



Knowledge & Trust

STRATEGIC ALLIANCE WITH



Insight beyond the rating.

FACTORING SECURITY S.A.

Contenido:

Resumen de la Clasificación	2
Antecedentes de la Compañía	5
Clasificación de Riesgo del Negocio	7
Clasificación de Riesgo Financiero	14
Solvencia del Emisor	16
Clasificación de Riesgo del Instrumento	17
Anexos	20

Responsable de la Clasificación:

Mariela Urbina
murbina@icrchile.cl
Fono: (56 2) 2896 82 00

FACTORING security

Reseña Anual de Clasificación
Mayo 2016

Clasificación

Instrumento	Clasificación	Tendencia
Solvencia	AA-	Estable
Línea de Efectos de Comercio N° 029	N-1+/AA-	Estable
Línea de Bonos N° 740, Emisión Serie A	AA-	Estable

Estados Financieros: 31 de diciembre de 2015

RESUMEN DE CLASIFICACIÓN

ICR sube categoría AA- con tendencia “Estable”, la solvencia y línea de bonos de Factoring Security S.A. y en Nivel 1+ su línea de efectos de comercio. La clasificación se sustenta, por una parte, en el aumento de la fortaleza de sus colocaciones, que reflejan un adecuado riesgo, y una positiva evolución de sus indicadores financieros del factoring y, por otra parte, por el soporte que le otorga su controlador, Grupo Secutity S.A. clasificado en categoría AA- por esta Clasificadora (www.icrchile.cl)¹.

La clasificación asignada considera la evaluación del riesgo del negocio, esto es Fortaleza de las Colocaciones, Calidad de las Colocaciones y Estructura de Financiamiento. Al respecto:

- **Fortaleza de las Colocaciones:** En opinión de esta Clasificadora Factoring Security S.A. posee un alto nivel de colocaciones y una alta atomización de cartera, además de una alta diversificación por sector económico y una red de 17 sucursales a lo largo del país, que permiten obtener una buena distribución geográfica.

El Factoring ha evidenciado un Importante crecimiento de sus colocaciones, lo cual ha permitido pasar desde el 6° lugar del ranking de colocaciones de la ACHF², con una participación de 7,5%, en el año 2009, al 5° lugar con un 11% de participación a diciembre de 2015. Lo anterior ha implicado un crecimiento anual compuesto (CAC) 14,3% en ese período, permitiendo obtener ingresos suficientes para cubrir sus costos y generar utilidades positivas y crecientes (CAC 2009-2015 de 17,4%). A diciembre de 2015, Factoring Security S.A. alcanza una cartera de MM\$ 258.504, un 9,2% superior al stock de diciembre de 2014, mientras que el Mercado³ registró una baja de 3,4%.

A marzo de 2015, Factoring Security S.A. presenta una buena atomización de cartera, ya que los 10 mayores clientes y deudores concentran un 23,2% y 14,1% de la cartera de factoring. Adicionalmente, la cartera de factoring está bien diversificada en cuanto a sector económico, siendo el sector servicios el que posee la mayor concentración con un 17%.

- **Calidad de las Colocaciones:** ICR estima que Factoring Security S.A. posee una suficiente calidad de cartera y refleja un adecuado riesgo crediticio. El Factoring presenta una evolución de la morosidad mayor a 60 días (morosidad dura) decreciente e inferior al Mercado desde diciembre de 2012, no obstante, la cartera renegociada es superior a sus pares en todo el período de análisis (2010-2015). La mora de la cartera renegociada no se encuentra incluida dentro de la morosidad de la cartera vigente, si consideramos esta cartera como morosa mayor a 60 días, el indicador sube desde 0,6% a 4,4% a diciembre de 2015 (4,8% para sus pares).

La provisión para los clientes renegociados es del 60% y considera un porcentaje inferior dependiendo si existen garantías, grado de cumplimiento de pago del convenio, etc. A diciembre de 2015 las provisiones cubren el 60% de la mora dura más la cartera renegociada, porcentaje que se mantiene relativamente estable desde el año 2008.

El modelo de cálculo de provisiones del Factoring, no incorpora una constitución de provisiones en base a parámetros de riesgo y pérdida esperada, sino que se calcula en base a la morosidad de las operaciones, careciendo así de elementos prudenciales que otorguen una mayor capacidad de anticipar las futuras pérdidas por deterioro de

¹ http://icrchile.cl/icr/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=2456&Itemid=90

² ACHF: Asociación Chilena de Empresas de Factoring

³ Mercado”, “Industria” o “Empresas pares: son empresas de factoring y leasing que clasifica ICR o que publican sus EE.FF. en la SVS

cartera. Respecto a lo anterior la Administración ha informado que comenzará la evaluación para implementar un modelo basado en el riesgo y pérdida esperada.

• **Estructura de Financiamiento:** En opinión de esta Clasificadora Factoring Security S.A. tiene un perfil de fondeo alienado y adecuadamente calzado entre activos y pasivos, además sus fuentes de financiamiento se encuentran suficientemente diversificadas.

La estructura de pasivos, al 31 de diciembre de 2015, se basa en tres fuentes de financiamiento: la principal de ellas es el endeudamiento bancario, que explica un 74,3% del total de pasivos, seguida por el patrimonio y bonos que representan un 13,3% y 9,3% del fondeo, respectivamente. Además, Factoring Security, tiene acceso a una fuente de financiamiento adicional que no ha utilizado y que corresponde una línea de efectos de comercio por UF 1.500.000, vigente hasta julio de 2018.

La Sociedad presenta una buena liquidez y adecuado calce de plazo. Respecto al calce de moneda, la mayoría de las colocaciones se financian en pesos, principalmente, a través de obligaciones bancarias. Existe un descalce en UF, que alcanza a un 19,9% del patrimonio.

Adicionalmente, la clasificación incorpora el Riesgo financiero, el cual considera que las utilidades de Factoring Security S.A. son positivas y crecientes en todo el período de análisis con un crecimiento anual compuesto de 17,4% (2009-2015). Al 31 de diciembre de 2015 la Sociedad muestra una utilidad acumulada de MM\$ 7.002, cifra inferior en un 5,9% al mismo lapso del año 2015, mientras que las empresas del sector bajaron un 17,5%. La rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) y sobre los activos (ROA) de Factoring Security S.A. muestran una evolución creciente desde el año 2008 a la fecha y el ROE evidencia niveles sobre el Mercado desde el año 2013 (ROA bajo sus pares en todo el período de análisis).

El endeudamiento de la Sociedad, calculado como pasivos exigibles sobre patrimonio, presenta niveles superiores al Mercado para todo el período estudiado. El Factoring se beneficia de la fortaleza del Grupo y puede mantener un mayor nivel de endeudamiento y seguir obteniendo buenas condiciones crediticias para su financiamiento.

Factoring Security S.A. es de propiedad del Grupo Security S.A., con un control del 99,99%, el que tiene operaciones bastante diversificadas dentro del mercado financiero local, participando en: financiamiento, inversiones, seguros, viajes y proyectos inmobiliarios. Los activos del Grupo Security alcanzan a \$8.608.450 millones y las utilidades totales del Grupo, a diciembre 2015, alcanzaron a \$66.602 millones. Se debe destacar que Banco Security, que representa alrededor del 50% de la utilidad consolidada del Grupo Financiero. Se encuentra clasificado en categoría AA/"Estable" por esta Clasificadora

DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS:

NIVEL 1 o N-1

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.

La subcategoría "+" denota una mayor protección dentro esta categoría.

CATEGORÍA A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.

La subcategoría "-" denota una mayor protección dentro esta categoría.

METODOLOGÍA

LÍNEA DE EFECTOS DE COMERCIO

Metodología utilizada: Relación entre Clasificaciones de Corto y de Largo Plazo

SOLVENCIA

Metodología utilizada: Industria de Factoring y Leasing

EVOLUCIÓN DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO:

Bonos	Oct-12	May-13	May-14	May-15	May-16
Clasificación	A+	A+	A+	A+	AA-
Acción de Clasificación	Nuevo Instrumento	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Alza Clasificación
Instrumento	N° 740	N° 741	N° 742	N° 743	N° 744
Tendencia	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable
Acción de Tendencia	Nuevo Instrumento	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación

Efectos de Comercio	May-10	May-11	May-12	May-13	May-14	May-15	may-16
Clasificación	A+/N-1	A+/N-1	A+/N-1	A+/N-1	A+/N-1	A+/N-1	AA-/N-1+
Acción de Clasificación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación
Instrumento	Línea N° 029	Línea N° 029	Línea N° 029	Línea N° 029	Línea N° 029	Línea N° 029	Línea N° 029
Tendencia	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable
Acción de Tendencia	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación

Solvencia	May-10	May-11	May-12	May-13	May-14	May-15	May-16
Clasificación	A+	A+	A+	A+	A+	A+	AA-
Acción de Clasificación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Alza Clasificación
Tendencia	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable
Acción de Tendencia	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Confirmación

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

Factoring Security

Fecha informe:
Mayo 2016

ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA

Factoring Security S.A., fue fundada el año 1992 y es de propiedad del Grupo Security, que controla un 99,998% de su propiedad. Factoring Security S.A. es miembro de la Asociación Mundial de Factoring, Factor Chain Internacional (FCI) y de la Asociación Chilena de Empresas de Factoring (ACHEF), lo que permite a sus clientes operar de manera confiable y segura a nivel nacional e internacional. Además, el 2008 se registró en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) para inscribir una línea efectos de comercio y poder utilizarla como una fuente alternativa de financiamiento.

Grupo Security es un conglomerado financiero que participa en diversas áreas de negocios y servicios. En su administración, participan activamente varios de sus accionistas fundadores, quienes desde 1991 han ido creando e incorporando nuevas filiales y negocios. Grupo Security está estructurado sobre la base a cuatro áreas principales de negocio, en torno a las cuales agrupa sus diferentes filiales y divisiones de acuerdo a objetivos comunes de negocio.

Estructura de negocio del Grupo Security:



Fuente: Memoria anual Grupo Security 2015

Los activos del Grupo Security alcanzan a \$ 8.608.450 millones y las utilidades totales del Grupo, a diciembre 2015, alcanzaron a \$ 66.602 millones.

Factoring Security S.A. posee el apoyo y respaldo del Grupo Security, lo cual le permite contar con una sólida garantía financiera y crediticia, con la opción de optar a menores tasas de financiamiento bancario, y, comercialmente, acceder a una amplia cartera de clientes del banco. Además, la matriz presta apoyo al Factoring en las distintas áreas como sistemas, contabilidad, marketing, recursos humanos, etc. Se debe destacar que Grupo Security y Banco Security se encuentran clasificados por ICR Clasificadora de Riesgo en categoría AA- y categoría AA, respectivamente.

ADMINISTRACIÓN

Respecto del Directorio del Grupo Security, éste se encuentra compuesto por profesionales de primer nivel y de vasta experiencia en el mercado financiero nacional, tal es el caso del Señor Francisco Silva, quien ocupa el cargo de Presidente del Directorio en el Grupo Security y también en Factoring Security y así como también el Señor Renato Peñafiel, Gerente General del Grupo Security y director del Factoring. Por otro lado, los máximos ejecutivos de Factoring Security, cuentan con una gran experiencia y conocimiento de la industria en la que operan.

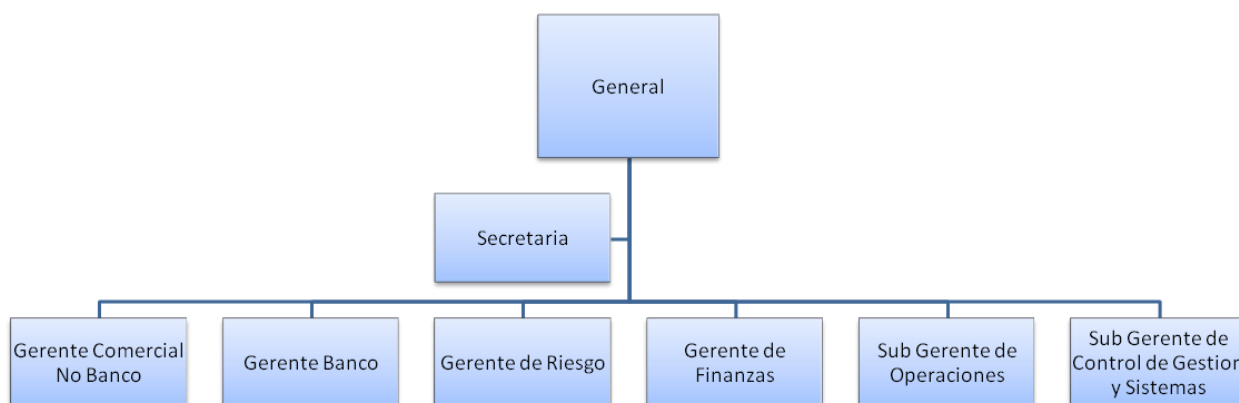
A continuación, se muestra los nombres del directorio de Factoring Security S.A.:

Factoring Security

Fecha informe:
Mayo 2016

Directorio	
Nombre	Cargo
Francisco Silva Silva	Presidente del directorio
Mario Weiffenbach Oyarzún	Director
Renato Peñafiel Muñoz	Director
Ramón Eluchans Olivares	Director
Gonzalo Pavez Aro	Director

La estructura organizacional, que contempla tres gerencias y dos subgerencias, no ha presentado cambios en su organigrama como tampoco en su plana ejecutiva. El organigrama es el siguiente:



Fuente: La empresa

El área comercial de Factoring Security se encuentra dividida en dos segmentos de negocios la gerencia Comercial de Banco, que está enfocada a atender exclusivamente los clientes del Banco Security S.A. y la gerencia comercial No banco que se encuentra enfocada a aquellos clientes que no pertenecen al Banco. Cabe destacar que las subgerencias de operaciones y control de Gestión y Sistemas que reportan directamente a la gerencia general. La Subgerencia de Control de Gestión y Sistema tiene incorporado el rol de la “Inteligencia Comercial” que se ocupa del análisis del comportamiento de los clientes de manera de proponer estrategias comerciales.

Factoring Security

Fecha informe:
Mayo 2016

CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL NEGOCIO

5. Industria de Factoring y Leasing

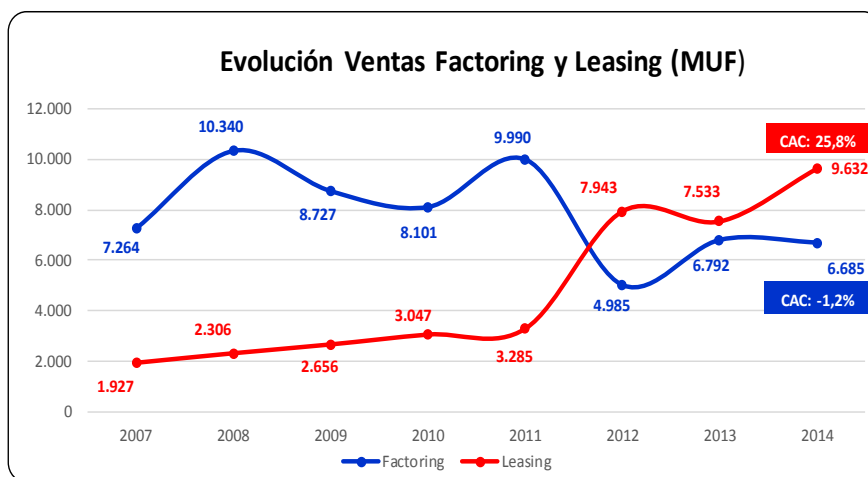
El Factoring se origina en un contrato mediante el cual una empresa traspasa el servicio de cobranza futura de los créditos y facturas existentes a su favor y a cambio obtiene de manera inmediata el dinero a que esas operaciones se refieren, aunque con un descuento. Es importante notar que la empresa que compre las cuentas por cobrar, éstas deben ser canceladas por el deudor del cliente o por el cliente en caso de que el deudor no se haga responsable. Mientras que el leasing es un contrato por el cual una empresa cede a otra el uso de un bien como arrendatario, luego de un tiempo determinado y pago de cuotas el arrendatario se hace con el activo. Es importante recalcar que el activo siempre pertenece a la entidad que lo financia, hasta que el arrendatario cancela la última cuota de pago, en ese momento el activo pasa a ser parte del arrendatario.

La industria del Factoring y Leasing no posee grandes barreras de entrada, por lo que es fuertemente competitiva. Para entrar en este negocio se debe tener capital social y capital humano con experiencia en la industria financiera. Este tipo de negocios no están expuestos a grandes regulaciones, en efecto, si la empresa en cuestión se convierte en emisor de deuda pública, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) vela por que dicha emisión se efectúe bajo las normas que la regulan.

Al año 2014, según el Servicio de Impuestos Internos (SII)⁴, en Chile existen 165 Empresas de Factoring y 98 de Leasing Financiero, dentro de las cuales 13 empresas se encuentran asociadas a la ACHEF y a la ACHEL, las que, principalmente, corresponde a empresas filiales bancarias o dependientes de algún banco, es importante mencionar que la mayoría de las empresas pertenecientes a la ACHEF y ACHEL son prácticamente las mismas. Adicionalmente, existen empresas de Factoring que no pertenecen a ningún banco, pero que, al tener la capacidad de emitir deuda pública, y como se mencionó anteriormente, deben cumplir con las exigencias de la SVS. Actualmente, dichas empresas contabilizan ocho.

A continuación, se presenta una tabla donde se muestra la distribución de la cantidad de empresas de Factoring y Leasing según tamaño a diciembre 2014 y un gráfico que muestra el crecimiento de las ventas de la industria.

Leasing Financiero	98
Sin Ventas / Sin Info	12
Micro	20
Pequeña	27
Mediana	20
Grande	19
Factoring	165
Sin Ventas / Sin Info	26
Micro	50
Pequeña	56
Mediana	22
Grande	11



Fuente: Servicio de Impuesto Internos (SII) a diciembre 2014

En abril de 2005 entra en vigencia la ley N° 19.983, la cual entrega un marco regulatorio para las operaciones de factoring. Ésta establece una normativa general acerca de la transferencia de los créditos contenidos en las facturas, disminuyendo la incertidumbre de su cobro al establecer un mecanismo legal mediante el cual se ejerce el cobro ejecutivo, y se establece la obligatoriedad de la cesión por parte del deudor. Esta Ley fue un incentivo para la industria del factoring, principalmente, para las empresas medianas y pequeñas, accedan a un título ejecutivo de manera de realizar el cobro más eficiente. Por su parte, la implementación de la facturación electrónica permite

INDUSTRIA

⁴ http://www.sii.cl/estadisticas/empresas_rubro.htm

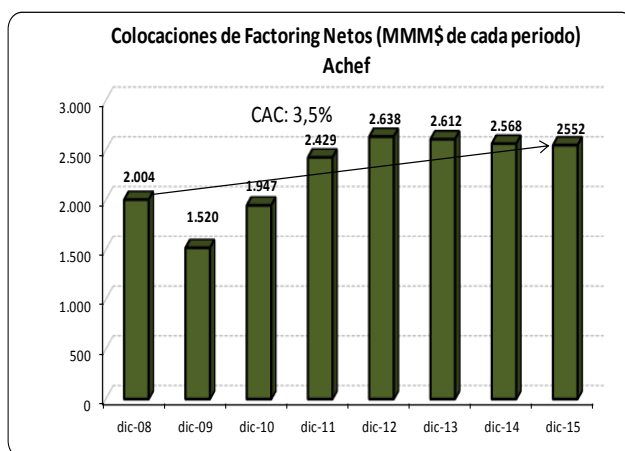
**FACTORING –
LEASING
Factoring Security**

**Fecha informe:
Mayo 2016**

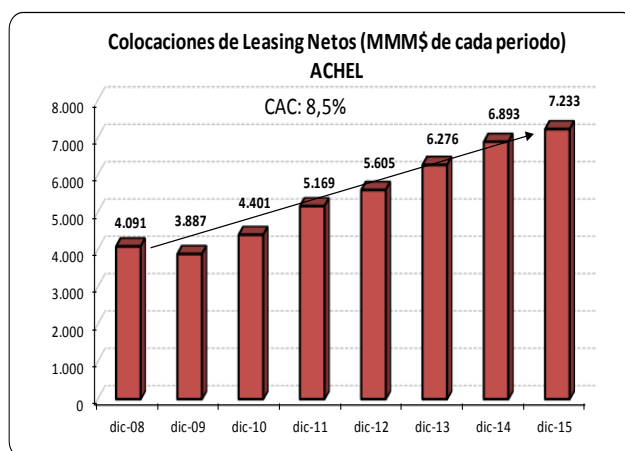
agilizar el proceso de cesión de documentos tributarios, esto ya que el cliente (o cedente) genera el archivo del documento que va a ceder, llamado “Archivo Electrónico de Cesión”, y lo envía al SII y a la empresa en cuestión (cesionario). El servicio informa a ambos de la recepción del archivo y lo incorpora en el “Registro Público Electrónico de Transferencia de Crédito”, reemplazando así el proceso en que, tanto cedente como cesionario, debían informar a un notario la cesión del documento, haciendo más ágil el proceso.

La industria del Factoring y Leasing, se pueden distinguir tres tipos de empresas, de acuerdo al tamaño y el nivel regulación:

1) Empresas que son filiales Bancarias o división de negocios de bancos, y por lo tanto empresas reguladas. A continuación, se presenta el crecimiento de las colocaciones de Factoring y Leasing del Sistema asociado a Bancos:

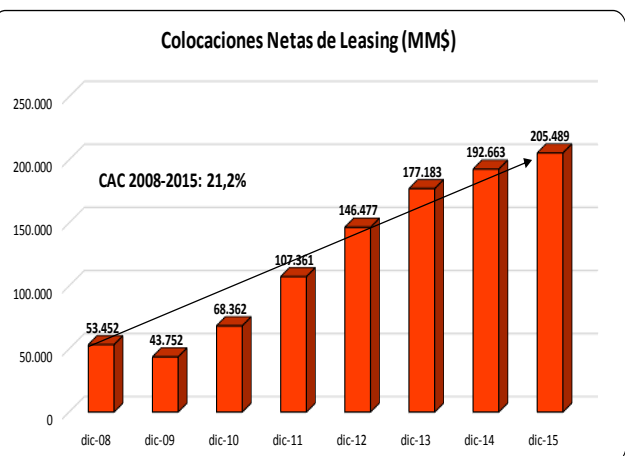
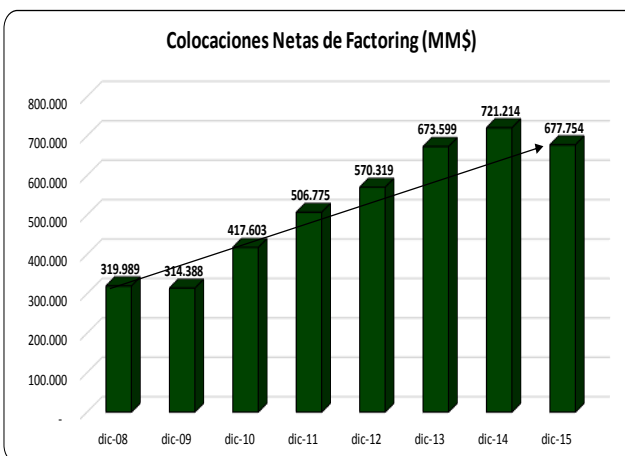


Fuente: Asociación Chilena de Factoring



Fuente: Asociación Chilena de Leasing

2) En segundo lugar se encuentran empresas que no dependen directamente de una entidad bancaria, pero se encuentran facultados para emitir deuda pública. A continuación, se presentan la evolución las colocaciones de Factoring y Leasing de las empresas que clasifica ICR y/o se encuentran inscritas en la Superintendencia de Valores y Seguros dada su condición de emisor. Si se compara el crecimiento anual compuesto de estas empresas con las empresas dependientes de la banca, se observa que estas últimas poseen un CAC menor tanto para el factoring como para el leasing para el periodo 2008-2015.



Fuente: Elaboración Propia con información de la SVS

Factoring Security

Fecha informe:
Mayo 2016

3) Por último se encuentran las empresas de factoring y leasing que no dependen de una entidad bancaria y tampoco están reguladas, ya que carecen de la condición de emisor. Como se mencionó anteriormente la industria es fuertemente competitiva y esto lo ratifica la cantidad de empresas pequeñas y micro que existen, las cuales suman una cantidad de 165 empresas para Factoring y 98 para las empresas de Leasing, según SII a diciembre de 2014.

6. Principales Riesgos Asociados al Negocio

1) Riesgo de crédito: Entendido como la probabilidad de no pago de la deuda del cliente o entidad deudora. Actualmente existen varias formas de mitigar el riesgo de crédito de una compañía pasando, principalmente, por la política de crédito y provisiones, y por mantener una cartera atomizada y diversificada. Se debe destacar que el Factoring posee dos fuentes de pago, el cliente y el deudor. También existe riesgo de no pago por fraude de facturas, este riesgo se mitiga con un estricto procedimiento de confirmación y notificaciones de las facturas que se compran.

Las políticas y procedimientos de Factoring Security S.A. se encuentran establecidas en sus manuales, abarcando en forma detallada los diferentes procesos a lo largo del ciclo de las operaciones. En primera instancia, la admisión se caracteriza por una segmentación de las empresas de acuerdo a sus ingresos y establece los límites de las líneas de crédito a otorgar a sus clientes y deudores asociados a las operaciones. Cabe destacar que la Entidad determina distintos niveles de aprobación, requiriendo un mayor número de firmas, mientras mayor sea el monto solicitado de las líneas. Para las operaciones cursadas, la Sociedad controla la sensibilidad del riesgo de crédito de la cartera, considerando los siguientes factores: perfil del cliente, información financiera, capacidad productiva del cliente, análisis de industria en la que opera, establecimiento de límites de crédito, fijación de líneas y comportamiento de pago. El monitoreo anteriormente descrito es potenciado a través de la utilización de bases de datos como Dicom, Sinacofi, que permiten elaborar un perfil económico financiero más actualizado del cliente o deudor, además de su comportamiento comercial en el tiempo.

2) Riesgo de Liquidez: Es el riesgo de que la Sociedad tenga dificultades para cumplir con todas sus obligaciones a tiempo, es por esto que la entidad debe tener pleno conocimiento del nivel de efectivo que debe manejar. Generalmente se administra la liquidez de manera de cumplir con las obligaciones asociadas a los pasivos, tanto en condiciones normales como de tensión, de manera de no incurrir en pérdidas o poner en peligro la reputación de la empresa. Este es uno de los riesgos más importante en la industria del Factoring, debido que el foco de este negocio es prestar un servicio de liquidez al cliente, por lo tanto, la empresa de factoring siempre debe asegurar un nivel de liquidez capaz de cumplir con sus pasivos de corto plazo y además mantener liquidez capaz de mantener los negocios con sus clientes.

3) Riesgo operacional: Riesgo que se relaciona con toda pérdida por falla de los sistemas internos, acontecimientos externos o error humano en el proceso del negocio. Por lo tanto, para gestión del riesgo operacional es fundamental identificar y monitorear los riesgos del negocio de manera periódica. Al realizar un seguimiento y control de los indicadores de riesgo, es posible generar una matriz que permita conocer a cabalidad cada punto débil del negocio.

Factoring Security S.A. presenta procesos crediticios y una administración de riesgos formalizada, con una estructura de atribuciones definida. A medida que la entidad ha visto aumentar su tamaño, su organización ha sido reestructurada y reforzada. Los sistemas de información son administrados internamente y la plataforma tecnológica es "Dimensión" para las operaciones de factoring y Leasoft para las operaciones de leasing. El Factoring se encuentra iniciando la implementación de una plataforma tecnológica, que es considerada como un elemento crítico para poder entregar un servicio completo y diferenciado, además de ser una herramienta importante de gestión.

4) Riesgo de mercado: es consecuencia de la variación del precio o tasa de mercado en sentido adverso para la posición de la empresa. El riesgo de tasa de interés el Factoring lo mitiga en la medida que los pasivos financieros sean tomados a plazos similares a las colocaciones, de manera que exista un calce natural de plazos que cubra la volatilidad de tasas. Para controlar el riesgo de tasa de interés, la Sociedad controla la sensibilidad del margen

Factoring Security**Fecha informe:**
Mayo 2016

financiero y del valor del patrimonio frente a cambios de ésta, por medio del análisis entre activos y pasivos.

Uno de los riesgos que subsisten dentro del riesgo de mercado es el riesgo de tipo de cambio, donde la variación puede significar un cambio en activos o pasivos. La política de cobertura de la Factoring Security S.A. establece que dichos riesgos deben ser cubiertos mediante calces operacionales (créditos en igual moneda). La normativa interna también tiene establecido el uso de instrumentos financieros diseñados para realizar las coberturas, como forward de tipo de cambio.

5) Sensibilidad a la actividad económica: La industria del Factoring y Leasing es particularmente sensible a la evolución de la economía por un doble efecto: dependen del tipo de financiamiento y la capacidad de pago de los deudores. Una crisis puede influir fuertemente en la industria en la disminución de las colocaciones e incrementar le costo del financiamiento.

Es importante señalar que Factoring Security S.A. cuenta con un Comité de Riesgo cuyo objetivo realizar un análisis y mediciones periódicas a los factores de riesgo. Este Comité tiene la responsabilidad de establecer distintas políticas particulares que administran los riesgos de la Sociedad en función de su industria, adicionalmente alinearse a las políticas corporativas que dicta su socio controlador, el Directorio de la Sociedad y las normas vigentes. Son integrantes de este comité: el gerente comercial, gerente de finanzas y control de gestión, gerente de negocios, subgerente de cobranzas, gerente de riesgos.

3. Clasificación de Riesgo del Negocio: Posición de Factoring Security S.A. en la Industria

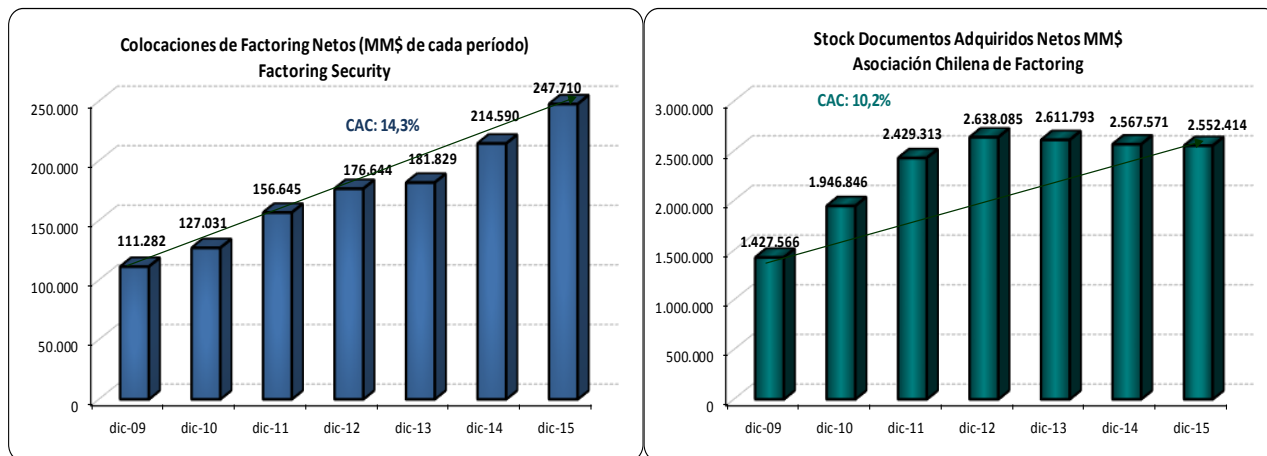
A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo de la Compañía, en relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

3.1 Fortaleza de las Colocaciones

En opinión de esta Clasificadora Factoring Security S.A. posee un alto nivel de colocaciones y una alta atomización de cartera, además de una alta diversificación por sector económico y una red de 17 sucursales a lo largo del país, que permiten obtener una buena distribución geográfica.

El Factoring ha evidenciado un Importante crecimiento de sus colocaciones, lo cual ha permitido pasar desde el 6° lugar del ranking de colocaciones de la ACHEF, con una participación de 7,5%, en el año 2009, al 5° lugar con un 11% de participación a diciembre de 2015. Lo anterior ha implicado un crecimiento anual compuesto (CAC) 14,3% en ese período, cifra superior a la registrada por ACHEF (CAC 10,2% 2009-2015). A diciembre de 2015, la Sociedad. alcanza una cartera de factoring de MM\$ 247.710 (MM\$ 258.504 si se incorpora el leasing), un 15,4% (9,2% con leasing) superior al stock de diciembre de 2014, mientras que el Mercado registró una baja de 6,0% (3,4% si se incorpora el leasing).

Los siguientes gráficos muestran la evolución de las colocaciones de factoring de la Sociedad y la ACHEF:



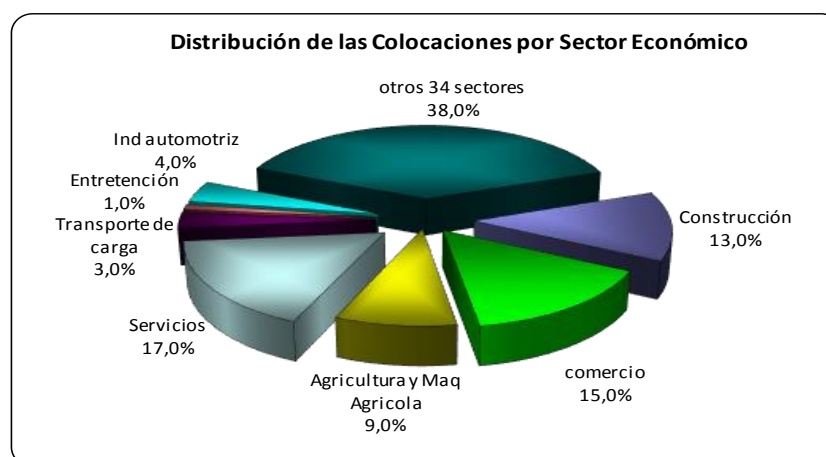
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SVS y ACHEF.

Factoring Security**Fecha informe:**
Mayo 2016**Diversificación y atomización**

Según datos de la empresa a diciembre 2015, la cartera se encuentra bien atomizada al constituirse por 2.197 clientes los que a su vez tienen asociados a 3.884 deudores. Se debe tener presente que los deudores constituyen la primera fuente de pago y los clientes la segunda. El mayor cliente representa un 3,3% de la cartera total, mientras que los 10 mayores clientes acumulan un 23%, en cuanto al mayor deudor, éste representa 3,3% del total de colocaciones y los 10 deudores principales el 14,1%.

Las colocaciones, al igual que con el número de clientes, se encuentran bien diversificadas por sector económico, siendo los sectores con mayor participación: servicios con un 17,0% comercio con un 15,0%, y construcción que concentra el 13,0%. La política del Factoring estipula que la concentración máxima por sector económico no debe superar el 20%. Adicionalmente, la Sociedad posee una red de 17 sucursales a lo largo del país, que permiten obtener una buena distribución geográfica

El siguiente grafico muestra la distribución por sector económico:



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la empresa.

Con respecto composición de la cartera de factoring por tipo de productos, ésta se encuentra formada, principalmente, por facturas (53,4%) y cheques (15,9%). Cabe señalar que el mayor peso relativo de las facturas en la cartera otorga mayor seguridad a las operaciones comerciales, dado el marco regulatorio legal que protege a las facturas en comparación con los cheques, ya que las facturas corresponden a un título ejecutivo.

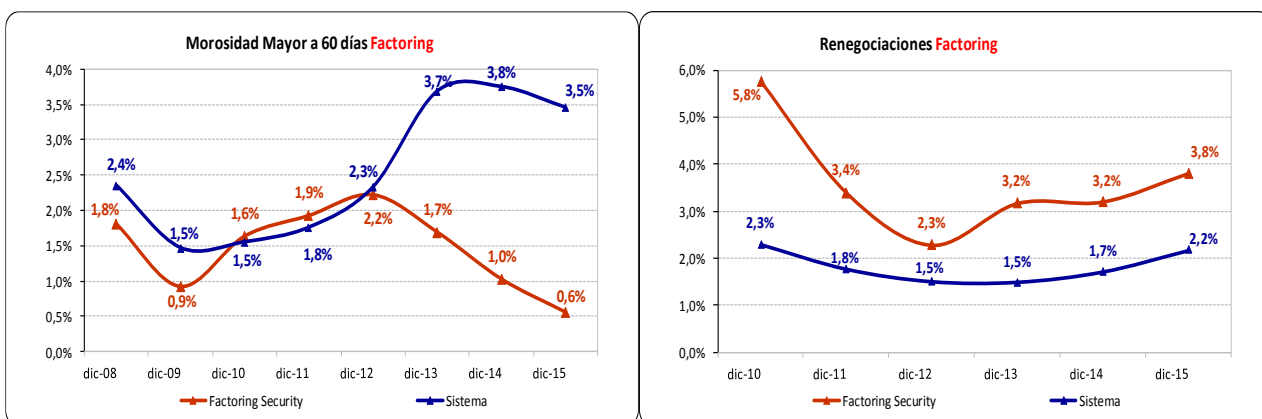
3.2 Calidad de las Colocaciones

ICR estima que Factoring Security S.A. posee una suficiente calidad de cartera y refleja un adecuado riesgo crediticio. El Factoring presenta una evolución de la morosidad mayor a 60 días (morosidad dura) decreciente e inferior al Mercado desde diciembre de 2012, no obstante, la cartera renegociada es superior a sus pares en todo el período de análisis (2010-2015). La mora de la cartera renegociada no se encuentra incluida dentro de la morosidad de la cartera vigente, si consideramos esta cartera como morosa mayor a 60 días, el indicador sube desde 0,6% a 4,4% a diciembre de 2015 (4,8% para sus pares).

Efectivamente, desde diciembre de 2012 la morosidad mayor a 60 días presenta una tendencia decreciente, a diferencia del Mercado, tal como lo muestra el grafico de la izquierda.

Factoring Security

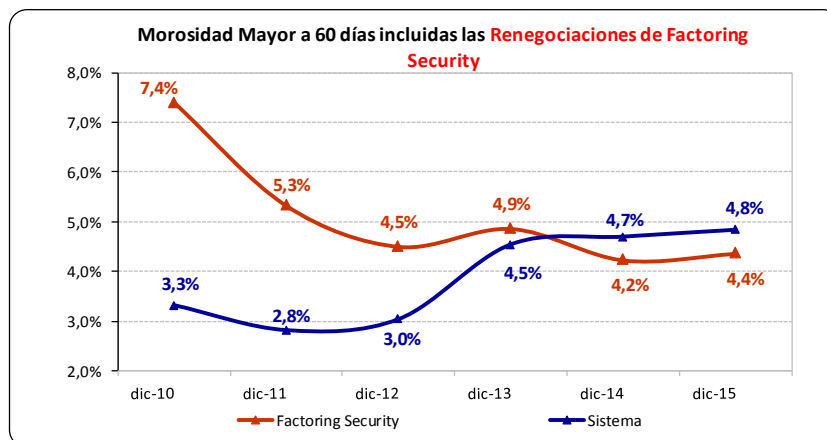
Fecha informe:
Mayo 2016



Fuente: Elaboración propia en base a datos de las empresas.

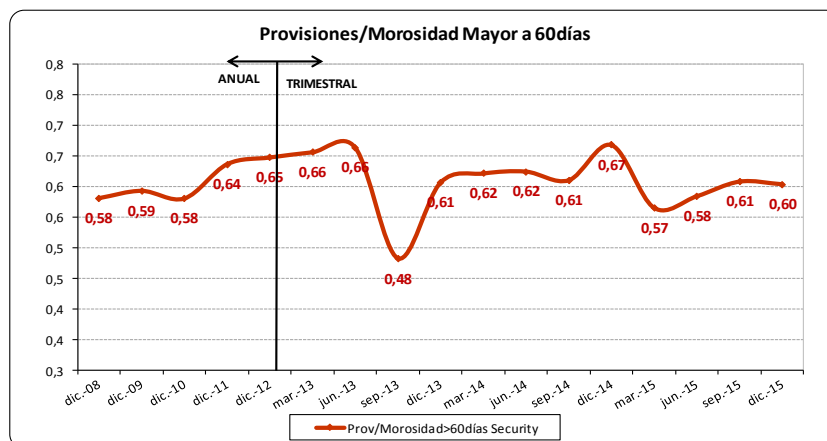
Mercado de Factoring: Índice construido con las empresas de factoring clasificadas por ICR y/o inscritas en la SVS.

Por otro lado, tenemos que las renegociaciones, cuya morosidad no es incorporada en la morosidad en la cartera vigente, se evidencian sobre sus pares (grafico arriba a la derecha). No obstante, si incluimos la cartera renegociada a la mora dura, el índice de Factoring Security se muestra inferior a sus pares en los años 2014 y 2015.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de las empresas

La provisión para los clientes renegociados es del 60% y considera un porcentaje inferior dependiendo si existen garantías, grado de cumplimiento de pago del convenio, etc. En general las provisiones constituidas por Factoring Security cubren el 60% de la mora dura más la cartera renegociada, porcentaje que se mantiene relativamente estable desde el año 2008, tal como muestra el siguiente gráfico:



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Empresa

Factoring Security

Fecha informe:
Mayo 2016

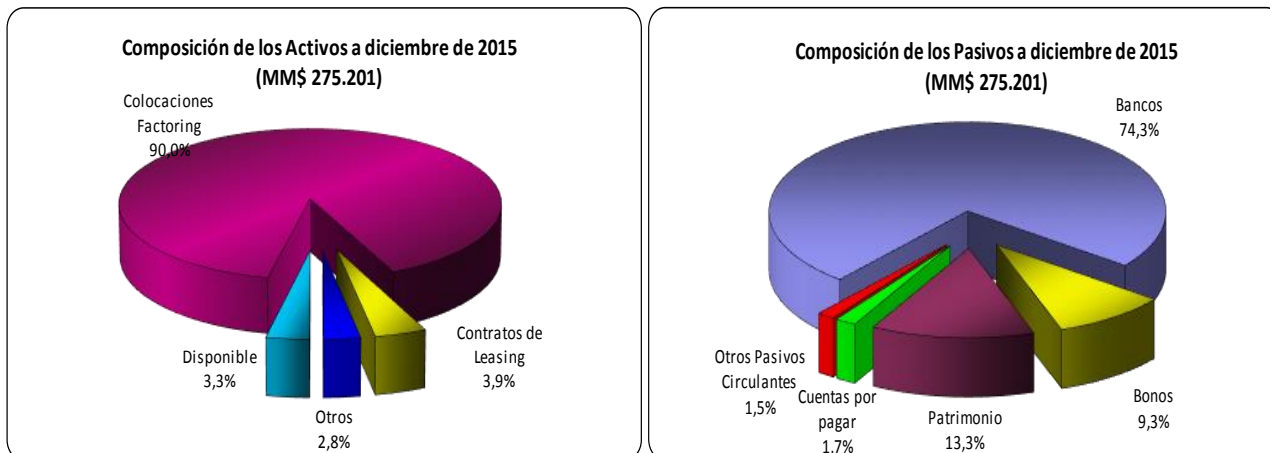
El modelo de cálculo de provisiones del Factoring, no incorpora una constitución de provisiones en base a parámetros de riesgo y pérdida esperada, sino que se calcula en base a la morosidad de las operaciones, careciendo así de elementos prudenciales que otorguen una mayor capacidad de anticipar las futuras pérdidas por deterioro de cartera. Respecto a lo anterior la Administración ha informado que comenzará la evaluación para implementar un modelo basado en el riesgo y pérdida esperada.

3.3 Estructura de Financiamiento

En opinión de esta Clasificadora Factoring Security S.A. tiene un perfil de fondeo alienado y adecuadamente calzado entre activos y pasivos, además sus fuentes de financiamiento se encuentran suficientemente diversificadas.

La estructura de pasivos, al 31 de diciembre de 2015, se basa en tres fuentes de financiamiento: la principal de ellas es el endeudamiento bancario, que explica un 74,3% del total de pasivos, seguida por el patrimonio y bonos que representan un 13,3% y 9,3% del fondeo, respectivamente. Además, Factoring Security, tiene acceso a una fuente de financiamiento adicional que no ha utilizado y que corresponde una línea de efectos de comercio por UF 1.500.000, vigente hasta julio de 2018.

Los siguientes gráficos muestran la composición de los activos y pasivos de la Empresa:



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Empresa.

El financiamiento bancario se encuentra bien diversificado, donde las mayores concentraciones de deuda se encuentran en los bancos: Chile (16,3%), Estado (12,4%) y BBVA (10,6%). La Sociedad, a diciembre de 2015, cuenta con líneas de financiamiento vigentes con 15 instituciones financieras, de las cuales tiene 12 líneas bancarias con disponibilidad.

Calce Moneda y Plazos

Factoring Security S.A. presenta una buena liquidez y adecuado calce de plazo. Respecto al calce de moneda, la mayoría de las colocaciones se financian en pesos, principalmente, a través de obligaciones bancarias. Existe un descalce (MM\$ 7.269) en UF, que alcanza a un 19,9% del patrimonio.

En general la Empresa presenta un adecuado nivel de calce de moneda, registrando la mayoría de los activos en pesos (91,8%), mientras que el 89,2% de los pasivos se encuentran en esta moneda.

El calce de moneda se muestra el siguiente cuadro:

Diciembre 2015 en M\$	Activos M\$	% de los activos	Pasivos y Patrimonio M\$	% de los pasivos	Descalce M\$
UF	18.360.219	6,67%	25.629.090	9,31%	-7.268.871
Dólar	4.337.575	1,58%	4.118.928	1,50%	218.647
Pesos	252.503.562	91,75%	245.453.338	89,19%	7.050.224
Totales	275.201.356	100,00%	275.201.356	100,00%	0

Fuente: datos proporcionados por la empresa

Factoring Security

Fecha informe:
Mayo 2016

Con respecto a los plazos, existe un buen calce entre activos y pasivos a 60 días el factoring se encuentra totalmente calzado entre colocaciones y deuda, en el resto de los plazos presenta un superávit. El siguiente cuadro muestra el calce de Factoring Security S.A.

Diciembre 2015 en M\$ Activos	1-60 días	90 a un año	más de un año	Total Activo
Colocaciones factoring	202.364.144	39.185.984	9.035.457	250.585.585
Colocaciones Leasing	2.092.991	824.282	7.876.893	10.794.166
Otros Activos	11.336.721	-	2.484.884	13.821.605
Totales	215.793.856	40.010.266	19.397.234	275.201.356

Diciembre 2015 en M\$ Pasivos y patrimonio	1-60 días	90 a un año	más de un año	Tot. Pasivo y Patrimonio
Deuda bancos	204.498.706	-	-	204.498.706
Otras deudas	8.738.153	-	25.448.037	34.186.190
Patrimonio	-	-	36.516.460	36.516.460
Totales	213.236.859	-	61.964.497	275.201.356

Descalce	2.556.997	40.010.266	-42.567.263	0
----------	-----------	------------	-------------	---

Fuente: la Empresa

CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

La siguiente situación financiera corresponde a los principales antecedentes analizados por esta Clasificadora para determinar la clasificación de riesgo financiero.

El crecimiento de las colocaciones durante el período 2009-2015 ha permitido al Factoring alcanzar utilidades positivas y crecientes, alcanzando un CAC de 17,4% en período de análisis cifra sobre las empresas pares (alrededor de 14%).

(MM\$ de cada período)	IFRS						
	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Resultado de operacional	2.807	2.165	3.461	5.871	8.143	8.590	8.138
Ingresos Actividades Ordinarias	15.456	11.288	18.159	23.036	27.931	28.812	27.431
Costo de Ventas	-2.640	-1.379	-6.986	-8.087	-9.808	-9.864	-10.968
Gastos de adm. y ventas	-10.008	-7.744	-7.713	-9.078	-9.981	-10.359	-8.325
Result. no operacional	511	11	24	19	66	90	44
Otros ingresos	164	9	4	0	30	7	44
Otros egresos	0	0	1	0	0	0	0
Resultado antes de impto	3.319	2.176	3.486	5.891	8.208	8.679	8.182
Impuesto a la renta	-648	-53	-416	-1.053	-1.681	-1.235	-1.180
Utilidad (Pérdida)	2.671	2.122	3.069	4.838	6.527	7.444	7.002

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SVS.

Nota: Los Costos de ventas incluye los gastos en provisiones

En el año 2015 la Entidad obtuvo una utilidad de MM\$ 7.002, cifra un 5,9% inferior a la registrada diciembre de 2014, mientras que los resultados de las empresas pares bajaron en promedio un 17,5%.

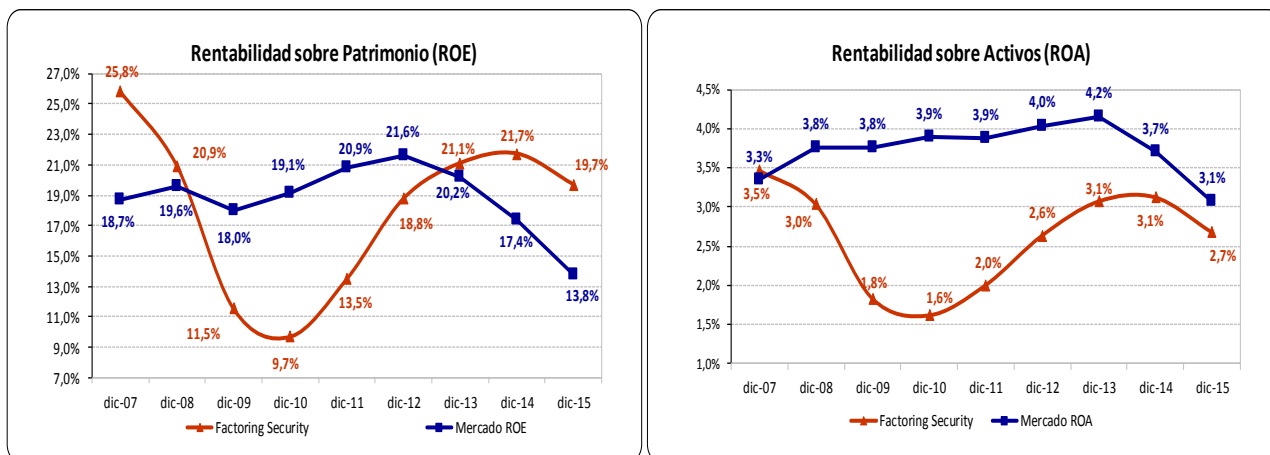
Factoring Security

Fecha informe:
Mayo 2016

Evolución de la Rentabilidad

La rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) y sobre los activos (ROA) de Factoring Security S.A. muestran una tendencia decreciente hasta diciembre de 2010 para luego comenzar a ascender acercándose al nivel del promedio de las empresas pares⁵, en el caso del ROA y superando al mercado en los años 2014 y 2015 en el ROE.

En los siguientes gráficos se presenta la evolución de las rentabilidades de la Empresa y el Mercado:

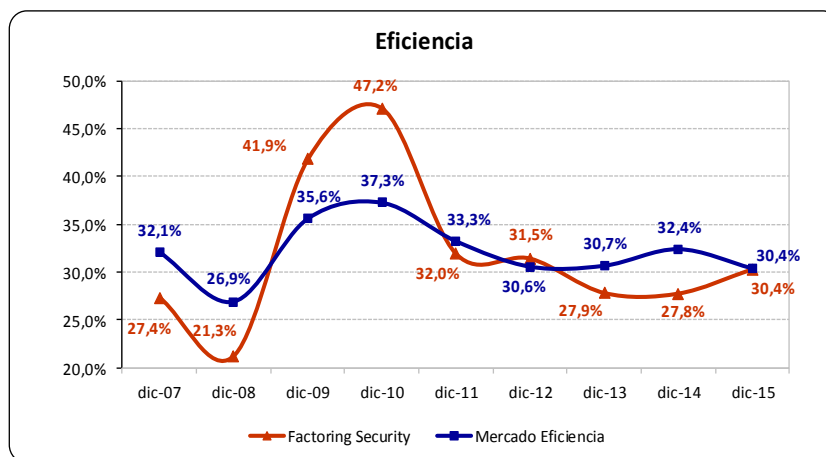


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SVS.

* Mercado de Factoring: Índice construido con las empresas de factoring clasificadas por ICR y/o inscritas en la SVS.

Evolución de la Eficiencia

La eficiencia, medida como gastos de administración y ventas sobre ingresos de explotación, ha manifestado una importante mejoría después de alcanzar un peak en diciembre de 2010. El índice de eficiencia, a diciembre de 2015, es similar al mercado (30,4%).



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SVS.

* Mercado de Factoring: Índice construido con las empresas de factoring clasificadas por ICR y/o inscritas en la SVS.

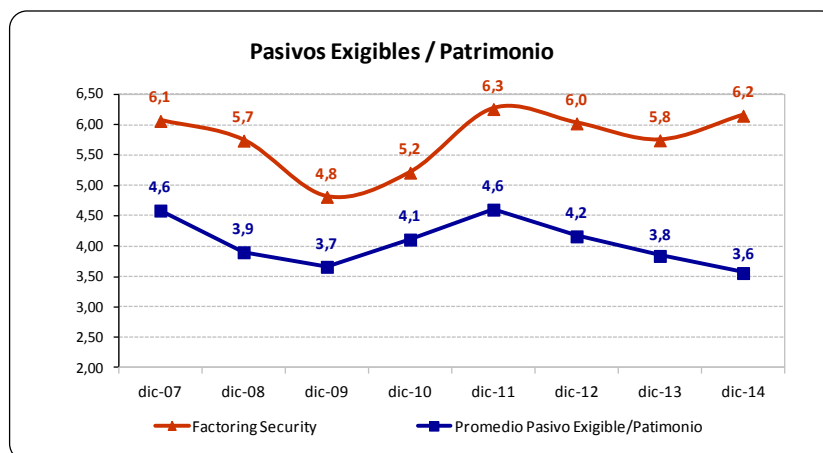
INDUSTRIA
FACTORING –
LEASING

⁵ Una empresa relevante considerada dentro de la muestra realizó un importante aumento de capital a fines del año 2013, por lo cual los índices de endeudamiento, ROE y ROA se han ajustado.

Factoring Security**Fecha informe:**
Mayo 2016

El nivel de endeudamiento de la empresa, calculado como pasivos sobre patrimonio, tiene una evolución similar a las otras empresas de factoring⁶, pero se ubica a un nivel superior. Se debe destacar que, el Factoring se beneficia de la fortaleza del Grupo y puede mantener un mayor nivel de endeudamiento y seguir obteniendo buenas condiciones crediticias para su financiamiento.

El siguiente gráfico muestran el endeudamiento del Factoring y de algunas empresas del sector:



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SVS.

* Mercado de Factoring: Índice construido con las empresas de factoring clasificadas por ICR y/o inscritas en la SVS.

SOLVENCIA DEL EMISOR

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito (probabilidad de default) al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la Compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios/adicionales establecido en la Metodología Industria de Factoring y Leasing (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado *Clasificación de Riesgo del Negocio* y;
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios/adicionales, establecido en la Metodología Industria de Factoring y Leasing (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado *Clasificación del Riesgo Financiero*.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En algunos casos, el riesgo del negocio tendrá mayor peso relativo que el riesgo financiero para determinar el riesgo del emisor. En las escalas más baja de clasificación del negocio, el riesgo financiero y los indicadores de liquidez juegan un rol mucho más importante, y el riesgo del negocio debería recibir un menor peso respecto al que tendría en niveles de clasificación superiores.

Para el caso de Factoring Security S.A., la evaluación del riesgo del negocio, esto es Fortaleza de las Colocaciones, Calidad de las Colocaciones, Estructura de Financiamiento, y el soporte del controlador, indica que la clasificación de riesgo podría llegar a inclinarse hacia categoría AA-. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda y de Utilidades, rentabilidad y eficiencia mantienen esta clasificación en Categoría AA- al tratarse de niveles adecuados.

⁶ Una empresa relevante considerada dentro de la muestra realizó un importante aumento de capital a fines del año 2013, por lo cual los índices de endeudamiento, ROE y ROA se han ajustado para los años 2013, 2014 y 2015.

Factoring Security

Fecha informe:
Mayo 2016

CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL INSTRUMENTO

Efectos de Comercio

Tras su inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros, número de inscripción 1003, Factoring Security S.A. realizó la inscripción de su primera Línea de Efectos de Comercio, identificada en la misma entidad con el Número de Inscripción 029 por un monto de UF 1.500.000. De esta línea se han realizado dos emisiones, la primera con fecha del 7 de julio del 2008 y la segunda el 11 de diciembre de 2009 (la emisión del 9 de octubre de 2008 se dejó sin efecto). Actualmente, no existen emisiones vigentes sobre esta Línea.

A continuación, se presenta un cuadro con las principales características de ésta Línea.

Monto Línea N° 029	U.F. 1.500.000
Monto Segunda Emisión	\$ 16.000.000.000
Tipo de Documento	Desmaterializado
Series(segunda emisión)	B11, B12, B13, B14, B15, B16, B17 y B18
Moneda	Pesos Chilenos
Reajustabilidad	No hay
Tipos de Garantías	Sin Garantías

Regla Protección Tenedores - Mantener activos libres de gravámenes por al menos dos veces el monto total adeudado de las emisiones de efectos de comercio. No se considerarán para estos efectos como gravámenes las preferencias establecidas por la ley.

-Mantener un Patrimonio mínimo de setecientas cincuenta mil Unidades de Fomento.

Uso de los Fondos Los fondos recaudados con motivo de la emisión de los efectos de comercio, se destinarán a financiar las operaciones de corto y mediano plazo de la Compañía, principalmente en lo referido al reemplazo de actuales fuentes de financiamiento de corto plazo y al crecimiento en el nivel de colocaciones.

Los covenants establecidos en la línea se cumplen dado que el patrimonio alcanza a UF 1.424.805 y no presenta emisiones vigentes.

Línea de Bonos

La línea de bonos fue inscrita en el Registro de Valores bajo el N° 740 con fecha 6 de diciembre de 2012. El 9 de enero de 2013 la Sociedad materializó colocación por la totalidad de los bonos de serie A, por un monto de 1 millón de U.F., a UF+ 4,5% anual con vencimiento al 15 de diciembre de 2017 para capital, los intereses se pagan semestrales.

Las características del instrumento son las siguientes:

Monto máximo de la Emisión. El monto máximo de la presente emisión por Línea será el equivalente en pesos a un millón de UF.

Plazo de Vencimiento de la Línea de Bonos. La Línea tiene un plazo máximo de diez años contado desde su fecha de inscripción en el Registro de Valores.

Condiciones Económicas de los Bonos. Los Bonos que se emitan con cargo a la Línea, su monto, características y condiciones especiales se especificarán en las respectivas Escrituras Complementarias, las que deberán otorgarse con motivo de cada emisión con cargo a la Línea.

Factoring Security

Fecha informe:
Mayo 2016

Intereses. Los Bonos de la Línea devengarán sobre el capital insoluto, el interés que se indique en las respectivas Escrituras Complementarias.

Amortización. Las amortizaciones del capital de los Bonos se efectuarán en las fechas que se indiquen en las respectivas Escrituras Complementarias

Rescate Anticipado. Salvo que se indique lo contrario para una o más series o sub-series en la respectiva Escritura Complementaria que establezca sus condiciones, el Emisor podrá rescatar anticipadamente en forma total o parcial los Bonos que se emitan con cargo a esta Línea, a contar de la fecha que se indique en dichas Escrituras Complementarias para la respectiva serie o sub-serie.

Opción de Pago Anticipado. Si durante la vigencia de la emisión de Bonos con cargo a la Línea, el Emisor (i) dejare de ser una sociedad controlada directa o indirectamente por Grupo Security S.A.; y (ii) producto de dicho cambio de control alguna de las clasificadoras de riesgo reduce la clasificación de riesgo del Emisor que se encontraba vigente en la fecha en que se produjo el cambio de control. El Emisor deberá ofrecer a cada uno de los Tenedores de Bonos Elegibles una opción de rescate voluntario de idénticas condiciones para todos ellos, en conformidad con lo establecido en el artículo ciento treinta de la Ley de Mercado de Valores.

Garantías. La Emisión no contempla garantías, salvo el derecho de prenda general sobre los bienes del Emisor de acuerdo a los artículos dos mil cuatrocientos sesenta y cinco y dos mil cuatrocientos sesenta y nueve del Código Civil.

Inconvertibilidad. Los Bonos emitidos con cargo a esta Línea no serán convertibles en acciones.

Uso de los Fondos. Los fondos provenientes de la colocación de los Bonos correspondientes a la Línea, se destinarán al refinanciamiento de pasivos del Emisor y a financiar nuevas colocaciones y operaciones dentro del curso ordinario de los negocios del Emisor. El uso específico que el Emisor dará a los fondos obtenidos de cada emisión se indicará en cada Escritura Complementaria.

OBLIGACIONES, LIMITACIONES Y PROHIBICIONES.

Mientras el Emisor no haya pagado a los Tenedores de los Bonos el total del capital, reajustes e intereses de los Bonos en circulación, el Emisor se sujetará a las siguientes obligaciones, limitaciones y prohibiciones, sin perjuicio de las que le sean aplicables conforme a las normas generales de la legislación pertinente:

Uno.- Contabilidad y Auditoría. Establecer y mantener adecuados sistemas de contabilidad sobre la base de las normas IFRS o aquellas que al efecto estuvieran vigentes, como asimismo contratar y mantener a una firma de auditores independientes de reconocido prestigio nacional o internacional para el examen y análisis de sus Estados Financieros, respecto de los cuales ésta deberá emitir una opinión al treinta y uno de diciembre de cada año en cumplimiento de la normativa vigente y mientras ésta rija. Asimismo, el Emisor deberá mantener, en forma continua e ininterrumpida, a dos clasificadoras de riesgo inscritas en la SVS, las que deberán realizar la clasificación de riesgo respecto de la Línea en tanto se mantenga vigente la presente Línea.

Dos.- Nivel de Endeudamiento. Mantener al cierre de cada trimestre de los Estados Financieros del Emisor un Nivel de Endeudamiento definido como la razón entre las cuentas (i) Total Pasivos, que corresponderá a la suma de las cuentas Total Pasivos Corrientes y Total Pasivos no Corrientes contenidas en los Estados Financieros y (ii) Total Patrimonio, que corresponde a la cuenta Patrimonio Neto Total contenida en los Estados Financieros, no superior a siete comas cero veces. Adicionalmente, para los efectos de calcular el endeudamiento aludido, se sumarán a la cuenta Total Pasivos, los pasivos asumidos por el Emisor en su calidad de garante de obligaciones de terceros y no contabilizados en la cuenta Total Pasivos.

Factoring Security**Fecha informe:
Mayo 2016**

Tres.- Activos libres de Gravámenes. Mantener al cierre de cada trimestre de los Estados Financieros del Emisor, activos, presentes o futuros, libres de cualquier tipo de gravámenes, garantías reales, cargas, restricciones o cualquier tipo de privilegios, equivalentes, a lo menos, a cero comas setenta y cinco veces el monto insoluto del total de deudas no garantizadas y vigentes del Emisor, incluyendo entre éstas la deuda proveniente de la Emisión. Los activos y las deudas se valorizarán a valor libro.

Cuatro.- Patrimonio Mínimo. Mantener al cierre de cada trimestre de los Estados Financieros del Emisor un Patrimonio Mínimo, esto es, la cuenta Patrimonio Neto Total, contenida en los Estados Financieros, de veintitrés mil millones de Pesos.

Con respecto a los covenants, estos se cumplen con Nivel de endeudamiento de 6,54 veces, Activos libres de gravámenes de cero veces y Patrimonio de M\$ 36.516.460.

En atención a lo anterior y considerando que la Compañía mantiene una Clasificación de Solvencia de AA- con tendencia "Estable" sus instrumentos de corto plazo (línea de efectos de Comercio) de acuerdo a la metodología corresponden a Nivel 1+ y en categoría AA- la línea de Bonos.

Factoring Security

Fecha informe:
Mayo 2016

ANEXOS

(En miles de \$ de cada período)	IFRS dic-10	IFRS dic-11	IFRS dic-12	IFRS dic-13	IFRS dic-14	IFRS dic-15
Activos Corrientes	133.263.129	168.549.056	194.021.325	227.400.552	245.932.923	272.716.472
Efectivo y equivalente a Efectivo	3.484.135	8.998.069	3.829.607	6.705.444	5.421.927	9.003.544
Otros activos no financieros	64.983	163.638	340.172	20.506.903	1.976.269	2.333.177
Deudores comerciales	129.491.574	159.326.019	188.853.354	198.940.321	238.150.085	261.379.751
Activos por impuestos corrientes	222.437	61.330	998.192	1.247.884	384.642	-
Activos No Corrientes	1.784.684	2.918.080	2.137.360	1.609.513	1.611.637	2.484.884
Propiedades, plantas y equipos	362.911	417.153	330.136	299.888	265.726	218.799
Otros activos	501.270	577.884	368.635	513.759	334.451	571.871
Activos por impuestos diferidos	1.923.043	1.923.043	1.438.589	795.866	1.011.460	1.694.214
Total Activos	135.047.813	171.467.136	196.158.685	229.010.065	247.544.560	275.201.356
Pasivos Corrientes	113.677.429	147.419.209	168.253.359	172.043.974	188.532.182	213.196.859
Pasivos Financieros	110.621.030	143.757.969	161.099.669	162.717.395	180.983.268	204.498.706
Cuentas por pagar comerciales	1.857.210	2.002.378	4.685.302	6.048.480	3.772.682	5.408.675
Otros pasivos	1.199.189	1.658.862	2.468.388	3.278.099	3.776.232	3.289.478
Pasivos No Corrientes	471.985	449.749	-	23.040.620	24.419.427	25.488.037
Bonos	-	-	-	23.040.620	24.419.427	25.488.037
Patrimonio	21.874.000	23.598.178	27.905.326	33.925.471	34.592.951	36.516.460
Capital emitido	15.217.695	15.217.695	15.217.695	15.217.695	15.217.695	15.217.695
Ganancias acumuladas	7.651.179	9.301.310	14.138.912	20.665.861	21.608.600	-
Otras reservas	994.874	920.827	1.451.281	1.958.085	2.233.344	21.298.765
Total Pasivos	136.023.414	171.467.136	196.158.685	229.010.065	247.544.560	275.201.356