

	Sep. 2018	Sep. 2019
Solvencia	BBB	BBB
Perspectivas	Estables	Estables

Detalle de clasificaciones en Anexo.

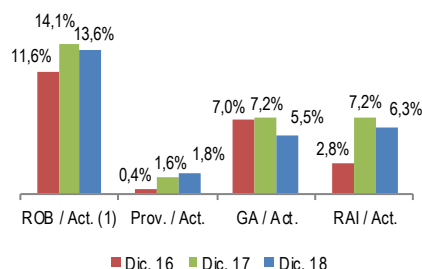
Resumen financiero

En millones de pesos de cada período

	Dic. 16	Dic. 17	Dic. 18
Activos totales	29.207	34.823	49.526
Colocaciones netas	22.318	33.672	48.072
Pasivos exigibles	18.702	26.449	39.944
Patrimonio	10.505	8.375	9.582
Resultado operacional bruto (ROB)	3.015	4.503	5.716
Gasto por provisiones	102	514	770
Gastos de apoyo (GA)	1.822	2.312	2.338
Resultado antes de impuesto (RAI)	740	2.301	2.661

Fuente: Información financiera elaborada por Feller Rate sobre la base de Estados Financieros auditados, a menos que se indique otra cosa.

Indicadores relevantes



(1) Indicadores sobre activos totales promedio.

Respaldo patrimonial

	Dic. 16	Dic. 17	Dic. 18
Patrimonio / Activos totales	36,0%	24,0%	19,3%
Pasivos exigibles / Capital y reservas	3,6 vc	5,3 vc	8,0 vc
Pasivos exigibles / Patrimonio	1,8 vc	3,2 vc	4,2 vc

Perfil Crediticio Individual

	Débil	Moderado	Adecuado	Fuerte	Muy Fuerte
Principales Factores Evaluados					
Perfil de negocios					
Capacidad de generación					
Respaldo patrimonial					
Perfil de riesgos					
Fondeo y liquidez					

Otros factores considerados en la clasificación

La clasificación no considera otro factor adicional al Perfil Crediticio Individual

Analista: Fabián Olavarría
fabian.olavarría@feller-rate.cl
(562) 2757-0400

Fundamentos

La clasificación otorgada a Coval Factoring S.A. se fundamenta en un respaldo patrimonial evaluado en adecuado. Adicionalmente, considera un moderado perfil de negocios, capacidad de generación, perfil de riesgos y fondeo y liquidez.

Coval Factoring está presente en la industria desde el año 2000 y pertenece al grupo de empresas Abumohor, el que cuenta con amplia trayectoria y diversificación de negocios en Chile. El segmento objetivo de la entidad son las pequeñas y medianas empresas que precisan de soluciones rápidas a sus necesidades de capital de trabajo. Para esto, la compañía ofrece variados servicios siendo el descuento de facturas su principal producto (70% del stock de colocaciones brutas a diciembre de 2018).

El plan estratégico apunta a crecer en volumen de colocaciones y clientes, procurando mantener una buena diversificación y gestión del portafolio. Asimismo, considera el fortalecimiento de la estructura organizacional, para acompañar el cumplimiento del presupuesto.

Dentro de la industria del factoring, Coval ocupa una posición acotada, aunque ha ido fortaleciendo su participación de mercado. A diciembre de 2018, tenía un nivel de colocaciones brutas cercano a \$48.100 millones equivalentes a cerca del 1,1% del total de colocaciones de factoring (estimación que incluye factorings bancarios y aquellos que reportan a la CMF).

La entidad presenta márgenes operacionales altos, característicos del negocio de factoring, los que se mantuvieron relativamente estables en el último año. Complementariamente, el gasto en provisiones ha sido volátil, aunque se posicionaba en el promedio de la industria, mientras que los gastos de apoyo mejoran en términos relativos, conforme al avance de la escala de la compañía.

Los resultados de Coval han sido crecientes en los últimos dos años, alineándose con lo observado por otros comparables. En términos absolutos, el resultado antes de impuesto llegó a \$2.661 millones en 2018, mientras que al medirlo sobre activos totales promedio alcanzaba un 6,3%.

El nivel de endeudamiento de la compañía ha venido creciendo con la actividad, situándose en niveles de 4,2 veces al cierre de 2018.

La morosidad de la institución se posicionaba favorablemente respecto a otros comparables y exhibía una leve mejora para los tramos superiores. En 2018 la mora mayor a 60 días fue de 1,7% y su respectiva cobertura de 1,9 veces, indicadores que mejoraban al considerar la cartera con mora mayor a 90 días (1,0% y 3,1 veces, respectivamente).

Al cierre de 2018, el financiamiento estaba concentrado en instituciones bancarias con un 96,4% del total de pasivos exigibles. En tanto, se observaba un descalce entre activos y pasivos, que se compensaba por una buena recaudación mensual (por sobre el 30% del stock de colocaciones).

La entidad está en proceso de inscripción en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) de su primera línea de efectos de comercio por un monto máximo equivalente en pesos de UF366.892.

Perspectivas: Estables

Las perspectivas "Estables" asignadas a la calificación consideran que la empresa, mantendrá sus elevados márgenes operacionales en rangos acordes a su actividad, así como su sana calidad de cartera.

Feller Rate espera que la compañía continúe incrementando su nivel de actividad con riesgos controlados, además de sostener la capacidad de generación evidenciada en los últimos dos años. Mayor diversificación del fondeo también es un factor que fortalecería su perfil crediticio.

FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION

Fortalezas

- Completo manejo del riesgo de crédito.
- Buenos niveles de calidad de cartera y cobertura de cartera con problemas.
- Fortalecimiento de su posición competitiva, con importante crecimiento en los últimos tres años.
- Adecuado respaldo patrimonial.

Riesgos

- Sensibilidad ante los ciclos económicos e industria sin marco regulatorio específico.
- Fuerte competencia.
- Concentración de fuentes de financiamiento.
- Descalce de plazos entre la cartera activa y el fondeo, compensado con buena recaudación mensual.
- Cambio regulatorio relativo respecto al plazo de pago de las facturas, que podría afectar los márgenes.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

Propiedad

Coval Factoring SpA. pertenece al grupo de empresas Abumohor y forma parte del área financiera de éste.

En términos de gobierno corporativo, el directorio del factoring está compuesto por cinco miembros, dentro de los cuales René Abumohor es el presidente. Además, existen dos directores independientes que participan activamente en las decisiones estratégicas y en los comités de crédito.

A diciembre de 2018, la compañía tenía activos por cerca de \$49.530 millones y un patrimonio en torno a \$9.580 millones.

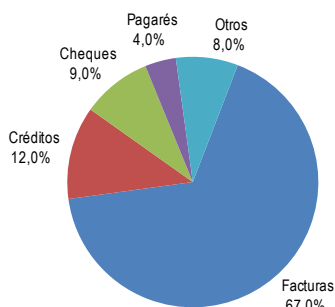
Estructura accionaria

Accionistas	Participación
Inversiones Nevada S.A.	100%

(1) Información a diciembre de 2018.

Colocaciones de factoring por tipo de documento (1)

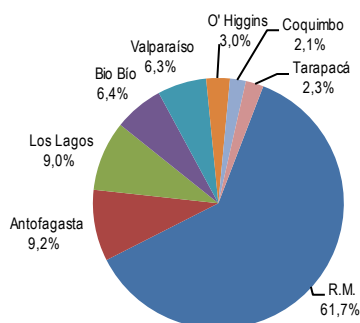
Marzo de 2019



Fuente: Comercial de Valores Factoring SpA. (1) Colocaciones de factoring brutas.

Distribución cartera por región

Marzo de 2019



Fuente: Comercial de Valores Factoring SpA.

PERFIL DE NEGOCIOS

Moderado. Factoring no bancario de tamaño acotado en la industria con foco en el descuento de facturas de micro, pequeñas y medianas empresas.

Diversificación de negocios

Entrega financiamiento a las necesidades de capital para las micro, medianas y pequeñas empresas. Su principal producto es el descuento de facturas

Coval Factoring fue constituido en 1999 para dar respuesta a los lineamientos estratégicos del grupo Abumohor y satisfacer las crecientes necesidades de capital trabajo de empresas que precisaban de soluciones rápidas y un servicio flexible.

Dada las características del negocio del factoring y la composición de la industria, el mercado objetivo de la compañía corresponde a las micro, pequeñas y medianas empresas. Para esto, la sociedad ofrece principalmente el servicio de descuento de facturas y, en menor medida, créditos para capital de trabajo y *confirming* para grandes empresas. A marzo de 2019, su cartera estaba compuesta principalmente por operaciones de descuento de facturas (67,0%), mientras que la porción restante correspondía a créditos (12,0%), cheques (9,0%), pagarés (4,0%) y otros contratos financieros (8,0%).

Las colocaciones netas de factoring llegaron a \$48.072 millones al cierre de 2018, exhibiendo un relevante crecimiento en los últimos dos años que ha mejorado la atomización de la cartera. El stock promedio por cliente ascendía a cerca de \$68 millones, con un ticket promedio en torno a los \$20 millones.

Por área geográfica, las operaciones estaban concentradas a marzo de 2019 en un 61,7% en la región metropolitana, mientras que el porcentaje restante estaba diversificado en otras siete regiones del país. En tanto, en términos de composición por segmento, la mayor exposición relativa se vinculaba a los sectores de construcción (27%), transporte (17%) y comercio (14%).

A marzo de 2019, la compañía tenía una red de distribución compuesta por once oficinas, las que se encontraban ubicadas estratégicamente a lo largo del país. En tanto, la empresa atendía a cerca de 800 clientes y mantenía una dotación en torno a las 100 personas.

Las operaciones de factoring no bancario en Chile se realizan bajo las herramientas provistas en la Ley N° 19.983 de 2004, la cual regula la transferencia y otorga mérito ejecutivo a la copia de factura. Sin embargo, la industria de factoring carece de un marco regulatorio propio que supervise sus actividades.

Estrategia y administración

Foco en la fidelización del cliente. Plan estratégico considera seguir creciendo en términos de colocaciones y en número de clientes, así como también fortalecer la estructura organizacional

El principal foco estratégico de Coval es entregar un trato diferenciado a sus clientes a través de un servicio ágil y personalizado según las actividades que éste realiza. Para ello, es de vital importancia el trabajo conjunto de las gerencias, de forma que las operaciones se encuentren dentro del marco de las políticas y directrices establecidas por el directorio.

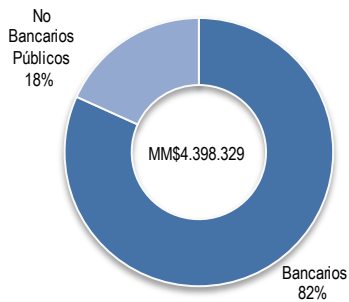
Para la administración, es importante fortalecer dentro de la empresa la cultura de fidelización del cliente debido a las altas tasas de desactivación que presenta la industria del factoring. Por ello, el rol del ejecutivo comercial y la agilidad del servicio, cobra especial relevancia para mantener un trato cercano, transparente y sostenible de cara al cliente.

Conforme a los lineamientos del grupo controlador y a las perspectivas de crecimiento, en 2012 la administración repotenció el negocio de factoring y robusteció tanto las principales líneas de la administración como también el gobierno corporativo de la entidad. En línea con estas mejoras, la empresa ha venido mostrando un crecimiento sostenido en el volumen de operaciones y en el número de clientes, con énfasis en el producto de factoring, lo que se ha traducido gradualmente en una mejora de los retornos.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

Industria de factoring ⁽¹⁾

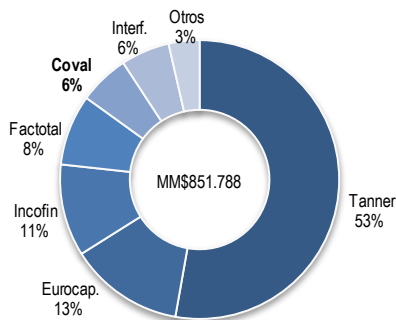
Diciembre de 2018



Fuente: Elaboración propia con datos de la CMF. (1) Considera colocaciones de factoring brutas.

Participación de mercado versus entidades no bancarias públicas ⁽¹⁾

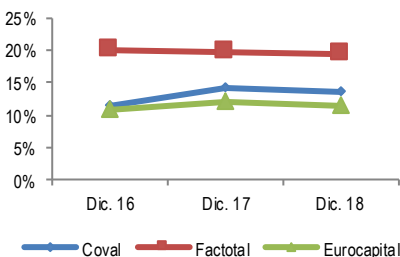
Diciembre de 2018



Fuente: Elaboración propia con datos de la CMF. (1) Colocaciones de factoring brutas.

Margen operacional

Ingreso operacional bruto / Activos totales promedio



En 2017 con el objeto de reordenar los negocios, la sociedad transfirió hacia la matriz la participación de las acciones mantenidas en Comercial de Valores SpA. Leasing y Cabildo S.A. Esta última operación, generó una ganancia extraordinaria en dicho período de \$563 millones.

Para dar apoyo al cumplimiento del presupuesto y mejorar el control de gestión, se reforzó recientemente la estructura organizacional de la empresa con la incorporación de una gerencia de administración de finanzas y un área de auditoría interna. Además, se integró recientemente un nuevo gerente general. Los cambios permitirán a la compañía fortalecer el control interno en un contexto de expansión de la actividad.

Posición de mercado

Entidad de tamaño acotada en la industria de factoring. Su posición relativa mejora al considerar los factorings no bancarios públicos

La industria del factoring es altamente competitiva y está compuesta por un elevado número de actores provenientes tanto del sector bancario como no bancario. En este escenario, si bien los factoring asociados a bancos concentran parte importante del volumen de descuento de facturas, los factoring no bancarios (FNB) mantienen una posición relevante en el mercado gracias a la cantidad de participantes y al segmento objetivo que son capaces de atender: principalmente empresas de menor tamaño con respecto a aquellas que atienden las filiales bancarias.

El stock de colocaciones brutas de los factoring bancarios y no bancarios públicos (inscritos en la CMF) alcanzaba a \$4,398,329 millones al cierre de 2018, con una presencia dominante de instituciones bancarias (82% del monto total). También complementan el mercado, otras instituciones privadas que han ido adquiriendo una mayor relevancia, grupo dentro del cual se encuentra Coval Factoring.

A diciembre de 2018, Coval tenía un nivel de colocaciones brutas cercano a los \$49,700 millones equivalente a cerca del 1,1% del total de colocaciones de factoring (estimación que incluye factorings bancarios y aquellos que reportan a la CMF). La participación de mercado mejoraba a un 6%, al comparar la cuota de mercado con las entidades no bancarias públicas, acercándose paulatinamente a entidades de mayor tamaño.

En mayo de 2019 entró en vigor la Ley de Pago a 30 días para las facturas, que tiene como objetivo reducir los plazos de pago a las pymes. Esta ley constituye un cambio para la industria de factoring cuyos efectos en el volumen de negocios y contexto competitivo habrá que monitorear en la medida que la gradualidad contemplada en la Ley se vaya aplicando (con una etapa transitoria que considera un plazo de pago máximo de 60 días hasta febrero de 2021). En este sentido, Coval al igual que otros actores de la industria deberán adaptarse a este nuevo escenario, por ejemplo, por la vía de una mayor agilidad, diversificación y eficiencia de sus operaciones.

CAPACIDAD DE GENERACIÓN

Moderado. Los elevados márgenes operacionales le han permitido compensar la variabilidad del gasto en riesgo y el volumen de gastos de apoyo. Los niveles de rentabilidad se estabilizan en los últimos dos años.

Ingresos y márgenes

Márgenes operacionales elevados, con una mayor estabilización en el último período

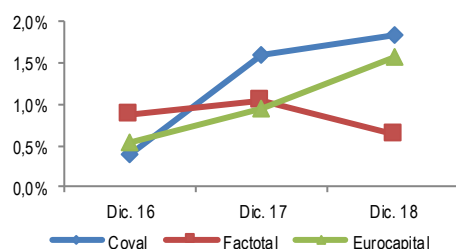
Coval presenta márgenes operacionales elevados producto del tipo de actividad que realiza, enfocada en el descuento de facturas a empresas a través de operaciones de factoring. Entre 2015 y 2017, éstos mostraron una tendencia creciente favorecidos mayormente por el avance en el volumen de negocios y un controlado costo de fondo, pese al fuerte contexto competitivo que existe en la industria.

A diciembre de 2018, el ratio de resultado operacional bruto sobre activos totales promedio alcanzó rangos de 13,6% (versus 14,1% en 2017), ubicándose en niveles similares a otros actores de la industria y evidenciando una mayor estabilidad en comparación a otros años previos.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

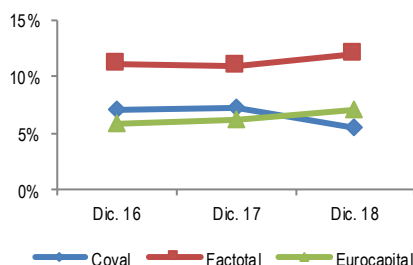
Gastos en provisiones

Gasto provisiones netas / Activos totales promedio



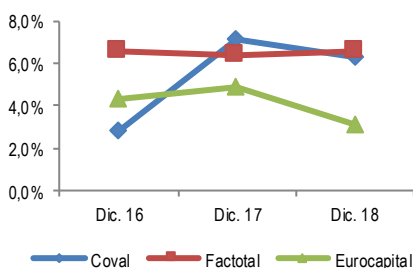
Gastos operacionales

Gastos de apoyo / Activos totales promedio



Rentabilidad

Utilidad antes de impuesto / Activos totales promedio



Respaldo patrimonial

Dic. 16 Dic. 17 Dic. 18

Crecimiento del patrimonio ⁽¹⁾	2,4%	-20,3%	14,4%
Patrimonio / Activos totales	36,0%	24,0%	19,3%
Pasivos exigibles / Capital y reservas	3,6 vc	5,3 vc	8,0 vc
Pasivos exigibles / Patrimonio	1,8 vc	3,2 vc	4,2 vc

En términos de composición de ingresos, al cierre de 2018 la mayor parte provenía de diferencias de precios de facturas (47,3%), intereses por mora (27,0%) y diferencias de precios de cheques (15,8%), con proporciones similares respecto a 2017.

Gasto en provisiones

El gasto en provisiones exhibe un comportamiento algo volátil, aunque se mueve en los rangos de la industria

El gasto en provisiones ha sido volátil acorde con el segmento de clientes al cual se dirige la entidad y la sensibilidad de éste a los ciclos económicos. A pesar de esto, se comporta en los rangos exhibidos por otros comparables.

A diciembre de 2018 el gasto en provisiones sobre resultado operacional bruto representó un 13,5% (versus un 11,4% en 2017), mientras que al medirlo sobre activos totales promedio fue de 1,8%. Para ambos indicadores se observó una leve alza en el período de análisis, lo que iba en línea con el avance de portafolio, pese a que los niveles de morosidad en los tramos superiores se mantenían relativamente estables (mora mayor a 60 días).

En 2018 destacó la convergencia del modelo de provisiones a los requerimientos de IFRS 9, sin un impacto significativo en el gasto por riesgo (\$307 millones). Es importante señalar, que la empresa constituye provisiones en base a un modelo propio, el que considera el monto de la exposición y factores adicionales que dependen de la categoría asignada al cliente y el deudor, así como también del tramo de mora.

Gastos operacionales

El avance en escala permite compensar el incremento de los gastos de apoyo destinados al fortalecimiento de la estructura y al mayor nivel de actividad

El negocio tradicional de factoring se caracteriza por tener una estructura intensiva en sucursales y personal de venta. En este contexto, los gastos de apoyo de la entidad habían mostrado una tendencia creciente conforme al aumento en el nivel de operaciones exhibido en los últimos dos años y al fortalecimiento de la estructura para acompañar a la estrategia de negocio.

A diciembre de 2018, los gastos de apoyo eran altos y mostraban una tendencia levemente decreciente en términos de activos, beneficiado en parte por el incremento de escala de la entidad. A esa fecha, los gastos de apoyo medidos sobre activos totales promedio y resultado operacional bruto representaban un 5,5% y 40,9%, respectivamente. Dichos indicadores se comportaban en línea con otros competidores.

Resultados

Retornos exhiben una estabilización en el último tiempo

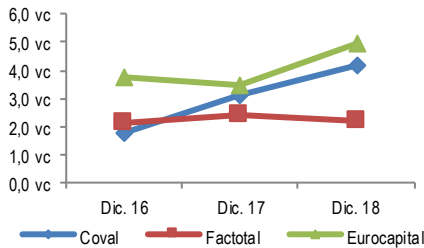
Los resultados de última línea de Coval han sido impulsados principalmente por el elevado margen operacional de la compañía, el que pese a las presiones competitivas se ha situado en el rango de la industria.

A diciembre de 2018, el resultado antes de impuesto totalizó \$2.661 millones y mostraba un crecimiento de 15,6% respecto a lo exhibido en 2017. No obstante, cabe indicar que el resultado de 2017 tuvo un impacto positivo asociado a la venta de la participación de las acciones mantenidas en Cabillo S.A., lo que generó un ingreso extraordinario de \$563 millones en dicho año.

En 2018, el indicador de resultado antes de impuesto sobre activos totales promedio fue de 6,3% (comparado con un 7,2% en 2017 al incluir los ingresos extraordinarios), mientras que sobre patrimonio alcanzaba niveles de 27,8%. En opinión de Feller Rate, es importante que la empresa logre sostener una estabilidad en los resultados, especialmente por el lado de los márgenes operacionales.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

Endeudamiento



Fuente: Información financiera elaborada por Feller Rate sobre la base de Estados Financieros de Comercial de Valores Factoring SpA. e información disponible en la CMF.

RESPALDO PATRIMONIAL

Adecuado. Nivel de endeudamiento ha venido creciendo, aunque se sigue posicionando en niveles similares a la industria.

Coval no tiene una política definida de dividendos, aunque procura mantener un nivel de endeudamiento adecuado, en rangos de 4 veces, que permita acompañar el desarrollo de la actividad.

A diciembre de 2018, el patrimonio de Coval llegaba a \$9.582 millones y mostraba un incremento de un 14,4% respecto a 2017, producto de la retención de un 71,3% de las utilidades del ejercicio. Con todo, el *leverage* de la entidad se incrementó desde 3,2 veces en 2017 a 4,2 veces en 2018 reflejando el crecimiento del período, posicionándose en los niveles de otros competidores.

Para Feller Rate resulta relevante que la entidad no sobrepase niveles de endeudamiento por sobre las 5 veces y continúe fortaleciendo la base patrimonial, de modo de poder contar con un respaldo patrimonial adecuado para el crecimiento de las colocaciones proyectado para los próximos años.

PERFIL DE RIESGOS

Moderado. Riesgos asociados a su foco comercial. La empresa cuenta con una estructura y procedimientos acorde a las actividades que realiza. Buenos niveles de calidad de cartera.

Estructura y marco de gestión de riesgo

Estructura y procesos para la gestión del riesgo del portafolio con adecuado grado de formalización y expertise

Las definiciones crediticias de la entidad se encuentran debidamente formalizadas en las políticas de riesgo de crédito, las que son aprobadas por directorio y establecen las principales prácticas y procedimientos a seguir. Dentro de éstas, se especifican el alcance de las operaciones, segmentos objetivos, niveles de atribuciones, seguimiento de cartera, cobranza, modelo de provisiones, entre otros.

La empresa tiene una estructura organizacional acorde a las actividades que realiza, la que está compuesta principalmente por la gerencia general a la cabeza, además de las gerencias comercial matriz y comercial sucursales, y de operaciones y de riesgo. Asimismo, existen subgerencias que velan por la correcta gestión y funcionamiento de las tareas. En el último tiempo, destacó la incorporación a la estructura organizacional de la gerencia de administración y finanzas y un área de auditoría interna.

El cálculo de las provisiones se realiza en función de la estimación de la pérdida esperada y se basa en un modelo que incluye factores relativos a la categoría de los deudores y clientes. El cálculo asociado a cada actor se revisa periódicamente con el objeto de mantener actualizadas las distintas variables de riesgo. Adicionalmente, la clasificación queda determinada en función de las ventas mensuales, situación financiera y otras variables cualitativas de interés que identifique el analista a cargo.

El proceso de crédito se inicia en primera instancia desde el área comercial, que mediante la recopilación de diversos antecedentes, debe solicitar la aprobación de la línea o producto. La información asociada a cada cliente debe estar contenida en una carpeta electrónica, lo que facilita la gestión y el acceso a información básica, tributaria, económica, etc. Cabe destacar, que Coval tiene el sistema tecnológico de la empresa "Dimensión", el que es ampliamente utilizado en la industria.

Para la aprobación de las líneas y operaciones (que se encuentran centralizadas en casa matriz), la empresa mantiene distintos niveles de atribuciones que dependen del monto de la exposición. En función de esto último, se organizan comités de créditos para determinar la factibilidad de la operación. En éstos, deben participar continuamente los gerentes comerciales y de riesgo, mientras que si el tamaño de la operación supera los \$30 millones se debe sumar el gerente

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

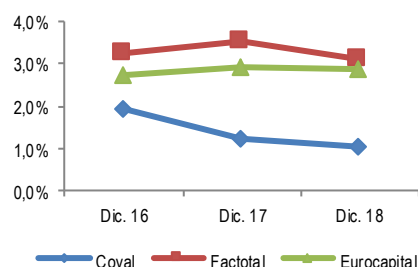
Comportamiento de cartera y gasto en riesgo

	Dic. 16	Dic. 17	Dic. 18
Crecimiento de la cartera de colocaciones neta ⁽¹⁾	52,9%	50,9%	42,8%
Provisiones constituidas / Colocaciones brutas promedio	4,0%	3,1%	3,9%
Gasto por provisiones de crédito netas / Colocaciones brutas promedio	0,5%	1,8%	1,8%
Castigos / Colocaciones brutas promedio	2,4%	1,4%	0,8%
Cartera mora 60 días o más / Colocaciones totales	2,3%	2,4%	1,7%
Provisiones / Cartera mora 60 días o más	1,5 vc	1,1 vc	1,9 vc
Cartera mora 90 días o más / Colocaciones totales	2,0%	1,2%	1,0%
Provisiones / Cartera mora 90 días o más	1,7 vc	2,1 vc	3,1 vc

(1) Crecimiento nominal.

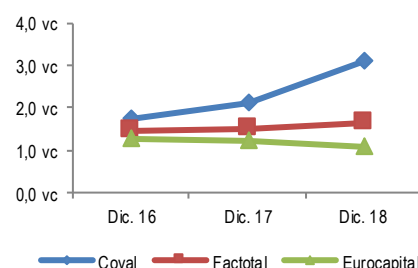
Morosidad cartera total

Mora > 90 días / Cartera total



Cobertura

Stock de provisiones / Mora > 90 días



Fuente: Información financiera elaborada por Feller Rate sobre la base de Estados Financieros de las sociedades.

general y al menos un director si sobrepasa los \$100 millones. En tanto, si el monto de la operación supera los \$300 millones deben participar en el comité al menos dos directores más toda la plana superior.

La administración y seguimiento de la cartera es realizada por el ejecutivo comercial, el que monitorea constantemente la situación financiera del cliente y valida la información con el área de riesgo. Mientras, el proceso de normalización para el factoring tradicional está a cargo del jefe de cobranza (perteneciente a la gerencia de operaciones), el que debe realizar la gestión preventiva del pago con un plazo mínimo de 15 días.

Resulta relevante para Feller Rate que la empresa vaya fortaleciendo el control interno y la gestión de los riesgos financieros, especialmente aquellos asociados a liquidez, de la mano del fortalecimiento de la estructura y acorde con las expectativas de crecimiento para los próximos años.

Concentración del riesgo

Cartera compuesta mayoritariamente por facturas, con una relativa concentración en clientes y deudores, la que en todo caso ha venido disminuyendo

El portafolio total exhibe una relativa diversificación en cuanto a sector económico, siendo construcción (27%), transporte (17%) y comercio (14%) las principales áreas al primer trimestre de 2019.

Por producto, el enfoque estratégico se concentra en el descuento de facturas, las que representaron el 67% a la misma fecha, mientras que la porción restante correspondía a créditos (12%), cheques (9%), pagarés (4%) y otros (8%). La exposición a productos de mayor riesgo relativo con respecto a facturas, como cheques y créditos directos, se compensa en parte por la alta atomización en el caso del primero y por la existencia de órdenes de compra y conocimiento del cliente en el caso del segundo.

La entidad muestra una cierta concentración de la cartera por cliente y deudor, la que ha ido mejorando paulatinamente conforme al avance de la actividad. En efecto, a diciembre de 2018 los 20 principales clientes y 10 principales deudores representaban un 31,4% y 16,6% de la cartera, respectivamente (versus un 39,7% y un 22,4% de las colocaciones brutas en 2017). En tanto, al medir los mayores 20 clientes y 10 principales deudores sobre el patrimonio representaban 0,7 veces y 1,2 veces, respectivamente.

Crecimiento y calidad de los activos

Morosidad en niveles controlados, por debajo de entidades comparables

Los niveles de morosidad en los tramos superiores se han comportado favorablemente con relación a otros actores de la industria en los últimos años. Si bien, la cartera total en mora muestra un crecimiento en términos absolutos, esto se debe en parte al avance de las colocaciones que crecieron un 42,8% en 2018. Con todo, conforme exista una mayor maduración de las operaciones y el nivel de crecimiento se vaya moderando, es probable que la cartera en mora tienda hacia los niveles de la industria.

En este contexto, a diciembre de 2018 la cartera con mora mayor a 60 días se redujo a un 1,7% (versus un 2,5% en 2017), mientras que la cobertura para dicha cartera era de 1,9 veces. En tanto, para la cartera con mora mayor a 90 días dichos ratios fueron de 1,0% y 3,1 veces, respectivamente. Por su lado, la mora friccional (menor a 30 días) se mantuvo estable en niveles de 10,0%.

En tanto, la cartera en cobranza judicial representaba en torno a un 1,3% del stock de colocaciones brutas en diciembre de 2018 y se encontraba provisionada en cerca de un 48,4%.

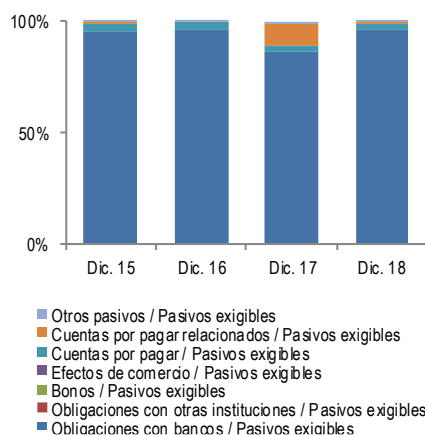
Historial de pérdidas

Castigos se han mantenido acotados

La administración presenta una gestión activa de los casos con problemas. Para esto, se apoya tanto de un abogado interno como estudios jurídicos externos que gestionan judicialmente las recuperaciones. En tanto, los castigos se van realizando al cierre de cada ejercicio conforme a la

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

Composición pasivos totales



Liquidez ⁽¹⁾

En millones de pesos de cada período

Dic.16 Dic. 17 Dic. 18

Recaudación promedio mensual ⁽¹⁾	9.389	12.696	15.594
Stock de cartera al cierre del período	23.097	34.555	49.697
Recaudación promedio mensual / Stock al cierre del período	41,0%	36,7%	31,4%

Fuente: Comercial de Valores Factoring SpA. (1) Información promedio del período.

retroalimentación que entregan los abogados sobre las expectativas de éxito de la estrategia llevada a cabo judicialmente.

Los castigos acumulados anuales se muestran en niveles acotados en los últimos dos años. Al cierre de 2018, se registraron castigos por cerca de \$335 millones y medidos sobre colocaciones brutas representaban el 0,7% (versus un 1,4% en 2017). Ello, también era reflejo de una contención relativa de los niveles de la cartera con problemas.

La sensibilidad de los clientes y deudores a los ciclos económicos podría impactar en un aumento del nivel pérdidas, por lo que es relevante sostener los índices de cobertura para la cartera deteriorada en niveles adecuados, por sobre una vez.

FONDEO Y LIQUIDEZ

Moderado. Fuentes de financiamiento concentradas en deuda bancaria de corto plazo, que se compensa con una elevada recaudación mensual.

De acuerdo con las características de sus operaciones, los factoring no pueden acceder a fondos minoristas. En el caso de Coval, sus fuentes de financiamiento se concentran principalmente en entidades bancarias y, en menor medida, en otros acreedores.

Al cierre de 2018, las obligaciones bancarias eran la principal fuente de financiamiento y representaban el 96,4% de los pasivos totales (versus un 86,3% en 2017). A la misma fecha se observó una reducción de las cuentas por pagar con entidades relacionadas del grupo, las que alcanzaban un 0,3% del total de pasivos (versus 9,8% en 2017). Éstas últimas, correspondían principalmente a cuentas mercantiles con sociedades del grupo y se utilizaban para el manejo de la liquidez. Por otro lado, Coval disponía de líneas de financiamiento aprobadas con diez bancos de la plaza, por un monto total en torno a los \$48.000 millones con un 79,6% de uso.

En lo referente a la liquidez, la empresa se caracteriza por tener elevados niveles de recaudación mensual, acordes con un portafolio de operaciones que se concentra en el corto plazo. En efecto, la recaudación promedio mensual a diciembre de 2018 fue cercana a \$15.594 millones, lo que equivalía a cerca de un 31,4% del stock de colocaciones, reflejo de la alta rotación.

Acorde a las fuentes de recursos, la entidad presenta un descalce positivo con respecto a los plazos de la cartera y el fondeo. En general, el financiamiento es mayormente de muy corto plazo (en torno a 30 días), mientras que las operaciones relacionadas a las facturas bordean en promedio los 60 días.

En este sentido, la liquidez de la institución está expuesta a la posibilidad de acceder a fuentes externas de financiamiento, debido a que éstas se ven directamente afectadas en periodos de crisis. Para mitigar los riesgos de eventuales escenarios de baja liquidez, la entidad se apoya en el respaldo financiero que le otorga su controlador.

Como forma de acompañar el crecimiento proyectado, la administración contempla avanzar paulatinamente en la diversificación de sus fuentes de financiamiento, eventualmente a través de la emisión de títulos de oferta pública. Para ello, la entidad está en proceso de inscripción en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) de su primera línea de efectos de comercio. Esto le permitiría avanzar en la diversificación de su fondeo y obtener recursos a más largo plazo. Las principales características del instrumento se detallan en el anexo de este informe.

Solvencia
Perspectivas
Línea de efectos de
comercio ⁽¹⁾

Sep-2018
BBB
Estables
BBB / Nivel 2

Sep-2019
BBB
Estables
BBB / Nivel 2

(1) En proceso de inscripción en el registro de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

Instrumentos

— TÍTULOS DE DEUDA

Coval Factoring no posee emisiones de deuda pública. No obstante, la entidad se encuentra en proceso de inscripción en el registro de la CMF de su primera línea de efectos de comercio (ver anexo).

Resumen estados de situación financiera y de resultados

En millones de pesos de cada periodo

	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018
Estado de situación					
Activos totales	23.777	22.992	29.207	34.823	49.526
Fondos disponibles	761	1.015	272	686	922
Operaciones de factoring	16.515	15.751	23.097	34.555	49.697
Provisiones para operaciones de factoring	1.837	1.152	779	883	1.624
Otros activos ⁽¹⁾	8.337	7.377	6.617	465	531
Pasivos exigibles	13.390	12.728	18.702	26.449	39.944
Obligaciones con bancos	12.189	12.103	17.916	22.826	38.506
Documentos y cuentas por pagar	812	467	666	762	1.031
Préstamos de relacionados	-	150	-	2.588	135
Otros pasivos	389	8	119	272	272
Patrimonio	10.387	10.264	10.505	8.375	9.582
Estado de resultados					
Resultado operacional bruto	3.579	2.401	3.015	4.503	5.716
Gasto por provisiones por riesgo de crédito	853	615	102	514	770
Resultado operacional neto	2.726	1.786	2.913	3.989	4.946
Gastos de apoyo	1.559	1.574	1.822	2.312	2.338
Otros ingresos no operacionales netos	182	25	253	624	52
Resultados antes de impuesto	1.044	468	740	2.301	2.661
Impuesto a la renta	182	25	253	451	651
Resultado del ejercicio	863	443	487	1.850	2.010

Fuente: Información financiera elaborada por Feller Rate sobre la base de Estados Financieros auditados, a menos que se indique otra cosa. (1) Incluye hasta diciembre de 2016 la participación de las acciones mantenidas en Comercial de Valores SpA. Leasing y Cabildo S.A.

Indicadores de rentabilidad, gastos operacionales y respaldo patrimonial

	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018
Márgenes y rentabilidad					
Resultado operacional bruto / Activos totales ⁽¹⁾	15,1%	10,3%	11,6%	14,1%	13,6%
Gasto por provisiones de crédito netas / Activos totales	3,6%	2,6%	0,4%	1,6%	1,8%
Gastos apoyo / Activos totales	6,6%	6,7%	7,0%	7,2%	5,5%
Resultado antes Impto. / Activos totales	4,4%	2,0%	2,8%	7,2%	6,3%
Resultado antes Impto. sin ingresos extraordinarios ⁽²⁾ / Activos totales	4,9%	0,9%	4,2%	5,2%	6,2%
Resultado antes Impto. / Patrimonio	10,1%	4,6%	7,0%	27,5%	27,8%
Gastos operacionales					
Gastos de apoyo / Colocaciones ⁽³⁾	9,4%	9,8%	9,4%	8,0%	5,5%
Gastos de apoyo / Resultado operacional bruto	43,6%	65,6%	60,4%	51,3%	40,9%
Gastos de apoyo / Resultado operacional neto	57,2%	88,2%	62,5%	58,0%	47,3%
Respaldo patrimonial					
Patrimonio / Activos totales	43,7%	44,6%	36,0%	24,0%	19,3%
Pasivos exigibles / Capital y reservas	2,6 vc	2,4 vc	3,6 vc	5,3 vc	8,0 vc
Pasivos exigibles / Patrimonio	1,3 vc	1,2 vc	1,8 vc	3,2 vc	4,2 vc

(1) Índices sobre activos totales promedio; (2) No considera pérdidas extraordinarias de 2016 ni ingresos extraordinarios de 2017 asociados a la participación en Comercial de Valores SpA. Leasing; (3) Índice sobre colocaciones promedio.

Indicadores de riesgo de la cartera de colocaciones

	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018
Cartera mora menor a 30 días / Colocaciones totales	11,7%	5,7%	8,1%	10,3%	10,0%
Cartera mora 60 días o más / Colocaciones totales	0,4%	2,2%	2,3%	2,4%	1,7%
Cartera mora 90 días o más / Colocaciones totales	0,2%	1,9%	2,0%	1,2%	1,0%
Stock provisiones / Cartera mora 60 días o más	29,3 vc	3,4 vc	1,5 vc	1,1 vc	1,9 vc
Stock provisiones / Cartera mora 90 días o más	61,8 vc	3,8 vc	1,7 vc	2,1 vc	3,1 vc
Provisiones constituidas / Colocaciones brutas ⁽¹⁾	11,1%	7,1%	4,0%	3,1%	3,9%

(1) Índices sobre colocaciones brutas promedio.

Características de la línea de efectos de comercio ⁽¹⁾

Monto máximo de la línea	UF366.892,23
Plazo	10 años, contados desde la fecha de inscripción de la línea en la Comisión para el Mercado Financiero
Principales características de las emisiones	Los Efectos de Comercio que se emitan con cargo a esta línea tendrán las características y condiciones que se especifiquen en la respectiva escritura complementaria
Garantías	No contempla garantías específicas
Uso de los Fondos	Los fondos provenientes de la colocación de los efectos de comercio se definirán en cada Escritura Complementaria
Covenants	Nivel de endeudamiento no superior a 6 veces; relación de liquidez superior a 1 vez; patrimonio mínimo de UF250.000

(1) En proceso de inscripción en el Registro de Valores de la CMF.

Principales resguardos para la línea de Efectos de Comercio

El emisor se obliga a sujetarse a las siguientes limitaciones, obligaciones o restricciones que indican:

- i. Mantener en sus Estados Financieros trimestrales entregados a la CMF, un nivel de endeudamiento, no superior a seis veces. El nivel de endeudamiento se entenderá como la razón entre el total de pasivos dividido por patrimonio total.
- ii. Mantener en sus Estados Financieros trimestrales entregados a la CMF una relación de liquidez superior a una vez. La relación de liquidez se entenderá como la razón entre Activos Corrientes dividido por Pasivos Corrientes.
- iii. Mantener en sus Estados Financieros trimestrales entregados a la CMF un patrimonio total mínimo de UF250.000.
- iv. No emitir Efectos de Comercios con cargo a la línea de tal forma que los vencimientos totales de todos éstos sean superiores UF150.000 en siete días hábiles consecutivos.

En caso de que el emisor incumpla cualquiera de los índices y/o relaciones financieras establecidas precedentemente, se obliga a no realizar nuevas emisiones con cargo a la presente línea. Si dicho incumplimiento se mantuviera durante dos trimestres consecutivos, los tenedores de Efectos de Comercio vigente emitidos con cargo a la línea podrán hacer exigible anticipadamente el pago de las obligaciones que ellos representan. Cabe destacar que la compañía se verá obligada de comunicar oportunamente cualquier cambio en la contabilización que genere nuevas metodologías de cálculo para los indicadores anteriormente expuestos.

Mientras se encuentren vigentes emisiones de Efectos de Comercio colocados con cargo a la Línea, el emisor se sujetará a las siguientes obligaciones, limitaciones y prohibiciones, sin perjuicio de las que sean aplicables conforme a las normas generales de la legislación pertinente:

- Mantener adecuados sistemas de contabilidad sobre la base de principios contables generalmente aceptados en la República de Chile y correctamente aplicados por el Emisor, como asimismo contratar y mantener a una firma de auditores independientes.
- No efectuar operaciones con personas relacionadas en condiciones no equitativas, distintas a las que habitualmente prevalecen en el mercado, cumpliendo al respecto, en forma especial y preponderante, lo dispuesto en los artículos cuarenta y cuatro y ochenta y nueve de la Ley de Sociedades Anónimas.
- Mantener sus Estados Financieros anuales y trimestrales, disponibles para su consulta en las oficinas del Emisor, en el sitio web del Emisor y aquel de la CMF.
- En la medida que la ley lo permita, el Emisor se obliga a que, en los siguientes casos, todos y cada uno de los tenedores de Efectos de Comercio tendrán a su arbitrio la facultad, más no la obligación, de exigir el pago anticipado de los Efectos de Comercio de que sean titulares y los intereses devengados a la fecha de pago, como si se tratara de una obligación de plazo vencido en los siguientes casos:
- Si el Emisor incurriera en mora o simple retardo en el pago de cualquiera cuota de capital o en su caso, intereses de los Efectos de Comercio, sin perjuicio de la obligación de pagar los intereses penales que correspondan.
- Si cualquier declaración efectuada por el Emisor en los instrumentos que se otorguen o suscriban con motivo del cumplimiento de las obligaciones de información contenidas en la escritura de la línea o las que se proporcionen al emitir o registrar los Efectos de Comercio, fuere o resultare ser maliciosamente falsa o dolosamente incompleta.
- Si el emisor incurriere en incumplimiento de alguna de las obligaciones indicadas en los numerales i.; ii.; iii.; y iv. antes indicados, y no lo subsanare dentro de los noventa días hábiles de la fecha del incumplimiento respectivo.
- Si el Emisor incurriera en Cesación de pagos o suspendiera sus pagos o reconociera por escrito la imposibilidad de pagar sus deudas, o hiciera cesión general o abandono de bienes en beneficio de sus acreedores o solicitara su propia quiebra.
- Si el Emisor retardare el pago de cualquier suma de dinero adeudado a bancos o cualquier otro acreedor, provenientes de una o más obligaciones vencidas o exigidas anticipadamente que individualmente o en su conjunto, excedan el equilibrio al cinco por ciento del total de los activos consolidados del Emisor a la fecha de su cálculo respecto y, el Emisor, según sea el caso, no lo subsanare dentro de los treinta días corridos siguientes a la fecha del retardo.

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 voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.