

Ecuador
Emisión de Obligaciones y
Papel Comercial

CORPORACIÓN DE DESARROLLO DE MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS CTH S.A.

Calificación Global

2011	2012	3T13
AA	AA	AA

Perspectiva Estable

Calificación Emisiones

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior
Papel Comercial SEP-12 USD 4,5MM	AA	AA
Papel Comercial ABR-12 USD 3.8MM	AA	AA
Emisión de Obligaciones Sep-12 USD 1MM	AA	AA
Emisión de Obligaciones Nov-11 USD 0.8 MM	AA	AA

Resumen Financiero

En miles USD	dic-12	dic-13	ene-14
Activos	29,226	48,118	48,423
Patrimonio	6,472	7,429	7,511
Resultados	1,282	2,146	82
ROE (%)	20.31%	30.88%	13.17%
ROA (%)	4.27%	5.55%	2.04%

Analistas:

Sebastián Baus
(5932) 292 2426
sbaus@bwratings.com

Sonia Rodas
(5932) 226 9767
srodas@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El comité de calificación decidió mantener la calificación de las operaciones descritas en AA considerando la capacidad de generación de CTH para el año 2014. Durante este año, la CTH espera generar resultados similares a los del 2012, aunque menores al 2013.

Los indicadores de solvencia patrimonial y de liquidez revertirán su tendencia durante este año, como resultado de la colocación de la titularización hipotecaria para el pago al BID que está prevista para junio de este año. Contribuirá también, la reducción de los activos improductivos por la recuperación gradual (al menos 50% este año) de la cuenta por cobrar generada en el último semestre del 2013, la cual se explica en el interior de este informe. Los altos niveles de cartera mantenidos al cierre del 2013, más la incorporación de las cuentas por cobrar descritas presionaron tanto los indicadores de liquidez como los de solvencia patrimonial durante el 2013. El indicador de patrimonio libre sobre activos productivos sin los intereses por cobrar sería de alrededor de 14%.

Los indicadores de morosidad y cobertura con provisiones de la cartera en riesgo mostrarán tendencias positivas en el mediano plazo en vista de que la mayor parte de la cartera que se espera generar en el año (aproximadamente USD15M) no provendrá de las inversiones en las series subordinadas de las titularizaciones hipotecarias, sino de compras directas de cartera a los originadores. La cartera de CTH ha sido históricamente de buena calidad con bajos niveles de morosidad y pérdida. Frente a la morosidad de la cartera hipotecaria promedio del sistema, a dic-2013 CTH mantiene niveles más altos desde el 2012, lo que se explica en parte, por la incorporación de cartera madura con la que se canceló una de sus inversiones en títulos hipotecarios. La cobertura con provisiones de la cartera en riesgo ha disminuido en el tiempo y se mantiene por debajo de la del sistema.

Existe la expectativa de mejorar el calce de plazos entre activos y pasivos ya que en las próximas semanas se concretará una nueva línea de crédito de USD10M a 30 meses con la CAF y en este año se reemplazará el papel comercial que vence este mes por una nueva emisión de obligaciones. Estas nuevas fuentes de fondeo de largo plazo junto con la línea del BID que está vigente hasta el 2016, contribuirán a disminuir el descalce de plazos que históricamente ha mantenido la CTH. Los riesgos de refinanciamiento y de mercado (tasa de interés) relacionados a este descalce han sido mitigados por la disposición de los acreedores a refinanciar las obligaciones y sobre todo por el nivel de patrimonio libre que ha manejado la CTH.

La tendencia de la Calificación es estable a menos que en el corto plazo los indicadores de solvencia patrimonial y liquidez no se recuperen. Adicionalmente si la gestión operativa se presiona por las condiciones del mercado y/o si nuevas normas y regulaciones le afectan negativamente.

Fecha Comité: Marzo 2014

Estados Financieros a: Diciembre 2013 y Enero 2014



CARACTERÍSTICAS PAPEL COMERCIAL sep-2013 (3do. Seg.)	
Monto aprobado:	USD 4'500.000
Saldo insoluto a la fecha:	USD 4'240.000
Plazo Total del Programa	720 días, revolvente 1 a 359 días
Amortización Capital / Interés	Al vencimiento / Cupón cero
Tipo de Garantía	General
Fecha de autorización	20-mar-13
Fecha de primera colocación	10-abr-13
Fecha Tope del Programa	10-mar-15

CARACTERÍSTICAS PAPEL COMERCIAL abr-2012 (5to. Seg.)	
Monto aprobado:	USD 3'800.000
Saldo insoluto a la fecha:	USD 3'660.000
Plazo Total del Programa	720 días, revolvente 1 a 359 días
Amortización Capital / Interés	Al vencimiento / Cupón cero
Tipo de Garantía	General
Fecha de autorización	23-mar-12
Fecha de primera colocación	02-may-12
Fecha Tope del Programa	13-abr-14

EMISIÓN DE OBLIGACIONES Nov 2011 (7to. Seg.)

Clase	Monto (M USD)	Tasa	Saldo a la fecha	Plazo en días	Fecha Colocación	Máx Fecha Emitir	Fecha Vencimiento
A3 Serie 1	50	TPR	USD 400M	1440	18-nov-11	09-feb-12	18-nov-15
Serie 2	750	TPR		1440			
TOTAL	800		USD 400M				

EMISIÓN DE OBLIGACIONES Sep-2012 (3do. Seg.)

Clase	Monto (M USD)	Tasa	Saldo a la fecha	Plazo en días	Fecha Colocación	Máx Fecha Emitir	Fecha Vencimiento
A4 Serie 1	100	TPR+1.5	USD 700M	900	24-jul-13	22-dic-13	22-oct-15
A4 Serie 2	900	TPR+1.5		900			
TOTAL	1,000		USD 700M				

Aspectos Evaluados en la Calificación

La calificación asignada refleja los factores crediticios específicos de la institución y la opinión de la calificadora con respecto a la posibilidad de recibir soporte externo en caso de requerirlo. El marco de la calificación considera los siguientes factores claves: Ambiente operativo, Perfil de la institución, Administración, Apetito de riesgo y el Perfil financiero.

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

La economía ecuatoriana se caracteriza por una estructura débil de ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia de pocos productos para el desarrollo de la economía y la falta de un fondo de estabilización para épocas de crisis, generan mayor incertidumbre en la liquidez de la economía, la cual influye directamente en el desarrollo del Sistema Financiero. Por otra parte, la estructura y tendencias de la inversión extranjera directa (IED) y la balanza comercial, representan un problema para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la base monetaria y por ende del país.

Si bien observamos que el sistema financiero ecuatoriano se ha fortalecido como un todo, el hecho de estar formado por múltiples instituciones (24 bancos privados, 5 bancos públicos, 10 financieras, 39 cooperativas, 4 mutualistas) hace que la desviación estándar de los indicadores individuales

sea alta. Esto quiere decir que las instituciones con mayores fortalezas difieren sustancialmente de las instituciones con mayores debilidades.

El no tener un prestamista de última instancia formal, limita la capacidad de recupero de las entidades financieras en caso de necesitarlo. Si bien se ha creado el Fondo de Liquidez del Sistema Financiero Ecuatoriano para solventar problemas temporales de liquidez, la eficacia de éste no ha sido probada aun. La corta historia del Fondo, no permite realizar un análisis sobre su capacidad de dar soporte al sistema en un escenario de crisis.

Por otra parte la baja participación de mercado de bancos extranjeros dentro del sistema, limita el soporte que podría recibirse de casa matriz en eventos de estrés.

Para mayor información sobre el entorno económico o de los diferentes sub-sistemas financieros por favor referirse a nuestra página web, www.bankwatchratings.com en la sección "Reportes Especiales".

Marco Regulatorio

El entorno regulatorio está en desarrollo, con múltiples cambios a la normativa. En algunos casos existen dificultades en la aplicación de la legislación y la regulación.

La mayor influencia de los reguladores en el negocio genera incertidumbre en el sistema financiero; especialmente cuando algunas regulaciones han tenido como objeto imponer limitaciones y no controlar el riesgo. El control de las tasas de interés, la limitación o eliminación de algunas comisiones o servicios, la creación de nuevos impuestos, la implementación de indicadores que limitan la administración de la liquidez, generan un mayor riesgo sistémico y de operación para el sistema ecuatoriano.

Si bien no se descartan nuevas políticas Gubernamentales que limiten la generación de ingresos como ha sucedido en años anteriores, la necesidad del gobierno de contar con un sistema financiero sano y robusto para el desarrollo, nos lleva a pensar que nuevas regulaciones no influirán significativamente en la rentabilidad del sistema. En caso de nuevas restricciones pensamos que estarían enfocadas en limitar la administración de la liquidez.



Por otro lado preocupa el efecto que pueda tener el nuevo Código Monetario Financiero que se espera se apruebe en el segundo semestre de este año. Las principales incógnitas tienen relación con la eliminación de algunos sub-sistemas (Financieras, Mutualistas), el direccionamiento del crédito, un mayor control de los pagos al exterior y límites a la posición externa de divisas.

Para mayor información sobre los últimos cambios regulatorios por favor referirse a nuestra página web, www.bankwatchratings.com en la sección “Reportes Especiales”.

Perfil de la Institución

La Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas -CTH- se creó en el año 1997 con el objetivo de ser una institución dinamizadora del mercado hipotecario, a través de la estructuración de procesos de titularización de cartera de vivienda propia como de terceros, y está facultada para actuar como originador, colocador y administrador fiduciario o agente de manejo.

Posicionamiento e imagen

La CTH ha posicionado su imagen en el mercado y se ha convertido en uno de los principales referentes en sus principales actividades.

CTH es la única institución de esta naturaleza en el sistema financiero ecuatoriano. En la generación de cartera compete con el Biess y con la mayoría de las instituciones financieras pero se ha hecho de un nicho específico que no tiene acceso a otras instituciones del sistema financiero y que siendo bien manejado es interesante. Al 31.12.2013, acumula cartera propia por un monto de USD39M. No capta fondos del público sino que fondea la cartera hipotecaria comprada a través del mercado de valores en el que participa con éxito, y a través de instituciones financieras locales y organismos multilaterales.

CTH es el Agente de Manejo de los fideicomisos de las titularizaciones que ella estructura y que incluye 19 procesos de titularización de cartera de otras instituciones del sistema financiero, 3 procesos propios y uno por venir. A dic-2013 la cartera de los fideicomisos administrados suma USD 627MM. CTH ha estructurado más del 90% de los procesos de titularización hipotecaria que se han realizado en el país. Los fideicomisos que maneja representan el 10% de la cartera hipotecaria local, incluyendo al Biess.

Modelo de negocios

El principal negocio de la CTH es la compra de cartera de vivienda originada por instituciones financieras o por promotores inmobiliarios. El fondeo proviene del sistema financiero ecuatoriano que le otorga créditos con y sin garantía pero a corto plazo, del mercado de valores y desde el año 2010 del BID quien le ha otorgado una línea hasta el 2016, con garantía fiduciaria respaldada por cartera hipotecaria. Una vez que la línea llega al límite, se titulariza la cartera a través de un fideicomiso de titularización que concreta la emisión, cancela la deuda con el BID y se reinicia el proceso. En las próximas semanas se concretará una nueva línea a 30 meses plazo, con condiciones y mecanismo muy parecido con la CAF. La generación de intereses es creciente y se constituye en su principal fuente de ingresos. La mayor parte de los intereses proviene de la cartera de crédito aunque la generación de intereses que proviene de las inversiones en las series subordinadas de las titularizaciones propias o de terceros también representa un rubro interesante.

La administración fiduciaria como línea del negocio se ha consolidado paulatinamente y representa una proporción importante de los ingresos.

Estructura de la Institución

CTH no es miembro de ningún grupo financiero. Sus accionistas son 33 personas naturales y jurídicas, en su mayoría instituciones del sistema financiero. El 70% de la participación está concentrada en tres instituciones financieras: Banco Ecuatoriano de la Vivienda (BEV) 39.89%, Produbanco 19.26% y la Corporación Andina de Fomento (CAF) 10.48%. Una participación minoritaria la tiene de forma individual algunos miembros de la Administración.

Evaluación de la Administración

Gobierno Corporativo: El Gobierno Corporativo se ha caracterizado por tener una visión proactiva y de apoyo a las metas de desarrollo institucional. Si bien existen varios temas que se encuentran en proceso de mejoramiento en cuanto al control interno, se han emprendido acciones que permitirán superarlos en el corto plazo.

El Directorio está formado por representantes de los accionistas, funcionarios con experiencia y conocimiento del sistema financiero ecuatoriano y del mercado hipotecario. Han constituido un aporte importante en la toma de decisiones y definición de estrategias.



La plana administrativa y directiva está conformada por profesionales de vasta trayectoria en el sistema y en el mercado objetivo. Participan activamente en el sistema financiero nacional público y privado.

Si bien han logrado un nivel adecuado de manejo del riesgo y la calidad de la información es satisfactoria, la SBS ha realizado algunas recomendaciones que serán cumplidas para alcanzar un mayor nivel de seguridad de la información y un manejo eficiente la información y la tecnología disponible.

Objetivos estratégicos

CTH mantiene como uno de sus objetivos la incorporación de nuevos mercados y productos a su gestión de negocios, con el fin de utilizar eficientemente su capacidad instalada y su experiencia.

Por el lado de los activos las principales metas previstas para fines del año 2014 son : 1) llegar a un monto de cartera de vivienda de USD 23.4MM luego de la titularización y con la incorporación de USD15M aproximadamente de cartera nueva comprada directamente a los originadores. 2) El portafolio de inversiones crecerá en USD1.5M con respecto al 2013 al incorporar las dos clases más subordinadas de la titularización del fideicomiso FIMECTH7. No se esperan reducciones importantes a las inversiones registradas al momento ya que éstas constituyen garantías de préstamos en su mayor parte.

La mayor parte de los ingresos provendrá de la cartera y luego de las inversiones. En cuanto a los ingresos por servicios se espera mantenerlos en el mismo valor del 2013 ya que no se ven nuevas oportunidades importantes en este negocio. Se espera terminar el 2014 con un MON positivo y una utilidad final menor en 45% a la obtenida en el 2013, similar a la del 2012.

Dentro de las estrategias de fondeo la institución está realizando esfuerzos por obtener líneas de largo plazo para disminuir su descalce de plazos. Gracias a la nueva línea con la CAF y el mecanismo del BID espera para fin del 2014, quedarse con una deuda de USD15M a tres y dos años plazo entre las dos instituciones y cancelar el financiamiento con la banca local. Además reemplazará las emisiones de corto plazo con emisiones de largo plazo. La línea de crédito otorgada por el BID le permite dinamizar la generación de cartera propia, fondeada a través de procesos de titularización. A más de ser una línea de crédito de largo plazo, este financiamiento es de bajo costo.

La permanencia de esta línea de crédito y la de la CAF y su efecto multiplicador dependen de que el mecanismo establecido para su restitución no se interrumpa. Por lo tanto, es primordial la estabilidad del entorno macroeconómico, la liquidez del Sistema Financiero (como inversionista y como proveedor de crédito) y el dinamismo del sector de la vivienda (como generador de cartera).

Para este año se planifica la titularización de \$25 millones que incluye la cartera acumulada en otros activos y emprender un nuevo proceso de acumulación de cartera.

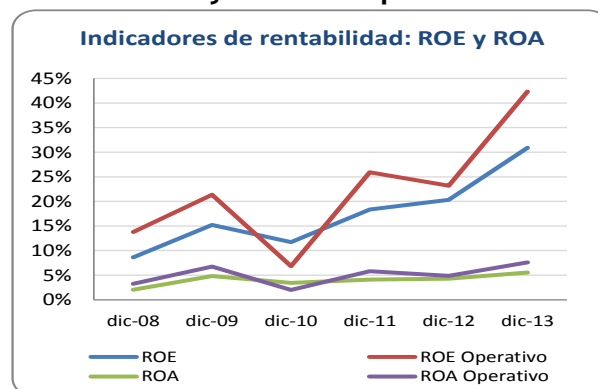
Implementación-Ejecución

CTH cumple con los presupuestos planificados que se sustentan en proyecciones más bien conservadoras. Se ha realizado evaluaciones de las estrategias de corto, mediano y largo plazo. Las estrategias y proyecciones para el corto plazo podrían concretarse, sin embargo, no se puede predecir la situación de CTH a mediano y corto plazo debido a la incertidumbre en cuanto al impacto de la nueva ley del mercado de valores de valores.

Presentación de Cuentas:

Los estados financieros, documentación, reportes e informes analizados son propiedad de CTH S.A. y responsabilidad de sus administradores. Para el presente reporte, se utilizaron los estados financieros consolidados de CTH para el periodo 2008 al 2012 auditados por la firma PriceWaterHouseCoopers y para el año 2013 por la firma KPMG. Además, se han analizado estados financieros no auditados y demás información a enero 2014.

Rentabilidad y Gestión Operativa



Fuente: CTH Elaboración: BWR

Rentabilidad Operativa: La CTH mantiene una gestión operativa rentable, que se sustenta



principalmente en ingresos financieros generados por la compra de cartera de crédito y por las inversiones en valores de las series subordinadas en procesos de titularización propios o de terceros. Adicionalmente la administración fiduciaria ha generado ingresos más estables pero con poco crecimiento. El comportamiento del margen financiero de CTH, tanto en dólares como en términos relativos, es volátil debido a que los ingresos por intereses, tanto de cartera como de inversiones, no son estables ni mantienen ciclos definidos. Esto obedece a la naturaleza propia del negocio que implica aprovechar de las oportunidades de mercado cuando éstas se presentan y a la titularización de la cartera cuando terminan los procesos de acumulación.

La generación de ingresos financieros depende de la etapa en la que se encuentren los procesos de titularización, de la capacidad de la institución para reemplazar la cartera titularizada y del vencimiento de los títulos del portafolio de inversiones.

La principal fuente de ingresos de la institución es la cartera hipotecaria (42% a dic-2013). La cartera de la CTH está contabilizada en dos cuentas: como cartera y en la cuenta de otros activos como derechos fiduciarios de cuentas por cobrar. Este último registro corresponde a los derechos fiduciarios sobre el FIMECTH7, y representa la garantía para el financiamiento del BID (cartera que será titularizada en este año) dentro de la línea de crédito que le otorga y que se cancela con los recursos de la titularización una vez que los valores se colocan en el mercado; momento en el cual también sale la cartera titularizada del balance de CTH.

Otro rubro importante en la generación de ingresos financieros de CTH son las inversiones, dentro de las cuales se registran principalmente las series subordinadas de titularizaciones propias y de terceros. Estas inversiones generan un interés extraordinario produciendo un retorno adicional interesante a su vencimiento.

A dic-2013, el margen financiero muestra un crecimiento del 62% anual, que se explica por la generación de la cartera acumulada durante el año, y particularmente por la utilidad en la compra de una de sus inversiones en el cuarto trimestre. Los ingresos financieros representan el 42% de la generación total.

El crecimiento dinámico de la cartera se financió con mayor endeudamiento que elevó el gasto

financiero en 44.3% respecto del mismo período del 2012, pero fue absorbido con amplitud por la generación de intereses.

Dado que la planificación para el año 2014 prevé la titularización de USD 25MM de cartera, la generación de intereses se reducirá drásticamente hasta que el nuevo proceso de acumulación logre alcanzar un monto que sustituya la cartera titularizada. Para fin de año se prevé un crecimiento de la generación de intereses de cartera de 17.8% anual, no obstante, dado que no se ha previsto el aporte de intereses extraordinarios de su portafolio de inversiones, el *margen financiero se reduciría en 40%*, a pesar del bajo crecimiento de intereses pagados (3.8%) ocasionado por la reducción paulatina de las obligaciones financieras.

Es importante rescatar la capacidad de CTH para generar cartera, lo cual es crítico en la generación de ingresos. Es un reto para la CTH continuar con la tendencia positiva de los últimos años, especialmente en un contexto donde el crédito hipotecario en el sistema financiero (Bancos, Cooperativas, Mutualistas y Financieras) sin considerar el BIESS ha crecido únicamente en 4.9% en el 2013.

El segundo rubro de negocios de la CTH son los servicios fiduciarios, nicho en el que ha alcanzado una tendencia estable, los ingresos operacionales constituyen el 35.1% de total de ingresos, con un crecimiento de 7% en relación con el 2012. Estos ingresos son generados por los servicios de asesoría en la estructuración de titularizaciones, manejo fiduciario y administración de la cartera hipotecaria.

Estos ingresos han logrado ser recurrentes y a dic-2013 cubren (91%) los gastos de operación del período antes de provisiones. Estos recursos constituyen una base estable de ingresos, independientes del negocio financiero. Para el año 2014, no se espera que estos ingresos tengan un crecimiento importante, y cubrirían el 84% de los gastos de operación antes de provisiones.

El margen operacional neto (MON) a dic-2013 (USD 2.942M) se incrementó en 101% en relación con dic-2012. Para el 2014 se espera un MON positivo pero 52% menor al del 2014.

Volatilidad de las utilidades

La utilidad neta a dic-2013 (USD 2.146M) es la más alta de sus históricos, pero contiene un componente volátil que difícilmente podría ser



recurrente para el año 2014, además, dada la política de reparto de dividendos podría salir en el corto plazo del patrimonio en un 50%.

En adelante la CTH tendrá que enfrentar los retos impuestos por las nuevas regulaciones que limitarían su capacidad de fondeo para crecer en cartera, presionaría los márgenes y reduciría el mercado de estructuración de titularizaciones y administración fiduciaria de procesos de terceros.

Administración de Riesgo

CTH ha desarrollado manuales de administración integral de riesgos, seguridades y contingencias, prevención de lavado de activos, donde se establecen los procedimientos correspondientes a cada área, los cuales son consistentes con el volumen y tipo de negocio de la institución.

Se mantiene un control de procesos y se realizan cambios oportunos para el mejor manejo de los riesgos en cada uno de ellos. CTH cumple con las todas las disposiciones legales respecto del sistema de gestión integral de riesgos, manteniendo una auditoría periódica para un adecuado control de riesgo con la implementación de recomendaciones oportunas. La calidad del control del riesgo se refleja en el bajo riesgo de sus activos.

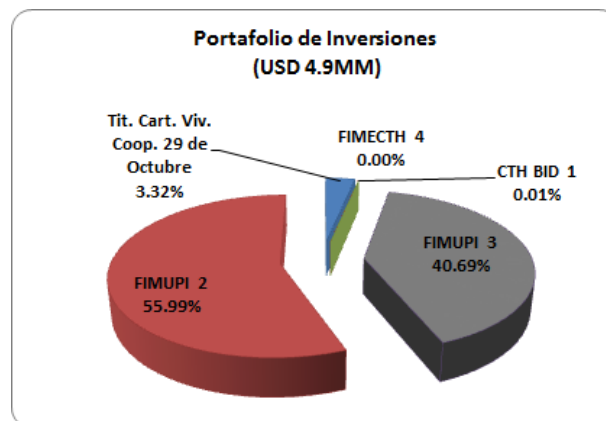
Si bien se mantienen varios temas susceptibles de mejoramiento, éstos son evaluados periódicamente para su mejoramiento y control.

Riesgo de Crédito

Fondos Disponibles e Inversiones

CTH mantiene el 0.71% de sus activos como fondos disponibles, están depositados en instituciones financieras locales con un bajo riesgo de contraparte.

El portafolio de inversiones constituye el 10.2% del activo. Por el tipo de papeles y las condiciones, se considera que el riesgo de crédito del portafolio de inversiones de CTH es bajo, y genera una rentabilidad adecuada para la institución. Las políticas de inversiones son aplicadas tácitamente y en los próximos meses se formalizarán ciertos temas puntuales conforme lo prevé el manual integral de riesgos.



Fuente: CTH Elaboración: BWR

Como se observa en el gráfico la mayor parte corresponde a las clases subordinadas de dos fideicomisos de cartera de vivienda: FIMUPI3 (USD 2MM) y FIMUPI 2 (USD 2.8MM), estos últimos están en disponibilidad restringida como garantía de obligaciones financieras. Los dos son títulos con vencimiento en el año 2016, con rendimientos de 8.62 % y 10.23% respectivamente.

Los otros dos CTH-BID1 y FIMECTH4 no representan riesgo de crédito para CTH y generan a su cancelación un interés extraordinario. Los títulos de la titularización de la cartera de la Cooperativa 29 de Octubre (USD183M) vencen en 2018 y generan un rendimiento de 8.5%.

Calidad de Cartera:

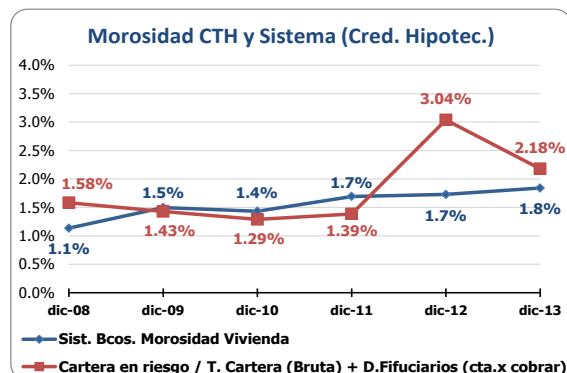
La CTH adquiere cartera hipotecaria de las instituciones financieras o de intermediarios de bienes raíces que la originan bajo parámetros estándares pre establecidos por CTH; la cartera de la CTH históricamente ha demostrado buena calidad crediticia.

La cartera bruta (USD 39.4MM) constituye el 81% del activo bruto, siendo su principal activo productivo. Incluye cartera libre de gravamen contabilizada en la cuenta de cartera y también la que está contabilizada en derechos fiduciarios de cuentas por cobrar, dentro de otros activos, que es cartera en garantía de obligaciones; El total de la cartera mantiene una tendencia dinámica de crecimiento de 44% anual en el 2013.

La cartera contabilizada en otros activos, corresponde a derechos fiduciarios por USD 17.4MM que corresponden al FIMECTH7, cuyos derechos de cobro fueron cedidos en garantía del segundo proceso de titularización con la línea del BID. Esta cartera es de buena calidad, según la

Administración no registra cartera en riesgo; tiene una provisión de 1% y será titularizada en los primeros meses del año en curso, una vez se obtengan las aprobaciones de los entes de control.

La cartera libre de CTH (USD 22MM) cuenta con 995 créditos personales que se otorgan para financiar hasta el 80% del costo de la vivienda principal. A dic-2013 el monto promedio ponderado de crédito es de USD 24M.



Fuente: Estados Financieros CTH Elaboración: BWR

La morosidad de disminuye a dic-2013, luego de superar algunos eventos puntuales derivados de cambios en los sistemas y en la gestión de recuperaciones, que la afectaron en los trimestres anteriores. No obstante, la cartera bruta tuvo un crecimiento fuerte en el año 2013 (47.4%) que no ha mostrado aún su morosidad real.

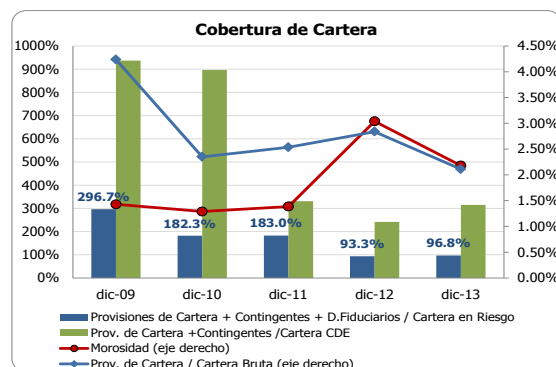
A pesar de la recuperación observada en comparación con dic-2012, y del castigo realizado en dic-2013, se mantiene un nivel de morosidad mayor comparado con el promedio del sistema para este tipo de cartera, que se explica, en parte, por la incorporación de cartera madura proveniente de una operación de su portafolio de inversiones con fideicomiso de largo plazo que naturalmente tiene un nivel de morosidad mayor a la cartera reciente.

La morosidad actual 2.18%, incorpora la cartera transferida al fideicomiso FIMECTH7 que es la de mejor calidad y que al momento del análisis se encuentra en niveles altos, constituye el 44% de la cartera total. Una vez que el fideicomiso realice la titularización y esta cartera salga del balance, el índice de morosidad incrementará mientras se vaya incorporando nueva cartera. El índice de la morosidad a futuro dependerá de la calidad de la cartera que se vaya añadiendo. Será un reto para la CTH regresar a sus niveles históricos de morosidad.

La buena calidad de la cartera se refleja en el bajo nivel de cartera calificada CDE 0.67% de la cartera bruta. La cartera calificada en estas categorías (USD 260M) es mucho menor a la cartera en riesgo ya que los deudores con créditos vencidos los cubren antes de los 181 días de vencido evitando la calificación C o de mayor riesgo.

Las coberturas con provisiones tanto para la cartera CDE como para la cartera en riesgo mejoran en relación con las del año anterior, aunque se mantienen menores a sus promedios históricos y a las que registra el promedio del sistema, que tiene una cobertura con provisiones asignadas de 114% para la cartera en riesgo de vivienda.

A continuación se presenta un gráfico mostrando la cobertura con provisiones de la cartera en riesgo, aquella calificada CDE y del total de la cartera bruta:



Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR

Esta tendencia se explica ya que el gasto neto de provisiones ha ido disminuyendo a pesar del crecimiento de la cartera en riesgo (3.4%) y de la cartera bruta (44%). Para este año se espera que la cobertura se mantenga ya que el gasto previsto es cercano al del año 2013 y la cartera bruta será menor luego de la titularización prevista.

Debe tomarse en cuenta que, al ser un segmento de vivienda, toda la cartera de CTH cuenta con hipotecas de bienes inmuebles. Las garantías tienen una cobertura promedio de aproximadamente 2 veces sobre la cartera total, pero su efectivización, en caso de ser necesaria, no es inmediata.

Contingentes y Titularizaciones



El negocio fiduciario de la CTH se refleja en su mayor parte en los activos (saldos de cartera hipotecaria) de los fideicomisos administrados por CTH se registran en cuentas de orden deudoras por USD 627MM, de los cuales el 94.2% proviene de 19 fideicomisos generados por terceros.

El crecimiento de las titularizaciones hipotecarias en el mercado, y por lo tanto el negocio de administración de cartera hipotecaria titularizada, se contrae con respecto a los últimos años a causa de la presencia del BIESS en el financiamiento de vivienda que capta aproximadamente el 59% de la cartera de vivienda del país a dic-2013.

Riesgo de Mercado

Los riesgos de mercado y liquidez que surgen en la CTH principalmente por el descalce de plazos entre activos y pasivos se han mitigado con los niveles de capital libre y patrimonio técnico que se habían mantenido hasta antes del 2013.

La estructura es su mayor parte variable de tasas de activos y pasivos de la institución le permiten mantener un riesgo de tasa manejable.

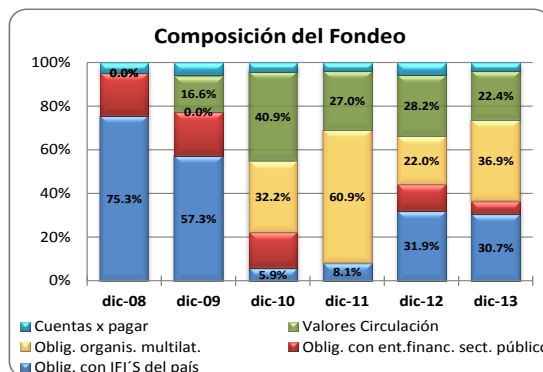
Los reportes de **riesgos de mercado** elaborados por CTH, conforme a la normativa de la SBS, miden la sensibilidad frente a un cambio porcentual en la tasa de interés de sus activos y pasivos sensibles, con una variación del 1%. Los resultados a dic-2013 son los siguientes:

- La sensibilidad del Margen Financiero, fue USD -54.7M, lo que significa que frente a un cambio de 1% en la tasa de interés el impacto en el patrimonio sería -0.82% del Patrimonio Técnico.
- La sensibilidad frente a los recursos patrimoniales es de USD -108M o 1.64% de Patrimonio Técnico.

Riesgo de Liquidez y Fondo

El principal riesgo de liquidez que enfrenta la institución se deriva del financiamiento de activos de largo plazo con pasivos de corto plazo, por lo que permanentemente mantiene la necesidad de refinanciar parte de sus pasivos.

En un momento de restricción de liquidez en el sistema, las fuentes de fondeo y refinanciamiento se verían limitadas. A pesar de la calidad de la cartera y del apetito del mercado por esta, su venta conlleva un riesgo de precio relacionado a la variación de tasa de interés y del apetito por ella frente a las condiciones del mercado.



Fuente: Estados Financieros CTH Elaboración: BWR

La CTH financia el 85% de sus activos con pasivos. Como se advierte en el gráfico, estas fuentes son utilizadas alternativamente de acuerdo con su estrategia de negocios, la rapidez de los mecanismos para obtenerlas y el costo de las mismas.

El financiamiento proveniente de préstamos del BID y de instituciones financieras públicas tiene mejores costos y plazos más largos que las obligaciones financieras de corto plazo de instituciones financieras locales. Además, interviene con éxito al mercado de valores que tiene también un costo menor a las obligaciones con IFI's locales.

La participación del fondeo del BID y de instituciones públicas ha coadyuvado a mejorar el margen financiero y ha pretendido mejorar el calce de plazos de su balance.

El financiamiento del BID tiene un ciclo de desembolsos hasta completar la línea de USD15MM. A dic-2013 la línea de crédito del BID (USD15 millones) ha sido utilizada ya en un segundo ciclo, y de acuerdo con las condiciones del convenio será cancelado con los fondos provenientes de la titularización de cartera acumulada en el fideicomiso FIMECTH7. Este crédito tiene su vencimiento final en feb-2016.

Este es un crédito externo que incorpora riesgo de convertibilidad y transferencia en el caso de que se restrinja la disponibilidad y/o transferencia de dólares americanos hacia el exterior. En caso de que se diera una desdolarización de la economía, este crédito implicaría para CTH una pérdida de tipo de cambio. Sin embargo, dadas las condiciones macroeconómicas no se considera que se produzca un evento de esta naturaleza en el corto plazo.



Si bien la actual estructura ha permitido disminuir el costo de financiamiento y mejorar el calce de plazos cuando el préstamo del BID alcanza el total del financiamiento, se mantienen **posiciones de liquidez en riesgo** en el escenario contractual. Este muestra que la institución tendría que refinanciar parte de los pasivos en la banda de 8 a 15 días en adelante. La mayor brecha de liquidez acumulada de la CTH es de USD 19MM (toda la deuda a instituciones financieras locales y la del mercado de valores), se ubica en la banda de 181 a 360 días y representa 39 veces los activos líquidos netos.

El riesgo de refinanciamiento se ha mitigado en escenarios normales, sin presiones de liquidez y bajo la normativa actual, por las líneas de crédito por utilizar, negociadas y aprobadas con algunas instituciones financieras, las emisiones aprobadas pendientes de colocación y la línea de crédito con el BID antes de ser totalmente utilizada y siempre que se consiga la cartera con las características exigidas y que los procesos legales de la garantía hipotecaria hayan concluido.

El escenario esperado prevé la renovación del 90% de las líneas de crédito, una morosidad de 3% y una menor liquidez proveniente de los prepagos del 5% de cartera. En el escenario dinámico se asume el crecimiento de la cartera de largo plazo proveniente de las compras de cartera conjuntamente con el refinanciamiento total de pasivos ya existentes y la contratación de nuevos créditos.

Riesgo Operativo

La institución realiza el monitoreo y control de sus riesgos operativos, siguiendo un cronograma mensual para el monitoreo de los factores de riesgo. Dado el tamaño de la entidad y los riesgos a los que se encuentra expuesta, no cuenta con un sistema informático para controlar el riesgo operativo. El control se lo realiza cualitativamente en base al monitoreo mensual de los eventos de riesgo identificados para cada área y que forman parte del Mapa de Riesgos de la entidad. A dic-2013 la administración reporta que no se han registrado deterioros de los cinco principales riesgos operativos de la institución.

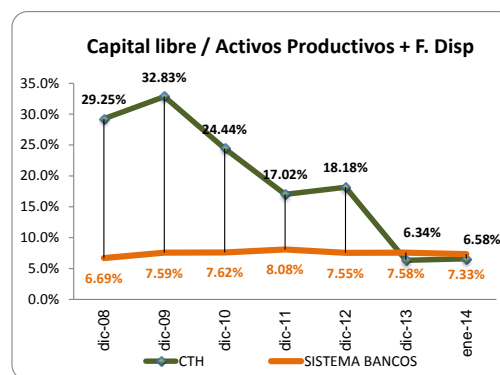
CTH mantiene sistemas adecuados para el seguimiento y control de riesgo operativo tanto de la cartera propia como en la administración maestra como fiduciario de la cartera en procesos

de titularización de terceros. Si bien subsisten algunos aspectos puntuales de mejoramiento, éstos están siendo superados a través de varias acciones a ejecutarse hasta mediados de este año.

El riesgo Legal: se han identificado los principales riesgos legales en las diferentes áreas y se encuentran gestionados de acuerdo con las políticas y procedimientos establecidos, y supervisado por las diferentes instancias de control. Al momento se continúa con la ejecución de acciones puntuales recomendadas por el SBS para mejorar su gestión.

La institución no ha estimado cuantitativamente las pérdidas potenciales que podrían ser atribuibles al riesgo operativo, ni ha estimado la necesidad de provisiones y/o patrimonio para cubrirlo.

Suficiencia de Capital



Fuente: CTH

Elaboración: BWR

Históricamente los indicadores patrimoniales de CTH se han manejado con holgura en relación a los riesgos del negocio. Esto ha sido considerado como una fortaleza necesaria para el emisor considerando la naturaleza volátil del negocio y su descalce de plazos entre activos y pasivos que conllevan riesgos de mercado y liquidez. De acuerdo a las estrategias y proyecciones planteadas se esperaba que la solvencia patrimonial de CTH vaya regresando al menos a los niveles del 2012. El gráfico anterior muestra que a dic-2013, el capital libre sobre activos productivos de CTH cae por debajo de los niveles del sistema.

El deterioro de los indicadores de solvencia patrimonial obedece al crecimiento de la cartera y en el 2013 a una reducción del capital libre por el aumento extraordinario de los activos improductivos. Esto se produce en el momento en que CTH compra las series subordinadas de los FIMUPI2 y 3, y paga



anticipadamente por los intereses extraordinarios a los que tiene derecho el tenedor de dichas series cuando las series privilegiadas se cancelen. El efecto en el capital libre es importante y debilita la posición patrimonial del emisor. Si bien al momento la recuperación de esta cuenta es incierta en cuanto al monto, porque los fideicomisos aún no se han liquidado, se esperaría que una buena parte se recupere hasta el 2016. De hecho ya existe una recuperación mensual y se espera que hasta fin de este año se recupere el 50%.

La posición patrimonial a dic-2013 incluye el total de la utilidad del periodo. La política de CTH ha sido repartir el 100% de las utilidades en dividendos en efectivo; han sido autorizados por el ente de control a repartir hasta el 50%. Si bien el patrimonio se reducirá por este motivo, el capital libre se irá liberando por la reducción gradual del activo improductivo explicada anteriormente. También la presión en el patrimonio técnico disminuirá con la reducción de cartera que implicará la colocación de la titularización planificada para junio.

POSICION RELATIVA DE LA GARANTIA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR

PRELACION	DESCRIPCION	Pasivo + contingentes tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobertura Activos Liquidos	Cobertura Activos Gía
1	Obligaciones con el Público (incluye intereses)	-	-		
2	Obligaciones patronales, retenciones, contribuciones, impuestos, multas	1,062	1,062	0.33	44.87
3	Obligaciones financieras (incluye intereses)	30,653	31,715	0.01	1.50
4	Valores en circulación	8,874	40,589	0.01	1.17
5	Otros pasivos	323	40,912	0.01	1.16
6	Pasivos y Contingentes no sujetos a prelación	-	40,912	0.01	1.16
TOTAL		40,912	40,912	0.01	1.16

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor u originador como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para la calificación.

La emisión de obligaciones y el papel comercial están dentro de la cuarta prelación en caso de liquidación.

Hemos recibido la certificación en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía

general y su relación con las emisiones en circulación, donde se aprecia que cumple con los requerimientos de ley.

RESGUARDOS

Tanto los programas de papel comercial como las emisiones de obligaciones cuentan con los resguardos de ley, no tienen resguardos adicionales y tienen garantía general.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

La CTH participa con éxito en el mercado de valores, tanto para la colocación de obligaciones de corto y largo plazo, como también con la colocación de títulos provenientes de sus titularizaciones de cartera de vivienda.

CARACTERÍSTICA DEL TÍTULO*	MONTO EMISIÓN	SALDO EN CIRCULACIÓN	PLAZO	FECHA DE EMISIÓN	FECHA DE VENCIMIENTO	CALIFICACION	CALIFICADORA
Emisión Obligaciones	800,000	400,000	1440 días	09/05/2011	18/04/2015	AA	BankWatch
Emisión Papel Comercial	3,800,000	3,550,000	hasta 720 días	23/04/2012	13/04/2014	AA	BankWatch
Emisión Obligaciones	1,000,000	800,000	900 días	22/03/2013	08/09/2015	AA	BankWatch
Emisión Papel Comercial	4,500,000	4,500,000	hasta 720 días	20/03/2013	10/03/2015	AA	BankWatch

A más de los valores analizados en el presente informe, listados en la tabla anterior y cuyas características se encuentran en la segunda página de este informe, la CTH posee dos titularizaciones en circulación en el mercado de valores, que no han sido calificadas por esta calificadora y que se detallan en la tabla que sigue:

NOMBRE FIDEICOMISO	MONTO USD	EMPRESA CALIFICADOR	CALIFICACION POR CLASE
Fideicomiso Mercantil CTH4 FIMECTH4	3,369,177	PACIFIC CREDIT RATINGS	A2=AA+, A3=A+, A4=B
Fideicomiso Mercantil CTH-BID1, BID1	13,693,903	PACIFIC CREDIT RATINGS	A1=AAA, A2=AA, A3=A+, A4=B+

La calificación otorgada a los títulos emitidos por otras Calificadoras, son de exclusiva responsabilidad de la calificadora que otorgó dicha calificación.

CTH

(\$ MILES)	SISTEMA BANCOS	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	ene-14
ACTIVOS							
Depositos en Instituciones Financieras	2,204,191	203	536	277	639	503	343
Inversiones Brutas	4,383,691	3,152	2,991	2,888	1,038	4,944	4,944
Cartera Productiva Bruta	16,909,107	14,888	18,290	26,512	26,120	37,996	38,505
Otros Activos Productivos Brutos	2,569,814	5	5	5	-	-	-
Total Activos Productivos	26,066,803	18,248	21,822	29,681	27,798	43,443	43,792
Fondos Disponibles Improductivos	3,437,892	4	2	2	11	1	1
Cartera en Riesgo	518,884	216	239	372	819	847	869
Activo Fijo	508,922	97	85	816	765	846	839
Otros Activos Improductivos	1,075,774	559	512	644	659	3,861	3,833
Total Provisiones	(1,382,353)	(973)	(488)	(733)	(826)	(880)	(912)
Total Activos Improductivos	5,541,471	876	837	1,835	2,254	5,555	5,543
TOTAL ACTIVOS	30,225,921	18,152	22,170	30,783	29,226	48,118	48,423
PASIVOS							
Obligaciones con el Público	24,419,554	-	-	-	-	-	-
Operaciones Interbancarias	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Inmediatas	128,521	2	-	-	-	-	-
Aceptaciones en Circulación	22,175	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Financieras	977,368	9,345	9,014	17,000	15,066	29,946	30,429
Valores en Circulación	508,893	2,000	6,738	6,649	6,407	9,117	8,874
Oblig. Convert. y Aportes Futuras Capitaliz	194,605	-	-	-	-	-	-
Cuentas por Pagar y Otros Pasivos	976,424	722	732	983	1,281	1,625	1,609
Provisiones para Contingentes	83,413	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO	27,310,953	12,070	16,484	24,631	22,755	40,688	40,912
TOTAL PATRIMONIO	2,914,968	6,083	5,686	6,152	6,472	7,429	7,511
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	30,225,921	18,152	22,170	30,783	29,226	48,118	48,423
CONTINGENTES	4,679,924	-	-	-	-	-	-
RESULTADOS							
Intereses Ganados	184,560	2,183	1,993	3,078	3,944	5,267	387
Intereses Pagados	48,453	1,043	976	1,000	1,286	1,855	212
Intereses Netos	136,107	1,140	1,017	2,078	2,658	3,413	175
Otros Ingresos Financieros Netos	17,667	(27)	(286)	(6)	(599)	(77)	(9)
Margen Bruto Financiero (IO)	153,774	1,113	731	2,072	2,059	3,336	166
Ingresos por Servicios (IO)	30,558	1,597	1,444	1,512	1,752	1,864	138
Otros Ingresos Operacionales (IO)	6,642	0	18	4	0	-	-
Gastos de Operación (Goperac)	125,723	1,490	1,576	1,703	1,773	2,051	156
Otras Perdidas Operacionales	7,263	-	0	0	10	1	-
Margen Operacional antes de Provisiones	57,988	1,220	617	1,885	2,028	3,149	148
Provisiones (Goperac)	31,161	-	214	351	563	207	39
Margen Operacional Neto	26,827	1,220	402	1,534	1,464	2,942	110
Otros Ingresos	15,255	72	673	105	377	90	12
Otros Gastos y Perdidas	7,783	8	14	6	2	7	1
Impuestos y Participación de Empleados	10,720	415	370	546	558	879	39
RESULTADOS DEL EJERCICIO	23,580	870	691	1,087	1,282	2,146	82

CTH

(\$ MILES)	SISTEMA BANCOS	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	ene-14
CALIDAD DE ACTIVOS							
Act. Productivos + F. Disponibles	29,504,695	18,253	21,823	29,683	27,809	43,444	43,793
Cartera Bruta total	17,427,991	15,104	18,528	26,884	26,939	38,843	39,374
Cartera Vencida	217,156	14	14	27	59	37	41
Cartera en Riesgo	518,884	216	239	372	819	847	869
Cartera C+D+E	-	68	49	206	316	260	-
Provisiones para Cartera	(1,093,454)	(640)	(435)	(682)	(764)	(820)	(852)
Activos Productivos / T.A. (Brutos)	82.5%	95.4%	96.3%	94.2%	92.5%	88.7%	88.8%
Activos Productivos / Pasivos con Costo	140.7%	160.8%	138.5%	125.5%	129.5%	111.2%	111.4%
Cartera Vencida / T. Cartera (Bruta)	1.25%	0.10%	0.07%	0.10%	0.22%	0.17%	0.10%
Cartera en Riesgo/T. Cartera (Bruta) + D.Fiduciarios (cta.x cobrar)		1.43%	1.29%	1.39%	3.04%	2.18%	2.21%
Cartera en riesgo+reestructurada x vencer / T. Cartera (Bruta)	3.3%	3.6%	3.1%	2.5%	3.8%	2.8%	2.7%
Cartera C+D+E / T. Cartera (Bruta)	0.0%	0.5%	0.3%	0.8%	1.2%	0.7%	0.0%
Prov. de Cartera+ Contingentes/ Cart en Riesgo	226.8%	296.7%	131.8%	89.2%	86.3%	72.4%	75.0%
Provisiones de Cartera + Contingentes + D.Fiduciarios / Cartera en Riesgo		296.7%	182.3%	183.0%	93.3%	96.8%	98.0%
Provisiones de Cartera + Contingentes / Cartera en Riesgo + Reestructurada por vencer	202.0%	117.0%	76.4%	101.4%	73.8%	74.9%	80.1%
Prov. de Cartera +Contingentes /Cartera CDE		937.2%	896.8%	331.2%	241.8%	314.9%	
Prov de Cartera / T. Cartera (Bruta)	6.27%	4.24%	2.35%	2.54%	2.84%	2.11%	2.16%
Prov con Conting sin invers. / Activo CDE		517.0%	564.8%	280.2%	214.0%	266.0%	
Cart CDE+ Catigos periodo +Venta cart E /Cartera Bruta prom	0.0%	0.5%	0.4%	2.1%	1.6%	1.2%	0.0%
Recuperación Ctgos periodo / ctgos periodo anterior	3.1%		0.0%	0.0%	98.7%	41.5%	0.3%
Ctgo total período / MON antes de provisiones	11.0%	0.0%	0.0%	1.0%	5.7%	4.8%	0.0%
Castigos Cartera (Anual)/ Cartera Bruta Prom.	0.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.0%
CAPITALIZACION							
PTC / APPR	11.91%	55.47%	38.54%	24.02%	34.43%	18.17%	18.08%
TIER I / APPR	10.86%	27.73%	20.56%	12.11%	17.21%	9.09%	9.04%
PTC / Activos y Contingentes	7.8%	32.5%	25.6%	20.0%	22.0%	13.8%	13.7%
Activos Fijos +Activos Fideicom/ Patr. Técnico	22.23%	1.65%	1.50%	13.26%	11.92%	12.72%	12.62%
Capital libre (USD M)**	2,152,481	5,900	5,331	5,052	5,054	2,756	2,881
Capital libre / Activos Productivos + F. Disp	7.33%	32.83%	24.44%	17.02%	18.18%	6.34%	6.58%
Capital Libre / Patrimonio + Provisiones	50.57%	87.12%	86.45%	73.38%	69.26%	33.16%	34.21%
TIER I / Patrimonio Técnico	91.18%	50.00%	53.33%	50.42%	50.00%	50.00%	50.00%
Patrimonio/ Activo Neto Promedio (Apalancamiento)	9.56%	33.63%	28.20%	23.24%	21.57%	19.21%	15.56%
TIER I / Activo Neto Promedio	8.11%	16.28%	15.04%	11.71%	10.70%	8.60%	6.89%
RENTABILIDAD							
Comisiones de Cartera	833	-	-	-	-	-	-
Ingresos Operativos Netos	183,712	2,710	2,193	3,588	3,801	5,200	304
Result. antes de impuest. y particip. trab.	34,299	1,285	1,061	1,634	1,840	3,025	121
Margen de Interés Neto	73.75%	52.22%	51.03%	67.51%	67.40%	64.79%	45.23%
ROE	9.72%	15.22%	11.74%	18.37%	20.31%	30.88%	13.17%
ROE Operativo	11.06%	21.36%	6.84%	25.92%	23.20%	42.33%	17.61%
ROA	0.93%	4.81%	3.43%	4.11%	4.27%	5.55%	2.04%
ROA Operativo	1.06%	6.75%	2.00%	5.79%	4.88%	7.61%	2.72%
Inter. y Comis. de Cart. Netos /Ingr Operat.Net.	74.54%	42.06%	46.38%	57.91%	69.93%	65.63%	57.57%
Intereses y Comis. de Cart. Netos /Activos Productivos Promedio (NIM)	6.32%	6.23%	6.00%	14.91%	9.25%	9.58%	4.81%
M.B.F. / Activos Productivos promedio	7.09%	6.08%	4.31%	14.87%	7.17%	9.37%	4.56%
Gasto provisiones / MON antes de provisiones	53.74%	0.00%	34.73%	18.62%	27.79%	6.57%	26.06%
Gastos Operacionales / Ingr. Operativos Netos	85.40%	54.97%	81.65%	57.24%	61.48%	43.42%	63.94%
Gastos Operacionales sin Prov/ Ingr Oper Netos	68.44%	54.97%	71.88%	47.46%	46.65%	39.44%	51.24%
Gto Operacionales (Anual)/ Activos N Prom	6.18%	8.24%	8.88%	7.76%	7.79%	5.84%	4.83%
LIQUIDEZ							
Fondos Disponibles	5,642,083	208	537	279	650	504	344
Activos Liquidos (BWR)	7,746,511	221	537	279	650	504	353
Indice Liquidez Estructural 1ra Línea (SBS)	36.54%	4.88%	13.44%	4.48%	8.74%	5.39%	4.08%
Indice Liquidez Estructural 2nda Línea(SBS)	33.27%	3.12%	7.35%	14.42%	4.63%	1.98%	1.40%
Mayor brecha acum de liquidez / Act. Liquidos	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Activos Liq. (BWR)/Pasivos corto plazo(BWR)	36.54%	4.88%	13.44%	4.48%	8.74%	5.39%	4.08%
Fondos Disp. / Pasivos CP(BWR)	26.62%	4.59%	13.44%	4.48%	8.74%	5.39%	3.98%
RIESGO DE MERCADO							
Riesgo de tasa Margen Fin/Patrimonio (1% var)	0.00%	0.84%	0.08%	-0.98%	-0.48%	-0.74%	-0.93%
Riesgo de tasa Val. Patrim/Patrimonio (1% var)	0.00%	0.23%	-0.85%	-2.01%	-1.45%	-1.47%	-1.64%

** Patrimonio + Provisiones - (Act Improd sin F. Disp)

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. . ©® BankWatch Ratings 2014.