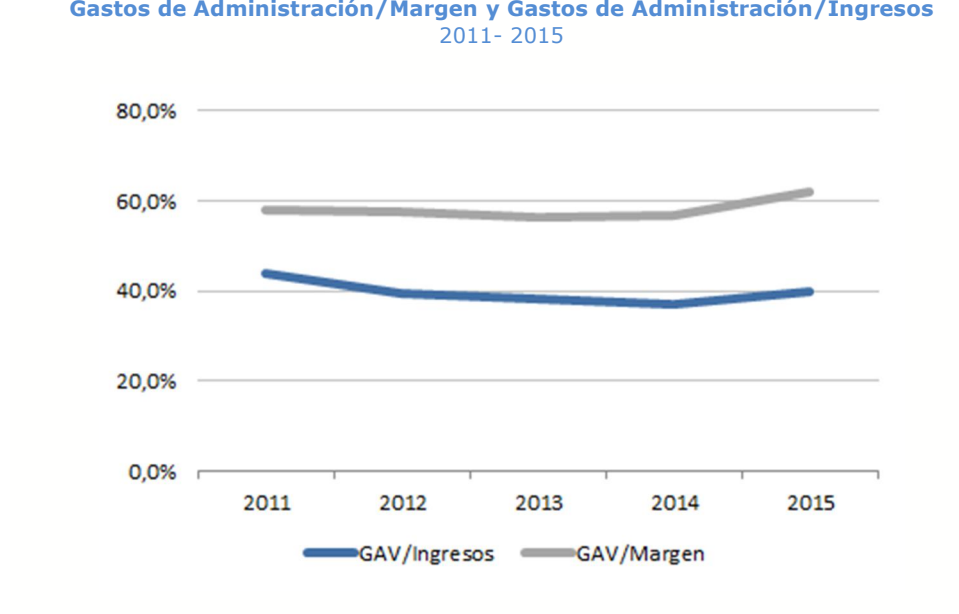
Ilustración 4
Rentabilidad del Activo y Rentabilidad del Patrimonio
2010- 2015



La eficiencia⁷ de la compañía mostró un leve empeoramiento en su más reciente registro, al incrementarse los gastos de administración y venta debido a la expansión de las labores indirectas a la operación ya comentadas, lo cual ha significado que los gastos de administración hayan significado casi un 62% del margen bruto durante 2015, en tanto que los gastos de administración como proporción de los ingresos revirtieron la tendencia decreciente exhibida hasta el ejercicio anterior, incrementándose hasta un 39,9%. Con todo, este indicador aún es inferior al valor exhibido en 2011, tal como muestra la Ilustración 5.

⁷ Medida como gastos de administración sobre margen bruto.

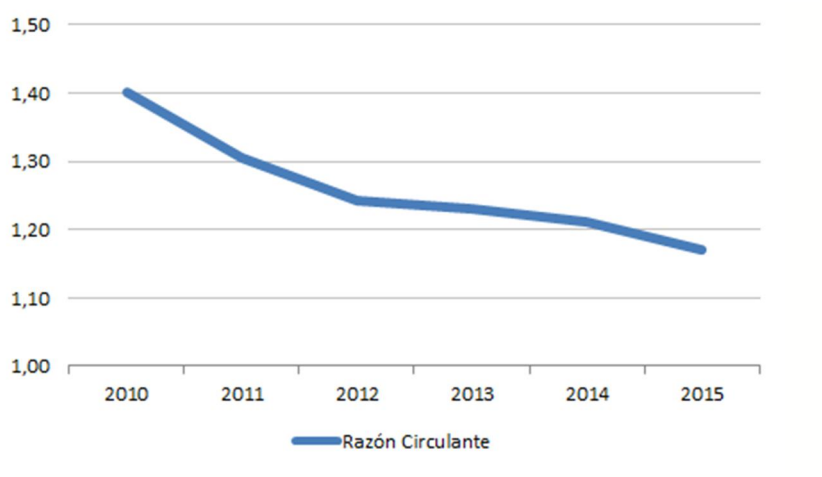
Ilustración 5
Gastos de Administración/Margen y Gastos de Administración/Ingresos
2011- 2015



Liquidez y endeudamiento

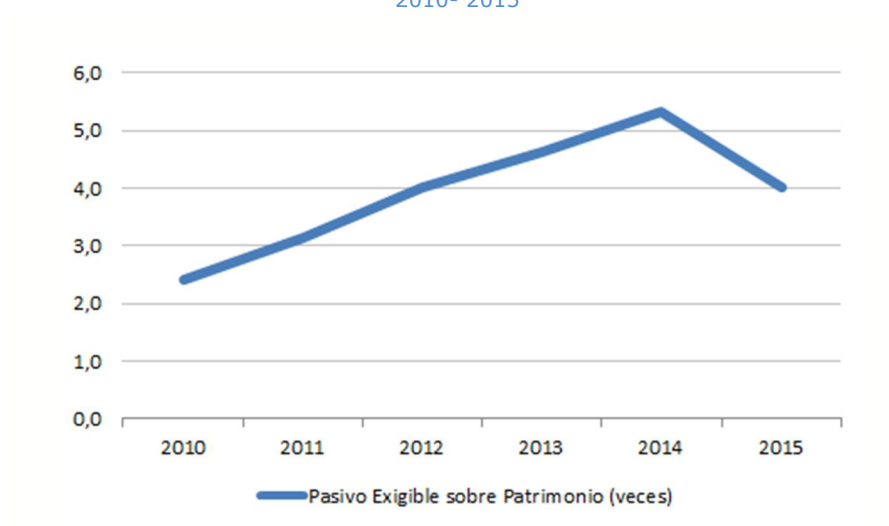
En cuanto a la liquidez, medida como activos circulantes sobre pasivos circulantes, la compañía ha presentado una tendencia decreciente, situándose en niveles de 1,17 veces al cierre de 2015, como se aprecia en la Ilustración 6. Cabe destacar que como resguardo para la emisión de su línea de efectos de comercio, la compañía se compromete a mantener una razón de liquidez superior a una vez.

Ilustración 6
Liquidez
2010-2015



Como se muestra en la Ilustración 7, el nivel de endeudamiento, medido como pasivo total sobre patrimonio, exhibió un cambio en la tendencia creciente exhibida hasta 2014, debido al aumento de capital materializado durante el último trimestre de 2015. De esta manera, el indicador se situó en 4,9 a fines del ejercicio pasado. Con todo, se estima que este nivel representa un nivel más que adecuado considerando las características y el volumen del negocio desarrollado por la empresa. En la práctica, se puede inferir que la sociedad presenta una adecuada situación patrimonial para sostener su crecimiento en el mediano plazo, pero acotado por los resguardos ofrecidos a sus acreedores.

Ilustración 7
Endeudamiento (Pasivo Exigible/Patrimonio)
2010- 2015



Antecedentes de la deuda

Covenants línea de Efectos de Comercio N° 081

	Límite	Valor a Dic 15
Total Pasivos/Patrimonio Total	No Superior a 7 veces	4,0 veces
Total Activos corrientes / Total Pasivos corrientes	Superior a 1,00	1,20 veces
Patrimonio mínimo (UF)	Superior a 200.000	UF 707.162
Límite de vencimientos en 7 días hábiles consecutivos (UF)	Máximo 130.000	-

Covenants línea de Efectos de Comercio N° 097

	Límite	Valor a Dic 15
Total Pasivos/Patrimonio Total	No Superior a 7 veces	4,0 veces
Total Activos corrientes / Total Pasivos corrientes	Superior a 1,00	1,20 veces
Patrimonio mínimo (UF)	Superior a 300.000	UF 707.162
Límite de vencimientos en 7 días hábiles consecutivos (UF)	Máximo 220.000	-

Covenants Crédito Corporación Interamericana de Inversiones		
	Límite	Valor a Dic 15
Cartera vencida > 90 días (consolidado)	menor a 4,0%	3,4%
Cobertura provisiones Factoring	mayor a 125%	140,3%
Cobertura provisiones Leasing	mayor a 55%	61,5%
Nivel de Endeudamiento (consolidado)	menor a 6,0 veces	4,0 veces
Concentración clientes Factoring	menor a 25%	15,4%
Concentración deudores Factoring	menor a 20%	9,3%

"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."