

Ecuador
Calificación Global

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

Calificación Global

2012	2013	2014
AA	AA	AA-

Perspectiva: Negativa

Definición de la Calificación:

AA: “La institución es muy sólida financieramente, tiene buenos antecedentes de desempeño y no parece tener aspectos débiles que se destaquen. Su perfil general de riesgo, aunque bajo, no es tan favorable como el de las instituciones que se encuentran en la categoría más alta de calificación”

Resumen Financiero

En millones USD	SISTEMA BANCOS	dic-12	dic-13	dic-14
Activos	32,817	29,23	48,12	28,45
Patrimonio	3,167	6,47	7,43	8,05
Resultados	26,6	1,28	2,15	1,69
ROE (%)	10,15%	20,31%	30,88%	21,81%
ROA (%)	0,96%	4,27%	5,55%	4,41%

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 con base en la información al 31-Dic-2014, presentada por Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A., y demás información pública disponible, decidió reducir la calificación global a AA- y mantener la perspectiva negativa. La calificación global es una calificación que incorpora el riesgo de crédito de largo plazo.

La categoría de calificación otorgada se fundamenta en lo siguiente:

Entorno operativo complejo e incierto. Dadas las condiciones macroeconómicas actuales y previstas al menos para este y el próximo año, el entorno operativo para varias industrias incluido el sistema financiero se ha complicado. La contracción de liquidez en la economía ha limitado el apetito por emisiones del sector privado en el mercado de valores, sean estas obligaciones o valores de procesos de titularización. La industria de la construcción también se ha venido contrayendo y se espera que la tendencia se mantenga a pesar de los incentivos establecidos por el gobierno. La industria de la construcción depende en gran medida de las fuentes de financiamiento disponibles.

Constituye un reto para la CTH la generación estable de ingresos a partir del 2016. Los resultados de CTH a partir del 2016, dependerán de su capacidad de comprar cartera, de las motivaciones de los originadores de cartera hipotecaria para venderla y/o estructurarla para procesos de titularización, y de la liquidez de los inversionistas. A pesar de que el mercado hipotecario de vivienda es competitivo, consideramos que CTH tiene un nicho propio que podría seguir generando cartera para su compra. Adicionalmente, si se mantienen los incentivos actuales, las instituciones financieras podrían mostrarse interesadas en participar en nuevos procesos de titularización hipotecaria.

Efecto del entorno operativo y de las nuevas regulaciones en los ingresos de CTH. Las tres líneas principales del negocio operativo de la CTH, podrían verse afectadas por la situación del entorno operativo:

Intereses de Cartera: Consideramos que el nicho específico de CTH le permitiría mantener los niveles actuales de compra de cartera hipotecaria, lo cual en el 2015 le otorgaría la posibilidad de mantener los ingresos por intereses de cartera. Esto contando con las líneas disponibles de los bancos privados y asumiendo que la línea de la CAF se renueve y que empiece a operar el próximo mes (mayo-2015). Esta línea que compensará parcialmente la que ha dejado de operar con el BID, debe ser renovada anualmente a fin de septiembre.

Intereses por inversiones: esta línea de negocio es volátil y su generación está concentrada en pocos emisores incluida la misma CTH. Para el 2015, se espera una generación similar a la del 2014, gracias a las inversiones realizadas en las clases subordinadas de titularizaciones ya emitidas; la posibilidad de seguir adquiriendo este tipo de inversiones, las cuales en los últimos años han sido rentables para la CTH, se concentra por el momento en pocos originadores. No se prevén nuevas estructuras en el mediano plazo.



Servicios Fiduciarios: A partir del 2016 especialmente, esta línea podría verse afectada adicionalmente por las limitaciones legales impuestas a la CTH en cuanto a su actuación como Administrador Fiduciario, sin embargo, la delegación de este servicio a la CTH por parte de los nuevos fiduciarios haría que el impacto se diluya. Aun cuando dicho encargo se concrete, la posibilidad de que los ingresos fiduciarios aumenten es limitada por las condiciones de mercado antes expuestas; por el momento, los nuevos negocios que se prevén en esta línea son puntuales y reducidos a corto y mediano plazo. Los ingresos por servicios fiduciarios se han mantenido en los mismos niveles a partir del último trimestre del 2013 y se espera que en el mejor de los casos se sostengan.

La experiencia de la CTH podría ser aprovechada por los participantes más importantes del mercado en un entorno operativo positivo. Lo dicho en el párrafo anterior y las perspectivas de nuevos negocios de CTH se verían apoyadas por el interés del gobierno en la promoción de vivienda de interés público. Consideramos que la experiencia de la CTH es una fortaleza que a futuro le podría generar réditos económicos, a través de alianzas estratégicas y la oferta de servicios especializados. No obstante, la concreción de estas perspectivas únicamente podrá validarse en el mediano plazo.

Fondeo, Riesgo de liquidez y refinanciamiento. El riesgo de liquidez y refinanciamiento generado por el descalce de plazos se presiona por el entorno de menor liquidez en la economía. Este riesgo se ha mitigado históricamente gracias al apoyo de sus acreedores financieros que en su mayoría son accionistas de la institución. Por otro lado, la participación de CTH en el mercado de valores como fuente de fondeo ha sido exitosa. Las alternativas de fondeo a las que tenga acceso la CTH, son determinantes para su negocio ya que no cuenta con depósitos del público. Bajo este contexto, el fondeo para el crecimiento de activos también representa un reto para la CTH especialmente a partir del 2016.

La calificación incorpora la expectativa de que el capital libre se mantenga en al menos dos dígitos y sobre el sistema financiero. Los riesgos de mercado y liquidez que surgen en la CTH se mitigan en parte con los niveles de capital libre y patrimonio técnico que hasta el momento han sido mayores que el sistema bancario. Adicionalmente el nivel de capitalización esperado mitiga la volatilidad de los indicadores por el tamaño y dinámica del negocio de la institución.

La calidad de activos de CTH es adecuada a pesar del incremento de la morosidad producido por la incorporación de cartera madura proveniente de la liquidación del fideicomiso FIMUPI2. El principal activo de CTH es cartera de vivienda, garantizada con hipotecas. Históricamente ha mantenido bajos niveles de morosidad y pérdida, sin embargo, por su nicho específico de negocio muestra niveles de morosidad ligeramente superiores al sistema, sin embargo la pérdida neta es baja en relación a la cartera gracias a su gestión de cobranza. La cobertura de la cartera en riesgo con provisiones es cada vez menor, muy inferior al promedio de los bancos pero cuenta con garantía hipotecaria que podría compensar en parte dicha diferencia. Las posibilidades de incrementar la provisión para cubrir los riesgos de la cartera son reducidas considerando la presión en la generación de resultados que enfrenta la CTH y sobretodo en vista de la opinión de la administración que considera que las provisiones actuales son generosas contra lo efectivamente perdido.

La perspectiva de la calificación de CTH, a largo plazo, es negativa frente al entorno operativo. La perspectiva podría cambiar positivamente si se observa que los ingresos de CTH, limitados por las nuevas normas, y el entorno operativo son compensados por otros que fomenten estabilidad en la generación. Así mismo, los indicadores de capitalización, liquidez y cobertura deberían mantenerse dentro de lo esperado. Por el contrario, la calificación podría verse reducida si no se logra mantener la generación operativa, si las fuentes de fondeo de CTH se limitan y/o si sus indicadores de capitalización no se mantienen de acuerdo a las estrategias planteadas.



Calificación Local. La calificación otorgada pertenece a una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación incorpora los riesgos del entorno económico y riesgo sistémico que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo crediticio de las instituciones del sistema.

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.

Hecho Relevante:

En 12 de septiembre del 2014 entró en vigencia el nuevo Código Monetario y Financiero en la cláusula transitoria XXVII se especifica lo siguiente:

“Vigésima séptima.- Corporación de desarrollo de mercado secundario de hipotecas: La entidad constituida al amparo de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero como corporación de desarrollo de mercado secundario de hipotecas, en el plazo de un (1) año de la vigencia de este Código, deberá transferir la calidad de fiduciaria en los procesos de titularización que actualmente administra, a una sociedad administradora de fondos y fideicomisos, manteniendo las demás facultades requeridas para desarrollar procesos de titularización, propios y de terceros. Si en el plazo indicado no opera tal transferencia, la entidad deberá liquidarse.

La participación del Estado en esta corporación será asumida por el Banco del Estado, entidad que podrá mantenerla, incrementarla o enajenarla.”

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

La economía ecuatoriana se caracteriza por tener una estructura concentrada en ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia en 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, de la industria, y del comercio en general. Por otra parte, el bajo incentivo a la inversión extranjera directa (IED) y la estructura concentrada de la balanza comercial, representan un problema para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la oferta monetaria y por ende de la economía.

Para el año 2015, se prevé un escenario de liquidez contraída que afectará al sistema financiero y a la mayor parte de los segmentos que mueven la economía del país como consecuencia de la caída de los precios del petróleo. Actualmente el precio del crudo ecuatoriano oscila alrededor de los USD50.

La Asamblea Nacional aprobó la proforma presupuestaria con un déficit de 4.9% del PIB y un precio del barril de crudo de USD79.7, lo que supera en más de USD20 el precio estimado del crudo en el mercado de futuros. El déficit fiscal se amplía a 6.2% del PIB. A pesar de que el gobierno se ha esforzado por conseguir financiamiento externo para cubrir parte de este déficit presupuestario, no queda claro ni el monto ni las condiciones del financiamiento conseguido.

Las alternativas adicionales según lo expuesto por el gobierno giran alrededor de mantener o reducir modestamente el gasto corriente y/o reducir las inversiones de capital. La reducción de estos rubros tendrá un impacto negativo importante en todos los sectores económicos.

Para compensar la balanza comercial y sostener en lo posible el gasto e inversión públicos, la estrategia del gobierno apunta a aumentar la recaudación tributaria e incrementar deuda de forma acelerada. La reducción de subsidios tendría un costo político alto que creeríamos que el gobierno no estaría dispuesto a asumir al menos por el momento.

Adicionalmente el escenario operativo del país se complica para la industria nacional, por la apreciación del dólar que implica pérdida de competitividad en las exportaciones y productos importados más baratos. Para controlar la demanda de los productos importados el Gobierno ha implementado cupos, y está implementando un sistema de salvaguardia de balanza de pagos para encarecer dichos productos. La nueva salvaguardia, contemplada por la OMC y aceptada por el período de 15 meses, se aplicará a todos los productos que no se consideren indispensables es decir a casi todos los productos de consumo, a las materias primas y productos no terminados especialmente aquellos que compitan con los nacionales y a los bienes de capital cuya importación pueda ser pospuesta por un año. Habría que analizar puntualmente el impacto que estas medidas tengan en cada industria y en cada empresa.

De lo dicho se concluye que habrá un incremento generalizado de precios tanto en productos importados como en aquellos de producción nacional, lo que junto con la apreciación del dólar afectará negativamente la competitividad de nuestros productos.



Si los precios del petróleo no se recuperan y el dólar se mantiene fuerte frente a otras monedas, el equilibrio de las finanzas públicas y del comercio exterior seguirá siendo un reto para el gobierno, tomando en cuenta que la salvaguardia es una medida temporal de quince meses.

Los resultados previsionales del Banco Central del Ecuador para el 2014, muestran que el PIB anual creció en 3.8%, lo que implica una desaceleración frente a periodos anteriores. La nueva estimación del gobierno en cuanto al PIB del 2015, es que crecerá por debajo del 1.7%, lo cual parecería ser optimista en vista de las circunstancias. El crecimiento del 2014, se apoyó principalmente en un importante aumento de las exportaciones y una sostenida actividad en el consumo de hogares. El consumo de los hogares podría verse restringido en este año por la contracción del gasto y de las inversiones por parte del Gobierno, lo cual ha constituido el motor de dicho consumo y de la economía en general durante los años anteriores.

La balanza comercial a diciembre del 2014 mostró un déficit menor que la del 2013. La desaceleración del crecimiento de importaciones, influenciado por las medidas de restricción implementadas el año pasado, y el crecimiento de exportaciones, dado principalmente por el aumento internacional del precio del camarón, apoyaron la tendencia positiva anual de la balanza comercial. Comparando las cifras de enero 2014 y enero 2015, se observa que el déficit de la balanza comercial más que se duplica como consecuencia de la caída de las exportaciones petroleras y a pesar de la reducción de las importaciones.

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

BWR considera que la aprobación del **Código Monetario Financiero** significará que en el mediano plazo existan modificaciones importantes a la estructura del sistema financiero ecuatoriano. El impacto real de muchos de los cambios se estima no será evidenciado en el corto plazo, debido al tiempo que tomará la creación de normativa secundaria que determine la parte operativa de los cambios expuesto en el Código.

La definición final de la normativa secundaria puede cambiar radicalmente la percepción de riesgo del sistema financiero y de la economía. Mientras más tiempo demore la transición entre la normativa

actual hacia el nuevo Código, potencialmente podría aumentar la percepción del riesgo sistémico.

En general, una de las grandes preocupaciones que genera el Código es la **ambigüedad** de la redacción, que no define con claridad el alcance de varios artículos. Por otra parte, la **discrecionalidad y subjetividad** que tiene la nueva Junta para tomar decisiones limita la capacidad de análisis del impacto en el sistema financiero, debido a que deja abierta la posibilidad de decisiones subjetivas que pueden ser tomadas según una visión **técnica o política**. Por otra parte, es incierto si el enfoque de control que defina la Junta será **vía punitiva o vía incentivos**.

En conclusión, el riesgo que se genere en el Sistema Financiero y la economía ecuatoriana dependerá de las decisiones que a futuro la Junta pueda tomar. El riesgo fundamental sería la inseguridad jurídica por la capacidad de cambiar las reglas del juego en cualquier momento.

Consideramos que el Código en el corto plazo no representa un riesgo importante en el sistema financiero ecuatoriano, sin embargo, los impactos se podrán revisar conforme se expida la normativa secundaria y el Código tenga una sociabilización mayor a nivel nacional. Por ende, consideramos que el impacto del nuevo Código en la economía ecuatoriana en el corto plazo es limitado; no obstante, a futuro los riesgos podrían incrementarse, en especial en relación a la liquidez, si el Gobierno no encuentra fuentes de fondeo para el gasto de inversión proyectado o si los ingresos generados por el petróleo se reducen sustancialmente.

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".

Perfil de la Institución

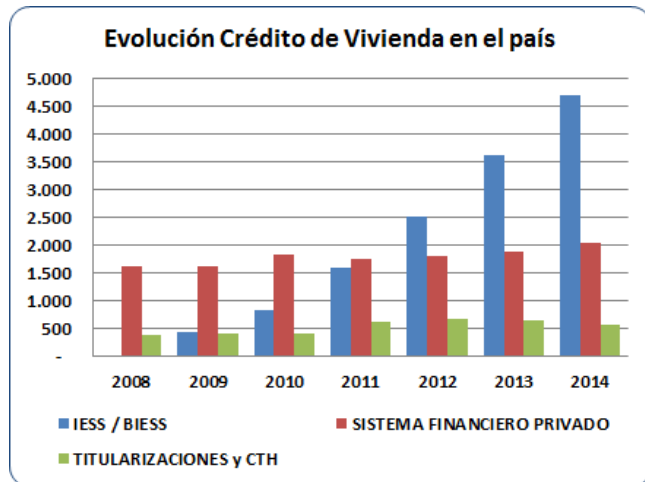
La Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas -CTH- se creó en el año 1997 con el objetivo de ser una institución dinamizadora del mercado hipotecario, a través de la estructuración de procesos de titularización de cartera de vivienda tanto propia como de terceros; además está facultada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

Bajo el nuevo Código Monetario y Financiero, CTH es una institución de Servicios Financieros y como tal pertenece al Sistema Financiero Ecuatoriano.

Posicionamiento e imagen La CTH ha posicionado su imagen en el mercado y se ha convertido en uno de los principales referentes en cartera hipotecaria.



CTH es la única institución de esta naturaleza en el sistema financiero ecuatoriano. En la generación de cartera compite con el Biess y con la mayoría de las instituciones financieras. Se ha fortalecido en el nicho de préstamo hipotecario a emigrantes y de sectores que no acceden a los préstamos del BIESS o de Bancos privados, los cuales no han sido aprovechados por otras instituciones del sistema financiero.



Fuente: SBS, SEPS, IESS. Elaboración: BWR

Es importante rescatar la capacidad de CTH para generar cartera, lo cual es crítico en la generación de ingresos. Es un reto para la institución mantener los niveles de generación, especialmente en un contexto donde el crédito hipotecario en el sistema financiero (Bancos, Cooperativas, Mutualistas y Financieras) sin considerar al BIESS en los últimos tres años ha tenido un crecimiento promedio de 3.3% anual. Las colocaciones en el BIESS crecieron en 29.5% entre enero y noviembre del 2014 y 43.5% en el 2013. A dic-2014 el BIESS capta aproximadamente el 64.03% de la cartera hipotecaria del mercado.

En CTH, luego de la titularización realizada en el mes de agosto por alrededor de USD 25MM de cartera de vivienda, a dic-2014 acumula cartera bruta propia por un monto de USD23.8MM que representa aproximadamente el 1.2% de la cartera hipotecaria del sistema financiero privado.

CTH no capta fondos del público, su principal fuente de fondeo son instituciones financieras locales y organismos multilaterales, además del mercado de valores en el que ha participado con éxito.

Como institución de Servicios Financieros está facultada a emitir papel comercial (cosa que no pueden realizar las instituciones financieras) y emisión de obligaciones siempre que cumpla con los resguardos establecidos por la nueva norma.

CTH es el Agente de Manejo de los fideicomisos de las titularizaciones que estructura, que incluye 20 procesos de titularización de cartera de otras instituciones del sistema financiero, 3 procesos propios. A dic-2014 la cartera de los fideicomisos administrados suma USD 558MM. CTH ha estructurado más del 90% de los procesos de titularización hipotecaria que se han realizado en el país. Los fideicomisos que maneja hasta el momento representan el 8.37% de la cartera hipotecaria local, incluyendo al Biess. La administración de estos fideicomisos tendrá que ser transferida a una Fiduciaria hasta sept-15. Los ingresos por el negocio fiduciario representan alrededor del 15.1% del total de ingresos del 2014.

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 líneas de crédito a corto plazo (con garantía específica de cartera o portafolio de inversiones), del mercado de valores.

Del 2010 a agosto-2014, mantuvo una línea de crédito del BID de 15MM. A pesar de que esta línea está vigente hasta agosto de 2016, al momento se encuentra en revisión por la normativa en cuanto al traspaso de cartera al fideicomiso. La operatividad de esta línea, está siendo gestionada. Desde este año comenzarán a operar con una línea de la CAF por USD10MM. Esta línea debe ser renovada anualmente el 30 de septiembre. Cada desembolso está sujeto a que se haya acumulado la cartera hipotecaria correspondiente en un fideicomiso del cual la CAF es el beneficiario. Cada desembolso debe ser cancelado dentro de los 18 meses a partir del respectivo desembolso, con los fondos obtenidos de la titularización de la cartera transferida al fideicomiso, en el caso de que se haya logrado una titularización exitosa. En el caso de que no se haya logrado una titularización exitosa, de la cartera hipotecaria financiada por el respectivo desembolso dentro de los 18 meses correspondientes, CTH debe pagar el préstamo mediante el pago de 5 cuotas trimestrales iguales y consecutivas, siendo la primera de ellas pagadera a los 18 meses contados a partir de la fecha de respectivo desembolso. Esto implica que de no realizarse la titularización, el plazo de cada desembolso es de 2.5 años.

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 importante aunque volátil y concentrado en pocos originadores.



La administración fiduciaria como línea de negocio se consolidó paulatinamente y representó hasta el momento una proporción significativa de los ingresos estables, estos ingresos no han crecido desde el último trimestre del 2013 y no se espera que crezcan en este ni el próximo año significativamente. Estos ingresos por las nuevas normas dejarán de generarse al menos parcialmente aun cuando el encargo del manejo de los mismos se transfiera a la CTH y podrían compensarse en parte por los fideicomisos que se crearían dentro del programa de vivienda impulsado por el gobierno y con la titularización planificada por CTH para el pago a la CAF. CTH sigue trabajando en un nuevo plan estratégico que le permita aprovechar su experiencia y especialización en el mercado hipotecario y de estructuración financiera. Las definiciones de dicho plan aún no se han concretado.

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%, que según las disposiciones del Código Orgánico Monetario y Financiero, será transferida al Banco del Estado, 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.

La CTH está regulada por la Superintendencia de Bancos, situación confirmada por el nuevo Código Monetario Financiero.

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. Se ha incorporado al directorio un miembro del BIESS, institución relevante en el mercado hipotecario. Los miembros del directorio han constituido un aporte importante en la toma de decisiones y definición de estrategias. El directorio constituye una fortaleza de la CTH y su aporte en esta etapa de redefinición estratégica de negocios será necesario y positivo.

La plana administrativa y directiva está conformada por profesionales de vasta trayectoria en el sistema y en el mercado objetivo.

Objetivos estratégicos

Para enfrentar los cambios presentados por el nuevo código monetario y financiero, CTH ha emprendido en un nuevo proceso de planificación estratégica con una asesoría internacional. La idea es incorporar nuevos mercados y productos a su gestión de negocios, para utilizar eficientemente sus recursos, aprovechando las oportunidades de un mercado en desarrollo y su experiencia y especialización.

Por el momento las metas previstas para el 2015 y el 2016 no están claras; la Administración de CTH nos ha informado que están preparando distintos escenarios en función de las nuevas condiciones de mercado. Las últimas proyecciones entregadas ya no rigen según la administración. En términos generales de acuerdo al Presidente Ejecutivo, se esperaría que los resultados del 2015 sean similares a los del 2014.

Como parte de las estrategias y en busca de disminuir el descalce de plazos, CTH consiguió la línea de largo plazo con el BID. Esta línea que está vigente hasta agosto 2016, por el momento no está operativa y será parcialmente compensada por la línea de la CAF que está lista para empezar a operar según la Administración. El resto del fondeo sigue siendo de corto plazo con instituciones financieras principalmente del sector privado. Se espera utilizar la línea de la CAF y realizar la titularización para el pago de la misma durante el 2015.

Los fondos provenientes de esta línea serán destinados al crecimiento del negocio. Dependiendo del monto de cartera que se logre acumular, el monto de la titularización podría incrementar sobre el valor de la deuda a la CAF, para reducir la deuda de corto plazo con instituciones locales. En el 2015, se retomará la colocación de títulos en el mercado de valores si el mercado es favorable.

La permanencia de la línea 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).



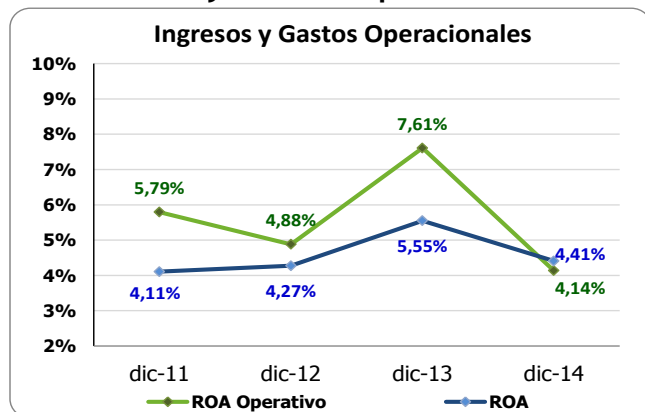
En el tercer trimestre del 2014 se realizó la titularización del FIMECTH7, por USD25MM, cuyo activo subyacente estaba conformado por la cartera hipotecaria del fideicomiso en garantía-BID y cartera propia de CTH. Inicialmente CTH mantuvo en su portafolio de inversión títulos de esta emisión por aproximadamente USD8MM, lo cual se registra a la fecha de corte (sep-2014). A dic-2014 se vendieron todos los títulos de las series preferentes y una parte de la serie subordinada. En general CTH cumple con los presupuestos planificados.

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 de CTH para el periodo 2010 al 2012 auditados por la firma PriceWaterHouseCoopers y para el año 2013 y 2014 por la firma KPMG. Además de información pública e información proporcionada por la CTH. Los estados financieros auditados no presentan observaciones.

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 aunque sin crecimiento desde el último trimestre del 2013.

El comportamiento del margen financiero de CTH, tanto en dólares como en términos relativos, es inestable debido a que los ingresos por intereses, tanto de cartera como de inversiones, varían dependiendo del momento del ciclo del negocio que no mantiene una periodicidad definida. Esto obedece a la naturaleza propia del negocio, que implica

aprovechar de las oportunidades de mercado cuando éstas se presentan, y a que los procesos de titularización se efectúen cuando el fideicomiso ha acumulado el volumen de cartera adecuado según las estrategias y necesidades.

Durante el año 2014 los intereses de cartera crecen únicamente en 2.3% respecto del 2013, debido a que en el mes de agosto se realizó la titularización de USD 25MM de cartera y por lo tanto los cuatro últimos meses del año ya no produjeron interés sobre esa cartera. Los intereses de cartera representan el 32.2% de los ingresos netos. Para el año 2015 se espera que los intereses que se generen sobre la cartera acumulada disminuyan dependiendo de la cartera que se logre acumular, del monto y de cuando se realice la titularización planificada.

Una segunda fuente de ingresos para CTH está constituida por los intereses generados en sus inversiones, particularmente los intereses extraordinarios que generan las clases subordinadas de algunas titularizaciones que han sido adquiridas por CTH. Durante el año 2014 se liquidó el fideicomiso FIMUPI2, generándose un interés extraordinario de alrededor de USD 945M, y representa el aproximadamente el 65% de los intereses generados por inversiones. Por esta razón la participación de intereses por inversiones representa el 13.4% de los ingresos netos. Para el 2015 CTH prevé generar nuevamente un aporte importante de intereses de su portafolio de inversiones.

Durante el año 2014 se generó un ingreso financiero por el premio en la venta de una parte de los títulos subordinados de FIMECTH7, comprados inicialmente por CTH. Este rubro representa el 8.5% del total de ingresos netos del período. Como estrategia CTH prefiere quedarse con la totalidad de los títulos subordinados, pero en el caso de la colocación del FIMECTH7 su venta formó parte de la negociación.

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.

A Dic-2014, el margen financiero neto representa el 51.47%, cuando en el 2013 fue de 64.79%. La reducción del margen financiero obedece a un incremento fuerte del costo de la deuda financiera (30.1% anual), derivado tanto del crecimiento de la deuda como también del mayor costo del fondeo proveniente de las instituciones financieras locales el cual fue creciendo paulatinamente durante el año, sustituyendo el financiamiento del BID, que terminó su ciclo luego de la titularización. Un nuevo ciclo podría iniciarse bajo esta línea una vez que se resuelvan los temas pendientes que actualmente



están siendo revisados.

Luego de la titularización de USD 25MM de cartera, la generación de intereses se reduce drásticamente hasta que el nuevo proceso de acumulación logre alcanzar un monto que sustituya la cartera titularizada. A dic-2014 la disminución de intereses de cartera fue de 20.4% anual. No obstante, gracias al aporte de intereses extraordinarios por la inversión en el FIMUPI2, el *margen financiero a dic-2014 se compensa parcialmente y su disminución es menor (13.3%)*.

Un rubro adicional de ingresos para la CTH es el de servicios fiduciarios, nicho en el que había alcanzado un nivel estable, y que desde el último trimestre de 2013 se sitúa en USD1237M y representa el 15.1% de los ingresos totales y 22.1% de los ingresos netos. Los ingresos totales por servicios operacionales que incluyen los servicios fiduciarios, los percibidos por servicios en asesoría en estructuración de titularizaciones y por servicios de administración de cartera hipotecaria representan el 33.3% del total de ingresos netos a dic-2014 y se mantienen estables no muestran crecimiento durante el año.

Las nuevas regulaciones limitan la posibilidad de CTH de generar ingresos fiduciarios a partir de sep-2015. Según CTH se espera que estos se reduzcan hasta en un 20% en el futuro firmando los convenios con las nuevas administradoras de fondos que delegarían la operación de los fideicomisos que actualmente maneja la CTH a la misma CTH. En este año se espera generar un ingreso por servicios similar al del 2014 compensando dicho ingreso con la operación de los fideicomisos que los ocho bancos locales deben constituir para el plan de Vivienda de Interés Público implementado por el Gobierno.

Los ingresos operacionales por servicios a dic-2014 cubren el 83.2% de los gastos de operación del período antes de provisiones. Hasta el momento estos recursos han constituido una base estable de ingresos, independientes del negocio financiero.

El margen operacional neto (MON) a dic-2014 (USD 1.583M) disminuye en 46.2% en relación con el 2013. Para fin de año se esperaría un MON similar al del 2014.

El MON generado en el 2014 recoge los ingresos extraordinarios generados por las inversiones en el FIMUPI2, los mismos que al ser cancelados con cartera se diluyen en la provisión que dicha cartera requiere y que se refleja en el incremento del gasto de provisiones (USD556 aproximadamente). Esto implicaría que el ingreso por la recaudación del interés extraordinario se reduce en términos netos.

Por otro lado, debe mencionarse que durante el año CTH reversó provisiones de cartera en USD779M, los ingresos no operacionales representaron el 15.1%

(1.6% en 2013) del total de ingresos netos. La reversión obedece a la recuperación de cartera, a la restitución de provisiones por la cartera que sale del balance de CTH al concretarse la titularización del FIMECTH7 y principalmente al cambio de política en cuanto a las provisiones que actualmente se generan en el mínimo exigido por ley. Este rubro extraordinario no se producirá en los mismos niveles en este año ya que el ajuste de provisiones ya está registrado en el 2014.

Volatilidad de las utilidades

Como resultado de lo analizado en los párrafos anteriores, la utilidad neta a dic-2014 (USD1.688M) es 21.4% menor a la obtenida el año anterior. Para el año 2015 se planifica un resultado neto similar al del 2014.

El comportamiento de la gestión operativa de CTH durante este año, no muestra necesariamente una tendencia a mediano plazo ya que como se ha venido mencionando los ingresos son volátiles y difíciles de predecir, especialmente bajo la coyuntura operativa legal actual. Se espera que el año 2015, sea similar al 2014. Esto como resultado de inversiones ya realizadas cuyos beneficios se obtendrán en este período. El margen financiero podría seguir apretándose como resultado del incremento del fondeo por parte de los bancos locales que tienen un mayor costo financiero que el de los multilaterales. Sin embargo, en la medida en que se utilicen las líneas del BID y de la CAF la presión en el margen financiero se iría liberando. Adicionalmente, los resultados futuros dependerán de la capacidad de la CTH para mantener y/o compensar sus ingresos por servicios fiduciarios a partir de sep-2015.

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 disposiciones legales respecto del sistema de gestión integral de riesgos, manteniendo una auditoría periódica evaluando su eficacia. La calidad del control del riesgo se refleja en el bajo riesgo de sus activos.

Si bien se mantienen varios temas susceptibles de mejoramiento, estos son evaluados periódicamente para su desarrollo y control y se están cumpliendo los cronogramas de trabajo establecidos.



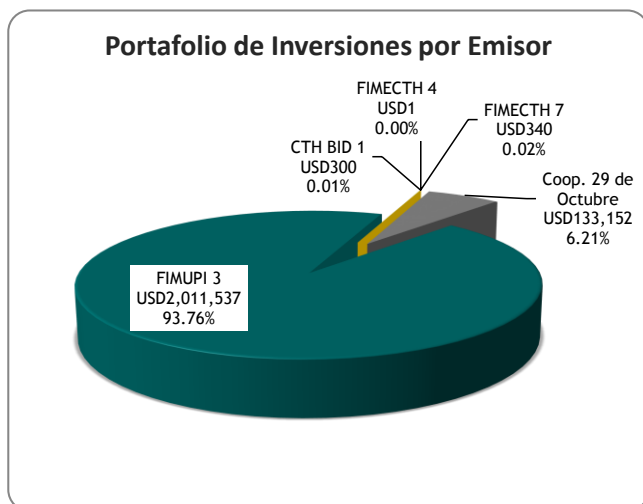
Riesgo de Crédito

Fondos Disponibles e Inversiones

CTH mantiene el 1.7% de sus activos como fondos disponibles, están depositados en instituciones financieras locales con un bajo riesgo de contraparte.

El portafolio de inversiones tuvo variaciones importantes durante el año debido a la incorporación y posterior venta de los títulos del Fideicomiso CTH7 que fueron colocados en los meses de agosto y septiembre, adicionalmente se liquidó el fideicomiso FIMUPI2 una parte de sus títulos estaba en el portafolio de inversiones. A dic-2014 el saldo del portafolio (USD 2.145M) se reduce en 56.6% en comparación con dic-2013.

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 inversión son aplicadas conforme lo prevé el manual integral de riesgos.



Fuente: CTH Elaboración: BWR

Como se observa en el gráfico, a dic-2014 la mayor parte corresponde a los títulos de las clases subordinadas del fideicomiso de cartera de vivienda FIMUPI3 (USD 2MM), una parte de estos títulos están en disponibilidad restringida en garantía de obligaciones financieras.

Estos títulos tienen vencimiento legal en el año 2016, con rendimientos de 8.62% y derecho al interés extraordinario que genere la titularización. Al momento se han cancelado las clases preferentes del FIMUPI3 quedando pendiente la clase subordinada que tiene la CTH, la cual se espera se cancele en el 2016. Del FIMECTH4, se mantiene vigente y por cancelarse una clase anterior a la subordinada, la cual se espera liquidarla en este año 2015. Considerando el comportamiento de estos fideicomisos en el tiempo y la garantía de cartera hipotecaria que contienen, consideramos que representan buen riesgo de crédito.

Los otros dos CTH-BID1 y FIMECTH7 no representan riesgo material de crédito para CTH por su bajo valor en libros, sin embargo, corresponden a clases subordinadas de los fideicomisos que podrían generar un interés extraordinario a su cancelación.

De igual forma existe también un pequeño monto de USD 340 que son títulos del fideicomiso CTH7 que corresponden a la clase subordinada, que podrían generar intereses extraordinarios a su liquidación.

Los títulos de la titularización de la cartera hipotecaria de la Cooperativa 29 de Octubre (USD146M) vencen en 2018 y generan un rendimiento de 8.5%. El monto de esta inversión no es representativo por lo que se considera que no implica mayor riesgo para CTH.

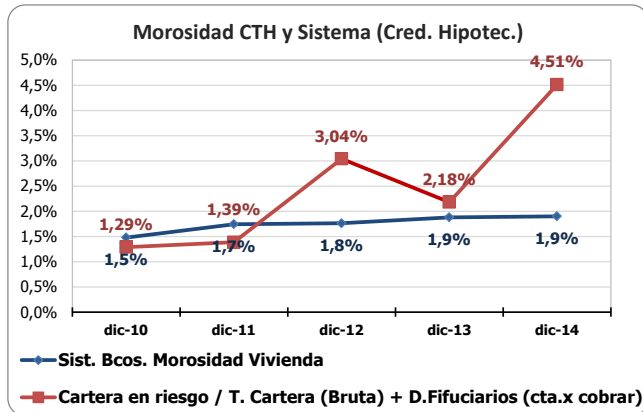
Calidad de Cartera:

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

El total de cartera bruta (USD 23.8MM) constituye el 81.7% del activo bruto, siendo su principal activo productivo. Durante el año se redujo en 38.7% por la titularización de cartera FIMECTH7 que se realizó en el mes de agosto. Con la liquidez obtenida se canceló el préstamo del BID, cumpliendo así las condiciones del convenio vigente con esta institución. Históricamente el total de la cartera ha mantenido una tendencia dinámica de crecimiento, lo que ha permitido utilizar eficientemente la línea del BID y crecer en el negocio financiero. Parte del crecimiento de la cartera de CTH proviene de la cancelación de las inversiones y sus intereses con cartera, tal como se define en los fideicomisos correspondientes.

A dic-2014 la cartera cuenta con 1.125 créditos personales que se otorgan para financiar hasta el 80% del costo de la vivienda principal. El monto promedio ponderado de crédito es de USD 25M. A dic-2014 el 41% de la cartera está garantizando sus obligaciones

financieras con IFI's locales.



Fuente: Estados Financieros CTH Elaboración: BWR

A dic-2014 el índice de morosidad de la cartera se eleva a 4.51% en comparación con dic-2013 que fue 2.18%, debido a la salida de la cartera vigente que fue titularizada, pero principalmente por el incremento de cartera en riesgo ocasionado por la adquisición de la cartera subyacente generada en el proceso de liquidación de las inversiones en el fideicomiso FIMUPI2; esto significó la incorporación de cartera con una morosidad alta por ser cartera madura de las clases subordinadas. Dadas las condiciones de la negociación que permiten incorporar esta cartera al balance de CTH, cualquier recuperación de la misma tiene efectos favorables en las utilidades.

Estimamos que el índice de morosidad podría mejorar paulatinamente por la gestión de recuperación que realiza CTH, por las características de la cartera en riesgo, por los castigos de cartera provisionada y por la incorporación de nueva cartera al balance siempre que esta no provenga de las clases subordinadas del portafolio de inversión.

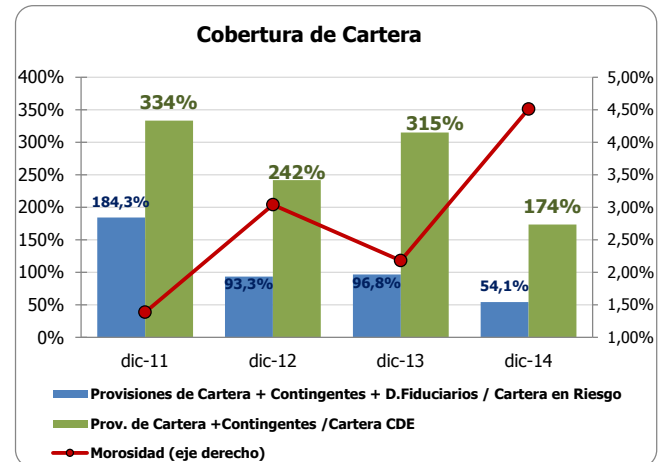
Si bien la morosidad de CTH en los últimos años ha sido superior al promedio del sistema (1.9%), como se observa en el gráfico anterior, esta brecha se incrementó bruscamente en este año, por el hecho puntual reseñado anteriormente, a dic-2014 se observó una recuperación respecto de los meses anteriores.

La cartera de CTH mantiene una buena calidad a pesar del incremento de la morosidad y del crecimiento de la cartera calificada CDE cuya participación se elevó a 1.41% (0.67% a dic-2013). La cartera calificada en estas categorías 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 (173%) como para la cartera en riesgo (54.1%) disminuyen drásticamente como consecuencia del

crecimiento de la cartera en riesgo en mayor proporción que el gasto neto de provisiones. Los niveles de cobertura son los menores de sus históricos y también mucho menores a los promedios que registra el sistema en la cartera de vivienda a la fecha de análisis (113.7%).

A continuación se presenta un gráfico mostrando la cobertura con provisiones de la cartera en riesgo, de aquella calificada CDE.



Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR

Debe tomarse en cuenta que, al ser un segmento de vivienda, toda la cartera de CTH cuenta con garantía hipotecaria de bienes inmuebles. Las garantías tienen una cobertura promedio de aproximadamente 2 veces sobre la cartera total, pero su realización, en caso de ser necesaria, no es inmediata y debe asumir costos legales y de liquidación.

Contingentes y Titularizaciones

El negocio fiduciario de la CTH se refleja en los activos (saldos de cartera hipotecaria) de los fideicomisos administrados por CTH que se registran en cuentas de orden deudoras por USD 560MM, de los cuales el 93.3% proviene de 20 fideicomisos generados por terceros.

El número de titularizaciones hipotecarias realizadas en el mercado y por lo tanto el negocio de administración de fideicomisos, se contrae con respecto a los últimos años debido a la presencia del Biess en el financiamiento de vivienda que capta aproximadamente el 64% de la cartera de vivienda del país a dic-2014.

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 mitigan con los niveles de capital libre y patrimonio técnico que hasta el momento han sido mayores que el sistema bancario.

La estructura de tasas de activos y pasivos de la institución, en su mayor parte variable, 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-2014 son los siguientes:

- La sensibilidad del Margen Financiero, fue USD 10.19M, lo que significa que frente a un cambio de 1% en la tasa de interés el impacto en el patrimonio sería 0.12% del Patrimonio Técnico.
- La sensibilidad frente a los recursos patrimoniales es de USD -71.81M o -0.88% de Patrimonio Técnico.

Considerando las tasas promedio ponderadas reales de la CTH, tanto en el pasivo como en el activo, la exposición no varía significativamente.

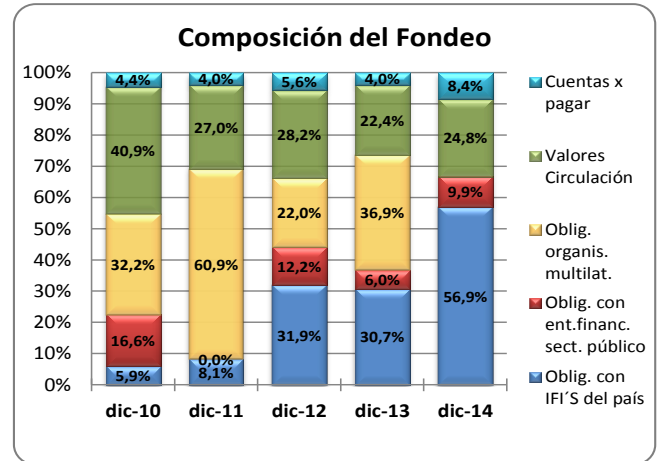
Riesgo de Liquidez y Fondeo

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.

El riesgo de refinanciamiento de CTH se ha mitigado históricamente gracias a un entorno operativo que ha presentado escenarios normales y sin presiones de liquidez, bajo los cuales, y como se ha comentado anteriormente, ha obtenido líneas de crédito aprobadas por algunas instituciones financieras, líneas con instituciones internacionales de desarrollo (BID 2010-2014 y CAF actualmente) y acceso al mercado de valores.

Las líneas con IFIS tanto locales como internacionales requieren de garantía específica por lo que el acceso a ellas depende de la generación de activos con las características exigidas, incluyendo la legalización de la garantía hipotecaria. La colocación de títulos en el mercado podría verse limitada por los nuevos requerimientos legales en cuanto a resguardos de liquidez.

A pesar de la buena calidad de la cartera hipotecaria 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 71.7% de sus activos con pasivos, considerando que los resultados del año 2014 se encuentran aún 100% dentro del patrimonio.

CTH ha demostrado capacidad para acceder a variadas fuentes de fondeo. 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.

Entre el 2010 y agosto-2014, CTH contó con el financiamiento del BID. A dic-2014, el crédito se canceló como estaba previsto. Una vez que se concluya el proceso de revisión de esta línea que estaría vigente hasta agosto de 2016, CTH podría contar con nuevos desembolsos.

La línea de la CAF que según información de la Administración, ya está operativa, incorporan un 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, estos créditos implicarían una pérdida de tipo de cambio.

Debido a la naturaleza de largo plazo de la cartera y al financiamiento que en su mayor parte es de corto plazo, generalmente se presentan posiciones de liquidez en riesgo en el escenario contractual.

En este escenario, a dic-2014, se muestra que la institución tendría que refinanciar parte de los pasivos desde la banda de 8 a 15 días en adelante. La mayor brecha de liquidez acumulada de la CTH es de USD 13MM se ubica en la banda de 181 a 360 días y representa 37.7 veces los activos líquidos netos. En este momento la línea de la CAF estaría disponible en su totalidad (USD10MM) y constituirían un respaldo de liquidez si se las utiliza para reducir deuda con IFIS.

Al momento el 100% de la deuda con instituciones financieras privadas y la deuda con el mercado de valores se concentra en el corto plazo, la deuda con



plazo mayor a 360 días corresponde a deuda con IFIS públicas y constituye únicamente el 9.35% del total de las obligaciones financieras y valores en circulación (8.6% del pasivo total). La concentración de la deuda en el corto plazo se mantiene al igual que la necesidad de refinanciarla.

Debido a que CTH no capta depósitos del público la institución no está expuesta a retiros no programados y además los vencimientos de su deuda están planificados y han podido ser administrados según sus requerimientos.

El escenario esperado prevé la renovación del 90% de las líneas de crédito, tasas de morosidad y prepagado en las diferentes bandas de tiempo que mantienen sus tendencias históricas, con una proyección de morosidad de 3.81% promedio y una tasa de prepagado promedio ponderada de alrededor de 10.78%.

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.

La institución ha mostrado tener acceso oportuno a las diferentes fuentes de fondeo, lo cual hasta el momento le han permitido mitigar el riesgo de liquidez.

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 la fecha de corte de la información, 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 durante el año.

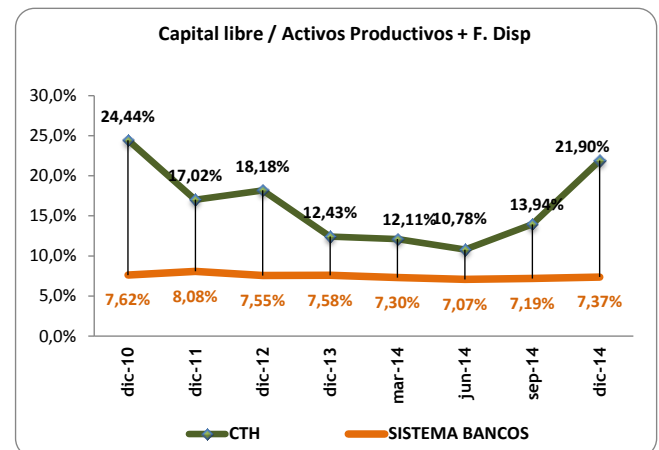
Se ha identificado los principales riesgos legales en las diferentes áreas y se encuentran gestionados de acuerdo con las políticas y procedimientos establecidos, y supervisado por las diferentes instancias de control. En este trimestre la CTH

actualizó la matriz de riesgos del área de finanzas y no encontró señales de alerta o deterioro en sus indicadores de gestión de sus cinco eventos de riesgo operativo más importantes o significativos.

Si bien han logrado un nivel adecuado de manejo del riesgo y la calidad de la información es satisfactoria, la SB ha realizado algunas recomendaciones que están siendo cumplidas para alcanzar un mayor nivel de seguridad de la información y un manejo eficiente de la información y la tecnología disponible. Al momento, la ejecución de acciones puntuales recomendadas por la SB para mejorar su gestión continúa.

La administración ha analizado el riesgo operativo y ha estimado un valor de pérdida potencial, sin embargo no ha establecido provisiones ya que no es un requerimiento definido por el ente de control.

Suficiencia de Capital



Fuente: CTH

Elaboración: BWR

Los indicadores de suficiencia de capital de CTH, históricamente han sido superiores al sistema bancario. Esto ha sido considerado como una fortaleza necesaria considerando la naturaleza volátil del negocio y su descalce de plazos entre activos y pasivos que conllevan riesgos de mercado y liquidez.

El mayor crecimiento de activos en el tiempo generó una disminución de los indicadores de capitalización de CTH, mostrando una menor holgura en su diferencia frente a los indicadores del sistema bancario, como se advierte en el gráfico anterior. Sin embargo, con la finalización del ciclo de acumulación de cartera y la colocación de la titularización del FIMECTH7 realizada en Agosto del 2014, salieron USD 25MM de cartera hipotecaria del balance de CTH. Esto implicó una mejora en el patrimonio técnico frente a los activos ponderados por riesgo y una mejora del capital libre frente a los activos productivos. En la medida en que se vaya acumulando cartera los indicadores mencionados se



irán ajustando pero se espera que se mantengan en al menos dos dígitos.

El indicador de *capital libre / activos productivos* (analiza la capacidad de cobertura que tendría una entidad en un caso de alto estrés sistémico), a dic-2014 este indicador llega a 21.9% que es mayor al 7.4% promedio del sistema de bancos privados.

Para el cálculo del capital libre, no se consideran como activos improductivos a las cuentas por cobrar que se generan por la compra del derecho de cobro de los intereses extraordinarios de las series subordinadas de FIMUPI2 y FIMUPI3. Nuestro análisis se fundamenta en que este rubro (que se genera por el pago anticipado del interés extraordinario devengado y no pagado de dicha clase al vendedor de la clase, que iba a recibir dicho pago cuando se liquiden los fideicomisos) está respaldado por la cartera que queda en el fideicomiso y que el valor contabilizado como activo está registrado al valor de la cartera de respaldo menos el valor de la cartera en riesgo. En vista del plazo transcurrido de los FIMUPI, el comportamiento de la cartera es razonablemente predecible y consistente con el valor registrado como interés extraordinario por cobrar en el balance de CTH.

La posición patrimonial a dic-2014 incluye el aporte para capitalización del 50% de las utilidades del año 2013 y el total de las utilidades del periodo 2014. La política de CTH ha sido repartir el 100% de las utilidades en dividendos en efectivo.

PRESENCIA BURSÁTIL

La CTH ha participado 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 INSOLUTO	PLAZO	FECHA DE EMISIÓN	FECHA VENCIMIENTO	CALIF	CALIFICAD.
Emisión Obligaciones	800.000	200.000	1440 días	09/05/2011	18/11/2015	AA	BankWatch
Emisión Obligaciones	1.000.000	400.000	900 días	22/03/2013	22/10/2015	AA	BankWatch
Emisión Papel Comercial	4.500.000	4.500.000	revolvente hasta 720 días	20/03/2013	10/03/2015	AA	BankWatch

Fuente: CTH

Elaboración: BWR

A más de los valores en la tabla anterior, la CTH posee tres 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:

CARACTERÍSTICA DEL TÍTULO*	MONTO EMISIÓN	SALDO INSOLUTO	PLAZO	FECHA DE EMISIÓN	FECHA VENCIMIENTO	CALIF	CALIFIC AD.
Títulos Valores - VACTH 4	10.630.162	-	59 meses	09/05/2008	01/04/2013	-	-
Títulos Valores - VACTH 4	1.328.770	-	72 meses	09/05/2008	01/05/2014	-	-
Títulos Valores - VACTH 4	1.328.769	340.542	86 meses	09/05/2008	01/07/2015	A+	PCR
Títulos Valores - VACTH 4	1	1	87 meses	09/05/2008	01/08/2015	B-	PCR
Títulos Valores - VACTH 6	12.940.000	5.766.865	69 meses	21/09/2012	16/03/2018	AAA	PCR
Títulos Valores - VACTH 6	2.930.000	2.930.000	90 meses	21/09/2012	16/12/2019	AA	PCR
Títulos Valores - VACTH 6	1.379.000	1.379.000	104 meses	21/09/2012	16/02/2021	A+	PCR
Títulos Valores - VACTH 6	1.000	1.000	105 meses	21/09/2012	16/03/2021	B+	PCR
Títulos Valores - VACTH 7	15.500.000	14.709.810	66 meses	18/08/2014	31/01/2020	AAA	PCR
Títulos Valores - VACTH 7	6.500.000	6.500.000	102 meses	18/08/2014	31/01/2023	AAA	PCR
Títulos Valores - VACTH 7	1.499.000	1.499.000	114 meses	18/08/2014	31/01/2024	AA	PCR
Títulos Valores - VACTH 7	1.500.000	1.500.000	129 meses	18/08/2014	30/04/2025	A-	PCR
Títulos Valores - VACTH 7	1.000	1.000	130 meses	18/08/2014	31/05/2025	B	PCR

Fuente: CTH

Elaboración: BWR

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-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14
ACTIVOS						
Depositos en Instituciones Financieras	1.820.701	536	277	639	503	343
Inversiones Brutas	4.800.175	2.991	2.888	1.038	4.944	2.145
Cartera Productiva Bruta	19.459.509	18.290	26.512	26.120	37.996	22.729
Otros Activos Productivos Brutos	2.841.700	5	5	-	3.017	905
Total Activos Productivos	28.922.085	21.822	29.681	27.798	46.460	26.121
Fondos Disponibles Improductivos	3.105.598	2	2	11	1	1
Cartera en Riesgo	666.680	239	372	819	847	1.074
Activo Fijo	530.241	85	816	765	846	780
Otros Activos Improductivos	1.112.488	512	644	659	844	1.150
Total Provisiones	(1.520.083)	(488)	(733)	(826)	(880)	(679)
Total Activos Improductivos	5.415.005	837	1.835	2.254	2.538	3.006
TOTAL ACTIVOS	32.817.007	22.170	30.783	29.226	48.118	28.448
PASIVOS						
Obligaciones con el Público	26.754.915	-	-	-	-	-
Operaciones Interbancarias	10.000	-	-	-	-	-
Obligaciones Inmediatas	166.983	-	-	-	-	-
Aceptaciones en Circulación	30.102	-	-	-	-	-
Obligaciones Financieras	1.174.274	9.014	17.000	15.066	29.946	13.622
Valores en Circulación	13.946	6.738	6.649	6.407	9.117	5.069
Oblig. Convert. y Aportes Futuras Capitaliz	219.421	-	-	-	-	-
Cuentas por Pagar y Otros Pasivos	1.179.611	732	983	1.281	1.625	1.711
Provisiones para Contingentes	100.684	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO	29.649.935	16.484	24.631	22.755	40.688	20.402
TOTAL PATRIMONIO	3.167.072	5.686	6.152	6.472	7.429	8.046
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	32.817.007	22.170	30.783	29.226	48.118	28.448
CONTINGENTES	5.758.090	-	-	-	-	-
RESULTADOS						
Intereses Ganados	205.518	1.993	3.078	3.944	5.267	4.971
Intereses Pagados	54.205	976	1.000	1.286	1.855	2.413
Intereses Netos	151.313	1.017	2.078	2.658	3.413	2.559
Otros Ingresos Financieros Netos	16.436	(286)	(6)	(599)	(77)	333
Margen Bruto Financiero (IO)	167.749	731	2.072	2.059	3.336	2.892
Ingresos por Servicios (IO)	36.431	1.444	1.512	1.752	1.864	1.862
Otros Ingresos Operacionales (IO)	8.712	18	4	0	-	-
Gastos de Operacion (Goperac)	140.430	1.576	1.703	1.773	2.051	2.237
Otras Perdidas Operacionales	8.583	0	0	10	1	-
Margen Operacional antes de Provisiones	63.880	617	1.885	2.028	3.149	2.516
Provisiones (Goperac)	31.863	214	351	563	207	933
Margen Operacional Neto	32.017	402	1.534	1.464	2.942	1.583
Otros Ingresos	14.654	673	105	377	90	849
Otros Gastos y Perdidas	7.299	14	6	2	7	5
Impuestos y Participacion de Empleados	12.725	370	546	558	879	739
RESULTADOS DEL EJERCICIO	26.647	691	1.087	1.282	2.146	1.688



CTH

(\$ MILES)	SISTEMA BANCOS	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14
CALIDAD DE ACTIVOS						
Act. Productivos + F. Disponibles	32.027.682	21.823	29.683	27.809	46.462	26.123
Cartera Bruta total	20.126.188	18.528	26.884	26.939	38.843	23.803
Cartera Vencida	275.324	14	27	59	37	79
Cartera en Riesgo	666.680	239	372	819	847	1.074
Cartera C+D+E	-	49	206	316	260	335
Provisiones para Cartera	(1.267.103)	(435)	(682)	(764)	(820)	(581)
Activos Productivos / T.A. (Brutos)	84,2%	96,3%	94,2%	92,5%	94,8%	89,7%
Activos Productivos / Pasivos con Costo	141,5%	138,5%	125,5%	129,5%	118,9%	139,8%
Cartera Vencida / T. Cartera (Bruta)	1,37%	0,07%	0,10%	0,22%	0,10%	0,33%
Cartera en Riesgo/T. Cartera (Bruta) + D.Fiduciarios (cta.x cobrar)		1,29%	1,39%	3,04%	2,18%	4,51%
Cartera en riesgo+reestructurada x vencer / T. Cartera (Bruta)	3,6%	3,1%	2,5%	3,8%	2,8%	5,0%
Cartera C+D+E / T. Cartera (Bruta)	0,0%	0,3%	0,8%	1,2%	0,7%	1,4%
Prov. de Cartera+ Contingentes/ Cart en Riesgo	205,2%	131,8%	89,2%	86,3%	72,4%	54,1%
Provisiones de Cartera + Contingentes + D.Fiduciarios / Cartera en Riesgo		184,3%	184,3%	93,3%	96,8%	54,1%
Provisiones de Cartera + Contingentes / Cartera en Riesgo + Reestructurada por vencer	187,3%	77,3%	102,1%	73,8%	74,9%	48,4%
Prov. de Cartera +Contingentes /Cartera CDE		906,5%	333,5%	241,8%	314,9%	173,6%
Prov de Cartera / T. Cartera (Bruta)	6,30%	2,37%	2,55%	2,84%	2,11%	2,44%
Prov con Conting sin invers. / Activo CDE		564,8%	280,2%	214,0%	266,0%	130,1%
Cart CDE+ Catigos periodo +Venta cart E /Cartera Bruta prom	0,1%	0,4%	2,1%	1,6%	1,2%	2,9%
Recuperación Ctgos periodo / ctgos periodo anterior	1,5%	0,0%	0,0%	98,7%	41,5%	40,7%
Ctgo total periodo / MON antes de provisiones	24,1%	0,0%	1,0%	5,7%	4,8%	14,5%
Castigos Cartera (Anual)/ Cartera Bruta Prom.	0,7%	0,0%	0,2%	0,4%	0,4%	1,1%
CAPITALIZACION						
PTC / APPR	#jDM/0!	38,54%	24,02%	34,43%	18,17%	49,72%
TIER I / APPR	#jDM/0!	20,56%	12,11%	17,21%	9,09%	27,17%
PTC / Activos y Contingentes	0,0%	25,6%	20,0%	22,0%	13,8%	28,3%
Activos Fijos +Activos Fideicom/ Patr. Técnico	0,00%	1,50%	13,26%	11,92%	12,72%	9,69%
Capital libre (USD M)**	2.388.722	5.331	5.052	5.054	5.773	5.721
Capital libre / Activos Productivos + F. Disp	7,48%	24,44%	17,02%	18,18%	12,43%	21,90%
Capital Libre / Patrimonio + Provisiones	50,84%	86,45%	73,38%	69,26%	69,48%	65,57%
TIER I / Patrimonio Técnico	0,00%	53,33%	50,42%	50,00%	50,00%	54,65%
Patrimonio/ Activo Neto Promedio (Apalancamiento)	9,53%	28,20%	23,24%	21,57%	19,21%	21,02%
TIER I / Activo Neto Promedio	0,00%	15,04%	11,71%	10,70%	8,60%	11,49%
RENTABILIDAD						
Comisiones de Cartera	243	-	-	-	-	-
Ingresos Operativos Netos	204.310	2.193	3.588	3.801	5.200	4.754
Result. antes de impuest. y particip. trab.	39.372	1.061	1.634	1.840	3.025	2.427
Margen de Interés Neto	73,63%	51,03%	67,51%	67,40%	64,79%	51,47%
ROE	10,15%	11,74%	18,37%	20,31%	30,88%	21,81%
ROE Operativo	12,19%	6,84%	25,92%	23,20%	42,33%	20,46%
ROA	0,96%	3,43%	4,11%	4,27%	5,55%	4,41%
ROA Operativo	1,16%	2,00%	5,79%	4,88%	7,61%	4,14%
Inter. y Comis. de Cart. Netos /Ingr Operat.Net.	74,18%	46,38%	57,91%	69,93%	65,63%	53,82%
Intereses y Comis. de Cart. Netos /Activos Productivos Promedio (NIM)	6,27%	6,00%	14,91%	9,25%	9,19%	7,05%
M.B.F. / Activos Productivos promedio	6,94%	4,31%	14,87%	7,17%	8,98%	7,97%
Gasto provisiones / MON antes de provisiones	49,88%	34,73%	18,62%	27,79%	6,57%	37,08%
Gastos Operacionales / Ingr. Operativos Netos	84,33%	81,65%	57,24%	61,48%	43,42%	66,69%
Gastos Operacionales sin Prov/ Ingr Oper Netos	68,73%	71,88%	47,46%	46,65%	39,44%	47,07%
Gto Operacionales (Anual)/ Activos N Prom	6,22%	8,88%	7,76%	7,79%	5,84%	8,28%
LIQUIDEZ						
Fondos Disponibles	4.926.298	537	279	650	504	344
Activos Liquidos (BWR)	6.907.363	537	279	650	504	352
Indice Liquidez Estructural 1ra Linea (SBS)	30,36%	13,44%	4,48%	8,74%	5,39%	4,02%
Indice Liquidez Estructural 2nda Linea(SBS)	27,46%	7,35%	14,42%	4,63%	1,98%	2,12%
Mayor brecha acum de liquidez / Act. Liquidos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-3798,99%
Activos Liq. (BWR)/Pasivos corto plazo(BWR)	30,36%	13,44%	4,48%	8,74%	5,39%	4,02%
Fondos Disp. / Pasivos CP(BWR)	21,65%	13,44%	4,48%	8,74%	5,39%	3,92%
RIESGO DE MERCADO						
Riesgo de tasa Margen Fin/Patrimonio (1% var)	0,00%	0,08%	-0,98%	-0,48%	-0,74%	0,28%
Riesgo de tasa Val. Patrim/Patrimonio (1% var)	0,00%	-0,85%	-2,01%	-1,45%	-1,47%	-0,62%

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



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía 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 por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta 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 el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. 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. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2014.