



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

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

**AVLA S.A.**

Octubre 2018

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de efectos de comercio	A-/Nivel 1
Tendencia	Estable
Estados Financieros base	30 junio 2018

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de efectos de comercio	N° 111 de 12.04.2016
Línea de efectos de comercio	N° 121 de 23.03.2018
Línea de efectos de comercio	En proceso de inscripción

#### Estados de Situación Consolidados IFRS

M\$	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18
Activos corrientes	10.050.668	27.173.944	28.321.190	42.377.775	58.801.063	64.741.102
Activos no corrientes	6.337.097	6.776.022	17.458.575	17.430.382	12.337.236	12.758.599
Total de activos	16.387.765	33.949.966	45.779.765	59.808.157	71.138.299	77.499.701
Pasivos corrientes	5.876.915	20.578.514	27.703.424	31.373.832	44.998.694	49.577.044
Pasivos no corrientes	7.051.943	9.297.970	8.621.348	16.446.492	10.282.175	12.140.748
Total de pasivos	12.928.858	29.876.484	36.324.772	47.820.324	55.280.869	61.717.792
Patrimonio del controlador	3.455.655	3.786.830	9.121.822	11.987.958	15.855.247	15.781.438

#### Estados de Resultados Consolidados IFRS

M\$	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18
Ingreso por actividades ordinarias	1.430.089	10.772.300	22.313.230	35.211.804	44.278.437	22.535.412
Costos de ventas	-605.170	-4.376.809	-13.648.207	-19.615.276	-27.778.038	-14.553.844
Ganancia bruta	824.919	6.395.491	8.665.023	15.596.528	16.500.399	7.981.568
Gastos de administración	-1.026.575	-5.804.474	-7.626.687	-11.305.388	-14.514.208	-8.018.104
Ganancia	708.390	855.935	1.875.554	3.600.699	3.200.947	815.760

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**AVLA S.A. (AVLA)** es un *holding* compuesto por las filiales AVLA SGR, AVLA Compañía de Seguros de Garantía y Créditos, AVLA Financiamiento y AVLA Perú, como las empresas más relevantes.

En el ejercicio anual de 2017, **AVLA** presentó ingresos de actividades ordinarias consolidados por \$ 44.278 millones, de los cuales el 71,3% provienen de primas netas (negocio de seguro) y el 25,3% de operaciones de afianzamiento (sociedad de garantía recíproca - SGR). En el mismo período, el resultado final de la empresa alcanzó una utilidad cercana a \$ 3.200 millones para la parte controladora. Al cierre del año, el grupo presentó activos por \$ 71.138 millones, con un nivel de patrimonio neto de la parte controladora de aproximadamente \$ 15.855 millones. Por su parte, la deuda financiera ascendió a \$ 12.438 millones (y las cuentas por cobrar del negocio de *factoring*, *leasing* y créditos a \$ 4.335 millones)

A junio de 2018, el grupo presentaba activos por casi \$ 77.500 millones, lo que implicó un aumento de 8,9% respecto de diciembre de 2017. El incremento en la base de activos se financió con una expansión de 11,6% de los pasivos, en tanto que el patrimonio se redujo en 0,5%. La deuda financiera ascendió a \$ 16.269 millones (y las cuentas por cobrar del negocio de *factoring*, *leasing* y créditos a \$ 3.337 millones).

Durante el primer semestre de 2018, los ingresos por actividades ordinarias totalizaron aproximadamente \$22.535 millones, lo que significó una expansión de 12,9% respecto de igual período del año anterior. Por su parte, el costo de ventas se expandió en 24,8%, con lo que la ganancia bruta registró una caída de 3,8%. Por su parte, la ganancia final se contrajo en 51,1% durante el primer semestre de 2018, totalizando \$816 millones.

La clasificación de riesgo de los efectos de comercio de **AVLA** en "*Categoría A-/Nivel 1*" se fundamenta en la categoría de riesgo de su filial de seguros (AVLA Seguros clasificada en A-) y el continuo fortalecimiento en el modelo de negocio de la institución, tanto por la evolución positiva de los ingresos consolidados como por las decisiones organizacionales que se han ido adoptando para favorecer las instancias de control y el gobierno corporativo del emisor. Todas las medidas señaladas son consistentes con el modelo de desarrollo previamente establecido por la dirección.

En concordancia con lo anterior, cabe señalar durante 2017 el resultado del segmento seguros presentó un fuerte incremento de más de 180% (previo a los ajustes de consolidación). Asimismo, durante el primer semestre de 2018 las utilidades de este segmento muestran una expansión de 54% (previo a los ajustes de consolidación), que compensan la caída de 32% que presentan los resultados del segmento SGR.

En otro ámbito, destaca que la sociedad emisora, para fortalecer su gobierno corporativo, mantiene dos miembros independientes a la propiedad en los directorios de la compañía de seguros y la SGR.

La clasificación de riesgo asignada a la línea de efectos de comercio de **AVLA**, responde principalmente a la capacidad ejecutiva y profesional mostrada por el grupo para desarrollar, en un breve plazo, un conjunto de negocios asociados a las necesidades de la pequeña y mediana empresa (pyme); destacando entre las filiales la sociedad AVLA SGR, entidad especializada en el otorgamiento de fianzas para créditos a la Pyme, que se ha situado como líder de su sector y como un generador estable de flujos para su matriz.

La capacidad de gestión de la compañía queda de manifiesto en que a junio de 2018 exhibe ingresos acumulados por casi \$22.535 millones, cifra superior en un 12,9% a los ingresos registrados en el mismo período del año anterior y más 205% más elevados a los de tres años atrás. También, como ya se mencionó, la compañía de seguro ha pasado a ser una entidad de relevancia en el aporte de utilidades para la matriz.

Desde el punto de vista del riesgo, se reconoce como aspecto favorable para **AVLA** la fiscalización a que deben someterse tres de sus filiales más relevantes. En efecto, la sociedad de garantía de crédito está inscrita en la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (Sbif), debe adecuarse a los programas de CORFO y cuenta con clasificación de riesgo independiente; por su parte, la aseguradora es supervisada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y, también por disposiciones legales, debe contar con dos evaluaciones de riesgo independiente. Por su parte, la compañía de seguros que opera en Perú es supervisada por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Otro elemento positivo es la trayectoria del grupo, que ha logrado diversificar sus líneas de negocios, sin dejar de enfocarse en lo que constituye su experiencia más relevante (negocios financieros relacionados por pequeñas y medianas empresas –PYMES-) y así lograr sinergia en cuanto al conocimiento de su segmento objetivo, en particular, respecto del comportamiento y riesgo de éste (mayor eficiencia, por ejemplo, en los análisis de riesgo). A la fecha de clasificación, el grupo tiene participación en negocios de sociedades de garantía recíproca, compañía de seguros, negocios de *factoring* y *leasing*, y, finalmente, fondos de inversión.

Cabe señalar, además, que los accionistas, directorio y principales ejecutivos exhiben experiencia, como profesionales, en el sistema financiero y, adicionalmente, han exhibido una activa participación en la gestión de riesgo de **AVLA** por más de nueve años.

Dentro de las operaciones financieras –*leasing* y *factoring*– se reconoce la estructura financiera diseñada para reducir las pérdidas esperadas de sus colocaciones mediante el uso de certificados de fianzas emitidos por entidades no relacionadas al grupo, valorándose la decisión de la administración de utilizar las herramientas disponibles en el mercado para acotar los riesgos. Implícitamente, la categoría de riesgo asignada a **AVLA** asume que sus filiales mantienen esta política en los próximos años, sin descartar una reducción y eliminación paulatina en el tiempo del uso de este tipo de coberturas de riesgo. Con todo, el uso de los referidos certificados de fianza muestra la tendencia del grupo a la mitigación de los riesgos propios de las operaciones financieras. Sin perjuicio de lo expresado, de acuerdo a lo señalado por la administración, estas líneas de negocios están en un proceso de reducción de su importancia relativa dentro de las actividades del grupo.

Tampoco es ajeno a la clasificación el hecho que los negocios del *holding* tienen atenuantes que se desprenden de la propia actividad. Así, las operaciones de *factoring* permiten fortalecer la liquidez mediante la disminución en el nivel de colocaciones (sin mayores inconvenientes para revertir, posteriormente, la decisión). Por su parte, la sociedad de garantía, adecuadamente gestionada, puede posicionarse como una administradora que traspasa los riesgos de los certificados de fianza emitidos. En el caso de la compañía de seguros, existen exigencias normativas de patrimonio mínimo y la obligación de cubrir sus reservas (obligaciones de seguros) con una cartera de inversión diversificada y de riesgo limitado. Adicionalmente, la empresa cuenta actualmente con contratos de reaseguro y un panel de reaseguradores con buena clasificación de riesgo internacional.

La asignación de la categoría de riesgo considera que tanto la sociedad de garantía recíproca como la compañía de seguros, al menos como actualmente se ha estructurado su negocio, no son intensivas en deuda financiera; por lo tanto, las utilidades de estas compañías serían las principales fuentes de flujos para pagar los pasivos financieros del grupo.

Como contrapartida, la clasificación de riesgo se ve restringida, ya que si bien el grupo ha tenido un desarrollo exitoso y ha mostrado un fuerte plan de crecimiento (que lo ha llevado a consolidarse en los últimos años), la empresa debe continuar avanzando en este proceso. Desde este enfoque, **AVLA** presenta los riesgos propios de los proceso de consolidación; entre ellos, adaptación permanente de la organización a los nuevos volúmenes de actividad, en particular, las áreas de control operativo.

También, la evaluación recoge como elemento de juicio el hecho que el riesgo de la sociedad de *factoring* se traspase a la sociedad matriz, por cuanto cualquier deterioro en la cartera de colocaciones que afecte el pago de la deuda de la filial deberá, necesariamente, ser respondida por la matriz (riesgo reputacional). Asimismo, no es descartable que los bancos restrinjan las líneas de créditos a las sociedades financieras no bancarias. Con todo, se reconoce que el negocio de *factoring* se encuentra, de acuerdo a lo señalado por la emisora, en un proceso de reducción de su importancia relativa dentro de las actividades del grupo.

Si bien esta clasificadora reconoce que los ingresos y resultados del *holding* se han ido diversificando, es necesario que **AVLA** continúe reduciendo su exposición a las utilidades de AVLA SGR, como, en efecto, ha ocurrido. Esta última, a la fecha, se ha apoyado en los programas (cambiantes en el tiempo), que CORFO ha diseñado para este tipo de instituciones. No obstante lo anterior, la SGR postuló y se adjudicó una nueva línea de reafianzamiento bajo el esquema IGR IV. Adicionalmente, la SGR implementó un esquema de reafianzamiento privado, mitigando, de esta forma, la dependencia con CORFO, incrementando el porcentaje de fianzas vigentes en fondos no Corfo desde un 31,7% en mayo de 2016 a 56,8% en mayo de 2018.

Tampoco es ajeno al proceso de evaluación que la tendencia del mercado, en particular en los negocios financieros y de seguros, es avanzar continuamente a procesos de control con mayores grados de sofisticación; situación que demanda recursos para este tipo de inversión y, por ende, resultados elevados en términos absolutos y comparativos. Por ello, cobra importancia mantener niveles elevados de operación para acceder de mejor forma a economías de escala y asegurar un comportamiento estadísticamente normal en las carteras de créditos y de seguros.

Otro elemento incluido en la asignación de la categoría de riesgo dice relación con la sensibilidad de las distintas líneas de negocio, dado su segmento objetivo, a los ciclos económicos recesivos. A la fecha, dada la antigüedad del *holding*, no existen antecedentes de su comportamiento bajo entornos de recesión o caídas en el producto interno.

La tendencia se evalúa "*Estable*"; sin perjuicio de analizar en el futuro la evolución de los negocios con menor nivel de consolidación y su impacto en el riesgo de la matriz.

A futuro, la clasificación podría verse favorecida si el holding presenta fuentes de dividendos más estables, elevadas y diversificadas en el tiempo. Si bien se reconoce que durante 2017 aumentó el aporte absoluto y relativo de la compañía de seguros, este último se ve influido por la caída abrupta de los resultados de AVLA SGR, asociado a un cambio en el modelo de negocios, implicando un traspaso del reconocimiento de ingresos en la compañía de seguros. También favorecería la clasificación, el hecho que la matriz continúe fortaleciéndose patrimonialmente, sin aumentar su nivel de deuda relativo.

Por otra parte, podría reducirse la categoría de riesgo si las filiales no logran incrementar el nivel de utilidades que presentan a la fecha (las cuales se han resentidos en el año 2018, en conjunto con un mayor nivel de deuda individual de la matriz).

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Modelo de negocio apoyado en actividades con riesgo limitado.

#### Fortalezas complementarias

- Diversificación de actividades y sinergia grupo.

#### Fortalezas de apoyo

- Capacidad profesional.
- Orientación conservadora en manejo de riesgo.
- Capacidad de manejo de liquidez del *factoring* y bajos requerimientos de endeudamiento financiero en otros negocios.
- Mayor consolidación de sistemas de controles internos.

#### Riesgos considerados

- Baja historia operativa como grupo (todavía es prematuro extrapolar para el futuro su comportamiento pasado, teniendo en cuenta que el perfil de las empresas evaluadas por **Humphreys** presenta, en general, más de 10 años de funcionamiento).
- Posible traspaso de riesgo de compañía de *factoring* (en particular, por el riesgo asociado a la interrupción del financiamiento para las empresas de *factoring* en entornos económicos recesivos). Con todo, se reconoce que este segmento se encontraría en un proceso de reducción de su importancia relativa dentro de las actividades del grupo.
- Bajo historial con el actual nivel de generación de utilidades de filiales.
- Necesidad de crecimiento (lo que implica cambios comparativamente elevados en la composición actual de las carteras de seguros de créditos y de *factoring*).
- Riesgo propio de su mercado objetivo (pyme) y de la industria en donde opera cada filial.

## Hechos recientes

### 2017

Los activos totales del **AVLA** totalizaron casi \$71.138 millones a diciembre de 2017, lo que representó un incremento de casi 19% respecto a la base de activos a diciembre de 2016. Estos activos se financian con pasivos por \$55.281 millones y un patrimonio de \$15.857 millones.

Esta estructura permitió que durante 2017 la emisora generara ingresos por actividades ordinarias por \$44.278 millones, lo que representó un alza de 25,7% respecto de 2016. En virtud que el costo de ventas se expandió en 41,6% a \$27.778 millones, la ganancia bruta totalizó más de \$16.500 millones, incrementándose en un 5,8% respecto del registro de 2016.

Por su parte, los gastos de administración totalizaron \$14.514 millones, con lo cual la ganancia del ejercicio totalizó \$3.201 millones, exhibiendo una caída de 11,1% respecto del año anterior.

### Junio 2018

Comparado el primer semestre de 2017 y 2018, se observa que los ingresos del **AVLA** se incrementaron un 12,9% totalizando \$22.535 millones, debido en gran parte al crecimiento de los negocios de la compañía de Crédito y Garantía en Chile y Perú. La ganancia bruta, por su parte, alcanzó \$7.982 millones a junio de 2018, lo que implica un decrecimiento de 3,8% respecto del mismo período del año anterior y representa el 35,4% de los ingresos (41,6% en junio de 2017)

En el mismo período, los gastos de administración aumentaron en 25,2% hasta \$8.018 millones, valor equivalente al 35,6% de los ingresos (lo que representa un incremento desde el 32,1% registrado en junio de 2017).

La ganancia a junio de 2018 alcanzó los \$816 millones, representando el 3,6% de los ingresos (guarismo que en el mismo periodo de 2017 alcanzó un 8,4%).

## Definición de categorías de riesgo

### Categoría A (títulos de deuda de largo plazo)

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

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

## Categoría Nivel 1 (N-1) (títulos de deuda de corto plazo)

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

## Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Modelo apoyado en actividades de bajo riesgo:** Desde el punto de vista del riesgo, se reconoce como aspecto favorable para **AVLA** la fiscalización a que deben someterse dos de sus filiales que representaron conjuntamente casi un 67% de los ingresos del grupo durante 2017. Cabe considerar que según la última información disponible las inversiones de la compañía de seguros representaban un valor superior a sus obligaciones del giro (aunque no todas constituían inversiones representativas de reservas técnicas, lo cual no inhibe que se trata de activos de bajo riesgo). Las inversiones totales superan las reservas netas. La SGR debe presentar a la SBIF y a CORFO, dos veces al año, una evaluación de riesgo independiente (también tiene exigencias patrimoniales). Por su parte, como parte de la concepción del negocio, la administración ha ido intensificando sus controles internos más allá de lo exigido por las normativas.

**Diversificación de actividades y sinergia grupo:** Además de las filiales señaladas en el acápite anterior, el grupo opera una compañía de factoring, así como otras compañías menos relevantes desde el punto de vista patrimonial o de generación de ingresos, tales como fondos de inversión o asesorías financieras a PYMES (los ingresos de la compañía de seguros, de la SGR y factoring tienen una importancia relativa aproximada de 71,3%, 25,3% y 4,4%, respectivamente).

**Capacidad profesional:** Los socios ejecutivos del grupo cuentan con amplia experiencia en el sistema financiero chileno, lo que les permite conocer las particularidades del mercado. Además, su extensa carrera les permite haber conocido situaciones de crisis que ha enfrentado la banca chilena en las últimas décadas. Adicionalmente, en lo relativo a las SGRs, sus ejecutivos han sido los pioneros y principales impulsores de la industria (fue la primera entidad en operar en el mercado y se ha constituido como la líder en términos de avales entregados). Cabe señalar que en 2013 el grupo tenía ventas por \$1.430 millones y en 2017 finalizó con \$44.278 millones.

**Orientación conservadora en manejo de riesgo:** La utilización de los certificados de fianzas de terceros independientes como instrumento para reducir la exposición a las pérdidas en sus operaciones de leasing, ha permitido a la administración acotar los niveles de riesgo soportado por la operación del grupo. Adicionalmente, la filial de seguros cuenta actualmente con contratos de reaseguro con un panel de reaseguradores con buena clasificación de riesgo internacional. Con todo, lo relevante de este punto es la tendencia mostrada por la administración para acotar la exposición de su patrimonio y su capacidad para utilizar los instrumentos financieros que ofrece el mercado.



**Baja necesidad de deuda financiera en seguros y SGR:** La compañía de seguros y la sociedad de garantía recíprocas presentan bajos niveles de apalancamiento y se estima que presentarán en el futuro necesidades de financiamiento acotadas, lo que permitiría que las utilidades de estas podrían apoyar a la matriz para enfrentar el pago de la deuda traspasada a la empresa de factoring. A la fecha estas entidades no tienen deuda financiera.

## Factores de riesgo

**Baja historia operativa como grupo:** La sociedad matriz del *holding* fue constituida como sociedad anónima en julio de 2013, en tanto que sus empresas operativas, a excepción de la sociedad de garantía recíproca, presentan una reducida historia. En efecto, AVLA Financiamiento fue constituida en septiembre de 2012 en tanto que AVLA Compañía de Seguros de Garantías y Crédito se constituyó en marzo de 2014 y solo en 2016 ha comenzado a exhibir resultados positivos. Por su parte, la AVLA SGR exhibió una caída en sus resultados durante 2017, asociado a un cambio de modelo de negocios. Por otra parte, la agresiva estrategia de crecimiento e inestabilidad en sus resultados da a las instituciones del grupo rasgos de empresas en desarrollo (en particular, por cuanto a la SGR se ha desarrollado, principalmente, bajo programas CORFO y esta entidad, en esta materia, no ha mostrado una política estable en el tiempo).

**Riesgo propio del factoring:** La empresa AVLA Financiamiento se orienta principalmente a la pequeña y mediana empresa, sector altamente vulnerable a los ciclos económicos -al margen de que en la última crisis haya mostrado, en general, un buen comportamiento de pago-. Las crisis financieras tienden a reducir las líneas de créditos disponibles en la economía, afectando la cadena de pago con especial énfasis en la pequeña y mediana empresa. Tampoco se puede desconocer que la entidad, directa o indirectamente, compite con entidades con menor costo de financiamiento. No obstante, se reconoce que este segmento se encontraría en un proceso de reducción de su importancia relativa dentro de las actividades del grupo.

**Bajo historial con nivel de utilidades actual:** Aun cuando las utilidades del grupo han mostrado un importante crecimiento, se reconoce asimismo su inestabilidad, dado que en diciembre de 2017 las ganancias exhibieron una caída de más de 11% respecto al año anterior, alcanzando \$3.201 millones. Por otro lado, la generación de estos resultados ha sido dispar en cada uno de los períodos. En efecto, mientras que en 2014 el 96% de estos resultados provenía de la operación de la SGR, este guarismo cayó a 84% en 2015, debido al incremento a las utilidades provenientes del segmento Financiamiento. Más aún, durante 2016 vuelve a alterarse la composición, debido a los resultados provenientes de la compañía de seguros, que da cuenta del 36% de las utilidades del grupo, que se incrementa a un 42,7% en 2017, explicado, entre otros, por la caída en los resultados de AVLA SGR, que cae de representar un 49% en 2016 a un 23,3%. Estos cambios en la estructura de los resultados aún no permiten inferir que el *holding* se encuentre consolidado, enfrentando, de este modo, los riesgos inherentes a las compañías en crecimiento y no consolidadas.

**Necesidad de crecimiento:** Si bien la SGR presenta una escala relevante dentro de la industria y la compañía de seguros se ha posicionado adecuadamente en su segmento de mercado, la compañía financiera del *holding* muestra un reducido tamaño relativo dentro de su sector, situación que afecta los niveles de competitividad y

torna más relevante la necesidad de crecimiento de la cartera de factoring. Asimismo se debe considerar que la competencia directa o indirecta de mayor envergadura tiene acceso a un menor costo de fondeo. Por otra parte, el mayor *stock* de colocaciones, adecuadamente diversificado, repercute favorablemente en la atomización de los riesgos y en el comportamiento estadísticamente normal de la cartera crediticia (aun cuando el descuento de documentos no sea ya el foco del modelo de negocio del *holding*, ello no inhibe los riesgo propios del sector mientras se participe de él).

## Antecedentes generales

### Empresa

**AVLA** es un *holding* compuesto por las filiales AVLA SGR, First Aval SGR, AVLA Financiamiento y AVLA Compañía de Seguros de Garantía y Créditos, como las empresas más relevantes. La matriz fue constituida como sociedad anónima en julio de 2013.

La estructura corporativa del *holding*, se presenta en la Ilustración 1.

Ilustración 1  
Estructura Corporativa AVLA



AVLA S.A.G.R., constituida en 2008, tiene como objeto el caucionar las obligaciones asumidas por pequeñas y medianas empresas con sus acreedores y prestar asesoramiento técnico, legal y económico para el mejoramiento de las actividades empresariales de sus clientes (First Aval SGR, adquirida con posterioridad a 2008, tiene el mismo objetivo, pero actúa como una persona jurídica diferente). AVLA Financiamiento, constituida en 2012, realiza operaciones de factoring, en tanto que su filial AVLA Leasing S.A. efectúa los negocios de créditos y leasing. Por su lado, AVLA Compañía de Seguros de Garantía y Créditos, compañía constituida en 2014, se especializa, como lo señala su razón social, en seguros de garantías y seguros de crédito.

La estructura de propiedad del **AVLA** se presenta en la Tabla 1.

Tabla 1  
**Estructura Propiedad AVLA**

Accionista	Porcentaje de propiedad
Inversiones Los Bumps Uno Limitada.	19,95%
Inversiones Pedro Álamos E.I.R.L.	16,28%
Inversiones Alcántara SPA	15,86%
CHG Asesorias e Inversiones Ltda	14,49%
Inversiones Los Bumps Dos Limitada.	14,18%
Sociedad de Inversiones y Asesorias Golfo de Darien y Cía Ltda.	10,82%
Inversiones Franja Ltda.	5,41%
Inversiones Bonus Ltda.	3,00%

Por su parte, el Directorio de **AVLA** se presenta en la Tabla 2.

Tabla 2  
**Directorio AVLA**

Diego Fleischamnn C.	Presidente
Alberto Chadwick M.	Director
Mauricio Balbontín O.	Director
Juan Carlos Jobet E.	Director
Juan Conrads Z.	Director
Andrés Segu U.	Director
Pedro Pablo Álamos R.	Director

## Líneas de negocio

**AVLA**, a través de sus filiales AVLA S.A.G.R. y First Aval S.A.G.R, AVLA Chile Seguros de Crédito y Garantía y AVLA Financiamiento participa en el mercado de afianzamiento de crédito, seguros y factoring y leasing, respectivamente.

### Mercado de instituciones de garantía recíproca (IGR o SGR)

Esta actividad tiene como objetivo principal otorgar garantías personales a los acreedores de los clientes de las SGRs con la finalidad de caucionar las obligaciones que contraigan en relación con las actividades propias de su ámbito empresarial, productivo, profesional o comercial (por esta función, la SGRs cobran una comisión, reciben una contra-garantía que reduce su exposición y, además, puede traspasar los riesgos a fondos con aportes de CORFO creados específicamente para estos fines o re-afianzar directamente con este organismo estatal). Asimismo, dentro de su giro de negocio se incluye el asesoramiento técnico, económico, legal y financiero a sus

clientes; la administración de los fondos a que hace referencia el artículo 33 de la Ley 20.179, y la administración de las contra-garantías subyacentes a los afianzamientos otorgados.

## Mercado

De acuerdo a la última información disponible, en Chile operan doce instituciones de garantía recíproca, siendo AVLA S.A.G.R. la líder de la industria en términos de colocaciones (incluso excluyendo la participación de First AVAL SGR).

## Empresa

Al 31 de marzo de 2018, la institución contabilizaba certificados por monto vigente de \$ 224.039 millones, correspondientes a 1.599 certificados y 899 empresas, mientras que sus ingresos ascendían a \$ 3.056 millones y el patrimonio neto a \$ 9.791 millones. La entidad cuenta con seis fondos de garantía (o fondos de reafianzamientos) bajo los programas IGR I, II, y III de CORFO, los cuales le entregan un potencial de afianzamiento cercano a los US\$ 164<sup>1</sup> millones, los que suman certificados por \$ 76.996 millones y \$ 19.782 millones disponibles bajo el programa IGR Cobertura. Además, cuenta con tres modalidades privadas: Refianzamiento FOGAPE, Póliza de Seguros y el fondo privado Refianzamiento I. A marzo de 2018, la sociedad operaba con ocho instituciones bancarias (Santander, Security, Itaú Corpbanca, Internacional, Chile, Consorcio, Estado y BBVA), además de convenios con varias instituciones no bancarias.

Estado de Situación SAGR (IFRS)					
M\$	2014	2015	2016	2017	mar-18
<b>Activos Corrientes</b>	4.737.442	5.985.367	9.966.665	19.791.693	20.651.896
<b>Activos No Corrientes</b>	5.197.406	7.105.051	8.626.792	8.413.082	8.176.418
<b>Total Activos</b>	<b>9.934.848</b>	<b>13.090.418</b>	<b>18.593.457</b>	<b>28.204.775</b>	<b>28.828.314</b>
<b>Pasivos Corrientes</b>	3.531.342	5.442.003	7.574.685	16.025.607	13.946.334
<b>Pasivos No Corrientes</b>	3.721.235	4.299.184	5.888.265	5.556.530	50.914.141
<b>Patrimonio</b>	2.682.271	3.349.231	5.130.507	6.622.638	9.790.566
<b>Total Pasivos</b>	<b>9.934.848</b>	<b>13.090.418</b>	<b>18.593.457</b>	<b>28.204.775</b>	<b>28.828.314</b>

Estado de Resultados SAGR (IFRS)					
M\$	2014	2015	2016	2017	mar-18
<b>Ingresos actividades ordinarias</b>	7.952.198	8.506.989	12.464.284	13.692.543	3.055.768
<b>Costo de ventas</b>	-2.825.209	-2.602.724	-4.946.855	-7.793.515	-1.332.991
<b>Ganancia bruta</b>	<b>5.105.237</b>	<b>5.904.265</b>	<b>7.517.429</b>	<b>5.899.028</b>	<b>1.722.777</b>
<b>Gastos de administración</b>	-4.378.691	-4.958.707	-5.584.944	-5.172.530	-1.237.975
<b>Ganancia del periodo</b>	<b>613.241</b>	<b>1.248.937</b>	<b>1.775.643</b>	<b>746.595</b>	<b>137.997</b>

<sup>1</sup> Según dólar a la fecha marzo de 2018.

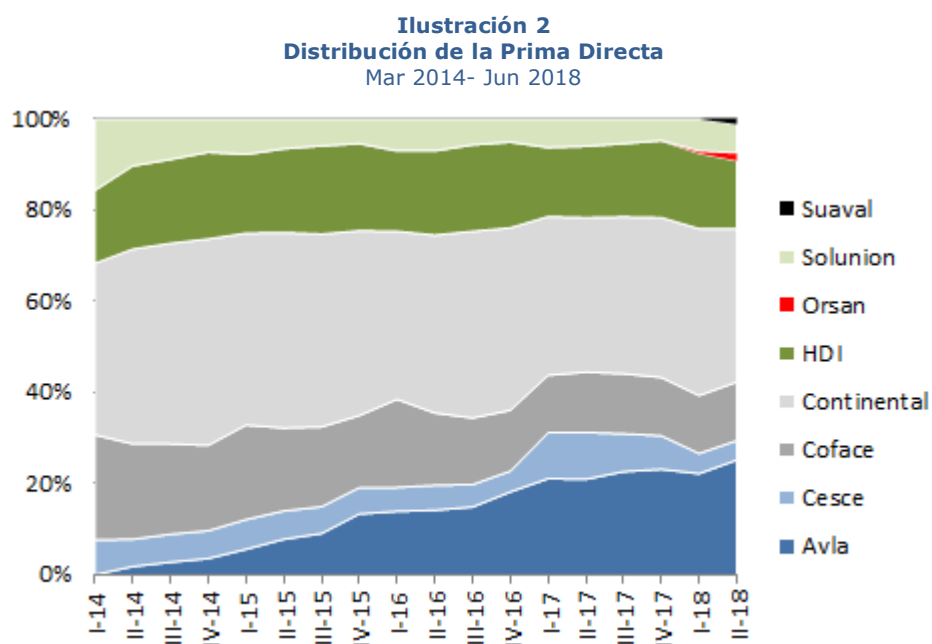
Cabe señalar que la SGR, al menos como AVLA ha estructurado su negocio, presenta un bajo riesgo financiero, por cuanto los riesgos propios asociados a los certificados de afianzamiento son traspasados íntegramente a un fondo de garantía, el cual puede re-afianzar, en el caso de los fondos con garantía CORFO, hasta tres veces el valor de sus activos (ello sin considerar las contra-garantías entregadas por el sujeto avalado), y en el caso del fondo privado, hasta cinco veces. Con todo, subsiste un riesgo operativo que, a juicio de la clasificadora, es adecuadamente administrado por AVLA.

## Mercado de seguros de crédito

Las aseguradoras que están insertas en el mercado de seguros de crédito pueden ofrecer exclusivamente seguros de garantía, fidelidad y crédito local y a la exportación. Sin embargo, los dos primeros ramos pueden ser ofertados por cualquier compañía de seguros generales del país, mientras que los de crédito solo pueden ser ofrecidos exclusivamente por aseguradoras que presenten el giro de garantía y crédito. La sociedad del grupo es intensiva en seguros de garantía, pero también mantiene vigente pólizas de créditos.

### Mercado

Según datos al cierre junio de 2018, el mercado de las aseguradoras de garantía y crédito estaba compuesto por ocho compañías, entre ellas, AVLA Seguros de Garantía y Crédito. Durante el primer semestre del año 2017 el primaje directo de las ocho compañías del rubro fue UF 1.728.446. A continuación, se presenta la participación de cada una de ellas respecto a la prima directa total de las ocho compañías de giro exclusivo (garantía y crédito) (ver Ilustración 2). Se aprecia el crecimiento de la prima directa de AVLA Seguros de Garantía y Crédito en el período 2014-2018.



## Empresa

AVLA Seguros de Garantía y Crédito fue constituida el 13 de marzo de 2014, siendo su objetivo, en primera instancia, la venta de seguros de garantía y, en segunda instancia, la comercialización de seguros de crédito. La compañía se orienta principalmente a las pequeñas y medianas empresas. Conforme a su giro, puede cubrir los riesgos de crédito local y de exportaciones, de garantía y fidelidad.

Al cierre de 2017, la prima directa de la compañía fue de \$ 22.009 millones, concentrada en 77% en venta de seguros de garantía. A la misma fecha, presentó una retención de prima del 30%, costos de siniestros por \$ 3.485 millones y un costo de administración de \$ 4.324 millones. El resultado del año alcanzó \$ 1.593 millones.

Durante el primer semestre de 2018 la prima directa de la compañía aumentó un 18,1% respecto del mismo período del año anterior, alcanzando un monto de \$ 11.825 millones. Los costos de siniestros aumentaron 15,4%, alcanzando \$2.149 millones. Por su parte los costos de administración fueron de \$ 2.429 millones (21,4% mayores al mismo semestre del año anterior), representando el 20,5% de la prima directa. De esta manera, el resultado de la compañía a junio de 2018 alcanzó \$259 millones, lo cual representa una caída de 68,5% respecto a lo registrado en el mismo período del año anterior.

<b>Estado de Situación IFRS</b>					
<b>M\$</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic 16</b>	<b>dic-17</b>	<b>jun- 18</b>
Inversiones	3.471.750	5.838.537	12.024.706	12.922.782	11.603.278
Total cuentas de seguros	2.362.106	10.896.215	14.510.984	5.785.691	10.616.843
Participación del reaseguro en las reservas técnicas	1.924.919	6.628.554	10.317.588	16.448.131	18.604.823
Otros activos	47.484	262.019	623.081	2.543.457	678.338
Total activos	5.902.821	14.402.721	22.165.607	37.700.061	41.503.282
Reservas técnicas	2.149.035	8.200.145	14.458.561	22.737.648	25.823.818
Deudas por operaciones de seguro	1.259.655	4.918.343	6.421.196	6.556.809	7.100.443
Otros pasivos	189.592	1.161.196	1.048.886	2.291.749	2.284.195
Patrimonio	2.267.631	2.594.050	4.993.165	6.113.855	6.294.826

<b>Estado de Resultado IFRS</b>					
<b>M\$</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>jun-18</b>
Prima directa	2.110.807	10.355.248	15.374.663	22.008.960	11.824.839
Prima cedida	1.787.062	8.248.727	10.673.992	15.360.704	8.102.710
Prima retenida	323.745	2.106.520	4.700.671	6.648.256	3.722.129
Costo de siniestros	96.359	119.894	1.052.746	3.484.743	2.149.236
R. intermediación	-112.287	-561.111	-2.052.718	-3.548.654	-1.217.929
Costo de administración	811.967	1.853.983	3.122.958	4.324.133	2.429.371
Resultado de inversiones	3.740	17.895	140.678	715.551	278.124
Resultado final	-491.439	-444.192	1.301.838	1.593.483	258.531

## **Mercado de factoring y de leasing**

AVLA Financiamiento tiene como objetivo la realización de operaciones de factoring, incluyéndose en ella la adquisición de valores mercantiles a personas naturales o jurídicas, con o sin responsabilidad para ellos, y adelantando o no el valor futuro de dichos documentos, del todo o parte de sus créditos o cuentas por cobrar, documentadas en facturas, letras de cambio, pagarés y cualesquiera otros instrumentos, sea que tengan o no carácter de comerciales. De acuerdo a lo señalado por la administración, estas líneas de negocios están en un proceso de reducción de su importancia relativa dentro de las actividades del grupo.

### **Mercado**

La industria del factoring se constituye en una herramienta de financiamiento para todo tipo de empresas, al proporcionar el capital de trabajo necesario para su desenvolvimiento mediante la cesión de sus cuentas por cobrar a la empresa de factoring, que es la encargada de recuperar dichos créditos cedidos. En Chile, el sector de la Pyme constituye el mercado objetivo del factoring.

Esta industria, al menos en sus aspectos más formales, tiene algo más de 20 años y desde su inicio se ha caracterizado por un continuo crecimiento. El sector de la Pyme en Chile se estima en 100.000 compañías, de las cuales aproximadamente un 18% se encuentra operando activamente con esta industria (no obstante, según el Servicio de Impuestos Internos, las empresas medianas y pequeñas, habrían totalizado más de 224.688 durante 2016, cifras que no debiera tener un cambio significativo en lo más reciente, al menos en el sentido de reflejar la amplia masa de empresas).<sup>2</sup>

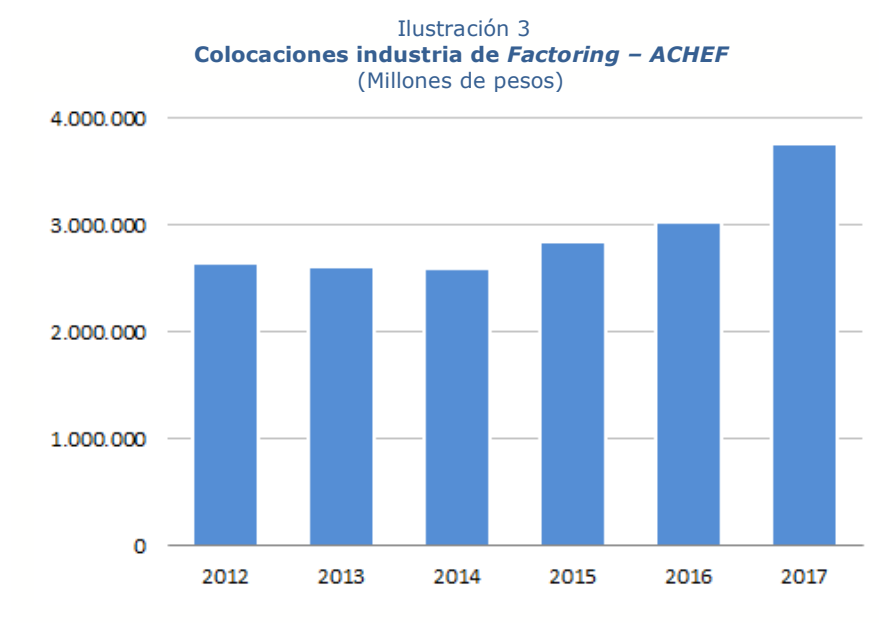
Desde el punto de vista legal, las empresas de factoring, puesto que carecen de un marco jurídico especial para operar, se sustentan básicamente en los códigos Civil y de Comercio, así como en la ley N° 19.983 del 15 de diciembre del 2004, que le otorga mérito ejecutivo a la factura, y la ley N° 20.323, publicada en 29 de enero de 2009, que modifica la ley N° 19.983 fundamentalmente en que disminuye los requisitos establecidos para que la

<sup>2</sup> [http://www.sii.cl/sobre\\_el\\_sii/estadisticas\\_de\\_empresas.html](http://www.sii.cl/sobre_el_sii/estadisticas_de_empresas.html).

factura sea cedible y tenga mérito ejecutivo y además, limita la posibilidad del deudor de interponer excepciones personales que tuviere en contra del cliente, al cobro del documento por parte del nuevo acreedor.

Las empresas de factoring se dividen en tres grandes grupos: i) las sociedades filiales de bancos, agrupadas en la ACHEF; ii) las independientes<sup>3</sup>, estructuradas profesionalmente, muchas de ellas agrupadas bajo Empresas de Factoring Chile A.G. y algunas acogidas a la fiscalización de la SVS;; y iii) sociedades con alto nivel de informalidad.

Según cifras publicadas por la ACHEF (asociadas, principalmente, a bancos), a diciembre de 2017, la industria mantenía un *stock* de colocaciones de \$3.766.765 millones (aproximadamente US\$ 6.127 millones). La evolución de las colocaciones se presenta en el siguiente gráfico:



## Empresa

A diciembre de 2017 las colocaciones netas de factoring de la filial alcanzaron \$1.082 millones, las de leasing \$1.340 millones y las colocaciones de crédito, por \$1.192 millones. La ganancia registró un resultado negativo por casi \$311 millones.

Según lo informado por la compañía, AVLA Financiamiento se encuentra en proceso de disminución de sus actividades, manteniendo sólo aquellas operaciones ya en curso, por lo que se esperaría una tendencia decreciente en resultados y en base de activos.

<sup>3</sup> Dentro de este grupo puede incluirse a AVLA Financiamiento.



<b>Estado de Situación IFRS</b>					
<b>M\$</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>
Activos corrientes	3.602.983	16.393.957	14.913.782	14.446.274	8.046.823
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	2.511.612	15.542.020	11.573.768	10.763.511	3.614.908
Activos no corrientes	1.698	53.414	5.286.150	1.947.851	996.448
<b>Total Activos</b>	<b>3.604.681</b>	<b>16.452.955</b>	<b>20.199.932</b>	<b>16.174.569</b>	<b>9.043.271</b>
Pasivos corrientes	2.615.964	12.574.752	15.949.000	11.604.503	4.908.927
Pasivos no corrientes	0	0	0	0	599.182
<b>Total Pasivos</b>	<b>2.615.964</b>	<b>12.574.752</b>	<b>15.949.000</b>	<b>11.604.503</b>	<b>5.508.109</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>988.717</b>	<b>3.878.203</b>	<b>4.250.932</b>	<b>4.570.066</b>	<b>3.535.162</b>

<b>Estado de Resultado IFRS</b>					
<b>M\$</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>
Ingreso de Actividades Ordinarias	354.938	1.489.305	3.363.753	4.304.094	1.794.650
Costo de Ventas	-90.373	-677.646	-1.546.733	-1.937.957	-875.900
Ganancia Bruta	264.565	811.659	1.817.020	2.096.137	918.750
Gastos de Administración	-271.351	-831.011	-1.294.345	-1.417.790	-1.128.863
Utilidad (pérdida) del ejercicio	-12.567	67.233	532.470	492.511	-310.956

## Administración del negocio

### Administración de certificados de fianzas

La administración de las carteras de los fondos AvalChile I, Propyme II, Propyme III y Reconstrucción ha sido traspasada a Valores Security, la que sigue las políticas de inversión establecidas desde la SGR y lo establecido en los reglamentos de cada uno de los fondos. De forma similar, la administración de Propyme IV, Propyme V y Reafianzamiento I se delegó a Corpbanca Administradora General de Fondos. En forma adicional al comité de vigilancia de los fondos, existe un comité de inversiones en la SGR que opera en forma mensual, que vela por el cumplimiento de las políticas de inversión y media con los administradores. Se ha establecido como *benchmark* al Fondo E del sistema de fondos de pensiones. La Tabla 1 presenta la distribución de las inversiones, según categoría de riesgo de sus fondos.

## Cartera reafianzada por fondo

**Tabla 1: Afianzamientos vigentes por fondo al 31-03-2018**

Categoría	Indicador	Aval Chile I	Ach. Reconst.	Propyme II
<b>Monto activos, fianzas y contragarantías traspasadas (UF)</b>	Valor activos fondo	61.947	46.239	167.879
	Fianzas vigentes	162.917	106.818	373.761
	Fianzas retenidas	60.442	57.957	138.291
	Contragarantías netas	102.474	48.861	235.469
<b>Relación fianzas sobre fondos</b>	IRB	2,63	2,31	2,23
	IRN	0,98	1,25	0,82
<b>Certificados vigentes</b>	Nº certificados	76	49	254
	Nº empresas afianzadas	65	38	209
<b>Número empresas con contragarantía ("CG")</b>	% empresas con CG	83%	79%	78%
	% empresas con FOGAPE	55%	53%	61%
	% empresas con CG real	32%	29%	23%
<b>Valor contra garantías UF</b>	Contragarantía neta / fianzas	63%	46%	63%
<b>Monto afianzado por empresa UF</b>	Monto promedio por empresa	2.506	2.811	1.788
	Monto máximo por empresa	23.141	14.309	33.850
<b>Monto afianzado neto de CG UF</b>	Monto promedio por empresa	930	1.525	662

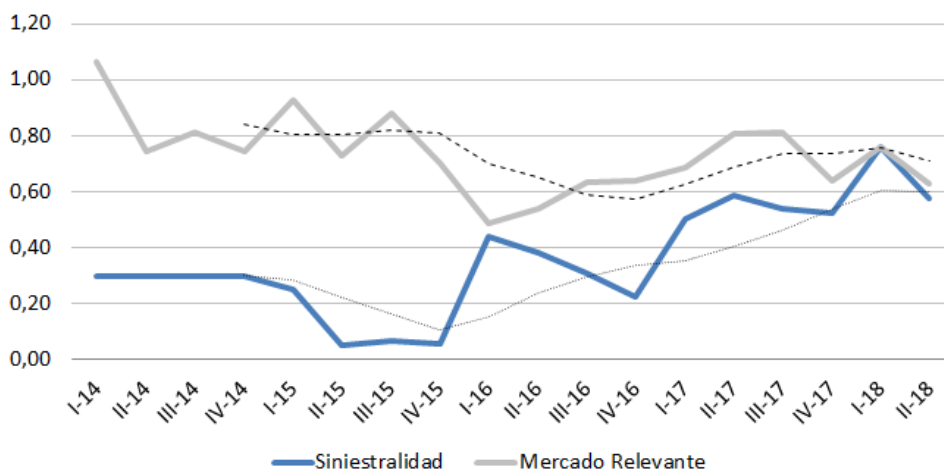
Categoría	Indicador	Propyme III	Propyme IV	Propyme V
<b>Monto activos, fianzas y contragarantías traspasadas (UF)</b>	Valor activos fondo	204.453	225.840	515.202
	Fianzas vigentes	408.281	322.937	1.480.483
	Fianzas retenidas	162.264	89.002	296.631
	Contragarantías netas	246.017	233.936	1.183.852
<b>Relación fianzas sobre fondos</b>	IRB	2,00	1,43	2,87
	IRN	0,79	0,39	0,58
<b>Certificados vigentes</b>	Nº certificados	167	143	224
	Nº empresas afianzadas	136	121	138
<b>Número empresas con contragarantía ("CG")</b>	% empresas con CG	81%	88%	91%
	% empresas con FOGAPE	53%	53%	9%
	% empresas con CG real	40%	49%	91%
<b>Valor contra garantías UF</b>	Contragarantía neta / fianzas	60%	72%	80%
<b>Monto afianzado por empresa UF</b>	Monto promedio por empresa	3.002	2.669	10.728
	Monto máximo por empresa	36.596	18.992	64.947
<b>Monto afianzado neto de CG UF</b>	Monto promedio por empresa	1.193	736	2.150

Categoría	Indicador	IGR Aval Chile	Póliza de Seguro	Propios Fogape	Refianzamiento I
<b>Monto activos, fianzas y contragarantías traspasadas (UF)</b>	Valor activos fondo	9140128			
	Fianzas vigentes	733.565	1.239.034	415.406	3.064.723
	Fianzas retenidas	283.173	0	0	0
	Contragarantías netas	450.392	0	415.406	3.064.723
<b>Relación fianzas sobre fondos</b>	IRB	0,81			
	IRN	0,31			
<b>Certificados vigentes</b>	N° certificados	148	183	52	303
	N° empresas afianzadas	113	57	40	214
<b>Número empresas con contragarantía ("CG")</b>	% empresas con CG	66%	0%	100%	100%
	% empresas con FOGAPE	0%	0%	5%	0%
	% empresas con CG real	66%	0%	100%	100%
<b>Valor contra garantías UF</b>	Contragarantía neta / fianzas	61%	0%	100%	100%
<b>Monto afianzado por empresa UF</b>	Monto promedio por empresa	6.492	21.737	10.385	14.321
	Monto máximo por empresa	52.406	342.518	52.891	50.553
<b>Monto afianzado neto de CG UF</b>	Monto promedio por empresa	2.506	0	0	0

## Siniestralidad de seguros

La siniestralidad retenida de la compañía de seguros ha tendido a converger a los valores de su mercado relevante. Al inicio de las operaciones de AVLA Compañía de Seguros de Garantía y Créditos, la siniestralidad era de 30% mientras que el mercado registró un 107%. Al cierre de junio de 2018 la compañía filial y el mercado presentan valores de 58% y 63%, respectivamente. A continuación se presenta la evolución del indicador para la compañía y para su competencia relevante.

**Ilustración 4**

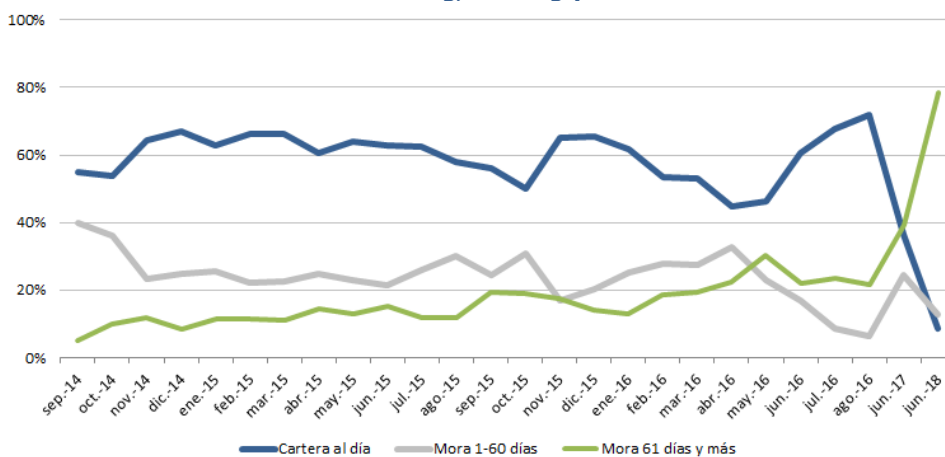


## Cartera de factoring y leasing

Debido a que, según lo informado por la empresa, el segmento de financiamiento está en proceso de disminución de actividad, la mora de la cartera, que hasta enero de 2017 presentaba un comportamiento más bien estable, con posterioridad presenta un continuo deterioro conforme vencen las colocaciones al día, en tanto se mantienen en cartera aquellas colocaciones que han caído en algún tramo de mora.

Es así como, a junio de 2018, la cartera al día se ha contraído hasta un 8,6% de la cartera total, en tanto que aquella con mora entre 1 y 60 días representa un 12,9%, mientras que la cartera con mora mayor a 60 días equivale a un 78,5% de la cartera total (ver Ilustración 5).<sup>4</sup>

**Ilustración 5  
Mora Factoring, Leasing y Créditos**



<sup>4</sup> La información proporcionada por la compañía reporta la cartera de *factoring* por tramo de morosidad para los meses de junio 2017 y junio 2018. Para efectos de hacer comparable las series en el tiempo, en la ilustración se han omitido los meses intermedios, en que sólo se dispone de la cartera de leasing y créditos.

## Riesgo de descalce

En el caso de AVLA SGR y AVLA Financiamiento, las operaciones denominadas en “moneda extranjera” y/o “unidades reajustables” se registran según los tipos de cambio y/ valores de cierre vigentes en las fechas de las respectivas operaciones, por lo cual la empresa enfrenta un eventual riesgo de descalce de monedas.

En el caso de AVLA Compañía de Seguros de Garantía y Créditos, la exposición se produce debido a la volatilidad de diversos factores no controlables, como la tasa de interés, tipo de cambio, inflación, etc., que afectan la valorización de los instrumentos mantenidos en cartera. Sin embargo el directorio de la compañía ha decidido establecer la política de no utilizar productos derivados.

Sin perjuicio de lo anterior, en opinión de la clasificadora, los riesgos asociados son acotados y factibles de ser administrados vía un adecuado seguimiento de las respectivas exposiciones.

## Crédito y cobranza

Cada una de las empresas operativas realiza las acciones pertinentes para morigerar el riesgo de crédito. En efecto, en el caso de AVLA SGR existen tres comités par la aprobación de operaciones, cada uno de los cuales tiene distintas atribuciones, dependiendo del monto y garantías de las transacciones. Posteriormente, un comité de seguimiento de cartera permite detectar anticipadamente cambios en la evolución del riesgo de los clientes y su entorno.

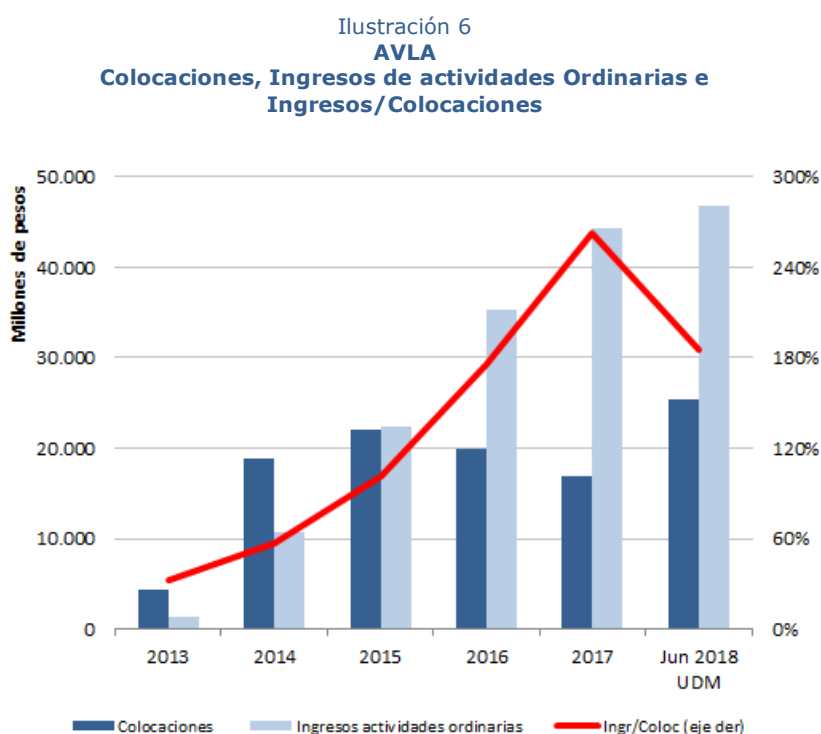
En el caso AVLA Financiamiento, existen políticas de crédito que permiten atenuar el riesgo crediticio, enfocándose en la evaluación del deudor del documento, aprobándose aquellas operaciones y clientes que tengan deudores con alta capacidad de pago y sin problemas de liquidez en el corto plazo. Asimismo, se contempla un seguimiento permanente de la cartera y la cobranza. Con todo, la cobranza se ve favorecida puesto que la mayoría de las operaciones de crédito y leasing cuentan con cobertura de certificados de fianzas de otras SGRs, al 100% y 80% respectivamente.

A objeto de reducir su exposición a las pérdidas por insolvencia en sus inversiones que respaldan reservas técnicas y patrimonio de riesgo, AVLA Compañía de Seguros de Garantía y Créditos no realiza inversiones en instrumentos con una clasificación de riesgo local inferior a BBB+ o que no dispongan de clasificación de riesgo local, en instrumentos no inscritos en el registro que lleva la SVS y la SBIF, o bien en otras inversiones que no estén permitida, todo ello de acuerdo a lo definido en la NCG 152, publicada por la SVS, actualmente CMF. Adicionalmente, se contempla requisitos de diversificación de los instrumentos financieros, por tipo, sector y emisores. Cabe considerar que las operaciones de las compañías de seguros deben someterse a la normativa dictada por la CMF y al control de este organismo fiscalizador.

## Análisis financiero

### Evolución de ingresos y colocaciones

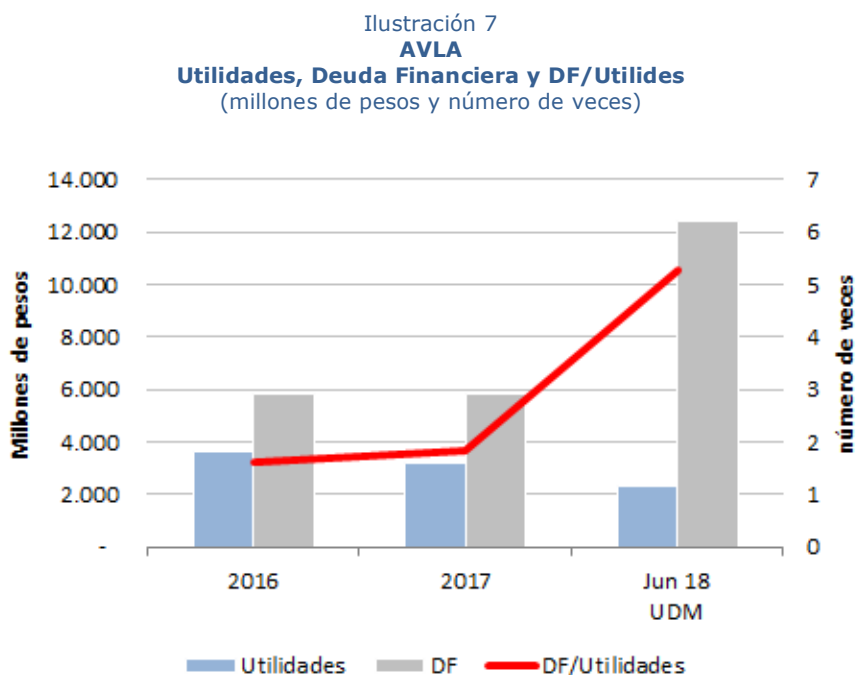
**AVLA** ha presentado una tendencia creciente en su nivel de actividad ordinaria, alcanzando, a junio de 2018 un *stock* de colocaciones y derechos por cobrar por casi \$25.325 millones, en tanto que los ingresos (últimos doce meses) se situaron en torno a los \$46.857 millones, como se aprecia en la Ilustración 6. Los ingresos del año móvil finalizado en junio provienen principalmente del segmento Seguros (76,5%) y de AVLA S.G.R. (23,6%).



### Evolución utilidad filiales y deuda matriz

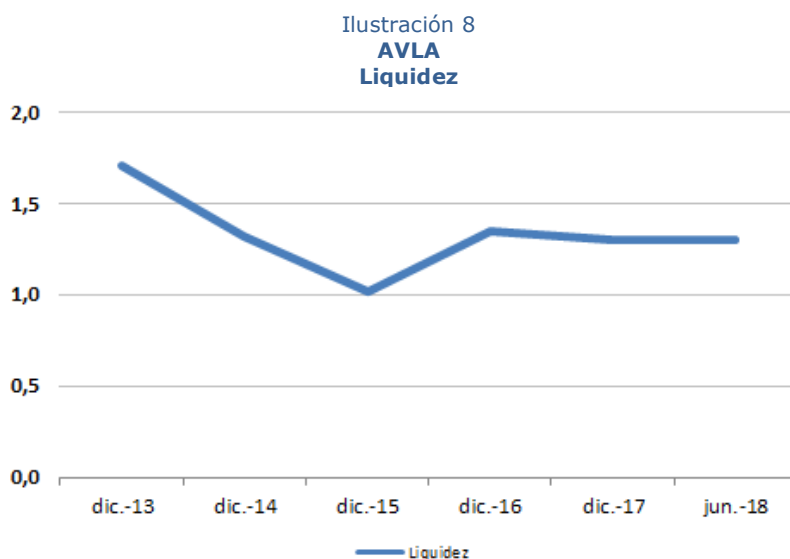
Aun cuando durante los años 2016 y 2017 **AVLA** presentó un comportamiento relativamente estable de su endeudamiento individual y de las utilidades generadas por las filiales, que se tradujo que el *ratio* Deuda Financiera/Utilidades haya exhibido valores de 1,6 y 1,8 respectivamente, durante los doce meses finalizados en junio de 2018 este *ratio* exhibió un incremento a niveles cercanos a 5,3 veces, debido tanto a un incremento de

su endeudamiento individual, como a una caída en las utilidades de las filiales, como se puede apreciar en la Ilustración 7.



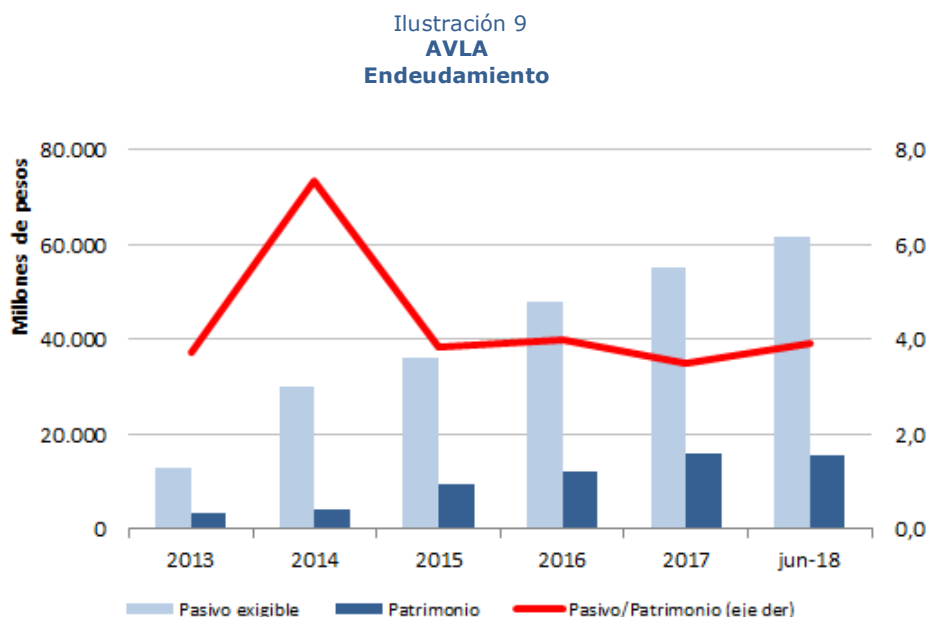
## Liquidez

Luego de una tendencia decreciente, entre 2013 y 2015, a partir de diciembre de 2016 la liquidez de **AVLA**, definida como la relación entre activos corrientes y pasivos corrientes, se ha mantenido en torno a 1,3 veces, como se aprecia en la Ilustración 8.



## Endeudamiento

El endeudamiento de **AVLA**, definida como la relación entre el pasivo exigible y el patrimonio del grupo, mostró una tendencia creciente entre 2013 y 2014, asociado principalmente a los requerimientos asociados al crecimiento de la cartera de colocaciones del negocio financiero, incrementándose, de esta manera, de 3,7 a 7,3 veces en el período. No obstante, debido al incremento de la base patrimonial, se observa una baja en este indicador, el que se ha estabilizado en torno a las 4 veces entre 2015 y el período finalizado en junio de 2018, como muestra la Ilustración 9.



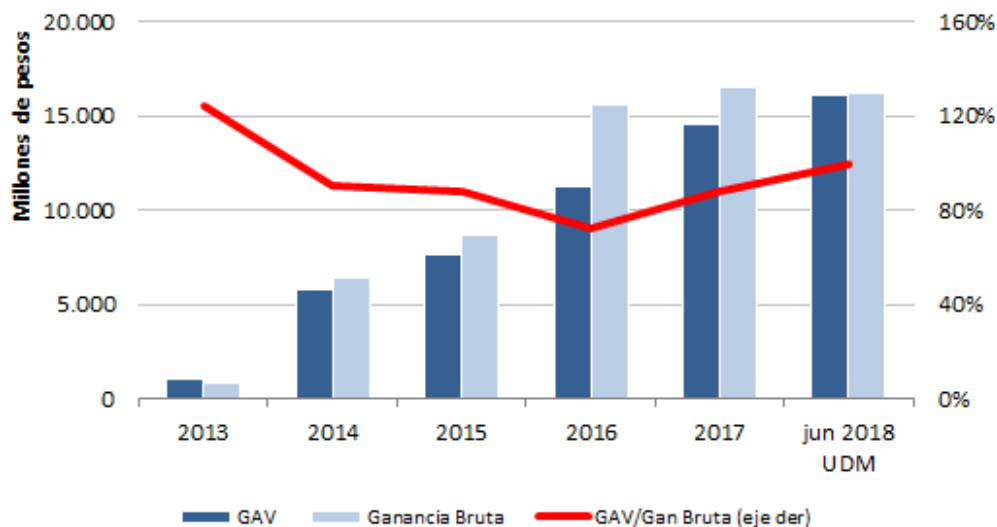
Por otro lado, la deuda de matriz asciende a \$12.412 millones, correspondiente a la línea de efectos de comercio colocada por **AVLA**. Esta deuda requiere ser refinanciada, y, de acuerdo a lo informado a esta clasificadora, la compañía se encuentra trabajando en este proceso.

## Eficiencia

La eficiencia de **AVLA**, definida como la relación entre los Gastos de Administración y Ventas sobre la Ganancia Bruta, mostró una trayectoria decreciente entre 2013 y 2016, período en que este indicador se redujo desde un 124% hasta un 72% de la ganancia bruta. No obstante, con posterioridad este indicador muestra un deterioro, registrando un valor de 99,6% en los doce meses finalizado en junio de 2018.



Ilustración 10  
**AVLA S.A.**  
**Gasto Administración y Ventas y Ganancia Bruta**



## Características de las emisiones vigentes

Líneas de efectos de comercio vigentes			
Nº y fecha de inscripción	Nº 111 del 12 de abril de 2016	Nº 121 del 23 de marzo de 2018	En proceso de inscripción
Monto máximo	\$ 10.000.000.0000	\$ 6.000.000.0000	\$ 10.000.000.000
Plazo vencimiento	10 años	10 años	10 años
Fecha vencimiento	Abril de 2026	Marzo de 2028	2028

Los contratos de emisión para las líneas de efectos de comercio presentan los siguientes *covenants* financieros:

Covenants financieros		
	Límite	Junio 2018
Razón de endeudamiento	< 5,00 veces	3,95 veces
Razón corriente	> 1,00 vez	1,30 veces
Patrimonio mínimo	UF 300.000	UF 581.081

*"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*