

Ecuador
Bonos con respaldo de
créditos hipotecarios
Análisis de Riesgo

Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A.

Fideicomiso Mercantil CTH1 -"octavo seguimiento"

- RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

Calificación

Riesgo de:	Calificación Anterior	Calificación Actual	Ultimo Cambio
Bonos			
Clase A2	AAA	AAA	30/01/2009
Clase B	B	B	

Contactos

Samuel Fox
(312) 606 2307
Samuel.fox@fitchratings.com

Juan Pablo Gil L.
(56 2) 206 7171 ext. 25
juanpablo.gil@fitchratings.cl

Patricia Pinto
(593) 2 2222 323
pintop@bankwatchratings.com

Jeanneth Molina
(593) 2 2222 323
jmolina@bankwatchratings.com

Los bonos titularizados Clase A2 y B que conforman el Fideicomiso Mercantil CTH1 han sido calificados en categoría AAA y B, respectivamente.

De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, estas categorías tienen la siguiente definición:

AAA: Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.

B: Corresponde al patrimonio autónomo que tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.

El activo subyacente está conformado por una cartera compuesta por 352 créditos hipotecarios (345 deudores) originados por CTH S.A., con un saldo insoluto de USD 3,551,740.63 al 30 de noviembre de 2008 y una tasa de interés promedio ponderada de 10.96%.

La morosidad total de la cartera durante la vida del bono ha llegado hasta 26% de la cartera total. El tramo de los créditos con una mora mayor a 90 días, a lo largo de la vida del fideicomiso, ha sido inferior al 1% del saldo insoluto, siendo que su nivel más alto alcanzó 0.78%. A noviembre de 2008 es 0.00%. La cartera en mora con más de tres cuotas en proceso judicial fue comprada por CTH. A la fecha no se han liquidado garantías en remates, por lo cual la cartera no acumula pérdidas.

Con respecto a los prepagos parciales y/o totales de la cartera, a noviembre de 2008 estos suman USD 6,829,567.22 lo que representa un 38.31% del monto de la cartera original. La TPA (tasa prepagos anual, base 360) promedio, en base al saldo

FECHA COMITE: Enero/30/ 2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Noviembre 2008

insoluto, desde el momento de colocación del bono alcanza a un 14.99%.

La recuperación de la cartera que durante los primeros meses de la transacción se utilizó para cancelar el precio de la cartera transferida, se compensó en mayo/05, con el exceso de interés, por lo tanto a la fecha se puede afirmar que los fondos recaudados por concepto de principal de la cartera, incluyendo prepagos se han utilizado en el pago de los títulos. En Ago-07 la Clase A1 fue totalmente cancelada. A nov-08 no existen excedentes de liquidez para inversión. El saldo insoluto de los títulos representa el 94.8% del saldo insoluto de la cartera.

El análisis de los flujos muestra que la Clase A2 se pagará anticipadamente aún en el peor escenario. Para la clase B en cambio los flujos no serían suficientes en un escenario B de estrés, con el nivel de prepago actual, si es que se mantienen en circulación los títulos hasta su vencimiento legal o el vencimiento del colateral que es anterior al vencimiento de los títulos. Bajo la estructura actual, el mayor prepago sería beneficioso para la serie B, por lo que se ha aprobado la compra de cartera por parte del originador para cancelar anticipadamente la Clase A2. Por otro lado, aún si se cancela la clase A2, con el vencimiento natural del colateral sin la compra por parte del originador, y se cancela la clase B inmediatamente después, existe cartera suficiente para cubrir tanto el capital como el interés.

Esta posibilidad es perfectamente factible según la escritura de constitución del fideicomiso.

Una vez realizado un análisis de estrés de la cartera de acuerdo a los niveles de retraso de un día y pérdidas acumuladas de la cartera actual, el nivel de prepago, el plazo promedio ponderado del colateral y de los títulos, la estructura de costos vigentes, y el saldo insoluto de las Clases A2 y B a noviembre de 2008, se ha decidido mantener las calificaciones de las dos series. Así la Clase A2 se mantendría en la categoría de riesgo AAA y la Clase B en la categoría de riesgo B. El apretado nivel de los flujos para la clase B responde a los altos niveles de prepagos observados inicialmente en este fideicomiso, a la generación de gastos más alta de lo proyectado, y a la caída del exceso de interés.

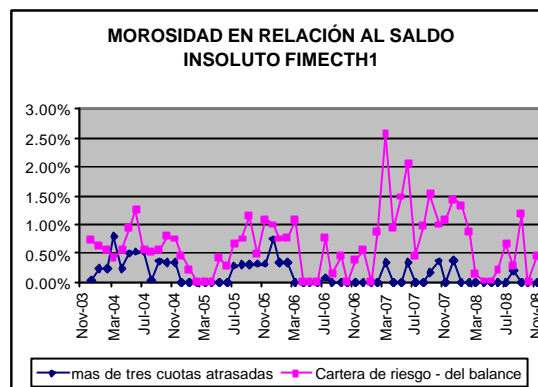
Hechos Relevantes

El 5 de agosto de 2008, los Tenedores de títulos VACTH1 aprueban que el Originador compre

cartera al FIMECTH1, para cancelar anticipadamente el capital de la case A2.

Evolución Colateral

Evolución Morosidad de la Cartera



La morosidad total de la cartera – cartera de riesgo- ha fluctuado, llegando hasta el 2.5%, como su pico más alto; a nov-08 es 1.3%. Mientras que la morosidad de más de 90 días se ha mantenido por debajo del 1% del saldo insoluto, siendo que su nivel más alto fue de 0.78% en feb-04, en nov-08 representa el 0.00% del saldo insoluto de la cartera. La morosidad a nov-08 respecto de la cartera inicial es 0.26%.

A la fecha no se han registrado remates de viviendas y por lo tanto no se registran pérdidas acumuladas en la cartera de activos del Patrimonio Autónomo.

De esta manera, para un escenario AAA, asumiendo un castigo de un 100% para las operaciones con más de 90 días de morosidad en el nivel más alto alcanzado (0.78%) y una severidad de la pérdida de un 40% correspondiente a la categoría de riesgo asignada, el nivel de pérdidas potencial de la cartera alcanzaría a un 0,31%, inferior a la pérdida esperada de la cartera de un 12% estimado para la cartera de referencia. Así mismo, para un escenario B, asumiendo niveles de castigo de un 100% para las operaciones con más de 90 días de morosidad, en los niveles más altos alcanzados y una severidad de la pérdida de un 30% correspondiente a la categoría de riesgo asignada, el nivel de pérdidas potencial de la cartera alcanzaría a un 0,23%, inferior a la pérdida esperada de la cartera de un 1.5% estimado para la cartera de referencia.

Evolución Características Colateral

Características del Colateral (a octubre de 2008)

	Créditos Hipotecarios
Monto Cartera (USD)	
Original	17.689.007
Actual	3.551.741
Número Deudores	352
Monto Crédito Actual por deudor	10.090
Relación Deuda / Garantía-promedio ponderado (%)	
Original	46,8
Actual	29,07
Dividendo / Renta promedio pond.(%)	
Original	18,56
Plazo Promedio ponderado Remanente (meses)	
Original de la cartera inicial	93
Actual	49
Tasa Interés Promedio Ponderada (%)	
Original	15,15
Actual	10,96
Concentración Regional	
Quito	75,27%
Guayaquil	16,33%
Ibarra	2,67%
Cuenca	2,52%
Cayambe	2,30%
Loja	0,90%
TPA Original	10,42%
TPA Actual	14,99%

El activo subyacente está conformado por una cartera compuesta por 345 deudores, con 352 créditos hipotecarios originados por CTH, con un saldo insoluto de USD 3,551,740.63 al 30 de noviembre de 2008, el mismo que representa el 105.5% del saldo insoluto de los títulos.

Entre las principales características de la cartera destacan: la relación Deuda / Garantía (promedio ponderado) de la cartera que al momento de la emisión alcanzaba a 46.8%, y que se ha ido reduciendo gradualmente hasta a un nivel de 29.07% en noviembre de 2008. La tasa de interés promedio ponderado de la cartera es del 10.96% (4.2 puntos porcentuales por debajo de la TPP original). El plazo remanente promedio ponderado se ha reducido de 93 a 49 meses desde la fecha de inicio a noviembre de 2008.

En cuanto a la distribución geográfica de la cartera, Quito sigue representando la mayor concentración con un 75.27% de la cartera, seguido de Guayaquil con un 16.33%, Ibarra con un 2.67%, Cuenca con un 2.52%, Cayambe con un 2.30% y Loja con un 0.90%.

Prepagos Totales y Parciales

La política de prepago establecida en el contrato de emisión establece que las amortizaciones extraordinarias del saldo insoluto de cartera, cualquiera fuera su causa, determinará como única opción el rescate anticipado parcial de los títulos de deuda. La Clase A1 podrá recibir los prepagos a

partir de la fecha de emisión, mientras que la Clase A2 una vez que se haya realizado íntegramente el pago de la A1, y la Clase B una vez que se haya realizado íntegramente el pago de la Clase A2.

Al 31 de noviembre de 2008, se han realizado prepagos por un monto de USD 6,829,567.22 lo cual corresponde a un 38.31% del valor de la cartera original, monto que en su totalidad ha sido destinado a la amortización parcial de los títulos emitidos. De esta manera ya se terminó de pagar en su totalidad la Clase A1. El saldo de la clase A2 a nov-08 es USD 713M.

La tasa de prepago anual definida como monto de prepagos mensuales sobre saldo de la cartera al inicio de mes (anualizado) alcanza en promedio desde el momento de colocación del bono a la fecha de análisis (nov-08) un 14.99%.

Inversión de Excedentes y Costos

De acuerdo al balance, a nov-08, FIMECTH1 tiene un excedente de caja de USD 80,395.39.

Los gastos operativos asociados al Fideicomiso CTH1 han sido superiores a los programados en la proyección original de los flujos presentada en los documentos de constitución, especialmente en lo relacionado al gasto variable (honorario Agente de Manejo). El gasto variable ha pasado del 1.68% anual sobre el saldo insoluto de la cartera estipulado en el contrato, al 1.84% anual a nov-08. El precio de transferencia de la cartera más el descuento en la colocación de los títulos y otros gastos relacionados a la transferencia de los activos, generaron al inicio de la vida del fideicomiso un flujo operativo negativo mayor en un 30% a lo proyectado; parte de este incremento se produjo por los intereses devengados, pertenecientes al originador. El déficit generado al inicio del fideicomiso fue asumido por los intereses extraordinarios a los que tienen derecho los tenedores de los títulos clase B, tal como lo prevé la estructura del fideicomiso; de acuerdo con su contrato de constitución fueron registrados como una cuenta por cobrar a la Clase B. El flujo demandado por los gastos de transferencia de la cartera fue financiado por las recuperaciones de capital. A nov-08 el interés extraordinario acumulado por pagar a la clase B es de USD 293,398.54.

A la fecha de análisis, nov-08, el capital y los intereses de cartera recuperados han sido utilizados para pagar el capital y el interés de las clases, respectivamente, en concordancia con las condiciones estipuladas en el contrato. El

incremento de los gastos del fideicomiso y la reducción del interés promedio de la cartera han presionado el “excess spread” de la transacción, lo cual hasta el momento se ha reflejado en la reducción de los intereses extraordinarios por pagar a la clase B.

Agente de Manejo/Servidor/Originador

CTH S.A. ejerciendo la calidad, que le otorga el Art. 1 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, actúa en el presente proceso de titularización, como Originador y Agente de Manejo. Su función ha sido desempeñada satisfactoriamente, de acuerdo a las políticas y procedimientos evaluados inicialmente.

Los deberes y responsabilidades del Agente de Manejo se describen a continuación:

- Mantener el Fideicomiso Mercantil CTH1 separado de su propio patrimonio y de los demás patrimonios de propósito exclusivo que administre, llevando para el efecto una contabilidad independiente para cada uno de éstos. La contabilidad del Fideicomiso Mercantil CTH1 deberá reflejar la finalidad descrita en su Contrato de Constitución y se sujetará a las normas expedidas por los órganos de control y a los principios de contabilidad generalmente aceptados.
- Rendir cuentas de su gestión de manera anual.
- Cobrar las sumas a que tenga derecho por concepto de comisiones, honorarios, reposición de gastos efectuados por cuenta del Fideicomiso Mercantil CTH1, pago de impuestos y otros gastos, conforme lo establecido en Contrato de Constitución del Fideicomiso Mercantil CTH1 y en los documentos relacionados.
- Solicitar con cargo al Fideicomiso Mercantil CTH1, opiniones escritas de asesores legales o contables. El Agente de Manejo no será responsable por ninguna acción u omisión, de buena fe en base a dichas opiniones.
- El Agente de Manejo, actuando a título personal y no como Fiduciaria, y cualesquiera de sus accionistas, directores, dignatarios o compañías subsidiarias o afiliadas podrán ser tenedores de los bonos emitidos.
- Actuar con base en cualquier documento que este creyese ser auténtico y estar firmado o ser presentado por la persona autorizada para ello.
- Las demás establecidas en la Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos, en el Contrato de Constitución del Fideicomiso Mercantil CTH1 y en los documentos relacionados.

Al momento, BankWatch Ratings ha evaluado favorablemente la estructura administrativa, capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia de CTH como servidor y Agente de Manejo.

Evolución de la Emisión

Características de la Emisión

	Clase A2	Clase B
Monto Inicial (USD)	2.653.351,11	2.653.351,11
Monto Actual (USD)	713245.85	2.653.351,11
Tipo de Oferta	Pública	Pública
Tasa Cupón Anual (%)	69,13% de TPP Créditos	100% de TPP Créditos
Frecuencia Pago Intereses	Mensual	Mensual
Frecuencia Pago Capital	Mensual	Mensual
Fecha Primer Cupón	06/02/04*	06/02/04**
Fecha Próximo Cupón	02/02/2009	02/02/2009
Fecha de Vencimiento Legal	01/03/2010	01/04/2016
Rating actual	AAA	B
Rating anterior	AAA	B

*Sólo pago de intereses hasta el 01/04/08

** Sólo pago de intereses hasta el 01/03/10

Tomando en cuenta que la Clase A1 ya se terminó de pagar en su totalidad, el saldo insoluto a noviembre de 2008 de las Clases A2 y B suma USD 3,366,596.96.

La Clase A1 está extinguida; pues fue servida en su totalidad a jul-07, quedando con saldo cero para agosto de dicho año.

La Clase A2 recibió amortizaciones de capital por USD 1,940,105.25, y se han cancelado por concepto de intereses 60 cuotas.

En la Clase B, no se han realizado amortizaciones de capital. También se han cancelado por concepto de intereses 60 cuotas, y según lo establecido en el contrato de emisión no se han realizado pagos extraordinarios. Sin embargo, luego de que parte de los intereses extraordinarios a los que tiene derecho esta clase, fueron utilizados para amortizar la pérdida generada en el 2003 por el fideicomiso, esta clase tiene un saldo por cobrar por este concepto, el cual será cancelado únicamente cuando las clases preferentes sean amortizadas en su totalidad como se expresó anteriormente.

Resumiendo, a la fecha de análisis se observa que el flujo recuperado del principal de la cartera ha sido utilizado en el pago del principal de los títulos preferentes. Adicionalmente, el flujo proveniente del exceso de interés luego de cubrir los gastos del



fideicomiso y los intereses ordinarios de las clases ha sido también utilizado en la amortización de la clase preferente.

El análisis de los flujos muestra que la clase A2, al igual que sucedió con la A1, se cancelará anticipadamente a su vencimiento legal, aún en el peor escenario. El capital de la clase B, no podrá ser servido en su totalidad si se mantiene su vencimiento, bajo las condiciones originales de estrés en el escenario correspondiente; sin embargo, si se cancela esta clase, tras la liquidación de la clase A2, bajo un escenario B, se pagaría. El contrato establece que la serie B se puede pagar con cartera de ser necesario.

La disminución de los flujos para esta clase obedece a los altos niveles de prepagos y a la reducción del “excess spread” que al momento es negativo, pero que está siendo compensado en el flujo con las recuperaciones del principal de la cartera, cuyo saldo al momento es superior al saldo insoluto de los títulos.

A nov-08, el fideicomiso registra en su balance, una cuenta por pagar por intereses extraordinarios de USD 293.5M. Esta cuenta registra el déficit o superávit que se produce en el fideicomiso; dado que, como se mencionó anteriormente el “excess spread” es negativo, se esperaría que esta cuenta se vaya reduciendo a medida que pasa el tiempo. De acuerdo al modelo, en el escenario correspondiente (calificación B), si es que la clase B, se paga inmediatamente después de la cancelación de la clase A2, el saldo de la cartera colateral podría cubrir el saldo de la cuenta por pagar por concepto de interés extraordinario al que tiene derecho la clase B y el saldo insoluto de los títulos. La cascada de pagos establece prelación de pago a los intereses extraordinarios frente al principal de la clase B.

