



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analistas

René Muñoz A.

Carlos García B.

Tel.: (56) 22433 5200

[rene.munoz@humphreys.cl](mailto:rene.munoz@humphreys.cl)

[carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)

## Incofin S.A.

Marzo 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 224335200 – Fax 224335201

[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

[www.humphreys.cl](http://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	30 de septiembre de 2016

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	2012	2013	2014	2015	Sep-2016
Activos Corrientes	45.589.160	59.545.382	75.524.866	78.948.615	77.284.832
Activos No Corrientes	5.719.489	6.493.827	10.424.158	12.158.464	13.160.876
<b>Total Activos</b>	<b>51.308.649</b>	<b>66.039.209</b>	<b>85.949.024</b>	<b>91.107.079</b>	<b>90.445.708</b>
Pasivos Corrientes	36.722.739	48.345.043	62.374.182	67.442.161	65.581.668
Pasivos No Corrientes	4.360.204	5.927.602	9.987.927	5.541.006	5.139.638
<b>Total Pasivos</b>	<b>41.082.943</b>	<b>54.272.645</b>	<b>72.362.109</b>	<b>72.983.167</b>	<b>70.721.306</b>
Patrimonio	10.225.706	11.766.564	13.586.915	18.123.912	19.724.402
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>51.308.649</b>	<b>66.039.209</b>	<b>85.949.024</b>	<b>91.107.079</b>	<b>90.445.708</b>
Deuda Financiera	28.169.471	40.949.787	55.797.113	60.583.568	61.770.731

Estado de Resultados por Función Consolidado, IFRS					
Miles de pesos	2012	2013	2014	2015	Sep-2016 (UDM <sup>1</sup> )
Ingresos de Explotación	8.033.142	11.283.955	14.577.989	16.510.793	16.667.463
Gastos de Administración	-2.520.223	-3.609.685	-5.037.616	-5.870.504	-6.397.657
Resultado Operacional <sup>2</sup>	2.330.498	3.357.449	4.122.504	4.051.831	3.650.612
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	2.036.740	2.807.760	3.310.063	3.624.038	3.617.794
EBITDA	2.380.812	3.419.182	4.197.342	4.135.892	3.720.870

<sup>1</sup> Últimos doce meses.

<sup>2</sup> 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 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*.

A septiembre de 2016, la sociedad presentaba activos por \$ 90.446 millones y colocaciones netas por cerca de \$ 82.141 millones. Los activos de la sociedad son financiados con \$ 19.724 millones de patrimonio, \$ 61.771 millones corresponden a deuda financiera y el resto principalmente a cuentas por pagar. La actual estructura del balance permitió a la empresa generar, a septiembre de 2016 (UDM<sup>3</sup>), un ingreso y un resultado del ejercicio (ganancia por operaciones continuadas) \$ 16.667 millones y \$ 3.618 millones, respectivamente.

Entre las principales razones que sustentan la clasificación en "Categoría A-" de la línea de bonos de **Incofin**, y en "Categoría A-/Nivel 2" para las líneas de efectos de comercio, se considera el aumento en el volumen de colocaciones presentado durante los últimos años, lo cual le ha permitido obtener mejores resultados finales, además de acceder a economías de escala en términos de administración y RRHH. A septiembre de 2016, la empresa mantiene colocaciones netas por \$ 82.141 millones, con una participación de 2,5% en el mercado, tomando como referencia lo informado por la Asociación Chilena de Empresas de *Factoring* (ACHEF).

La clasificación también valora los resultados positivos presentados por la compañía durante los últimos años, los cuales a septiembre de 2016 (UDM) tuvieron un alza del 6,1% respecto a septiembre de 2015 (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 (*factoring* nacional). Asimismo, la alta rotación de las cuentas por cobrar facilita el fortalecimiento de la liquidez vía disminución de las colocaciones de la compañía, en caso de ser necesario. Dicha capacidad de ajuste de la compañía queda de manifiesto en el hecho que, a septiembre de 2016 (UDM), el 49,57% de las colocaciones corresponden a *factoring* con una tasa de pago del 41,08%.

<sup>3</sup> Últimos doce meses.

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

Junto con lo anterior, se considera el avance de la unidad de auditoría interna, tanto en el área de *factoring* como en el *leasing*. Entre los aspectos que se destacan, se encuentra la constante actualización y formalización de los procesos de gestión de riesgo en la compañía, lo que permite una mayor eficiencia y eficacia en la realización de las actividades de la empresa. Además, en caso de un aumento sostenido de las colocaciones, permite a la compañía no ver afectado el riesgo crediticio por factores internos. Con todo, se espera que los avances en materia de control se vayan consolidando en la cultura de la compañía, sobretodo en el área del *leasing* donde son más recientes.

Adicionalmente, la clasificación de riesgo considera el nivel de endeudamiento relativo de la sociedad, el que considerando que se trata de un negocio financiero, 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.

Sin perjuicio de las fortalezas anteriormente señaladas, la clasificación de riesgo se ve restringida, ya que 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. Esta situación 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 existe competencia, directa o indirecta, de mayor envergadura que tiene acceso a un menor costo de fondeo.

También es necesario señalar que ha aumentado la competencia que afecta a este sector, tanto por la mayor bancarización del país como por la entrada de nuevas instituciones de apoyo al mercado objetivo (Pymes), como lo son las Sociedades de Garantía Recíproca, o la popularización de nuevos productos (como el *confirming*). Esto podría afectar la rentabilidad de la compañía, dado que no existiría un producto alternativo 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.

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, figura el avanzar en la consolidación y culturización de la empresa en la línea de controles, principalmente los asociados a la línea *leasing*, que como ya se hizo referencia, son mucho más recientes que en el área de *factoring* y a su vez ha aumentado importancia relativa en el total de colocaciones de la empresa.

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. Sin embargo, se espera realizar una nueva revisión de su área de auditoría en los próximos meses, para evaluar su avance, su impacto en la organización y sus efectos sobre el control del riesgo general de la entidad.

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 sus 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 de los socios y la administración.
- Desempeño 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.

### 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 2016 (UDM<sup>4</sup>), la empresa generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 16.668 millones, lo que representó un aumento de 0,98% respecto de igual período del año anterior. A la misma fecha, el costo de venta de la compañía ascendió a \$ 6.398 millones, lo que significa un aumento de 11,55% en comparación a septiembre de 2015 (UDM) y representa un 38,38% de los ingresos del período.

Los gastos de administración alcanzaron a \$ 6.619 millones, registrando un incremento de 3,77% respecto de septiembre de 2015. La cifra representa el 39,71% de los ingresos de actividades ordinarias, porcentaje muy similar al mismo periodo del año anterior (39,90%). Sin embargo, cabe destacar que según lo informado por la administración de la compañía, estos gastos deberían presentar una baja considerable durante los EEFF correspondientes al 2017, ya que se realizó un ajuste en la dotación de personal, junto al cierre de dos de sus sucursales como medida de optimización.

El resultado operacional (ingresos por actividades ordinarias menos costo de ventas y gastos de administración) a septiembre de 2016 (UDM) ascendió a \$ 3.651 millones, lo que significa una disminución respecto a los \$4.393 millones registrados a septiembre de 2015 (UDM), explicado por los mayores costos y gastos ya señalados. El resultado del ejercicio para el mismo periodo

<sup>4</sup> Últimos doce meses.

en tanto, correspondió a una utilidad de \$ 3.618 millones, lo que implica un aumento de 6,10% respecto del mismo período del año anterior (favorecido por un gasto en impuesto 87,81% menor).

En cuanto a las colocaciones netas (de *factoring* y *leasing*), éstas alcanzaron \$ 82.141 millones a septiembre de 2016, lo que representa un crecimiento de 28,80% entre septiembre de 2014 y septiembre de 2016.

## 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.

## 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. (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, el activo rol del directorio en la operación de la compañía provee una plataforma de control adicional.

**Desempeño mostrado por la compañía:** Los resultados positivos obtenidos por la compañía entre los años 2010 y 2016 han demostrado la capacidad de la misma para sobreponerse a diversos escenarios económicos, al presentar un aumento del 189,6%. 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 la adecuada según el nivel de colocaciones que presenta.

**Nivel de colocaciones:** La compañía ha presentado durante los últimos años un crecimiento en sus colocaciones, de manera sostenida, lo cual le ha permitido posicionarse por sobre gran parte de su competencia directa. Las colocaciones netas, a septiembre de 2016, se ubicaron en \$ 82.141 millones, representando un alza del 76% respecto del año 2012. Esto le permite obtener mejores economías de escala.

**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.

## 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.

**Competencia de la industria:** La necesidad de una mayor bancarización de las empresas Pymes provocará un aumento en la oferta disponible para ellas, situación que presionará a una baja en los márgenes de la operación. En este escenario, los bancos tienen mayores ventajas respecto a las compañías de *Factoring*, debido a que acceden a un menor costo de fondeo.

**Industria susceptible a variaciones de la economía:** Debido a que la compañía trabaja con un mercado objetivo riesgoso, esta se ve impactada por cualquier variación 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 de su línea de *Leasing*, lo que paralelamente requiere un reforzamiento en las instancias de control de la misma.



## 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., 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 ellas, es adquirida por el Banco del Desarrollo.

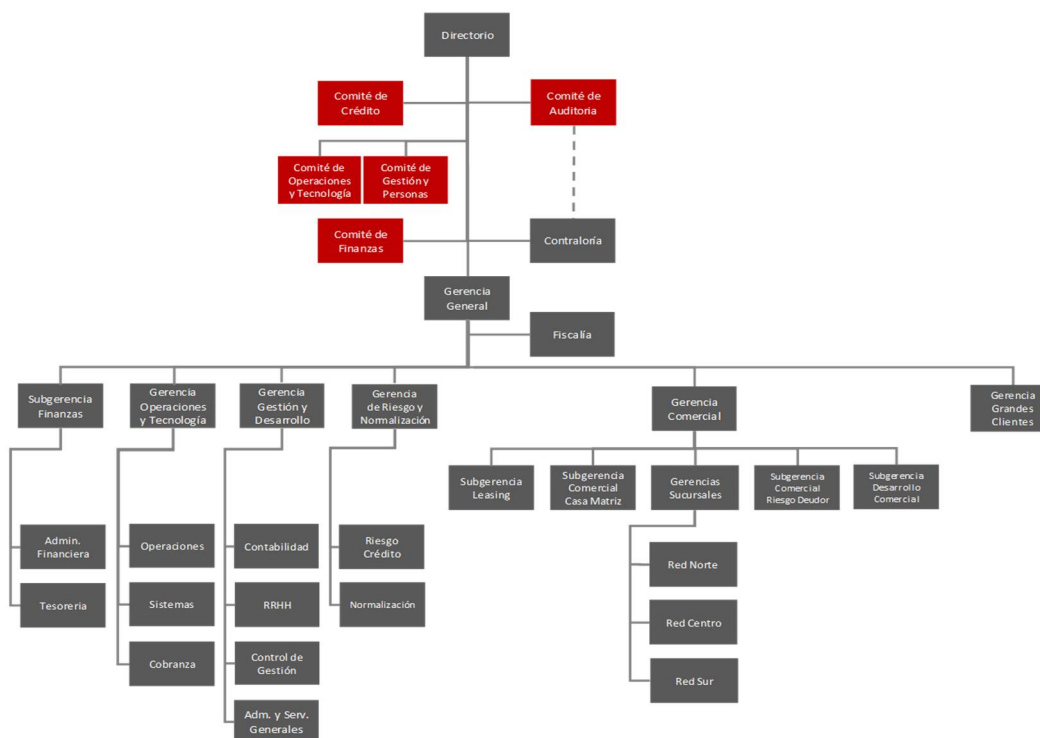
En 2008, se inicia el proceso de expansión de la compañía, alcanzando actualmente 18 sucursales desde Iquique a Puerto Montt.

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.

### 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. (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.

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\$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 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, 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 dieciocho personas en el área (catorce encargadas de la tarea de cobranza y 4 en normalizaciones). En relación con la recaudación, es importante señalar que se encuentra externalizada principalmente con 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 un recorrido preestablecido previamente en común acuerdo con los ejecutivos de **Incofin** y al final de la jornada entrega todos los documentos y dineros 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 clasificación grupal, se calcula un *rating*, que depende de sus antecedentes financieros y comerciales, sector industrial, avales, garantías, calidad de los deudores y 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. Sin perjuicio de lo anterior, se puede indicar el castigo financiero de las cuentas para reflejar el valor real de éstas.

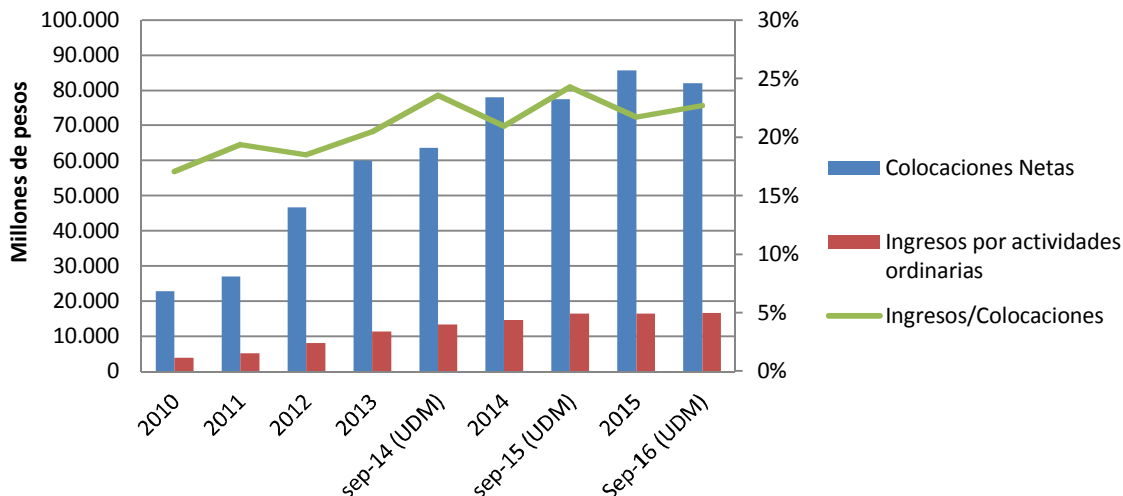
## Análisis financiero

### Colocaciones e ingresos

Entre septiembre de 2014 (UDM<sup>5</sup>) y septiembre de 2016 (UDM), los ingresos de la compañía han mostrado un incremento de 24%. Esta situación se debe al crecimiento de la matriz, alcanzando un mayor número de clientes, de operaciones y, en definitiva, del *stock* de colocaciones. Sin embargo, las colocaciones netas (considerando *factoring* y *leasing*) se han visto levemente reducidas durante este último periodo, alcanzando los \$ 82.141 millones en septiembre de 2016, lo cual significó una disminución del 4,47% respecto de las colocaciones netas a diciembre de 2015. Igualmente, cabe señalar que si se compara con septiembre 2015, las colocaciones netas presentaron un aumento del 6,05%.

Por su parte, los ingresos de la compañía presentaron un aumento del 0,9% durante el mismo periodo, tal como lo muestra la Ilustración 1.

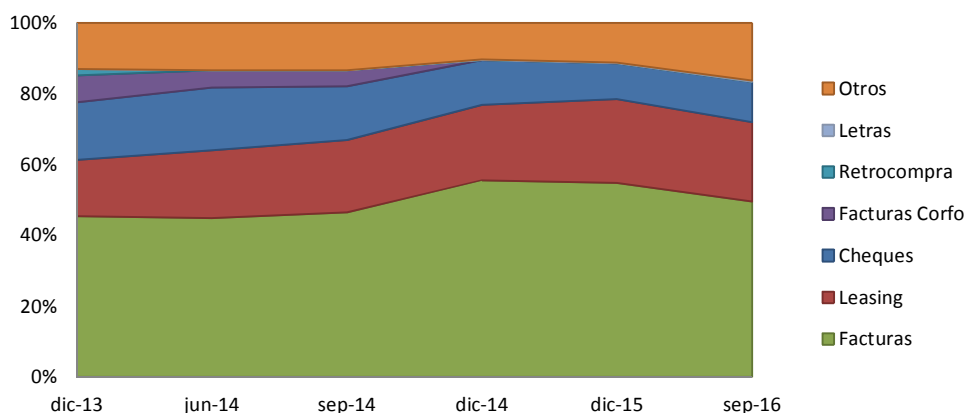
Ilustración 1  
Ingresos Actividades Ordinarias y Colocaciones Netas Totales  
2010 - septiembre 2016



Respecto de la estructura de las colocaciones, se observa una menor exposición a documentos comparativamente más riesgosos, teniendo un 72% de sus colocaciones entre facturas y *leasing*, un 11% en cheques y un 17% en Otros (anticipos de facturas y créditos directos), tal como se puede apreciar en la Ilustración 2.

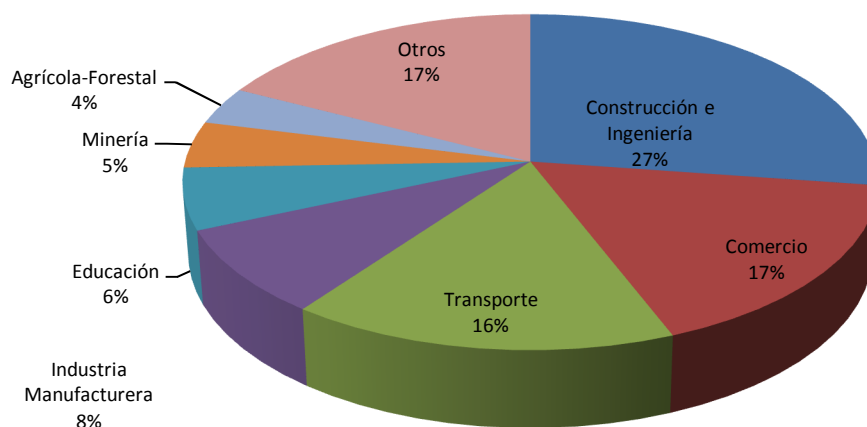
<sup>5</sup> Últimos doce meses.

Ilustración 2  
Evolución de la Estructura de Cartera  
2010-Sep-16



Según la información a septiembre de 2016, la cartera se distribuía en ocho sectores económicos, siendo el de mayor importancia el rubro de la construcción e ingeniería, que representó aproximadamente un 27% de las colocaciones. Sin embargo, cabe destacar que dentro de estos grandes sectores se incorporan diversas actividades lo que entregan mayor diversificación. (Ver Ilustración 3)

Ilustración 3  
Stock de colocaciones por Sector Económico  
Septiembre 2016



En términos de composición de la cartera, **Incofin** presenta moderados niveles de exposición del patrimonio frente a sus deudores (al menos, en comparación a la industria) y a su vez sus

clientes más importantes, tampoco representan altos porcentajes del total de colocaciones. A septiembre de 2016, el mayor deudor de la compañía representaba solo un 7% del patrimonio; los diez principales un 35,5%.

Respecto de la exposición frente a clientes individuales<sup>6</sup>, los diez mayores clientes de *Factoring* representan el 17,5% de las colocaciones de la misma línea de negocios. En *Leasing* representan 20,4% de las colocaciones de *Leasing*. Las cifras corresponden al 13,6% y 4,6% del total de cuentas por cobrar, respectivamente.

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

<b>FACTORING</b>			
<b>Principales Clientes</b>		<b>Principales Deudores</b>	
<b>Ítem</b>	<b>% Colocaciones Totales</b>	<b>Ítem</b>	<b>% Patrimonio</b>
Mayor Cliente	2,7%	Mayor deudor	7%
5 mayores clientes	9,5%	5 mayores deudores	23,60%
10 mayores clientes	13,6%	10 mayores deudores	35,50%

<b>LEASING</b>	
<b>Principales Clientes</b>	
<b>Ítem</b>	<b>% Colocaciones Totales</b>
Mayor Cliente	0,8%
5 mayores clientes	2,9%
10 mayores clientes	4,6%

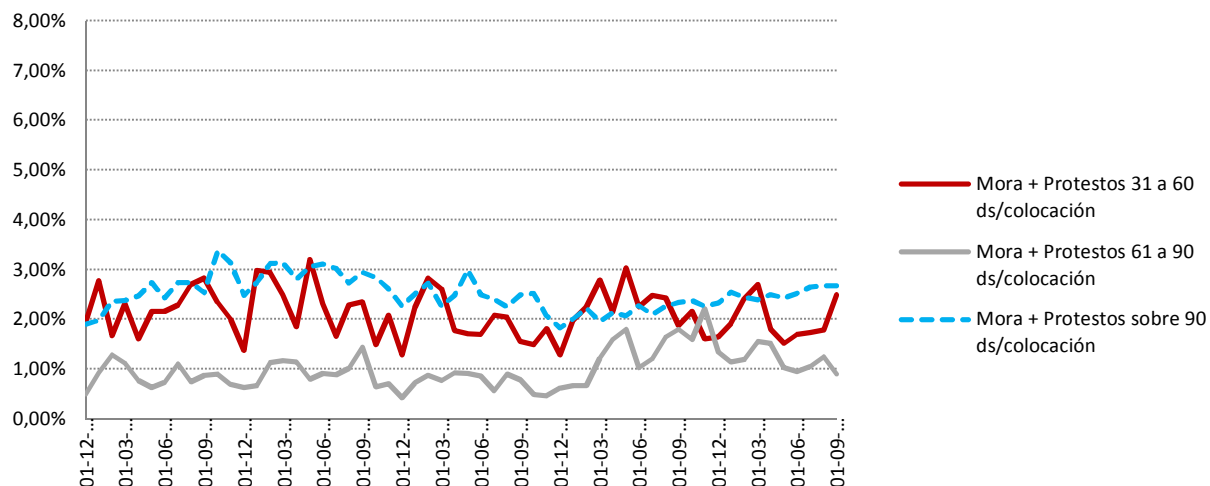
## **Mora**

En términos generales, los rangos de mora total (*Factoring y Leasing*) que ha presentado la cartera durante los últimos años han sido relativamente estables, situándose por debajo el 3% en todas sus líneas. La mora entre 61 y 90 días tiene una participación por debajo el 1%. (Ver Ilustración 4)

<sup>6</sup> 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.



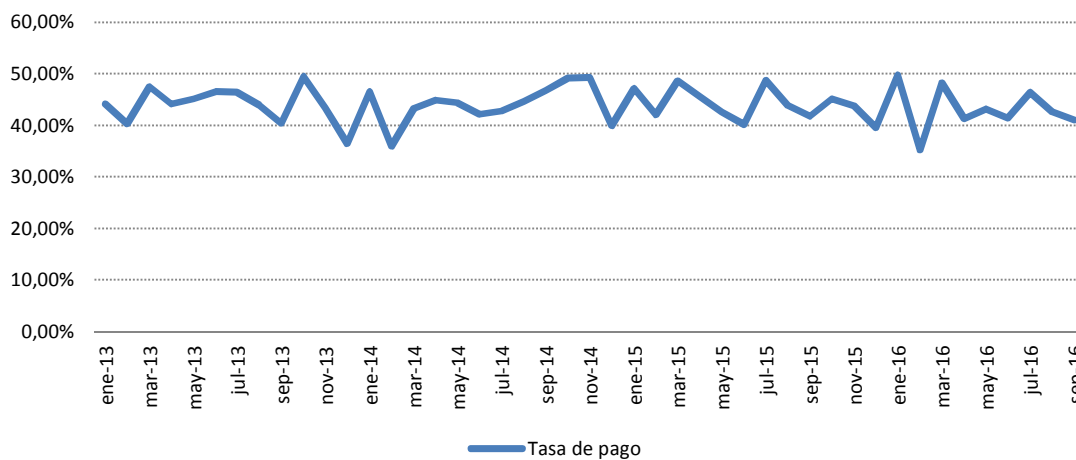
Ilustración 4  
**Morosidad cartera Leasing y Factoring**  
 2011-2015



### Tasa de pago

Como se puede observar en la Ilustración 5, la tasa de pago ha presentado índices entre el 40% y 50% durante los últimos 3 años. Este índice, nos permite deducir que el ciclo de pago promedio efectivo de la cartera es de, aproximadamente, 70 días. A septiembre de 2016, el indicador fue de un 41,8%, promediando durante el 2016 un 43,3%.

Ilustración 5  
**Tasa de Pago de la cartera**

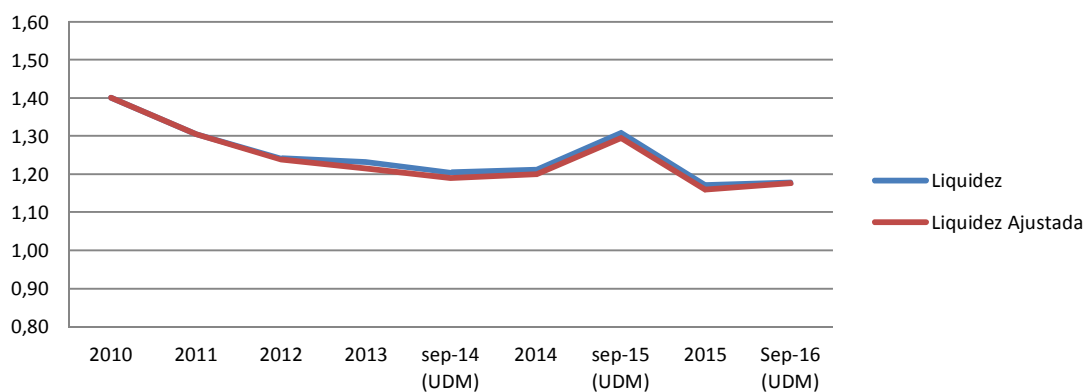


## Liquidez

En cuanto a la liquidez, medida como activos circulantes sobre pasivos circulantes, la compañía ha presentado una tendencia decreciente, pero siempre en niveles elevados, situándose en niveles de 1,18 veces a septiembre de 2016. (Ver [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, lo cual ha sido respetado en todo momento.

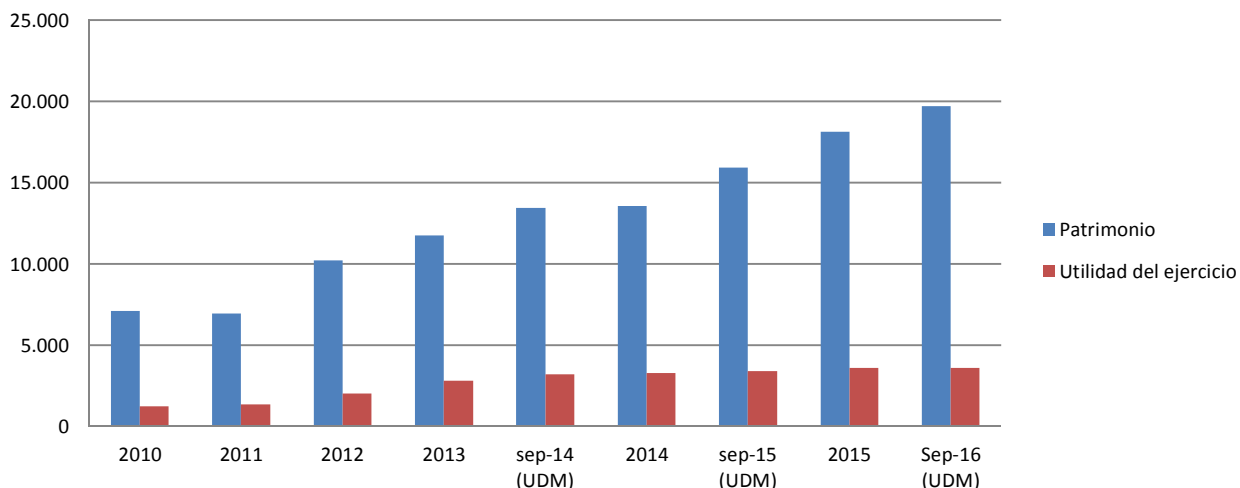
**Ilustración 6**  
**Liquidez**  
2010 – Septiembre 2016



## Endeudamiento y posición patrimonial

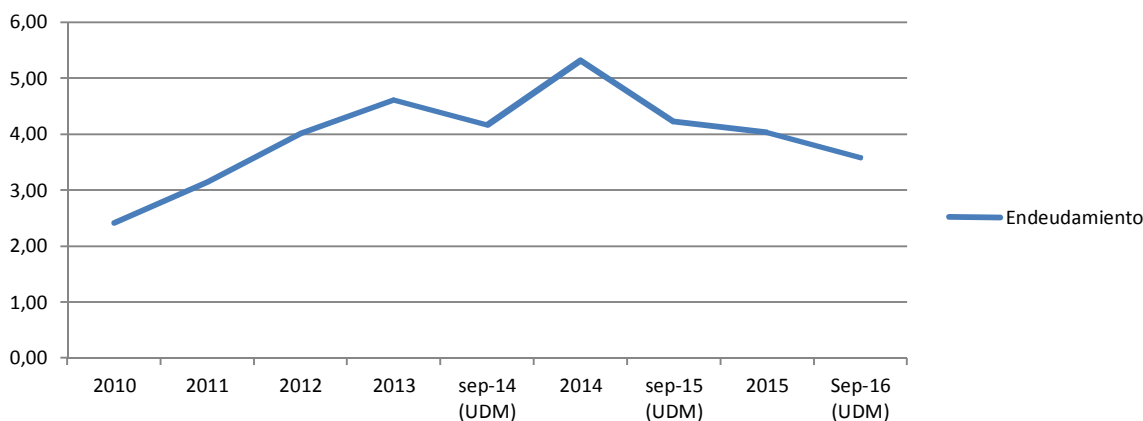
Tal como lo muestra la *Ilustración 7*, el patrimonio de la compañía ha exhibido un crecimiento sostenido desde el año 2011 a la fecha, llegando a \$ 19.724 millones en septiembre de 2016, representando un aumento del 184,2%.

**Ilustración 7**  
**Posición Patrimonial MM\$**



Respecto del nivel de apalancamiento –entendido como pasivo exigible sobre patrimonio–, este muestra un comportamiento decreciente durante los últimos periodos, llegando a 3,59 veces, muy por debajo las 5,33 veces a las que llegó el indicador en diciembre de 2014. Esta nueva tendencia, se debe principalmente al aumento de capital materializado durante el último trimestre de 2015. Con todo, se estima que este nivel representa un nivel adecuado considerando las características y el volumen del negocio desarrollado por la compañía.

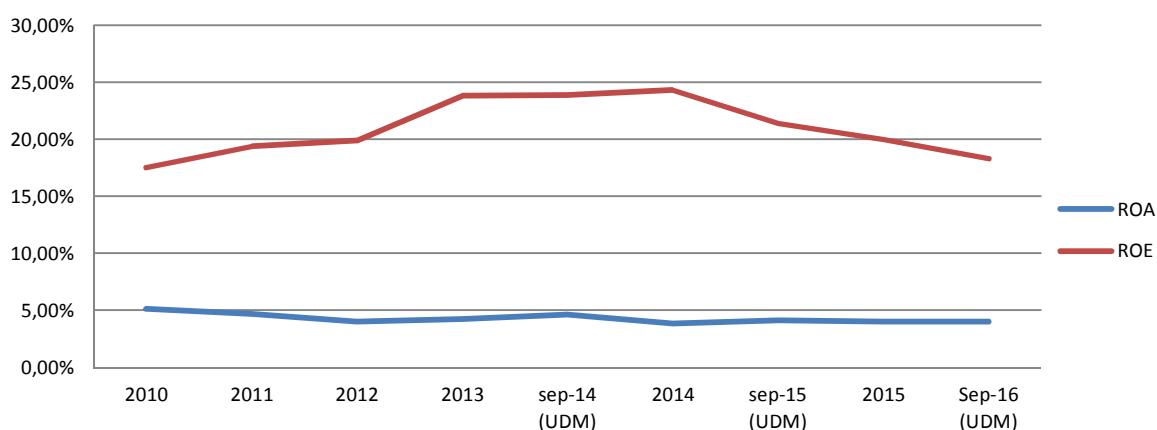
**Ilustración 8**  
**Endeudamiento (Pasivo Exigible/Patrimonio)**  
2010-Septiembre 2016



## Rentabilidad

Según se observa en la Ilustración 9, la rentabilidad de la compañía, medida sobre activos (ROA) se ha mantenido estable durante los últimos periodos en torno al 4%. Sin embargo, la rentabilidad medida sobre patrimonio (ROE), desde el año 2015 a la fecha, ha presentado una disminución, explicada principalmente por el aumento en la base patrimonial de la compañía.

*Ilustración 9*  
**Rentabilidad del Activo y Rentabilidad del Patrimonio**  
 2010 - Septiembre 2016

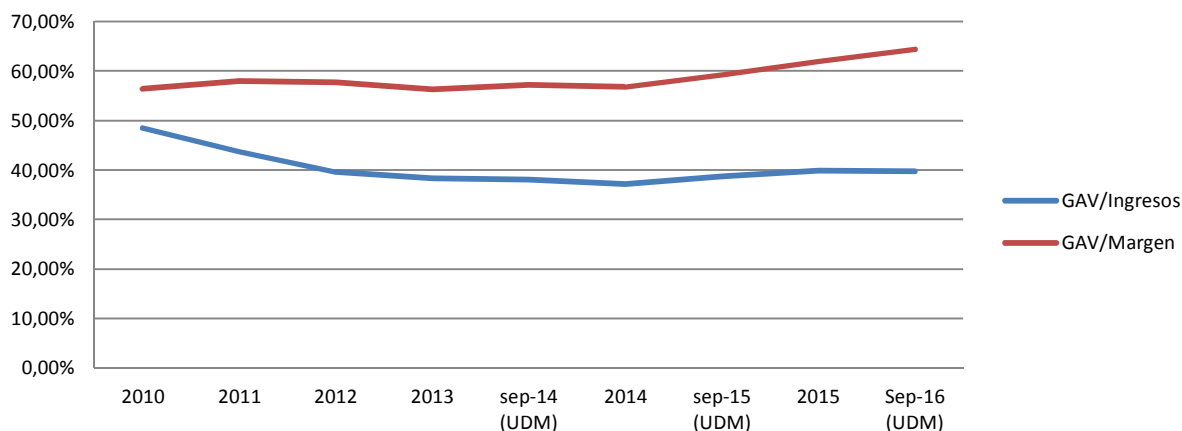


## Indicadores de eficiencia

La eficiencia<sup>7</sup> de la compañía se ha visto levemente empeorada durante los últimos periodos, ubicándose a septiembre de 2016 en 64,5%. Esta situación, según lo informado por la compañía, debería mejorar en el futuro, debido a una disminución en el ítem Gasto de Administración y Ventas, tras un reciente ajuste en la dotación del recurso humano.

<sup>7</sup> Medida como gastos de administración sobre margen bruto.

*Ilustración 10*  
**Eficiencia de la Compañía**  
 2010 – Septiembre 2016



## Antecedentes de la deuda

### Covenants línea de Efectos de Comercio N° 081

	Límite	Valor a Sep. 16
Total Pasivos/Patrimonio Total	No Superior a 7 veces	3,59 veces
Total Activos corrientes / Total Pasivos corrientes	Superior a 1,00	1,18 veces
Patrimonio mínimo (UF)	Superior a 200.000	UF 752.142
Límite de vencimientos en 7 días hábiles consecutivos (UF)	Máximo 130.000	-

### Covenants línea de Efectos de Comercio N° 097

	Límite	Valor a Sep. 16
Total Pasivos/Patrimonio Total	No Superior a 7 veces	3,59 veces
Total Activos corrientes / Total Pasivos corrientes	Superior a 1,00	1,18 veces
Patrimonio mínimo (UF)	Superior a 300.000	UF 752.142
Límite de vencimientos en 7 días hábiles consecutivos (UF)	Máximo 220.000	-

<b>Covenants Crédito Corporación Interamericana de Inversiones</b>		
	<b>Límite</b>	<b>Valor a Sep. 16</b>
Cartera vencida > 90 días (consolidado)	menor a 4,0%	3,78%
Cobertura provisiones Factoring	mayor a 125%	125,5%
Cobertura provisiones Leasing	mayor a 55%	64,27%
Nivel de Endeudamiento (consolidado)	menor a 6,0 veces	3,59 veces
Concentración clientes Factoring	menor a 25%	17,5%
Concentración deudores Factoring	menor a 20%	11,0%

*"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 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."*