

Ecuador  
Calificación Global

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

### Calificación Global

2T2016	3T2016	4T2016
A+	A+	A+

Perspectiva: estable

### Definición de la Calificación:

A: "La institución es fuerte, tiene sólido récord financiero y es bien recibida en sus mercados naturales de dinero. Es posible que existan algunos aspectos débiles, pero es de esperarse que cualquier desviación con respecto a los niveles históricos de desempeño de la entidad sea limitada y que se superara rápidamente. La probabilidad de que se presenten problemas significativos es muy baja, aunque de todos modos ligeramente más alta que en el caso de las instituciones con mayor calificación".

### Resumen Financiero

En miles USD	dic-15	sep-16	dic-16
Activos	41.534	47.987	38.298
Patrimonio	7.741	7.623	7.568
Resultados	1.212	-116	832
ROE (%)	15,35%	-2,02%	10,86%
ROA (%)	3,46%	-0,35%	2,08%

### Contactos:

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

Patricia Pinto  
(5932) 226 9767  
ppinto@bwratings.com

Emilio Gaete  
(5932) 226 9767 ext. 115  
egaete@bwratings.com

### Fundamento de la Calificación

El comité de calificación con base en la información al 31-diciembre-2016, presentada por Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A., y demás información pública disponible, decidió mantener la calificación global de A+ con perspectiva estable. 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.** Fundamentadas en las condiciones macroeconómicas actuales y arrastradas desde el 2015, las previsiones a mediano plazo del entorno operativo para varias industrias, como la de la construcción y el sistema financiero, mantienen una tendencia presionada. La contracción de liquidez en la economía y las normas tributarias para el sistema financiero limitaron durante el primer semestre del 2016 el apetito por emisiones del sector privado en el mercado de valores, sean estas obligaciones o valores de procesos de titularización. Durante el segundo semestre la expectativa electoral ha limitado la dinámica en algunos sectores económicos. 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 y la inyección de capital que ha ayudado a mejorar la liquidez.

**Generación estable de ingresos presionada por factores del entorno.** CTH ha mantenido una tendencia contractiva en su generación operativa durante los últimos períodos, generada principalmente por la contracción del margen financiero y la reducción de sus ingresos por servicios. Los resultados de CTH a partir del 2017, 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, de la oferta de las series subordinadas de las titularizaciones, que es una fuente importante de ingresos de CTH, y de la liquidez de los inversionistas. Bajo las circunstancias actuales la gestión operativa de CTH representa un desafío.

**Varias alternativas de fondeo, pero con un presionado riesgo de liquidez y refinanciamiento.** El descalce provocado en el giro de negocio de CTH que se sustenta principalmente en activos de largo plazo con pasivos de corto plazo, genera riesgo de liquidez y refinanciamiento. Este riesgo se ha mitigado históricamente gracias al apoyo de sus acreedores financieros que en su mayoría son accionistas de la institución, y al acceso de la entidad a las distintas alternativas de fondeo. El riesgo de liquidez se presiona en el primer semestre de 2017 por el vencimiento del crédito de la CAF, el cual fue atendido oportunamente gracias a la colocación de títulos del FIMECTH8. Esta operación le permitió a la institución también reducir pasivos con bancos locales. Al momento cuenta con líneas disponibles tanto de bancos locales como de la CAF. Por otro lado, la participación de CTH en el mercado de valores como fuente de fondeo ha sido exitosa, pero en el corto plazo está restringida. El acceso de CTH a las distintas alternativas de fondeo y la renovación de sus obligaciones financieras son fundamentales para el crecimiento del negocio y la generación de resultados.

**La calidad de activos de CTH es manejable.** Históricamente ha mantenido



bajos niveles de morosidad y sobre todo de pérdida, sin embargo, por su modelo de negocio y las condiciones actuales del entorno, muestra niveles de morosidad presionados y superiores a los del sistema. La alta morosidad registrada se produce *principalmente por la incorporación de cartera madura proveniente de la liquidación de los fideicomisos en los que invierte. La morosidad de dic-16, alcanza su máximo nivel dentro de los últimos cuatro años.* La pérdida neta es baja en relación a la cartera gracias a su gestión de cobranza y a la garantía hipotecaria, se esperaría que en el mediano plazo los indicadores se recuperen al menos en parte. La cobertura de la cartera en riesgo y de los activos de riesgo con provisiones presenta una tendencia creciente paulatina, aunque se sitúa muy por debajo del promedio de los bancos. La cobertura de la cartera C,D,E en cambio mantiene una tendencia decreciente. La posibilidad de incrementar la provisión para cubrir los riesgos de la cartera dependerá de los resultados y de la decisión de la administración. La política por el momento es cumplir con los requerimientos de los multilaterales que exigen mantener provisiones por el 100% de la cartera vencida más de 90 días. Este requerimiento es para toda la cartera que se registra en el balance de CTH y permite cumplir con los requerimientos de ley.

***La experiencia de la CTH podría ser aprovechada por los participantes más importantes del mercado en un entorno operativo positivo.*** 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.

***La calificación incorpora la expectativa de que el capital libre se mantenga en al menos dos dígitos y sobre el sistema financiero.*** Los niveles de patrimonio técnico y capital libre ayudan a mitigar los riesgos de liquidez y de mercado que afectan a la institución. Dicho niveles han sido y se mantienen superiores al sistema bancario.

***La perspectiva de la calificación de CTH, es estable.*** 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 mostrar una tendencia positiva. Por el contrario, la perspectiva de la calificación podría hacerse negativa si no se logra mantener la generación operativa, si el entorno operativo presiona los resultados, 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 calificadoradora 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.

### Hechos Relevantes

En 12 de septiembre del 2014 entró en vigencia el nuevo Código Monetario y Financiero el cual obligó a CTH a transferir su capacidad fiduciaria, a partir de septiembre de 2015, a otras administradoras de fondos y fideicomisos. Esto implicó la pérdida de ingresos fiduciarios cuyo efecto se mitigó en parte ya que fueron contratados por algunas administradoras de fondos para realizar labores operativas y de seguimiento a los administradores de cartera de los procesos de titularización.

En diciembre del 2015, se publicó en el registro oficial la resolución 152-215-F de la JPRMF la cual entre otras cosas norma los servicios que pueden ofrecer las corporaciones de desarrollo del mercado secundario de hipotecas, en la práctica además de los productos y servicios que ha ofrecido CTH tradicionalmente, se le permite otorgar créditos inmobiliarios y de vivienda de interés social y por delegación de una administradora de fondos actuar como: Custodio, Administrar Activos tendiendo a la obtención de flujos y Agente de Pago siempre que los valores estén representados cartularmente.

La norma antes citada exige para estas corporaciones un capital pagado de USD3.943M, CTH a diciembre-2016 tiene un capital social de USD3.259M. La Superintendencia de Bancos ha autorizado terminar el proceso de incremento de capital hasta junio-2017. El aumento se realizará con los resultados del 2016.

Otro de los cambios normativos que afecta el desempeño de CTH a partir diciembre de 2014, es la eliminación de la exención del impuesto a la renta para las entidades del sistema financiero nacional en las inversiones en valores provenientes de procesos de titularización. Estas entidades han sido las principales inversionistas en estos títulos. En el segundo semestre del 2016, el sistema financiero se mantuvo líquido y con una reducida demanda de crédito. Bajo este contexto y en vista de que no existen otras opciones que sean exentas, en dic-16 CTH realizó una titularización con buena acogida.

### Entorno Económico

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 cuanto a 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 retos para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la oferta monetaria y por ende de la economía.

A partir del año 2015, se profundizan los problemas para el país con la baja del precio del petróleo y la fuerte revalorización del dólar que afectó la competitividad de los productos ecuatorianos de exportación. La vulnerabilidad de la economía se evidenció en un entorno operativo de menor liquidez que entre otras cosas resultó en la contracción del crédito doméstico, en cargas adicionales para el sector productivo, en menores inversiones del sector público y en retrasos a los proveedores del Gobierno. Se estima que los ingresos del Gobierno se redujeron a cerca del 33% del PIB en 2015.

OFERTA Y UTILIZACIÓN FINAL DE BIENES Y SERVICIOS			
Tasas de variación (a precios de 2007)			
VARIABLES/ Años	2015 (prov)	2016 (prev)	2017 (prev)
<b>PIB (pc)</b>	<b>0.2</b>	<b>-1.7</b>	<b>1.4</b>
IMPORTACIONES	-8.6	-21.2	6.9
<b>OFERTA FINAL</b>	<b>-1.9</b>	<b>-6</b>	<b>2.4</b>
<b>CONSUMO FINAL TOTAL</b>	<b>0</b>	<b>-2.1</b>	<b>-0.5</b>
Administraciones Públicas	0.6	-2.6	1.1
Hogares	-0.1	-2.0	-0.8
<b>FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO TOTAL</b>	<b>-5.9</b>	<b>-9.8</b>	<b>-5.2</b>
EXPORTACIONES	-0.4	-8.2	11.9
<b>DEMANDA FINAL</b>	<b>-1.9</b>	<b>-6.0</b>	<b>2.4</b>

fFuente BCE, elaboración BWR

La consecuencia natural de lo dicho fue la desaceleración de la economía que según datos del BCE obtuvo un crecimiento del PIB del 0.2% en el 2015. Para el 2016 su previsión (aún no hay cifras definitivas) es una contracción de -1.7%, un crecimiento negativo por primera vez en 17 años. Las previsiones de otras fuentes de opinión en cuanto al comportamiento del 2016 difieren de las del BCE y son: FMI -2.3%, Banco Mundial, -2% y CEPAL -2%.



La política económica del Gobierno se ha sustentado en gasto público, el cual desde el 2008 se ha incrementado de forma importante y el cual fue alimentado sin problema mientras los precios del petróleo estuvieron altos. Las nuevas circunstancias le exigieron al Gobierno ajustar su presupuesto, pero lo hizo reduciendo las inversiones mientras que el gasto corriente se mantiene alto. El financiamiento del Gobierno proviene de préstamos externos principalmente, pero también de recursos captados localmente de las entidades de seguridad social, BCE y de ajustes tributarios al sector privado.

Durante los últimos dos años, el Gobierno logró recuperar su acceso a fuentes de financiamiento externo como son el FMI y el mercado de “bonos globales” además de haber accedido a nuevos préstamos de la China. También ha tomado algunas decisiones y ha emitido decretos para alivianar la presión de su caja. Entre ellos están el que elimina el aporte obligatorio del Estado al IESS para las pensiones, la desinversión de los fondos de los aportantes al IESS para cubrir pago de pensiones corrientes y el desconocimiento de la deuda del Estado al IESS.

La inflación anual entre febrero - 2016 y febrero - 2017, fue de 0.96%, indicador bajo que refleja la restricción de la demanda de bienes y servicios en la economía. Entre los sectores económicos más afectados están el sector de la construcción y el de manufactura, sectores especialmente sensibles a la situación del entorno macroeconómico.

El desempeño de la inflación es la consecuencia de los ajustes que debieron hacerse tanto en el sector público como en el sector privado, los mismos que han influido para incrementar el desempleo y el sub-empleo durante el último año y por tanto en la capacidad adquisitiva de la población y del Estado.

La oferta y demanda final de bienes y servicios se ha visto contraída desde el 2015, pero esta contracción fue especialmente importante durante el 2016, año en el que se redujo en 6% según la previsión del Banco Central. La tabla anterior muestra los datos previsionales del BCE en cuanto al comportamiento de la oferta y utilización de bienes y servicios desde el 2015 y la previsión para el 2017.

#### Perspectiva 2017

Según algunos analistas, el comportamiento de la economía podría mostrar signos de pequeña convalecencia en el 2017, dependiendo del comportamiento del precio del petróleo y de la habilidad del Gobierno de seguir consiguiendo préstamos. La profundidad de la crisis y el tiempo que dure la recesión dependerán precisamente del financiamiento externo y de las medidas económicas y financieras que adopte la administración del país. Fitch Ratings considera que la economía ecuatoriana tendría una contracción mayor al 2% en el 2016, y que, a partir del 2019, podría alcanzar crecimientos menores al 2%. La estimación del FMI es que el PIB del Ecuador tendrá decrecimiento por 5 años seguidos, es decir de 2016 a 2020 y que solamente en el 2021 alcanzará un crecimiento del 1.5%. El Banco Mundial prevé un crecimiento de 0.8% para 2017 y la CEPAL de 0.3%. Según la tabla expuesta, la previsión del BCE es que la economía alcance en el 2017 un crecimiento del 1.4%.

A principios de año el precio del petróleo se fortaleció (de USD43/b a mediados de noviembre a USD53-54/b durante los dos primeros meses del año) como consecuencia del

acuerdo de la OPEP y otros países para reducir la producción y absorber el exceso de petróleo en el mercado. En marzo sin embargo, el precio volvió a caer (USD47/b al 23 de marzo) ante la evidencia de que la producción del petróleo de esquistos es rentable al nuevo precio. El acuerdo se irá desvaneciendo.

La perspectiva es que el precio del petróleo se debilite, por lo que el Ecuador difícilmente podrá contar con mayores ingresos petroleros en un futuro previsible. Se espera que el precio del barril ecuatoriano se mantenga igual que en el 2015, alrededor de USD42/b, que la producción se reduzca con respecto a ese año pero que supere la del 2016.

El alza de la inflación en EE.UU (2.7% anual a febrero-2017) frente al Ecuador que tiene una muy baja inflación (0.96% anual a febrero-2017) permitiría que el país pueda recuperar parcial y lentamente su competitividad perdida en los últimos años frente a otros países de América Latina. Durante la última década los precios en el Ecuador subieron 25% en relación a los precios de Estados Unidos. Esta situación fue motivada por una política de sustitución de importaciones que obligó al consumo interno encareciendo la producción local.

De todos modos, la perspectiva para el resto del 2017 es que el USD se siga fortaleciendo y que la tasa de interés de la Reserva Federal de EE.UU llegue a 1.5% en el cuarto trimestre. En nuestra economía dolarizada, este factor debilita la competitividad.

Se esperaría que dos hechos importantes favorezcan al comercio exterior frente al desempeño del mercado local. El primero es que las exportaciones se beneficien por el acuerdo comercial con Europa, que entró en vigencia en este año. El primer trimestre del año da cuenta positiva del desempeño del sector, con exportaciones no petroleras que suben 14.5% interanual a enero-2017. El segundo es el levantamiento de las cuotas de los vehículos importados, lo cual según la Asociación Ecuatoriana Automotriz (AEA) promoverá un incremento del 30% a 82.000 unidades este año.

El Ministro de Política Económica Diego Martínez ha indicado que el plan del Gobierno es contraer nueva deuda entre interna y externa por USD7.700 millones en el 2017, de los cuales USD2.500 millones llegaron en enero y febrero. Adicionalmente el BCE le ha prestado al fisco, USD982 millones en lo que va del año, lo que resulta en una deuda total al BCE de USD5.300 millones a febrero-2017, crecimiento anual de 155%, según Análisis Semanal.

El Informe de Quantum al 21 de marzo de 2017, indica que la deuda interna llega en febrero-2017 a USD13.384 millones lo que con respecto a diciembre 2016, es un incremento del 7% y con respecto a diciembre 2015, del 32%. Según la misma fuente, la deuda externa aumenta entre diciembre 2016, y febrero 2017 a USD26.500 millones lo que implica un crecimiento del 3.20% y desde diciembre 2015 del 32%. La misma fuente indica que el total de la deuda ecuatoriana está sobre el 47% del PIB.

Analistas económicos han mostrado su preocupación por los niveles de endeudamiento alcanzados y la necesidad de reducir el gasto corriente, lo cual es poco probable por considerarse impopular e inconveniente frente a las elecciones. Los cálculos del Gobierno son distintos a los expuestos en el párrafo anterior ya que no incluyen en la



deuda del Estado aquellas asumidas con las instituciones financieras públicas, el BCE y el IESS. El cálculo oficial tampoco considera la deuda externa garantizada con petróleo.

El Gobierno sigue financiando su gestión con deuda, lo cual ha permitido disminuir la magnitud de la recesión. Pero a pesar de la liquidez inyectada en el sistema, la demanda por bienes y servicios del sector real de la economía sigue limitada. La incertidumbre del panorama político y económico promueve el ahorro de coyuntura en lugar del gasto y/o la inversión. Esto se refleja en la liquidez del sistema financiero y en el hecho de que la cartera de crédito crezca en una cuarta parte con respecto a lo que crecen los depósitos, forjando una reducción en la tasa que ofrece el sistema financiero para sus captaciones.

Es importante notar que Ecuador se vuelve cada vez más dependiente del financiamiento externo para cubrir sus necesidades de cuenta corriente y las amortizaciones de deuda. Los problemas del pago de la deuda y el riesgo de refinanciamiento se postergan para las próximas administraciones, al igual que su responsabilidad sobre la seguridad social pública.

Las elecciones presidenciales que se definirán el 2 de abril de 2017, añaden incertidumbre al entorno operativo ecuatoriano. El rumbo que tome el país dependerá de quien gane las elecciones. Las posiciones de los dos candidatos son diametralmente distintas tanto en cuanto a la situación actual del país como en cuanto a sus planes de administración.

El programa del candidato de Alianza País busca profundizar los cambios emprendidos por el actual Régimen, sosteniendo sus políticas y programas aunque no en toda su expresión. Para el candidato de CREO, el cambio es fundamental en todo sentido: político, económico y social; su plan de Gobierno propone eliminar el déficit fiscal mediante la reducción del tamaño del Estado y fomentar un clima de confianza que promueva la inversión privada y la generación de empleo.

En el caso de que el candidato de CREO asuma la Presidencia de la República, la gobernabilidad del país representará un reto frente a la composición de la Asamblea 2017-2021, en la cual Alianza País consolidó la mayoría con el 55% de los escaños.

Fuente: Análisis Semanal, Quantum, BCE

### Riesgo Sistema Financiero

Durante el último trimestre del 2015 y el primer semestre de 2016 las principales estrategias de los bancos privados se enfocaron en resguardar su liquidez tomando en cuenta la importante reducción de depósitos que como consecuencia de la situación macroeconómica tuvo lugar en el sistema financiero.

En este sentido los bancos limitaron la concesión de nuevos créditos e incluso la renovación de aquellos que vencían. Mientras los indicadores de liquidez se fortalecieron con una mayor porción de activos líquidos en los balances, la rentabilidad se contrajo por las menores colocaciones en activos productivos.

Así mismo, a partir de la segunda mitad del 2015, el

debilitamiento de la capacidad de pago de la población ecuatoriana se reflejó en las tendencias crecientes de la morosidad de la cartera. El comportamiento de la cartera ejerció presión adicional en los resultados del sistema tanto porque activos productivos pasan a ser improductivos como por la necesidad de mayor gasto de provisiones para cubrir los deterioros. Si bien el indicador de morosidad disminuye ligeramente al cierre de 2016 (dic-2015: 3.66%; dic-2016: 3.56%), es importante tomar en cuenta que dicha reducción está influenciada por el aumento de cartera reestructurada, que en el año tuvo un crecimiento de 184%. La cartera reestructurada muestra altos niveles de morosidad por lo que no consideramos que exista una mejora en la capacidad de pago general. Se debe mencionar que el impacto del terremoto ocurrido el 16 de abril no es sustancial en la calidad de cartera del sistema de bancos privados, tomando en cuenta la baja penetración en las áreas afectadas.

El segundo semestre de 2016 marca un cambio en la estrategia de los bancos privados, ya que a partir de junio-2016 los depósitos del sistema dejaron de decrecer (anualmente). Este comportamiento está directamente influenciado por el importante ingreso de dólares a la economía a través de los desembolsos recibidos por el Gobierno. En el 2016, el Gobierno ha recibido cerca de USD 7,305MM de acreedores internacionales, de los cuales la mayoría fueron recibidos en el segundo semestre.

Además, el BCE facilitó un monto importante de fondos al Estado, el cual no es considerado deuda en los cálculos oficiales. Desde enero a diciembre, las operaciones de inyección de liquidez a través de compras de títulos del Ministerio de Finanzas sumaron USD 2,959MM, aumentando el saldo hasta USD 4,267MM.

Esta inyección de liquidez a la economía ha permitido un desempeño más estable en los depósitos del sistema y una mayor capacidad de los bancos para otorgar créditos. Al cierre de 2016 el sistema muestra una sólida posición de liquidez de 39.1% medida por los *Activos Líquidos / Pasivos de corto plazo*, representando un importante incremento frente al 34.9% mostrado el 2015.

Esta situación ha permitido a los bancos buscar un mayor crecimiento de cartera en el segundo semestre de 2016 y recuperar los afectados indicadores de rentabilidad. Sin embargo, la originación de cartera en el entorno operativo actual conlleva varios retos tanto por el lado de la demanda del crédito en todos los segmentos como por su calidad.

La economía se estimulará dependiendo del flujo de los desembolsos externos, el cual podría complicarse en el futuro debido al crecimiento en el porcentaje



de deuda frente al PIB, el elevado nivel de riesgo soberano del Ecuador y por las circunstancias electorales. Por el momento la demanda de crédito muestra una lenta recuperación y la calidad de la cartera continuará presionada debido a los crecientes indicadores de desempleo.

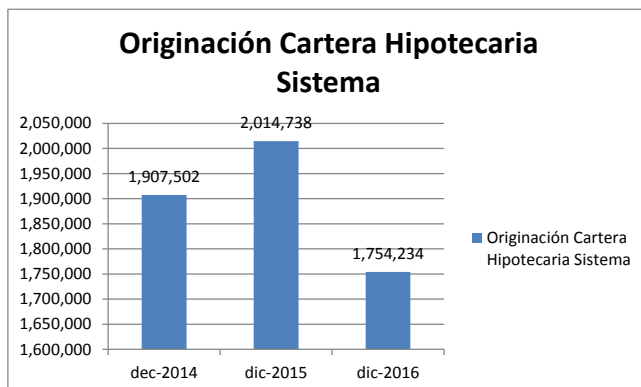
En adelante, los resultados del sistema financiero se verán afectados por los requerimientos de provisiones y en la medida en que las políticas y estrategias prefieran mantener las coberturas de los activos de riesgo. La capacidad de las instituciones para generar recursos que permitan mantener coberturas saludables y capital interno será un reto en el futuro considerando los desafíos de crecimiento y calidad del activo en las circunstancias macroeconómicas actuales.

Bajo este escenario y aunque el sector bancario sigue siendo saludable a pesar de los retos, **la perspectiva del sistema financiero en general se mantiene negativa** ya que su flexibilidad financiera se ve amenazada en el corto y mediano plazo. Habrá que evaluar la capacidad de cada institución para enfrentar los retos sistémicos y su flexibilidad para adecuarse a las nuevas circunstancias. En el 2016 frente al 2015, el número de bancos privados con Margen Operacional Neto (MON) negativo aumentó de tres a ocho y existen nueve bancos privados con cobertura de provisiones a cartera en riesgo menor a una vez.

Las mayores preocupaciones para el futuro son la sostenibilidad de los niveles de liquidez actual, la capacidad de las instituciones para generar rentabilidad y capital interno y la limitada capacidad del BCE de cubrir las reservas bancarias.

### Sector Hipotecario

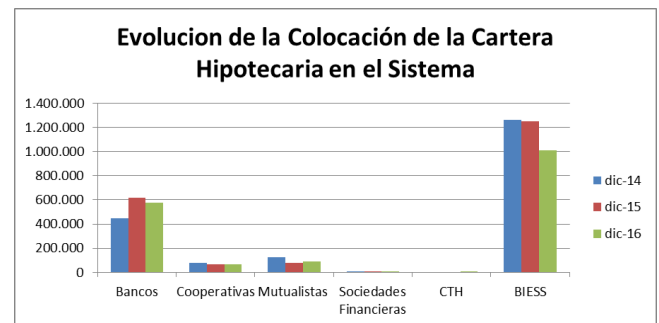
El sector de la Construcción ha sido uno de los principales afectados tanto en el sector público como en el privado. La construcción de nuevos proyectos inmobiliarios ha sufrido una importante reducción desde el 2015, según los participantes del segmento, por lo que la originación de cartera hipotecaria se ha contraído durante el 2016 y podría seguir reduciéndose durante el 2017.



Fuente : Superintendencia de Bancos, Biess ; Elaboración BWR

La originación de cartera hipotecaria entre 2014 y 2015, muestra un crecimiento de 5.62%. Este desempeño es el fruto de un crecimiento extraordinario de sobre el 18% (USD646M en 2014, USD765M en 2015) del sistema sin el BIESS ya que la colocación del BIESS entre 2014 y 2015 se reduce en 0.95%. El importante crecimiento de la originación del sistema sin el BIESS se adjudica a la culminación de las ventas de proyectos iniciados antes del 2015.

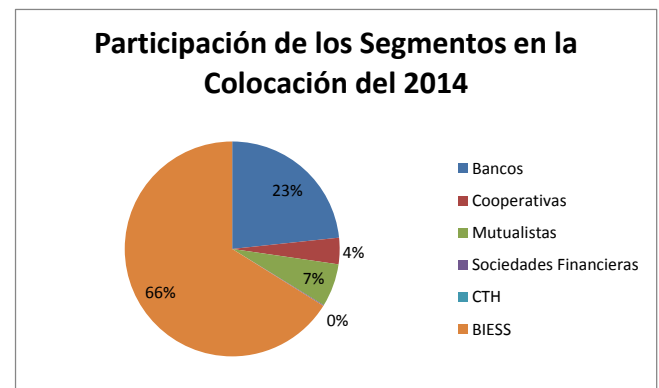
A continuación un gráfico con la originación de cartera hipotecaria por segmento:



\*El dato del 2016 para cooperativas es el mismo que en 2015 por falta de información pública. Fuente: Superintendencia de Bancos, Biess; Elaboración: BWR

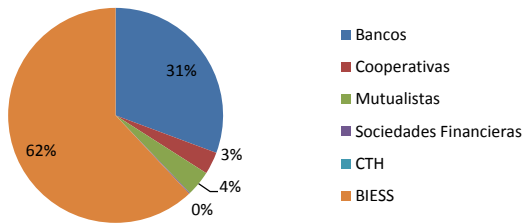
Debe destacarse que mientras que la originación del sector bancario alcanza el mayor crecimiento (31.77%), la originación de las mutualistas se redujo en 38.52% debido a la falta de liquidez para generar, lo cual se acentuó por la carencia de interés en el sistema hacia los valores provenientes de los procesos de titularización, lo cual en años anteriores les permitió reciclar su liquidez y originar un mayor volumen.

A continuación se exponen gráficos con la participación de los segmentos en la originación de la cartera hipotecaria en los tres últimos años:

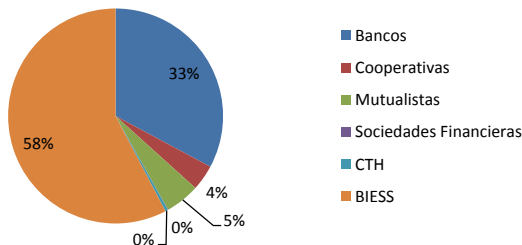




### Participación de los Segmentos en la colocación del 2015



### Participación de los Segmentos en la Colocación del 2016



El dato del 2016 para cooperativas es el mismo que en 2015 por falta de información pública. Fuente: Superintendencia de Bancos, BieSS; Elaboración: BWR

Entre el 2015 y 2016, la cartera hipotecaria total muestra una reducción del 13%. Las mutualistas recuperan parcialmente su participación con un crecimiento del 18%; la generación de los bancos cae en 7% y la del BIESS se contrae en 13%. En general los gráficos anteriores muestran que el BIESS/IESS ha ido perdiendo participación en la originación de cartera hipotecaria en beneficio del sistema de bancos.

De acuerdo a los datos de CTH, los precios de las viviendas en ciertos segmentos se han incrementado especialmente para aquellos cuyos compradores se percibe serán sujetos de obtener financiamiento ya sea a través del BIESS o del programa VIP. Así mismo se conoce de casos en los que los compradores han desistido de su compromiso. Se podría esperar reducción de precios en algunos segmentos.

Uno de los riesgos que podría afectar de manera importante al segmento de cartera hipotecaria es la reducción de la capacidad de pago de los deudores ya sea por la contracción de su actividad económica o por haberse quedado sin empleo lo cual ha sido un tema generalizado y profundizado a partir del segundo semestre del año anterior.

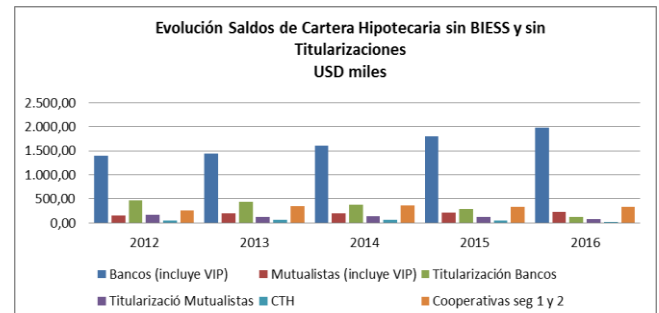
### Perfil de la Institución

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 estructurador de procesos de titularización hipotecaria propia y de terceros. La nueva normativa ha limitado su capacidad de administrador fiduciario pero le ha otorgado la capacidad de Custodio, Agente de Pago y Administrador de activos transferidos a patrimonios autónomos por delegación de un administrador fiduciario.

CTH se clasifica como una institución de Servicios Financieros y como tal pertenece al Sistema Financiero Ecuatoriano. Sin embargo, por su naturaleza, es única en el país y por lo tanto la comparación con otras instituciones no aplica excepto en aspectos muy puntuales.

**Posicionamiento e imagen:** Aunque su participación en la cartera hipotecaria del sistema es reducida, CTH ha posicionado su imagen en el mercado y ha llegado a ser uno de los principales referentes en cartera hipotecaria, tanto en relación a la administración, como en cuanto a la estructuración de procesos de titularización.

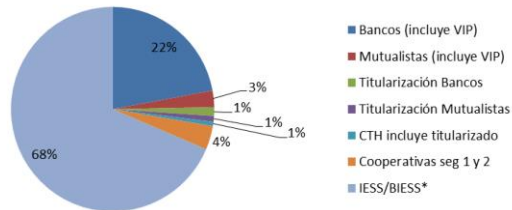


Fuente: SB y CTH Elaboración: BWR

Para 4T16 el saldo de la cartera hipotecaria del sistema fue de USD 2.910MM sin el BIESS/IESS, teniendo un crecimiento anual de 2.92%. La cartera hipotecaria del BIESS/IESS (saldo acumulado de los fondos previsionales públicos) sumó USD 6.149MM para finales de 2016 (USD5.800MM a junio-2016). Los saldos de cartera de las titularizaciones tanto de bancos como de mutualistas, han presentado decrecimientos durante el último trimestre (-2.4%; -15.22%) y mantienen la marcada tendencia decreciente, influenciada principalmente por los desincentivos tributarios de la figura desde el 2014. En diciembre el BIESS/IESS presenta un crecimiento trimestral de USD 181MM (+3.03%) y los bancos de USD 15.79MM (+0.80%).



### Participación Saldo Cartera Hipotecaria - 2016



Fuente: SB y CTH Elaboración: BWR

\*BIESS/Saldo acumulado de los fondos previsionales públicos

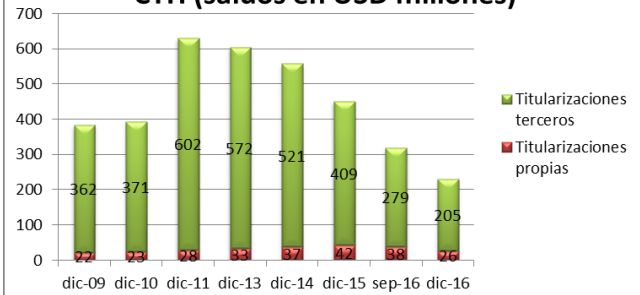
El principal negocio de CTH es la compra de cartera hipotecaria y se ha enfocado al nicho de emigrantes y de sectores que no acceden a los préstamos del BIESS o de Bancos privados, los cuales no han sido aprovechados por otras instituciones del sistema financiero.

Un factor crítico para generación de ingresos para la institución es la capacidad de comprar cartera. Esto representa un reto dado la desaceleración económica y por ende la contracción del negocio inmobiliario. Según lo informado la administración, planea mantener niveles de compra de cartera de USD 600M mensuales, similar a lo presupuestado hasta diciembre de 2016.

Entre 2005 y 2014, CTH estructuró 22 procesos de titularización hipotecaria de terceros y 7 propios, con lo que ha estructurado al menos el 90% de los procesos hipotecarios realizados en el país. Durante el 2015 no se han registrado nuevos procesos de titularización hipotecaria en el mercado. Durante el 2016, se realizó un solo proceso, el de FIMECTH8 en diciembre. El último proceso de titularización de terceros realizado por CTH fue en junio 2014. El directorio de CTH aprobó un proceso de titularización propio (FIMECTH8) que se llevó a cabo en diciembre-2016. La titularización fue por USD17.000M que incluyó cartera adicional a la requerida como garantía de la CAF, obtenida con fondeo de instituciones financieras locales.

En el transcurso de los años, el saldo de la cartera titularizada (estructurada) por la institución se va reduciendo (-56.79% anual entre dic-2016 y dic-2014), como consecuencia de la recuperación de la cartera de los fideicomisos y por la carencia de nuevos procesos de titularización hipotecaria. Actualmente CTH plantea direccionar sus esfuerzos de estructuración al mercado emergente de los nuevos créditos para Vivienda de Interés Público.

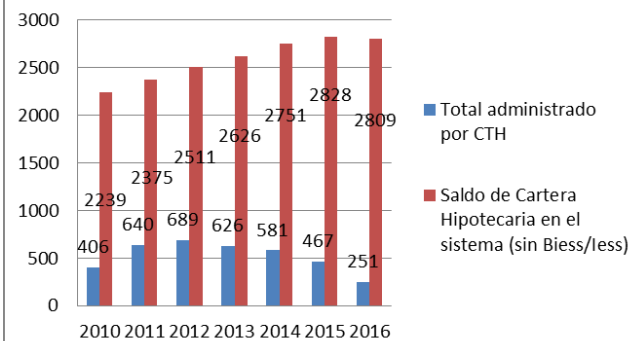
### Cartera Hipotecaria Titularizada por CTH (saldos en USD millones)



Fuente: SB y CTH Elaboración: BWR

CTH llegó a administrar el 27% de la cartera del sistema (sin BIESS/IESS) en el año 2012; A dic-2016, el saldo controlado operativamente es de USD 251MM, y su participación se reduce a 9.0% sobre el total de la cartera.

### Cartera Administrada por CTH en relación al total de cartera hipotecaria del sistema (millones USD)



Fuente: SB y CTH Elaboración: BWR

**Modelo de negocios:** Los ingresos que la institución genera provienen principalmente de los intereses de la cartera hipotecaria y también de las inversiones que realiza esencialmente en valores que tienen garantía de cartera hipotecaria, generalmente por la compra de las clases subordinadas en los procesos de titularización que producen al menos el mismo rendimiento que la cartera de crédito. La CTH todavía cuenta con estas inversiones en sus balances pero en el mediano plazo la oferta de estos productos en el mercado será escasa. Durante el 2016, CTH compró la clase subordinada del FIMPROD2 que le da derecho a los intereses extraordinarios de la clase (jul-2016). Al momento de la compra CTH, cancela al tenedor de los títulos el valor de los intereses devengados y no pagados. En noviembre de 2016, se liquidó el título subordinado de FIMUPI4.



La empresa obtiene su cartera a través de la compra de cartera de vivienda originada por instituciones financieras o por promotores inmobiliarios. La mayor parte de su fondeo consiste en créditos de bancos privados locales, de corto plazo los mismos que históricamente se vienen renovando.

Otra fuente de fondeo es el crédito del BID, disponible desde el 2010. Esta línea fue utilizada nuevamente durante el tercer trimestre del 2016 con un desembolso por USD5.000M que es el valor de la línea aprobada. Este préstamo debería ser cancelado en febrero de 2018, con los recursos de la titularización de la cartera que respalda dicho préstamo. El plazo para la titularización es agosto de 2017; en el caso de que no se realizara la titularización en esa fecha, los pagos deben realizarse en dos cuotas de USD2500M hasta la fecha de vencimiento. El fideicomiso de titularización para esta facilidad fue constituido en septiembre-2016.

CTH accedió también a una línea de mediano plazo por USD10.000M con la CAF, los desembolsos se realizaron a fines del 2015 y vencían en mayo del 2017. La colocación de los títulos del FIMECTH8 realizada en dic-2016, les permitió realizar la cancelación de este crédito en enero-17.

Los créditos otorgados a CTH por los organismos multilaterales requieren del respaldo de los derechos de cobro de CTH a los fideicomisos de titularización de cartera hipotecaria, estos derechos de cobro son transferidos a un fideicomiso en garantía previo a los desembolsos

CTH no capta fondos del público si no es a través de emisión de obligaciones, papel comercial o titularizaciones. Durante el 2015, CTH canceló sus obligaciones con el mercado de valores y no ha realizado nuevas emisiones de obligaciones ni de papel comercial desde el 2013.

Otra parte del negocio de CTH han sido los ingresos por servicios prestados en la estructuración de titularizaciones originadas especialmente por los Bancos y la Mutualista Pichincha y el control operativo de dichos procesos. Estos dos negocios, concentrados en pocos clientes por la naturaleza del mercado, se han ido debilitando por las razones expuestas anteriormente y no se espera su reactivación en el mediano plazo a menos que se recupere sostenidamente la liquidez en el sistema y que se modifiquen las normas tributarias para las inversiones provenientes de procesos de titularización.

Como se ha dicho anteriormente, los servicios que ofrece CTH están también concentrados en el mercado hipotecario y sus estructuraciones cuya actividad se verá decaída al menos en el mediano plazo.

### Estructura de la Institución

La estructura accionaria de la CTH está compuesta de la siguiente manera:

Accionistas	Participación
Banco de Desarrollo del Ecuador BP	39,88%
Produbanco	19,25%
CAF	10,47%
Banco del Pacífico	6,60%
Banco Internacional	3,70%
Banco Pichincha	6,07%
Asociación Mutualista de ahorro y Crédito Pichincha	4,77%
Total 7 accionistas principales	90,74%
otros 23 accionistas	9,26%
Total	100,00%

El principal accionista de CTH es el Banco de Desarrollo del Ecuador, el cual junto con Banco del Pacífico que es un banco privado con control público, alcanzan un 46.48% de participación. Las instituciones privadas con participaciones mayores al 3.5% alcanzan juntas una participación del 40.39%. La Corporación Andina de Fomento es el tercer accionista en participación. Ninguno de los accionistas por si solos alcanza una participación mayoritaria. CTH no pertenece a un Grupo Financiero.

CTH está gobernada por la Junta General de Accionistas y por el Directorio conformado por personas relacionadas a los accionistas principales. La estructura administrativa es consistente con las necesidades del negocio.

### Evaluación de la Administración

**Gobierno Corporativo:** El Gobierno Corporativo se ha caracterizado por tener una visión proactiva, prudente y de apoyo a las metas de desarrollo institucional.

El Directorio participa activamente en las decisiones estratégicas de la institución lo cual se considera como una fortaleza para CTH ya que incorpora profesionales con experiencia en el sistema financiero, y en los mercados inmobiliario e hipotecario.

La plana administrativa está conformada por 37 profesionales de vasta trayectoria dentro de CTH y/o en el sistema financiero. Se debe reconocer su capacidad de gestión para generar negocios aún en circunstancias adversas.



El informe de control interno de PWC del 15 de marzo de 2017, evidencia riesgos de control interno y administrativos que en nuestra opinión no representan una amenaza inminente para CTH y que están siendo atendidos por los ejecutivos pertinentes.

### **Objetivos estratégicos**

Con el fin de enfrentar las circunstancias del entorno operativo actual, la estrategia de CTH 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.

Inicialmente, CTH presupuestó para el 2016 un decrecimiento en sus resultados netos de 43% con respecto al 2015, pero la reducción real fue menor al llegar a un 31%; los mejores resultados frente a lo proyectado se generan principalmente por un gasto menor en provisiones. La administración justificó este hecho en que de acuerdo a su política se establecieron provisiones hasta el monto deducible para el cálculo del impuesto a la renta según la normativa vigente.

Las proyecciones analizadas para el 2017 en general en nuestro criterio son optimistas tanto por los ingresos esperados como por los menores gastos registrados.

Durante el año anterior se concretó la compra de la clase subordinada del FIMPROD2 (28 de julio 2016). Se completó la compra del 15% de la serie subordinada del FIMUPI4 en nov-2016 y en el mismo mes se liquida dicha inversión.

En enero-2017, se liquidó el BGR 1, generando una utilidad de USD1.300. Durante este año se registrarán los intereses extraordinarios de las clases subordinadas del FIMPROD 2, del FIMECTH7 y del FIMECTH-BID que ya están en los libros de CTH. En este año se proyecta también la compra de una nueva clase subordinada por USD 5.7MM, la cual, hasta el mes de marzo, se encuentra en negociación.

Cabe resaltar que a partir del 2017, CTH, incluye en sus proyecciones el registro mensual del interés devengado de sus inversiones en clases subordinadas, lo que podría generar una variación en estos ingresos hasta la liquidación de las mismas. CTH espera autorización de la Superintendencia de Bancos para este efecto ya que hasta el 2016, registró bajo el método autorizado de efectivo. Este ingreso justificaría en parte los intereses proyectados por el lado de las inversiones.

Por el lado de la cartera, durante el 2016 se pretendió realizar compras mensuales por USD600M, más un adicional de USD300M cada tres meses, que par dic-2016, se llegó a cumplir en un 75.2%. Para el 2017, se proyecta el mismo monto de compras mensuales, sin el adicional trimestral. Durante el primer trimestre de este año no se ha cumplido esta expectativa. El incumplimiento de este objetivo planteado se produce más por la falta de oferta de cartera hipotecaria que de fondeo.

Para el 2017, la institución estima una rentabilidad superior a la del 2016 (+58.0%) a pesar de que los ingresos por intereses se reducirían y los ingresos por otros servicios se mantendrían. La proyección de CTH se fundamenta principalmente en una reducción en su costo de fondeo y gastos de provisión menores. Adicionalmente estas proyecciones incorporan el interés extraordinario de las clases subordinadas adquiridas por el método del devengado. Hasta dic-2016, estos ingresos se registraban al momento de liquidar el fideicomiso.

La reducción de su costo de fondeo se justificaría en una caída de las tasas de interés pasivas en el sistema financiero local y en la utilización de las líneas de los multilaterales, que aunque sus tasas tienen una tendencia al alza son menores que las tasas locales. La proyección del margen de interés presupuestado en 15.58 puntos porcentuales más altos podría resultar optimista tomando en cuenta que el ajuste de las tasas pasivas locales promovería también una caída en las tasas activas para la nueva originación.

Por otro lado, a pesar del descalce de plazos con activos de mayor plazo que su fondeo, la CTH no se beneficiaría mayormente frente a la caída en la tasa de su financiamiento local ya que sus activos tienen tasas variables en su mayor parte. Su estructura de tasas le permite mantener un riesgo de tasa manejable.

En cuanto al gasto de provisión proyectado este representa una reducción del 82% con respecto al del 2016 y del 83% con respecto al del 2015, de hecho sería el gasto de provisión más pequeño desde el 2012. Esto se explica ya que no se espera en el 2017, liquidación de clases subordinadas y por tanto entrada de cartera que requiera de un mayor gasto de provisiones. A pesar de ello la cobertura con provisiones tanto para la cartera en riesgo como para aquella calificada C, D, E, crecería de manera importante considerando una recuperación significativa de la cartera en riesgo y de la C, D, E con respecto a dic- 2016.



Creemos que tanto el escenario de morosidad como el de coberturas con provisiones planteado por CTH son optimistas observando la coyuntura actual y el comportamiento en general de la cartera de vivienda en CTH y en el sistema. Por el momento, la política es generar una provisión del 0.50% de la nueva originación y mantener las coberturas exigidas por los multilaterales.

Debe tomarse en cuenta que entre las condiciones del crédito con las multilaterales, CTH debe mantener el 100% de cobertura para la cartera vencida más de 90 días. Este compromiso si bien diluye el riesgo de crédito, presiona la rentabilidad. Se mantiene como un reto para la institución la gestión de cobro o restructuración, especialmente de la cartera que ingresó por la liquidación del FIMUPI4.

A dic-2016 CTH logró cumplir el 93.2% de lo estimado en cuanto a la generación de ingresos por otros servicios. Este rubro incluye los ingresos por estructuración de procesos de titularización y control operativo de cartera titularizada. Como se ha mencionado, este rubro se ha ido contrayendo y está siendo afectado adicionalmente por la liquidación anticipada de algunos fideicomisos de titularización.

Para el 2017, se proyecta mantener los niveles de estos ingresos en función de la estructuración de dos procesos para el financiamiento de vivienda VIP, y un proceso internacional con garantía de OPIC.

Como se mencionó anteriormente, la titularización del FIMECTH8 por USD 17MM colocada en dic-2016, le permitió a la institución restructurar parte de sus pasivos de mediano plazo, y alivianar su descalce de plazos. Se canceló deuda local de corto plazo por USD 7MM y el crédito de la CAF por USD10MM. Según fuimos informados localmente cuentan con líneas disponibles por USD20MM de los bancos locales.

La línea de la CAF disponible por el mismo valor cancelado (USD10MM) será utilizada nuevamente a partir de abril -2017, en proporción a la acumulación de cartera en el fideicomiso CTH10. El desembolso de abril será de alrededor de USD3MM, en consistencia con la cartera acumulada en el fideicomiso.

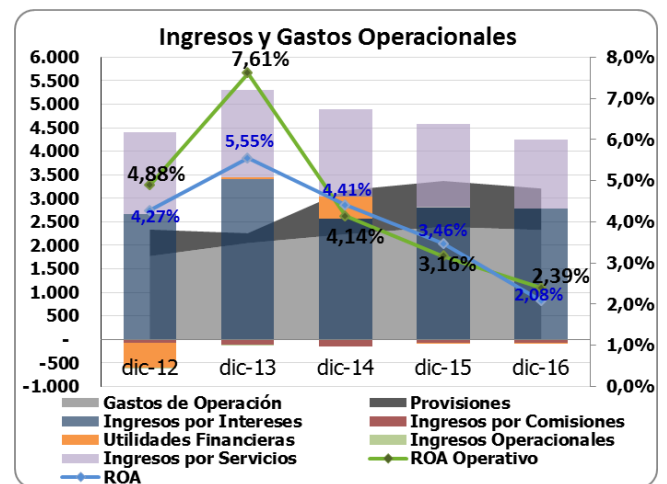
La permanencia de las líneas de la CAF y del BID y su efecto multiplicador dependen de que el mecanismo establecido para su restitución no se interrumpa. Por lo tanto, es primordial la estabilidad del entorno macroeconómico, la liquidez del Sistema Financiero (como inversionista y como proveedor de crédito)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

## 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 período 2010 al 2012, al igual que para el 2016, auditados por la firma PriceWaterHouseCoopers y para el año 2013, 2014 y 2015 por la firma KPMG. Además revisamos información pública e información proporcionada por la CTH al 31 de diciembre de 2016. Los estados financieros auditados no presentan observaciones.

## Rentabilidad y Gestión Operativa

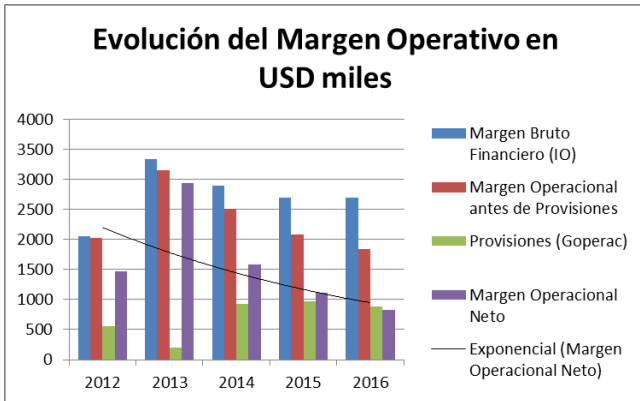


Fuente: CTH Elaboración: BWR

Como se dijo anteriormente, la gestión de CTH se sustenta en intereses de cartera en primer lugar y luego en los retornos de inversiones que en su mayor parte corresponden a títulos de contenido crediticio de titularizaciones hipotecarias propias o de terceros. Una tercera fuente de ingresos operativos son los servicios de control operativo y estructuración de procesos de titularización.

Los indicadores de rentabilidad de CTH a lo largo del tiempo han demostrado una buena gestión operativa, ubicándose proporcionalmente sobre el sistema financiero, aunque durante los últimos tres períodos han presentado una tendencia deteriorada al igual que el resto del sistema financiero.

La utilidad neta de CTH se redujo de USD1.212M a USD832M que equivale a una reducción del 31.38% entre 2015 y 2016 (50.7% en comparación a 2014). El ROE y ROA en el mismo período, caen en 4.49 y 1.38 puntos porcentuales respectivamente.



Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR

El margen operativo antes de provisiones mantiene la tendencia decreciente desde el año 2014 y en 2016 con respecto a 2015 se reduce en 11.73%. El menor desempeño del margen operativo antes de provisiones proviene principalmente de un aumento en el costo del fondeo lo cual presiona el margen financiero de 53.96% en el 2015 a 50.61% en 2016. La reducción en los ingresos por servicios también influye en el desempeño del margen operativo.

El incremento del costo de fondeo se produce por la necesidad de financiar la compra de las clases subordinadas del FIMUPI3, FIMUPI4, BGR1 y FIMPROD2 y por la demora en el desembolso del préstamo del BID, lo que requirió de financiamiento local más costoso. Hay que tomar en cuenta que en el estado de resultados hasta el 2016, no se registra el ingreso por la clases subordinadas que no hayan sido liquidadas pero si el costo de su financiamiento. Esto podría cambiar en adelante y de hecho así se observa en las proyecciones si la Superintendencia de Bancos aprueba el registro de los retornos por estas inversiones bajo el método del devengado.

Los gastos financieros fueron mayores a los esperados y por lo tanto el escenario real a dic-16 mostró un margen financiero más presionado que el presupuestado inicialmente. El margen financiero en relación a los activos productivos se mantiene en niveles similares en 2015 y 2016, al alcanzar un índice de 8.20% y 8.21% respectivamente, sin embargo esto ocurre por una caída de los activos productivos luego de la titularización.

El segundo efecto en la contracción del margen operativo, luego de la presión del margen financiero ha sido la caída en ingresos por servicios, tendencia que ha sido explicada en párrafos anteriores. En el 2016, esta disminución proviene de la cancelación anticipada de procesos de titularización y de la demora en la contratación de nuevos procesos.

Los ingresos por interés de crédito crecieron en consistencia con el volumen de cartera mantenido en el balance de CTH durante todo el año hasta que se

realizó la titularización en diciembre. Esto a pesar de que no se concretó en su totalidad el incremento de cartera esperado (menor en USD1.5MM).

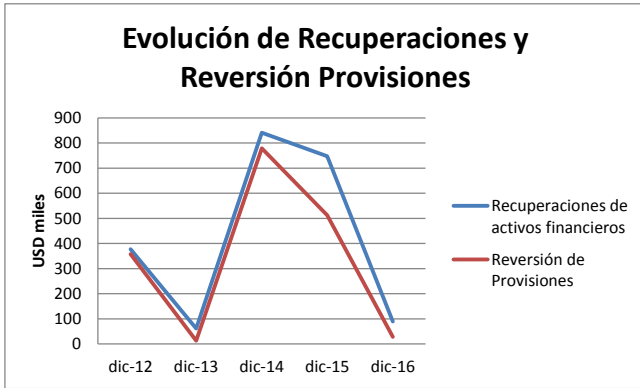
Los ingresos por inversiones en las clases subordinadas se produjeron como se esperaba en relación a la liquidación del FIMUPI4 (USD1.838M) y un saldo menor pendiente (USD376M) por la liquidación del FIMUPI3. La cartera que se recibe en pago de la inversión y que genera el ingreso tiene mora alta y requiere de provisiones. El total de ingresos por intereses y descuentos por inversiones en títulos valores al 2016 se redujeron en 8.71% frente al 2015.

Como se observa en el gráfico anterior, el margen operativo después de provisiones que consistentemente con la presión del margen financiero, también se contrae, tiene un efecto adicional por la necesidad de generar un mayor gasto de provisiones. Entre el 2013 y el 2016, el MON (margen operativo después de provisiones) cae en 68% y entre el 2015 y 2016 en 14%. A pesar del mayor establecimiento de provisiones las coberturas no han alcanzado los niveles históricos.

Vale la pena destacar que los gastos operativos en 2016 se han reducido en 2.8% con respecto al año anterior lo cual demuestra un buen esfuerzo de control.

Los ingresos no operativos han representado históricamente una porción importante de la utilidad neta de CTH. En 2014 estos ingresos representaron el 50%, en 2015 el 63% y en 2016 el 49%. Históricamente estos ingresos han estado compuestos casi en su totalidad por la recuperación de activos financieros y por la reversión de provisiones. Esto es consistente con el modelo de negocio de CTH, que como pago de sus inversiones incorpora cartera de alto riesgo y hace una gestión de cobro personalizada y más eficiente que otras instituciones.

En el 2016 solamente un 29% de la cuenta ingresos no operativos representa la recuperación de activos financieros y reversión de provisiones y casi toda la diferencia es un ingreso extraordinario proveniente de la venta con premio de la clase Alpha del FIMECTH8 (USD 288M). De no haber existido este ingreso los resultados habrían sido más presionados. Este ingreso según la auditora debería estar registrado como ingreso financiero dentro del operativo.



El gráfico anterior expone la evolución de las recuperaciones y reversión de provisiones. Este comportamiento es consistente con los momentos en que se concretan las titularizaciones y los momentos en que se liquidan las clases subordinadas. En todo caso, entre 2015 y 2016, la suma de estas cuentas cayó en 91% y frente al 2014 en 93%. El comportamiento refleja la calidad de la cartera ingresada, limitando la posibilidad de revertir provisiones. Los castigos efectuados al momento de la valoración de los títulos subordinados comprados podrían generar recuperaciones a mediano plazo.

**Volatilidad de las utilidades**

Especialmente en el entorno operativo actual es muy difícil hacer una estimación de los resultados de CTH a mediano plazo, especialmente porque su actividad se concentra en sectores afectados por la situación económica del país y porque su fondeo depende de fuentes externas.

**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 que evalúa su eficacia.

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

**Riesgo de Crédito**

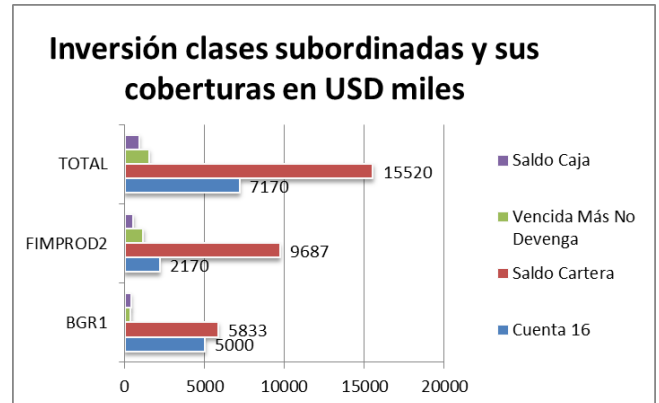
**Fondos Disponibles e Inversiones**

Para Dic-2016, la institución mantiene USD 728M de Fondos Disponibles, los cuales representan el 1.9% de los activos. De estos, el 95.8% se encuentran

depositados en instituciones financieras locales calificados por riesgo en AA y AAA. A finales de sep-16, CTH mostró una liquidez extraordinaria que provino del desembolso del BID; en nov-16, la liquidez se reduce para cancelar la deuda con IFIS locales que incrementó en el 3T del año para financiar la compra de los intereses extraordinarios devengados de la clase subordinada del FIMPROD2 y el crecimiento en cartera.

El portafolio de inversiones se redujo en el primer semestre del 2016, porque se cancelaron certificados de depósito que se mantenían en instituciones financieras locales y porque se liquidó en abril -2016 el FIMUPI3; El saldo que se mantiene en la cuenta tradicional de inversiones es marginal y no representa riesgo material.

En el año 2015, CTH invirtió en las clases subordinadas de los Fideicomisos FIMUPI4 y BGR1. Los intereses devengados al momento de la compra, fueron pagados al inversionista anterior. Este valor se registra como cuenta por cobrar por intereses de inversiones en la cuenta 16 (USD3.500 por FIMUPI4 y 5.000 por BGR1). De acuerdo a lo que estipulan los fideicomisos, estas inversiones se cancelan con la cartera residual de los fideicomisos al momento de su liquidación. Además de cancelar la inversión realizada y registrada en la cuenta 16, la cartera que recibe CTH por la inversión genera una utilidad; el FIMUPI4 se liquidó en nov-16 y generó una utilidad de USD1.838M (Utilidad FIMUPI 3 Y 4 USD 2.215M), que resultó ser mayor a USD1.959M presupuestada. En el caso de BGR1 cuyo vencimiento legal es en el 2019, a dic-2016 registra en la cuenta 16 un monto de USD 5.000M, y genera una utilidad de USD 1391M, cuando éste es liquidado en enero de 2017. En jul-16 CTH compró la clase subordinada del FIMPROD2, esta clase tenía intereses devengados por USD2.170M, cuyo pago se registra en la cuenta 16 y causa su incremento. Se espera liquidar este fideicomiso en el año 2019.



Fuente: Estados Financieros CTH; página web CTH. Elaboración: BWR

Cabe mencionar que dentro de estas inversiones en las clases subordinadas, y a diferencia de años

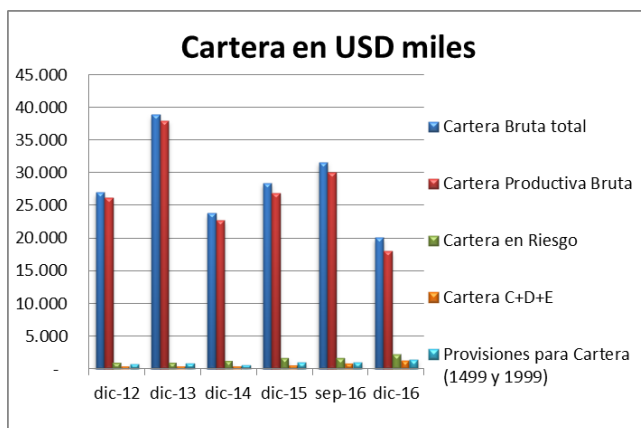


anteriores se gestiona y se proyecta el registro de los intereses extraordinarios a los que se tiene derecho, por el método de devengado. Esto se efectuaría siempre y cuando el fideicomiso demuestre que tiene acumulado interés extraordinario suficiente para cubrir el total de la siniestralidad proyectada por el estructurador en el escenario pesimista.

La expectativa de la recuperación total de las inversiones registradas en la cuenta 16, se sustenta en las estructuras de los fideicomisos que al momento de su liquidación registran cartera suficiente para cancelar dicha inversión y producir una utilidad. Debe tomarse en cuenta sin embargo que las carteras residuales de los fideicomisos contienen la porción de cartera morosa de la transacción y que por lo tanto al momento de ser recibida, CTH debe reconocer su calidad a través de las provisiones que se requieran de acuerdo a su calificación. En todo caso estas operaciones han permitido generar utilidades.

A dic-16, la cuenta 16 muestra un abultamiento extraordinario que resulta de la titularización del fideicomiso en garantía de la CAF colocada en ese mes y cuyos fondos fueron utilizados para cancelar la deuda en enero-17. Mientras tanto los fondos se mantuvieron en el fideicomiso de garantía como una cuenta por pagar a CTH. En enero se redujo la cuenta (16) consistentemente con el pago a la CAF. El incremento de la cuenta no aumentó el riesgo de crédito del activo de CTH a dic-16.

**Calidad de Cartera:** La cartera productiva representa a final del 2016 el 46.96% de los activos, y muestra un decrecimiento anual de 33.13%.

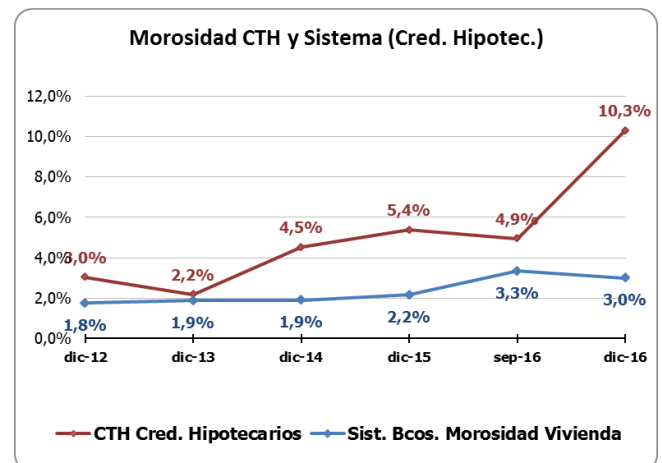


Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR

Dicha cartera productiva incluye también aquella que está dentro de los fideicomisos de titularización, cuyos derechos de cobro garantizan las líneas de crédito otorgadas por multilaterales.

La caída interanual y trimestral obedece a que se concretan los procesos de titularización con lo cual disminuye la cartera del balance. Al final de diciembre se realizó la titularización del FIMCTH8 por USD 17MM (reducción cuenta 19) y con ello se produce la disminución de sus pasivos. A la fecha de análisis la cuenta registra un monto de USD 5.790M por cartera transferida al fideicomiso de titularización CTH9, cuyos derechos de cobro respaldan la línea del BID.

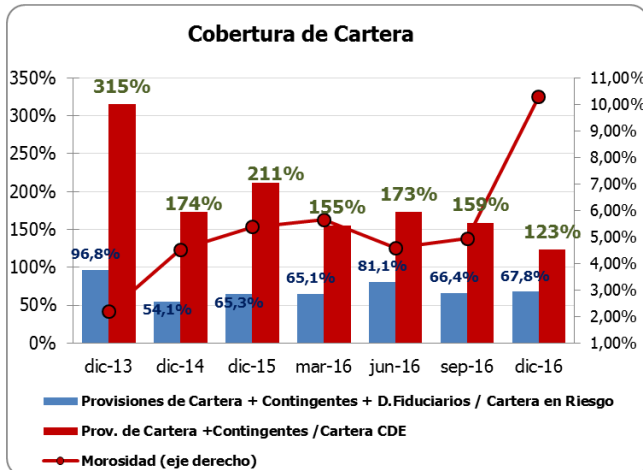
En el gráfico anterior se muestra que la calidad de la cartera ha sido históricamente buena y que aunque la cartera en riesgo y aquella calificada CDE, hayan crecido y tiendan a crecer, siguen siendo manejables. Sin embargo preocupa su tendencia y la capacidad de CTH para realizar provisiones. En todo caso, las proyecciones consideran la constitución de provisiones y una recuperación de las coberturas, lo cual es un desafío para CTH tomando en cuenta la coyuntura actual.



Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR

La morosidad de la cartera de CTH se ve presionada y alcanza un nuevo límite (10.3%) con un crecimiento anual de 4.92pp, originada principalmente por la recepción de la cartera mala, producto de la cancelación de las inversiones en títulos subordinados que son pagadas con carteras remanentes en los fideicomisos a su liquidación, y por lo tanto representan riesgo de crédito más alto. La recuperación promedio de dicha cartera, es de alrededor de 6 a 8 meses con una estimación de pérdida inferior al 1%

La cartera castigada sobre la cartera bruta promedio aumenta significativamente durante el año (+ 1.86pp), llegando a 2.02% y siendo superior al sistema (1.09%).



Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR

Luego de la caída de las coberturas con provisiones en el 2014, las provisiones sobre cartera en riesgo muestran una tendencia creciente y llega a dic-2016 al 67.8%. Este indicador permanece por debajo del sistema. En cuanto a la cobertura de la cartera CDE, ésta es más volátil y mantiene una tendencia decreciente.

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. La política de provisiones se alinea con los requerimientos mínimos de ley. Por requerimiento de las multilaterales la cartera vencida con más de 90 días debe estar provisionada en un 100%.

A dic-2016 los 25 deudores más grandes representan el 10.6% ( $\Delta +1.8pp$ , anual) de la cartera bruta total y los 25 mayores créditos en riesgo representan el 10.5% ( $\Delta +2.4pp$ , anual). Si bien las concentraciones tienden a aumentar no representan riesgo material.

### 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 los del 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 Superintendencia de Bancos, miden la sensibilidad frente a un cambio porcentual en la tasa de interés de sus activos y pasivos sensibles, con una variación del 1.0%.

- Interanualmente, la sensibilidad del margen financiero a dic-16, ha incrementado y se ubica en USD126.681, lo que significa que el impacto en el margen financiero en los próximos 12 meses sería de 1.68% del valor del patrimonio técnico frente a un cambio de 1% en la tasa de interés.
- La sensibilidad de los recursos patrimoniales a dic-16, es de USD24.227, lo que equivale a 0.32% del patrimonio técnico constituido.

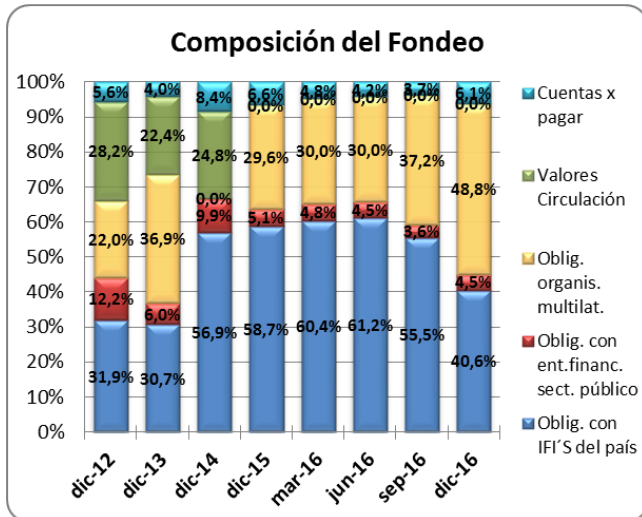
### Riesgo de Liquidez y Fondeo

Debido a su naturaleza, la CTH no capta depósitos del público por lo que no existe exposición a retiros de fondos no programados, pero su principal riesgo de liquidez se deriva del financiamiento de activos de largo plazo con pasivos de corto plazo, por lo que permanentemente mantiene la necesidad de renovar sus pasivos.

La liquidez de CTH durante el último trimestre se ha apretado debido a que se van acercando los vencimientos de sus pasivos y no se concretaron los recursos de largo plazo sino hasta el último mes. Los efectos de la titularización realizada se reflejan en los estados financieros de enero-2017. En el escenario contractual a dic-16, CTH muestra posiciones de liquidez en riesgo en la banda del mes 2 hasta la del semestre siguiente. La brecha acumulada más alta de USD21.773M y la posición de liquidez en riesgo más alta de USD21.045M, se producen en la banda del siguiente semestre y se genera por el vencimiento del préstamo por USD10.000M de la CAF.

La brecha acumulada representa 29.56 veces los activos líquidos netos y el 75.48% de las obligaciones financieras totales.

La posición en riesgo actual debería reducirse para el siguiente trimestre por la colocación de los valores de la titularización del FIMECTH8 (realizada el 22 de dic-16 por USD17MM) y posterior cancelación de la obligación con la CAF, realizada el primer día hábil del 2017. También contribuirá a la mejora en el descalce la reducción de la deuda de corto plazo con los bancos locales hasta que se vuelvan a utilizar sus líneas para la compra de cartera. La utilización de la línea disponible de la CAF planificada para el año contribuirá también a manejar el descalce de plazos. El cuadro siguiente muestra la evolución de la estructura del fondeo de CTH:



Fuente: Estados Financieros CTH Elaboración: BWR

CTH reduce durante el trimestre su deuda con IFI's locales en USD 9.948M. Entre 2014 y 2015, las obligaciones financieras de CTH aumentaron en 132%, es decir en USD 17.931M., los cuales fueron utilizados para incrementar la cartera, para realizar inversiones (en clases subordinadas) y para reemplazar la deuda del mercado de valores principalmente. La variación interanual del 2016 es una reducción del 9.0% gracias a la titularización que permitió reducir deuda con IFI's locales y con la CAF. El nivel de la utilización de las líneas disponibles en este año dependerá de la oferta de cartera hipotecaria y de valores disponibles para la venta relacionados a titularizaciones hipotecarias.

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 de instituciones financieras locales y líneas de organismos multilaterales como el BID y la CAF. En las actuales circunstancias estas líneas son otorgadas en el mejor de los casos a mediano plazo (540 días) con revisiones periódicas y desembolsos condicionados a distintos factores tanto propios de CTH como del entorno operativo. La línea de la CAF, queda libre a partir de enero-2017 y se espera que se reutilice y desembolse hasta noviembre del mismo año. Cabe mencionar que el fondeo de organismos multilaterales incorporaría un riesgo de tipo de cambio en un escenario de desdolarización.

Las líneas con IFIS tanto locales requieren una porción 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 de valores se ha visto limitada también por los requerimientos legales en cuanto a resguardos 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 del control operativo de la cartera de terceros. Si bien subsisten algunos aspectos puntuales que podrían mejorar, éstos están siendo gestionados y coordinados para ser superados durante el 2017.

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.

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.

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.

Consideramos que no existen riesgos operativos materiales que pudieran representar una amenaza a la capacidad de CTH para cumplir con sus obligaciones.

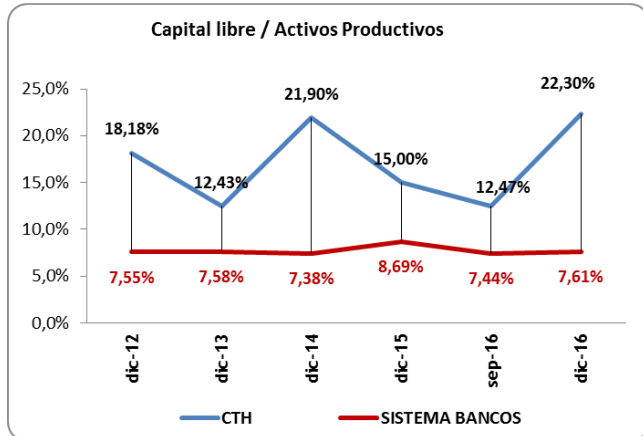
**Suficiencia de Capital**

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 patrimonio técnico se ha mantenido históricamente sobre su requerimiento legal, y alcanza el 23.58% para dic-2016, siendo el patrimonio primario el 14.7% de los activos ponderados por riesgo. Este indicador en el 2015 estuvo en los



mismos niveles. La reducción de los activos ponderados por riesgo que se produce por la salida de la cartera titularizada no se refleja en el indicador porque estos se compensan con el aumento de la cuenta por cobrar al fideicomiso de garantía por el valor cancelado a CAF en el primer día de enero de 2017. De lo contrario el indicador habría sido más alto que el alcanzado. El indicador se irá ajustando en relación al aumento de la cartera en el balance de CTH.



Fuente: CTH, Elaboración: BWR

La volatilidad del indicador del gráfico refleja la acumulación de cartera hasta que se concreten las titularizaciones y la salida de esa cartera cuando se realizan mismas; por lo tanto, se esperaría que el indicador que a dic-16 muestra un nivel alto, vaya cayendo en la medida en que se adquiera cartera.

El capital libre de CTH se ha mantenido alrededor de los USD5.700M, durante los últimos años llegando al final del 2016 a ser USD5.803M. La reducción del -2.67%, frente a dic-2015 resulta del decrecimiento del patrimonio por pago de dividendos durante el año. En relación al patrimonio el capital libre se mantiene en niveles superiores al 60.0% (dic-2016, 62.84%).

A pesar de la incorporación de la cartera del FIMUPI4 que presiona hacia arriba los activos improductivos, y de la reducción del patrimonio por el pago de dividendos, el capital libre/activos productivos aumenta en el último trimestre del año y en relación a dic-15, como efecto de la salida de cartera por la titularización antes mencionada. El capital libre calculado no incorpora la morosidad de la cartera que respalda las inversiones de CTH en las series subordinadas compradas a terceros. A dic-16, se registraban las series subordinadas de BGR1 y de FIMPROD2. A la fecha sabemos que BGR1 fue liquidado a principios de este año. Sin embargo,

dado que a la fecha de análisis se registraban los dos fideicomisos y no su morosidad, cabe la sensibilización de los activos improductivos con la morosidad de BGR1 y FIMPROD2. De acuerdo a información publicada por CTH, la mora a dic-16 de dichas carteras es de 3.22% para BGR1 y 10.11% para FIMPROD2, sobre saldos de cartera; la cartera en riesgo de los dos fideicomisos suma USD1.130M. Esta cartera en riesgo representa el 19.47% del capital libre registrado al corte del análisis. Si se hace una sensibilidad al capital libre aplicando dicha cartera en riesgo, el capital libre sobre activos productivos caería al 17.96%; de igual manera, se mantendría sobre el sistema.

Considerando las tendencias de la morosidad de los activos, y en general la complicada situación del entorno que limitará la generación de resultados y por tanto la creación de provisiones consistentes, podríamos esperar que los indicadores de capital libre sigan una tendencia a presionarse. Los resultados del 2016, no serán distribuidos en dividendos sino que serán capitalizados hasta junio-17 para cumplir con los requisitos del ente de control.

### PRESENCIA BURSATIL

La CTH ha participado con éxito en el mercado de valores, tanto en la colocación de obligaciones de corto y largo plazo, como a través de la colocación de títulos provenientes de procesos de titularización de cartera de vivienda.

Las titularizaciones originadas por CTH y que están en circulación se detallan a continuación:

TÍTULOS	MONTO EMISIÓN	SALDO INSOLUTO	PLAZO	FECHA DE EMISIÓN	FECHA VENCIMIENTO	CALIFICACION	CALIFICADORA
Titulos Valores - VACTH 6 - Clase A1	12.940.000	1.039.599	69 meses	21/09/2012	16/03/2018	AAA	PCR
Titulos Valores - VACTH 6 - Clase A2	2.930.000	2.930.000	90 meses	21/09/2012	16/12/2019	AA	PCR
Titulos Valores - VACTH 6 - Clase A3	1.379.000	1.379.000	104 meses	21/09/2012	16/02/2021	A+	PCR
Titulos Valores - VACTH 6 - Clase A4	1.000	1.000	105 meses	21/09/2012	16/03/2021	B+	PCR
Titulos Valores - VACTH 7 - Clase A1	15.500.000	8.748.814	66 meses	18/08/2014	31/01/2020	AAA	PCR
Titulos Valores - VACTH 7 - Clase A2	6.500.000	6.500.000	102 meses	18/08/2014	31/01/2023	AAA	PCR
Titulos Valores - VACTH 7 - Clase A3	1.499.000	1.499.000	114 meses	18/08/2014	31/01/2024	AA	PCR
Titulos Valores - VACTH 7 - Clase A4	1.500.000	1.500.000	129 meses	18/08/2014	30/04/2025	A-	PCR
Titulos Valores - VACTH 7 - Clase A5	1.000	1.000	130 meses	18/08/2014	31/05/2025	B	PCR
Titulos Valores - VACTH 8 - Clase Alpha	360.000	360.000	16 meses	22/12/2016	30/04/2018	AAA	PCR
Titulos Valores - VACTH 8 - Clase A1	8.820.000	8.820.000	94 meses	22/12/2016	30/06/2021	AAA	PCR
Titulos Valores - VACTH 8 - Clase A2	6.290.000	6.290.000	117 meses	22/12/2016	30/09/2026	AAA-	PCR
Titulos Valores - VACTH 8 - Clase A3	1.530.000	1.530.000	118 meses	22/12/2016	30/10/2026	A+	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-12	dic-13	dic-14	dic-15	mar-16	dic-16
<b>ACTIVOS</b>							
Depositos en Instituciones Financieras	2.096.032	639	503	343	978	696	726
Inversiones Brutas	5.754.804	1.038	4.944	2.145	3.364	2.313	135
Cartera Productiva Bruta	18.926.869	26.120	37.996	22.729	26.896	27.565	17.985
Otros Activos Productivos Brutos	1.018.981	-	3.017	905	8.515	8.515	17.685
<b>Total Activos Productivos</b>	<b>27.796.687</b>	<b>27.798</b>	<b>46.460</b>	<b>26.121</b>	<b>39.753</b>	<b>39.090</b>	<b>36.531</b>
Fondos Disponibles Improductivos	6.121.239	11	1	1	3	1	2
Cartera en Riesgo	696.218	819	847	1.074	1.526	1.651	2.063
Activo Fijo	650.367	765	846	780	707	688	744
Otros Activos Improductivos	1.196.453	659	844	1.150	644	915	625
Total Provisiones	(1.639.068)	(826)	(880)	(679)	(1.098)	(1.201)	(1.667)
<b>Total Activos Improductivos</b>	<b>8.664.278</b>	<b>2.254</b>	<b>2.538</b>	<b>3.006</b>	<b>2.880</b>	<b>3.256</b>	<b>3.434</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>34.821.896</b>	<b>29.226</b>	<b>48.118</b>	<b>28.448</b>	<b>41.534</b>	<b>41.145</b>	<b>38.298</b>
<b>PASIVOS</b>							
Obligaciones con el Público	28.682.513	-	-	-	-	-	-
Operaciones Interbancarias	10.000	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Inmediatas	145.327	-	-	-	-	-	-
Aceptaciones en Circulación	16.202	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Financieras	1.865.682	15.066	29.946	13.622	31.553	31.750	28.848
Valores en Circulación	14.302	6.407	9.117	5.069	-	-	-
Oblig. Convert. y Aportes Futuras Capitaliz	222.762	-	-	-	-	-	-
Cuentas por Pagar y Otros Pasivos	1.057.013	1.281	1.625	1.711	2.240	1.598	1.882
Provisiones para Contingentes	62.273	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>32.076.074</b>	<b>22.755</b>	<b>40.688</b>	<b>20.402</b>	<b>33.793</b>	<b>33.348</b>	<b>30.730</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>3.522.093</b>	<b>6.472</b>	<b>7.429</b>	<b>8.046</b>	<b>7.741</b>	<b>7.797</b>	<b>7.568</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>35.598.167</b>	<b>29.226</b>	<b>48.118</b>	<b>28.448</b>	<b>41.534</b>	<b>41.145</b>	<b>38.298</b>
CONTINGENTES	6.170.582	-	-	-	-	-	-
<b>RESULTADOS</b>							
Intereses Ganados	2.323.319	3.944	5.267	4.971	5.179	991	5.509
Intereses Pagados	750.480	1.286	1.855	2.413	2.384	639	2.721
<b>Intereses Netos</b>	<b>1.572.840</b>	<b>2.658</b>	<b>3.413</b>	<b>2.559</b>	<b>2.795</b>	<b>352</b>	<b>2.788</b>
Otros Ingresos Financieros Netos	208.669	(599)	(77)	333	(94)	(18)	(88)
Margen Bruto Financiero (IO)	1.781.508	2.059	3.336	2.892	2.700	334	2.700
Ingresos por Servicios (IO)	518.646	1.752	1.864	1.862	1.775	391	1.464
Otros Ingresos Operacionales (IO)	96.716	0	-	-	0	-	-
Gastos de Operacion (Goperac)	1.695.426	1.773	2.051	2.237	2.395	527	2.328
Otras Perdidas Operacionales	57.673	10	1	-	-	-	-
<b>Margen Operacional antes de Provisiones</b>	<b>643.772</b>	<b>2.028</b>	<b>3.149</b>	<b>2.516</b>	<b>2.081</b>	<b>197</b>	<b>1.837</b>
Provisiones (Goperac)	467.106	563	207	933	974	120	882
<b>Margen Operacional Neto</b>	<b>176.666</b>	<b>1.464</b>	<b>2.942</b>	<b>1.583</b>	<b>1.107</b>	<b>77</b>	<b>955</b>
Otros Ingresos	222.176	377	90	849	760	49	408
Otros Gastos y Perdidas	38.955	2	7	5	32	50	86
Impuestos y Participacion de Empleados	136.678	558	879	739	623	26	446
<b>RESULTADOS DEL EJERCICIO</b>	<b>223.209</b>	<b>1.282</b>	<b>2.146</b>	<b>1.688</b>	<b>1.212</b>	<b>50</b>	<b>832</b>

### CTH

(\$ MILES)	SISTEMA BANCOS	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	mar-16	dic-16
<b>CALIDAD DE ACTIVOS</b>							
Act. Productivos + F. Disponibles	33.917.926	27.809	46.462	26.123	39.755	39.091	36.533
Cartera Bruta total	19.623.087	26.939	38.843	23.803	28.422	29.217	20.049
Cartera Vencida	273.088	59	37	79	114	121	272
Cartera en Riesgo	696.218	819	847	1.074	1.526	1.651	2.063
Cartera C+D+E	-	316	260	335	471	692	1.137
Activos C+D+E	-	386	331	522	592	820	1.349
Provisiones para Cartera	(1.364.502)	(764)	(820)	(581)	(995)	(1.074)	(1.400)
Activos Productivos / T.A. (Brutos)	74,6%	92,5%	94,8%	89,7%	93,2%	92,3%	91,4%
Activos Productivos / Pasivos con Costo	121,3%	129,5%	118,9%	139,8%	126,0%	123,1%	126,6%
Cartera Vencida / T. Cartera (Bruta)	1,34%	0,22%	0,10%	0,33%	0,40%	0,41%	1,36%
Cartera en Riesgo/T. Cartera (Bruta) + D.Fiduciarios (cta.x cobrar)	-	3,04%	2,18%	4,51%	5,37%	5,65%	10,29%
Cartera en riesgo+reestructurada x vencer / T. Cartera (Bruta)	4,5%	3,8%	2,8%	5,0%	6,1%	6,4%	11,8%
Cartera C+D+E / T. Cartera (Bruta)	0,0%	1,2%	0,7%	1,4%	1,7%	2,4%	5,7%
Activo C+D+E/ Activos de riesgo	-	1,4%	0,9%	2,2%	2,1%	2,8%	4,4%
Prov. de Cartera+ Contingentes/ Cart en Riesgo	204,9%	86,3%	72,4%	54,1%	53,8%	54,5%	66,1%
Provisiones de Cartera + Contingentes + D.Fiduciarios / Cartera en Riesgo	-	93,3%	96,8%	54,1%	65,3%	65,1%	67,8%
Provisiones de Cartera + Contingentes / Cartera en Riesgo + Reestructurada por vencer	154,9%	73,8%	74,9%	48,4%	57,3%	57,9%	59,1%
Prov. de Cartera +Contingentes /Cartera CDE	-	241,8%	314,9%	173,6%	211,5%	155,3%	123,0%
Prov de Cartera / T. Cartera (Bruta)	6,69%	2,84%	2,11%	2,44%	3,50%	3,68%	6,98%
Prov con Conting sin invers. / Activo CDE	-	214,0%	266,0%	130,1%	185,5%	146,4%	123,6%
Cart CDE+ Catigos periodo +Venta cart E /Cartera Bruta prom	1,1%	1,6%	1,2%	2,9%	2,0%	3,5%	6,7%
Recuperación Ctgos periodo / ctgos periodo anterior	34,6%	98,7%	41,5%	40,7%	38,5%	6,6%	52,4%
Ctgo total periodo / MON antes de provisiones	64,5%	5,7%	4,8%	14,5%	2,0%	153,6%	26,7%
Castigos Cartera (Anual)/ Cartera Bruta Prom.	1,1%	0,4%	0,4%	1,1%	0,2%	4,2%	2,0%
<b>CAPITALIZACION</b>							
PTC / APPR	nd	34,43%	18,17%	49,72%	nd	24,05%	23,58%
TIER I / APPR	nd	17,21%	9,09%	27,17%	nd	14,47%	14,70%
PTC / Activos y Contingentes	0,0%	22,0%	13,8%	28,3%	18,6%	18,9%	19,6%
Activos Fijos +Activos Fideicom/ Patr. Técnico	0,00%	11,92%	12,72%	9,69%	9,14%	8,83%	9,90%
Capital libre (USD M)**	2.573.123	5.054	5.773	5.721	5.962	5.743	5.803
Capital libre / Activos Productivos + F. Disp	7,61%	18,18%	12,43%	21,90%	15,00%	14,69%	15,88%
Capital Libre / Patrimonio + Provisiones	50,29%	69,26%	69,48%	65,57%	67,45%	63,83%	62,84%
TIER I / Patrimonio Técnico	0,00%	50,00%	50,00%	54,65%	59,00%	60,15%	62,34%
Patrimonio/ Activo Neto Promedio (Apalancamiento)	10,60%	21,57%	19,21%	21,02%	22,12%	18,86%	18,96%
TIER I / Activo Neto Promedio	0,00%	10,70%	8,60%	11,49%	13,05%	11,34%	11,75%
<b>RENTABILIDAD</b>							
Comisiones de Cartera	1.995	-	-	-	-	-	-
Ingresos Operativos Netos	2.339.198	3.801	5.200	4.754	4.476	725	4.165
Result. antes de impuest. y particip. trab.	359.887	1.840	3.025	2.427	1.835	76	1.277
Margen de Interés Neto	67,70%	67,40%	64,79%	51,47%	53,96%	35,55%	50,61%
ROE	6,55%	20,31%	30,88%	21,81%	15,35%	2,56%	10,86%
ROE Operativo	5,18%	23,20%	42,33%	20,46%	14,02%	3,96%	12,47%
ROA	0,67%	4,27%	5,55%	4,41%	3,46%	0,48%	2,08%
ROA Operativo	0,53%	4,88%	7,61%	4,14%	3,16%	0,74%	2,39%
Inter. y Comis. de Cart. Netos /Ingr Operat.Net.	67,32%	69,93%	65,63%	53,82%	62,44%	48,61%	66,95%
Intereses y Comis. de Cart. Netos /Activos Productivos Promedio (NIM)	5,85%	9,25%	9,19%	7,05%	8,48%	3,57%	7,31%
M.B.F. / Activos Productivos promedio	6,62%	7,17%	8,98%	7,97%	8,20%	3,39%	7,08%
Gasto provisiones / MON antes de provisiones	72,56%	27,79%	6,57%	37,08%	46,81%	61,04%	48,04%
Gastos Operacionales / Ingr. Operativos Netos	92,45%	61,48%	43,42%	66,69%	75,27%	89,40%	77,08%
Gastos Operacionales sin Prov/ Ingr Oper Netos	72,48%	46,65%	39,44%	47,07%	53,51%	72,78%	55,89%
Gto Operacionales (Anual)/ Activos N Prom	6,51%	7,79%	5,84%	8,28%	9,63%	6,27%	8,04%
<b>LIQUIDEZ</b>							
Fondos Disponibles	8.217.272	650	504	344	980	698	728
Activos Liquidos (BWR)	9.587.076	650	504	352	2.239	914	737
Indice Liquidez Estructural 1ra Línea (SBS)	39,05%	8,74%	5,39%	4,02%	19,91%	15,65%	10,95%
Indice Liquidez Estructural 2nda Línea(SBS)	39,17%	4,63%	1,98%	2,12%	11,17%	6,98%	3,24%
Mayor brecha acum de liquidez / Act. Liquidos (x)	-	-	-	-37,99	-3,58	-17,25	-29,56
Activos Liq. (BWR)/Pasivos corto plazo(BWR)	39,05%	8,74%	5,39%	4,02%	19,91%	15,65%	10,95%
Fondos Disp. / Pasivos CP(BWR)	33,47%	8,74%	5,39%	3,92%	8,72%	11,95%	10,83%
<b>RIESGO DE MERCADO</b>							
Riesgo de tasa Margen Fir/Patrimonio (1% var)	0,00%	-0,48%	-0,74%	0,28%	1,24%	-0,61%	-1,67%
Riesgo de tasa Val. Patrim/Patrimonio (1% var)	0,00%	-1,45%	-1,47%	-0,62%	0,99%	0,39%	0,32%

\*\* 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 como 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.