

Ecuador
Calificación Global

INTERDIN S.A. Emisora y Administradora de tarjetas de crédito

Calificación

2012	2013	sep-2014
AAA-	AAA-	AAA-

Perspectiva: Estable

Definición de la calificación:

“La situación de la institución financiera es muy fuerte y tiene una sobresaliente trayectoria de rentabilidad, lo cual se refleja en una excelente reputación en el medio, muy buen acceso a sus mercados naturales de dinero y claras perspectivas de estabilidad. Si existe debilidad o vulnerabilidad en algún aspecto de las actividades de la institución, ésta se mitiga enteramente con las fortalezas de la organización”.

Resumen Financiero

En USD Millones	sep-13	sep-14
Activos	104.0	133.7
Patrimonio	35.4	45.4
Resultados	8.2	10.2
ROE (%)	34.9%	32.0%
ROA (%)	11.8%	11.4%

Contactos:

Sebastián Baus
(5932) 292 2426; Ext.104
sbaus@bwratings.com

Ana Zurita
(5932) 226 9767; Ext. 113
azurita@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

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.

Adecuado soporte de la cabeza del Grupo. Diners Club del Ecuador cuenta con la capacidad económica y técnica suficiente para respaldar a Interdin y está legalmente comprometido a asumir las pérdidas que pudieran generarse por ser su subsidiaria. Por otro lado, Interdin representa un negocio estratégico para Diners que le permite abarcar otros nichos de mercado, motivo por el cual se presume el interés comercial del accionista para que Interdin continúe como negocio en marcha. La perspectiva de un comportamiento estable del negocio de Diners se mantiene en el corto plazo.

Revisión de la estrategia. Interdin empezó a administrar una porción de la cartera que origina modificando su estructura financiera. El mayor riesgo de los activos en su balance individual es contrarrestado mediante bajos índices de morosidad, una cobertura de provisiones adecuada y el fortalecimiento patrimonial.

Sólida rentabilidad operativa. Mayores gastos operativos y en provisiones implican menores índices de rentabilidad operativa respecto a su historia, sin embargo éstos continúan siendo sólidos en relación a otras instituciones financieras. El desarrollo de negocios complementarios en Interdin permitió contrarrestar el impacto de algunas regulaciones que han recaído sobre los ingresos financieros del sistema. La rentabilidad de la cartera generará un aporte interesante de ingresos al negocio en los próximos períodos.

Posición de liquidez holgada. La administración del ciclo operativo del negocio contribuye a atenuar el riesgo de liquidez, que es bajo en comparación a otras instituciones financieras debido a que Interdin no capta depósitos del público. La cobertura de activos líquidos sobre pasivos de corto plazo se mantiene holgada frente a la necesidad de liquidez de la institución y está respaldada por una mejor estructura de calce de plazos en el balance.

Capitalización robusta. El soporte patrimonial del accionista mayoritario se refleja en los aumentos de capital que se han realizado anualmente. Los índices de capitalización mejoran en el trimestre apoyados por el fortalecimiento de las reservas y una nueva resolución que flexibilizó el cálculo de la ponderación por riesgo de los contingentes.

Perspectiva de la Calificación. La calificación mantiene una perspectiva estable. Bajo circunstancias actuales y parámetros previsibles no esperamos cambios en la calificación en el mediano plazo, sin embargo la perspectiva podría variar negativamente si se modificara la posición de riesgo del Grupo como consecuencia del nuevo marco regulatorio.

Títulos de deuda. Interdin S.A. no se encuentra inscrito en el Registro del Mercado de valores y por tanto no tiene ninguna emisión en circulación.

Hechos Relevantes del Grupo Financiero

El Código Orgánico Monetario y Financiero propuesto por el Gobierno, contempla inhabilitar la figura legal de sociedad financiera, es decir que las instituciones que operan bajo esta modalidad, en el mediano plazo tendrán que convertirse en bancos múltiples, bancos especializados, fusionarse con otras instituciones financieras o liquidarse.

De acuerdo a lo contemplado en el Código, Interdin también deberá modificar su estructura jurídica, pudiendo convertirse en una institución de servicios auxiliares del sistema financiero.

La decisión dependerá de la estrategia que adopte cada institución financiera pero deberá estar enmarcada en la Ley y deberá contar con autorización de la nueva Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. El Código contempla que este proceso deberá concluir en el lapso de un año y medio, con posibilidad de prórroga de un año y medio más si la Junta lo autoriza.

Consideramos que tanto Diners Club del Ecuador S.A.S.F como su subsidiaria Interdin S.A. conservan a la fecha una posición financiera sólida y sostenible en el tiempo. No obstante, con el proyecto del Código Monetario y Financiero, podrían presentarse cambios significativos que en este momento no se pueden prever, pero que podrían modificar la posición de riesgo del Grupo.

Pacificard, el principal competidor de Interdin, concluyó en este trimestre el proceso de fusión por absorción con el Banco del Pacífico, perfeccionándose dicha fusión contablemente a partir del 1ero de octubre del 2014, es decir que Interdin es la única institución que permanece en el mercado como Emisora y Administradora de tarjetas de crédito.

Aspectos Evaluados en la Calificación

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

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

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

Al cierre del primer trimestre del 2014, el PIB inter-anual creció en 4.9%, que implica una desaceleración frente a periodos anteriores, sin embargo, mayor a las proyecciones de crecimiento promedio de Latinoamérica. La estimación de crecimiento para el 2014 por parte del Banco Central es del 4%. El crecimiento actual, se apoya principalmente en un importante crecimiento de las exportaciones en lo que va del año y una sostenida actividad en el consumo de hogares.

La balanza comercial a junio 2014 mantiene superávit por segundo mes consecutivo. La desaceleración del crecimiento de importaciones, influenciado por las medidas de restricción implementadas el año pasado, y el crecimiento de exportaciones, dado principalmente por el aumento internacional del precio del camarón, apoyaron la tendencia de la balanza comercial positiva.

En lo que va del año, la inflación y desempleo muestran tendencia a incrementarse. Así, la inflación anual a julio-2014 llega a 4.11%, que representa una tasa de variación mensual de 0.44 puntos porcentuales. Por su parte el desempleo a junio-2014 alcanza el 5.72% que representa una variación trimestral de 0.14 puntos porcentuales. El nivel actual de desempleo es el más alto desde el segundo trimestre del 2011.

Caída del Precio del Petróleo y Apreciación del dólar

Para el año 2015, se prevé un escenario de liquidez contraída que afectará al sistema financiero y a la mayor parte de los segmentos que mueven la economía del país. El precio del crudo sigue cayendo, ubicándose en los niveles del año 2009 y el más bajo de los últimos 5 años. Actualmente el precio del crudo ecuatoriano oscila entre los USD57 y USD60.

La Asamblea Nacional aprobó la proforma presupuestaria con un déficit de 4.9% del PIB y un precio del barril de crudo de USD79.7, lo que supera en más de USD20 el precio estimado del dólar en el mercado de futuros. El déficit fiscal se



amplía a 6.2% del PIB. Constituye un reto para el Gobierno controlar el impacto fiscal producido por el comportamiento del precio del petróleo.

Las alternativas según lo expuesto por el gobierno giran alrededor de mantener gasto corriente y/o reducir las inversiones de capital. La reducción de las inversiones tendría un impacto negativo importante en todos los sectores económicos. Adicionalmente el escenario operativo del país se complica para la industria nacional, por la apreciación del dólar que implica pérdida de competitividad en las exportaciones y productos importados más baratos.

Para compensar la balanza comercial y sostener el gasto e inversión públicos, la estrategia del gobierno apunta a aumentar la recaudación tributaria e incrementar deuda de forma acelerada. La reducción de subsidios tendría un costo político alto que creíamos que el gobierno no estaría dispuesto a asumir. El país no cuenta con reservas para enfrentar las amenazas que surgen de los factores externos expuestos.

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

Marco Regulatorio

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

La definición final de la normativa secundaria puede cambiar radicalmente la percepción de riesgo del sistema financiero y de la economía. Mientras más tiempo demore la transición entre la normativa actual hacia el nuevo Código, potencialmente podría aumentar la percepción del riesgo sistémico.

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

Junta será **vía punitiva o vía incentivos**.

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

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

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

Perfil de la Institución

Interdin desarrolla su actividad como emisora y administradora de tarjetas de crédito y es subsidiaria directa de la sociedad financiera Diners Club del Ecuador S.A.S.F. La operación de Interdin constituye una estrategia del Grupo para facilitar el acceso a otros nichos de mercado permitiendo abarcar todos los tipos de crédito: corriente, diferido y rotativo.

Posicionamiento e imagen

El sistema está conformado por dos compañías autorizadas para operar en el país como emisoras y administradoras de tarjetas de crédito: Pacificard (Grupo Pacífico) e Interdin (Grupo Diners Club). Ambas instituciones compiten en los tres segmentos de negocio: emisión, procesamiento y adquisición de tarjetas.

En relación al negocio de **emisión**, Pacificard e Interdin forman parte del mercado junto a 14 bancos privados que pueden emitir tarjetas de las marcas internacionales VISA y Mastercard, un solo banco que emite tarjetas American Express, y la sociedad financiera que emite las tarjetas Diners Club y Discover. En menor porcentaje participa una tarjeta de marca local (Cuota Fácil) que emite el Banco Solidario (antes Unibanco).

Diners Club del Ecuador ha liderado el mercado de



tarjetas de crédito por su volumen de facturación, seguido por Pacificard, Banco Pichincha y Banco Guayaquil. Estas 4 instituciones financieras abarcan alrededor del 80% de la demanda total del mercado. No tenemos acceso a estadísticas actualizadas del mercado en cuanto a volumen de facturación por emisor, sin embargo, de acuerdo a los últimos datos obtenidos en este año, Interdin participaba con alrededor del 4% de la facturación total del mercado, operando únicamente con la marca VISA.

Diners Club del Ecuador y Pacificard lideran el negocio de **adquirencia**, medido en este análisis a través de la comisión de intermediación entre el emisor y los establecimientos comerciales afiliados, que son los que registran los pagos con tarjetas de crédito. El posicionamiento en esta rama está ligado a la presencia de las marcas y de los emisores en el mercado, la cobertura de la red en función de la cantidad de puntos comerciales con dispositivos electrónicos habilitados para el cobro con tarjetas, y los convenios con los establecimientos.

Interdin trabaja con 44,453 establecimientos afiliados a nivel nacional, a los que el universo de clientes VISA acceden para realizar sus transacciones comerciales. En lo que va del año Interdin ha emitido cerca de 30 mil tarjetas nuevas, es decir un 30% más del total de tarjetas colocadas hasta el año 2013. A sep-2014 Interdin tiene más de 128 mil tarjetas en circulación, mientras que la cabeza del Grupo supera las 435 mil, ambas marcas se procesan en el mismo punto de venta.

En cuanto al **procesamiento** de tarjetas, propias y de terceros, este negocio está principalmente cubierto por las dos empresas administradoras de tarjetas (Pacificard e Interdin), y un tercer miembro que es Credimatic, empresa auxiliar del sistema, controlada por la Superintendencia de Compañías, cuyos clientes y accionistas principales son los Bancos Bolivariano, Internacional y Produbanco.

En los tres segmentos, la demanda hace selecciones basadas en precios, servicio y relaciones institucionales, por lo que es un reto para Interdin profundizar su participación en todos los nichos de su negocio. La principal ventaja competitiva de Interdin es su capacidad tecnológica que permite soportar la transaccionalidad y sus procesos operativos. Interdin es dueño de su arquitectura tecnológica.

Modelo de negocios

Interdin cuenta con la autorización de VISA Internacional para emitir esta tarjeta de crédito, ofrece servicios de adquirencia y brinda servicios

de procesamiento a cinco instituciones financieras locales y una en el exterior. Interdin, con periodicidad diaria, vende la mayor parte de la cartera que origina a Diners Club del Ecuador y es la cabeza del Grupo quien se encarga de todos los procesos: colocación, atención, facturación y cobranza.

La actividad comercial de Interdin se sustenta en las sinergias con su accionista mayoritario y cabeza del Grupo Financiero Diners Club del Ecuador, quien a su vez mantiene alianzas estratégicas con el Grupo Financiero Pichincha, que es el más grande a nivel nacional. En ese sentido, la procedencia de buena parte de los ingresos de Interdin, vía venta de cartera y procesamiento, dependen de su matriz e instituciones financieras relacionadas.

Estructura del Grupo

La sociedad financiera Diners Club del Ecuador S.A.S.F. (DCE) es propietaria del 99.9% de las acciones de Interdin. Ambas instituciones forman parte del mismo Grupo y por lo tanto consolidan mensualmente su información financiera. Interdin no tiene participación accionaria en otras compañías.

De acuerdo con la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero¹, Diners Club del Ecuador como principal accionista de Interdin y cabeza del Grupo Financiero, tiene la responsabilidad de asumir las pérdidas patrimoniales que se generen en su subsidiaria, de ser el caso, hasta por el valor de sus propios activos.

Interdin administra únicamente el 8.1% de los activos del Grupo y su operación individual genera una sólida rentabilidad sobre activos y patrimonio. La contribución de la subsidiaria a la generación operativa es del 15.7% de los ingresos y alrededor del 25.4% de los resultados netos consolidados del Grupo antes de eliminaciones (información construida en base a los estados financieros del Grupo a sep-2014).

Diners Club se ha posicionado como la sociedad financiera de mayor tamaño en el país y por su desempeño mantiene la posición de líder en el mercado local. Consideramos que Diners Club cuenta con la capacidad financiera, la voluntad comercial y la obligación legal para soportar a Interdin como su subsidiaria. Diners Club del Ecuador sustenta una calificación de riesgo en escala local de "AAA-" otorgada por BankWatchRatings.

¹ Título VI, De los Grupos Financieros, Art. 64.

Evaluación de la Administración

Debido a su relación accionaria y comercial con Diners Club del Ecuador, la planificación de Interdin está sujeta a las estrategias, objetivos y proyectos de la cabeza del Grupo Financiero. Interdin cuenta con profesionales independientes en su plana administrativa, mientras que el Directorio está conformado por representantes y ejecutivos de Diners Club del Ecuador S.A.S.F.

La alta gerencia y el equipo administrativo, tanto de Diners Club del Ecuador como de Interdin, han mostrado estabilidad en el tiempo, lo cual se ve reflejado positivamente en el desempeño financiero de ambas instituciones, viéndolo de manera individual y como Grupo.

Gobierno Corporativo

La cabeza del Grupo mantiene un reconocido prestigio en los círculos financieros, constituye soporte técnico y representa soporte financiero para Interdin. Los funcionarios de Interdin tienen experiencia en el ramo e intervienen activamente en la administración y en los diferentes comités de monitoreo, control, apoyo y vigilancia.

Como su principal accionista, Diners Club del Ecuador ha provisto un importante respaldo a la estructura patrimonial de Interdin, que se refleja en las capitalizaciones que se han realizado anualmente. En el 2014 se prevé una capitalización de alrededor del 52% de la utilidad generada el año anterior.

Objetivos estratégicos

El volumen de facturación más importante en los próximos años continuará proviniendo de los consumos con tarjeta Diners Club (actualmente representa el 87% de la facturación total del Grupo), sin embargo, la Administración seguirá impulsando el crecimiento y diversificando los nichos de mercado, mediante el incremento de los consumos en VISA y Discover.

El plan estratégico institucional contempla el crecimiento orgánico del negocio, enfocado hacia la diversificación de productos, venta cruzada y servicios que permitan generar fuentes adicionales y alternativas de ingresos. Algunos de los objetivos del Grupo constituyen: la ampliación del negocio de adquirencia de VISA, el empaquetamiento de productos, la reducción de costos operativos, mantener el posicionamiento y la presencia de las marcas, entre otras.

La estrategia de crecimiento en el segmento de adquirencia se relaciona con el desarrollo de ventajas competitivas que permitan incrementar el volumen de transaccionalidad. En ese sentido, la ventaja comercial de Interdin constituye el número

de establecimientos afiliados a nivel nacional y su capacidad tecnológica. Interdin cuenta con una plataforma tecnológica actualizada y con la capacidad de soportar el volumen transaccional.

Presentación de Cuentas

El presente estudio se realizó en función de los estados financieros directos de Interdin al 30 de septiembre del 2014 y documentación e información remitida por la institución con la misma fecha de corte.

Las cifras comparativas de los años 2010, 2011, 2012 y 2013 fueron auditadas por la firma KPMG del Ecuador Cía. Ltda., cuyos informes no presentan salvedades respecto a la situación financiera que reflejan, en ninguno de los años analizados. Los estados financieros y la documentación analizada son de propiedad de Interdin S.A. y su contenido está bajo responsabilidad de sus administradores.

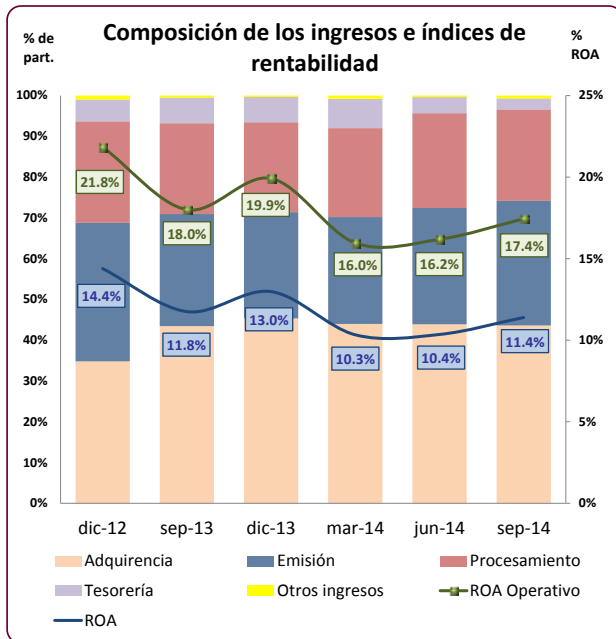
La información está preparada de acuerdo a las normas contables dispuestas por el Organismo de Control, contenidas en los catálogos de cuentas y en la codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria. En lo no previsto por dichos catálogos, ni por la citada codificación, se aplica las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF (JB-2010-1785).

Si bien a lo largo de este análisis se compara el desempeño de Interdin con el de Pacificard, se debe mencionar que no todos los índices son totalmente comparables entre ambas instituciones. Interdin no se fondea del público y buena parte de su negocio de crédito es administrado por un tercero (Diners Club del Ecuador), es decir que la comparación con el sistema es sólo referencial.

Rentabilidad y Gestión Operativa

El negocio en términos de resultados empezó a crecer de manera importante a partir del año 2011 en el que se decidió impulsar con más fuerza el crecimiento de la cartera en VISA. Desde ese año, los resultados han mantenido un comportamiento dinámico, aunque desacelerado en el último año como consecuencia de las presiones en el entorno.

Interdin conserva una rentabilidad sólida, sustentada en negocios operativos y recurrentes y superior a la de cualquier subsistema financiero. El ROA Operativo de Interdin a sep-2014 es del 17.44%, el sistema de tarjetas promedia el 4.66%, mientras que el sistema bancario alcanzó el 1.14%.



Fuente: Estados Financieros Interdin S.A.
Elaboración: BWR.

INGRESOS	% Participación				% Crecimiento 2013 - 2014
	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	
Emisión	26.0%	26.2%	28.5%	30.6%	41.9%
Afilaciones y renovaciones	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	n/a
Manejo y cobranzas	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	12.0%
Avance efectivo y emision certificados cuenta	2.4%	2.4%	2.2%	2.2%	11.4%
Venta de activos productivos	22.9%	23.2%	19.8%	18.1%	-4.5%
Intereses de cartera de créditos	-	-	5.7%	9.0%	n/a
Procesamiento	22.1%	21.8%	23.2%	22.4%	28.2%
Adquirencia	45.4%	44.0%	43.9%	43.6%	27.9%
Tesorería	6.2%	7.2%	4.0%	2.7%	-44.8%
Otros ingresos	0.4%	0.8%	0.4%	0.7%	81.4%
Ingresos (USD Miles)	56,383	15,264	31,826	49,984	27.5%

Fuente: Interdin S.A.
Elaboración: BWR.

La cartera de crédito que permanece en el balance individual de Interdin a sep-2014, está apuntalando su rentabilidad operativa que, sumado a un menor crecimiento del gasto operativo implicó un mejor desempeño de la institución respecto al trimestre anterior. No obstante, la rentabilidad todavía no recupera sus promedios históricos en vista de la expansión del gasto en provisiones, este gasto, en conjunto con el gasto operativo, crecen en 27.06%, superior al crecimiento de los ingresos operativos netos de 26.19% de sep-2013 a sep-2014.

El desarrollo de negocios complementarios, como los servicios de procesamiento de tarjetas, permitió que en el 2013 Interdin contrarreste parcialmente el impacto de algunas de las regulaciones que presionaron los ingresos financieros a nivel sistémico.

El mayor impacto de la normativa, en el caso particular de Interdin, se presentó en los ingresos que provienen del negocio de emisión, fuente que en este trimestre se dinamiza gracias a los

intereses que rinde la cartera e ingresos provenientes de la afiliación de clientes a programas de recompensa y servicios de asistencia internacional.

La institución está desarrollando sus operaciones en un entorno competitivo y con mayores regulaciones e impuestos, sin embargo, se prevé que se mantenga la dinámica de los ingresos, permitiendo sostener los índices de rentabilidad en rangos adecuados.

El negocio de **adquirencia** es el que actualmente está empujando el crecimiento de los ingresos de Interdin, influenciado principalmente por el repunte de los consumos en el mercado local y por el rápido crecimiento en tarjetas colocadas. Esta rama específica del negocio está generalmente atada al volumen de transaccionalidad de su cliente estratégico Banco Pichincha, del cual Interdin es adquirente. A esto se suma la adquirencia de su propia tarjeta VISA Interdin, vinculada a la importante red comercial del Grupo.

Del negocio de **emisión** proviene la segunda fuente de ingresos de Interdin, conformada en su mayor parte por la prima que Diners Club del Ecuador le reconoce a Interdin por la compra de la porción mayoritaria de su cartera, originada por los consumos de los tarjetahabientes de VISA. Esta cartera es vendida diariamente, de forma revolvente y sin recurso, a la sociedad financiera DCE, compañía que asume el riesgo de crédito y recibe los intereses de la cartera comprada.

La flexibilidad de su plataforma tecnológica le permite a Interdin ofrecer servicios de **procesamiento** personalizados tanto a instituciones financieras locales como del exterior. La oferta de estos servicios incluye: soporte tecnológico, procesos operativos y contables, monitoreo de fraude, asesoría, emisión, facturación, entre otros.

Localmente la actividad es limitada por cuanto los grupos financieros grandes, que son los principales emisores de tarjetas, tienen sus propias empresas para realizar este servicio. En el 2011 se trabajó en la implementación de un programa base para realizar las funciones de procesamiento de las transacciones del Banco Financiero del Perú, el mismo que ha funcionado exitosamente a la fecha de análisis.

El flujo excedente del negocio de adquirencia ha sido generalmente direccionado hacia la inversión en certificados de renta fija, casi en su totalidad emitidos por Diners Club del Ecuador. Este fondeo que la subsidiaria proporciona a la cabeza del Grupo se reduce a medida que Interdin asume un

mayor peso de la cartera que origina en su balance, derivándose en una menor generación de ingresos por *tesorería*. Este comportamiento está alineado con la estrategia de la Administración y obedece además de la reducción del volumen de inversión a una menor tasa de rendimiento reconocida por la cabeza del Grupo (TPP²: 5.21% a sep-2013, 4.44% a sep-2014).

El crecimiento del gasto en Interdin generalmente depende de las estrategias operativas contempladas en la planificación del Grupo. En este trimestre Interdin logró ser más eficiente en el control de su gasto operativo. A sep-2014 los gastos absorben el 63.31% de los ingresos operativos netos (66.66% a sep-2013), índice que se presiona a 68.37% (67.9% a sep-2013) dada la necesidad de constituir mayores provisiones que cubran el riesgo de crédito de la cartera.

La venta de la mayor parte de su cartera a Diners Club del Ecuador permite que el requerimiento de provisiones en Interdin siga siendo bajo en comparación a su competidor directo Pacificard. En el caso de Interdin, la cabeza del Grupo es la que asume la mayor proporción del gasto de provisión y el riesgo de crédito de la cartera comprada. Esta situación irá cambiando conforme Interdin vaya asumiendo mayor responsabilidad en la administración de su propia cartera. El sistema de tarjetas promedia un índice de eficiencia, incluyendo provisiones, de 89.17%.

Administración de Riesgo

La administración de riesgos de Interdin se realiza bajo la misma Gerencia Nacional de Riesgos de la cabeza del Grupo Financiero Diners Club del Ecuador S.A.S.F. Esta gestión es además supervisada por la alta gerencia y por el Directorio de la sociedad financiera y de la compañía.

El área de riesgos está conformada por un equipo de profesionales con experiencia dentro de la institución, que desarrolla modelos que se ajustan al negocio y establece políticas que han sido socializadas en las diferentes áreas involucradas.

▪ Riesgo de Crédito

Fondos Disponibles e Inversiones

Interdin ha dotado históricamente de una fuente adicional de fondeo a la cabeza del Grupo mediante sus inversiones, priorizando las de mayor plazo de modo que la sociedad financiera cuente con mayor flexibilidad para sostener la duración promedio de su pasivo.

Este comportamiento cambió desde el segundo trimestre del año 2014 dado que la Administración decidió emplear el excedente de liquidez de Interdin en su fortalecimiento patrimonial y en la constitución de mayores provisiones que cubran el riesgo de crédito de una parte de la cartera que origina.

Esta estrategia implicó una contracción del tamaño del portafolio de inversión de Interdin en 85.13%, generando un impacto menor en la sociedad financiera pues su fondeo se diversificó mediante depósitos de otras instituciones financieras y del sector empresarial privado.

La composición de fondos disponibles e inversiones en instituciones de bajo riesgo de crédito provee a Interdin de una liquidez de buena condición para atender sus pasivos de corto plazo, contrarrestando, aunque no totalmente, el riesgo de concentración de estos activos.

Los fondos disponibles están concentrados en un 74.16% en una institución financiera asociada que es la encargada de efectuar una parte importante de los débitos de cuenta para el pago de tarjetas y la acreditación de pagos a establecimientos afiliados. De igual manera, las inversiones constituyen en un 74.18% certificados de inversión emitidos por Diners Club del Ecuador, principal accionista de Interdin.

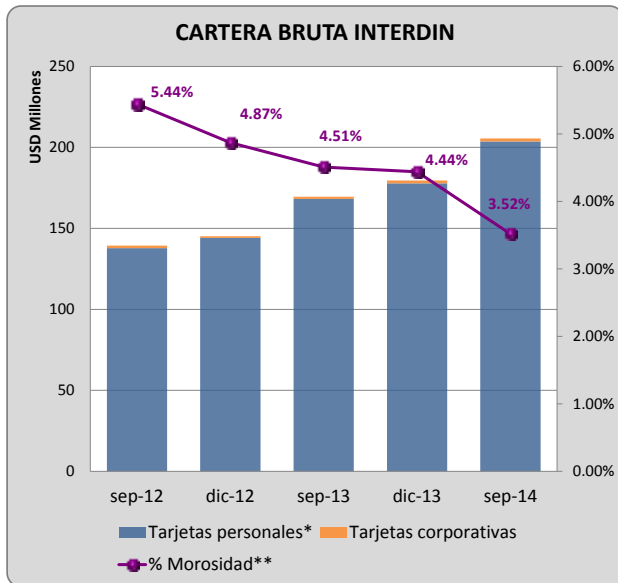
El 14.03% de fondos disponibles está colocado en fondos de inversión de corto plazo e instituciones financieras del exterior. El portafolio contiene una única inversión del exterior (25.82% de participación) cuya disponibilidad es restringida porque constituye la garantía entregada a la franquicia VISA por el negocio de adquirencia, la misma que se haría efectiva sólo en caso de que Interdin incumpliera con el pago a establecimientos o a emisores.

Interdin no está exigida de mantener encaje por cuanto no capta depósitos del público, sin embargo esta constituye una reserva adicional de liquidez para la institución en caso de requerirlo.

Calidad de Cartera

La cartera bruta de Interdin a la fecha de análisis asciende a USD 205.51 millones, de los cuales el 59.47% (USD 122.22 MM) fue vendido a DCE y el restante 40.53% permanece contabilizado en el balance individual de Interdin. La sociedad financiera históricamente compraba el 100% de la cartera generada bajo la marca VISA - Interdin, pero desde el segundo trimestre del 2014 Interdin empieza a asumir parcialmente el riesgo de su cartera.

² TPP = Tasa promedio ponderada del portafolio total



*Incluye cartera comprada por Diners.

** Morosidad de la cartera en riesgo, no incluye cartera reestructurada por vencer.

Fuente: Interdin S.A.

Elaboración: BWR.

El crédito colocado mediante la tarjeta VISA Interdin está conformado en un 99% por operaciones de consumo y aporta con el 15.45% de la cartera bruta del Grupo a sep-2014. La cartera de Interdin continúa mostrando un crecimiento dinámico del 21.19% de sep-2013 a sep-2014, mientras que en el mismo período la cartera bruta de Pacificard presentó una contracción del 11.98%.

La morosidad de la cartera de consumo originada por Interdin es menor a los índices de morosidad promedio del sistema bancario privado en el mismo segmento (de 3.52%³ frente a 5.66% del sistema). En general, esta cartera presenta un comportamiento estable de pago y menor morosidad que su par directo (Pacificard). El riesgo de la cartera contabilizada en el balance individual de Interdin es de 1.77%, es decir excluyendo a la morosidad de la cartera comprada por Diners.

El riesgo de la porción de la cartera que asume Interdin está cubierto adecuadamente mediante provisiones, la cobertura sobre cartera en riesgo, incluyendo a la reestructurada por vencer, es de 1.33 veces.

Contingentes

Los contingentes (USD 271.48 MM a sep-2014) corresponden en su totalidad a cupos disponibles no utilizados de las líneas de crédito autorizadas para los diferentes tarjetahabientes de VISA. Estos contingentes crecen interanualmente en alrededor

³ Incluye cartera vendida a Diners y no contempla a la cartera reestructurada por vencer.

del 7% influenciados por una expansión de más del 30% en el número de tarjetas.

De acuerdo al compromiso entre Interdin y Diners Club, este último se hace cargo del riesgo de crédito de los clientes de Interdin por la porción de la cartera comprada, una vez que el tarjetahabiente utilice el cupo y se haga efectiva la venta.

Riesgo de Mercado

Por su naturaleza Interdin, no capta recursos del público. El fondeo de la institución proviene principalmente de establecimientos comerciales afiliados, recursos que no generan costo financiero. Este factor le permite a la compañía ser menos vulnerable a la variación en las tasas pasivas de interés.

Los principales activos sensibles a tasas de interés son la cartera, influenciada por tasas activas que se encuentran reguladas, e inversiones que son sensibles al comportamiento de la tasa pasiva referencial. Si bien la TPR se incrementó de 4.53% (sep-2013) a 4.98% (sep-2014), el efecto sobre el margen financiero de Interdin fue poco representativo debido al menor peso del portafolio de inversión en su balance.

El impacto de un movimiento de tasas sobre el margen o el valor patrimonial de la institución continúa siendo bajo. La posición en riesgo del margen financiero es equivalente al 0.54% del patrimonio técnico constituido por Interdin a sep-2014, mientras que la sensibilidad del valor patrimonial es de $\pm 0.16\%$ a la misma fecha.

Interdin no registra ninguna posición u operaciones con divisas diferentes al dólar, ni compromisos asumidos en derivados que hagan presumir que la compañía tenga exposición al diferencial cambiario.

Riesgo de Liquidez y Fondeo

Interdin no tiene requerimiento legal de liquidez estructural en vista de que no capta depósitos del público y por esta misma razón su necesidad de liquidez no es inmediata. El manejo del ciclo operativo del negocio cubre el riesgo de liquidez.

Las presiones que se generan en el índice de cobertura de activos líquidos dependen generalmente de la decisión de la Administración de priorizar inversiones de plazos más prolongados, de un mayor financiamiento de cuentas por cobrar y otros activos y/o de la rotación de los pasivos.

Los activos líquidos, conformados en su totalidad por fondos disponibles, cubren el 46.8% de los pasivos de corto plazo a sep-2014, índice que si

bien continúa siendo holgado frente a las necesidades de liquidez de Interdin, se ha estrechado respecto a su promedio histórico (58.34% período 2010 - 2013).

Los activos sostienen una duración promedio de 85 días⁴ (180 días a sep-2013), contrastada con un fondeo de alta rotación que se mantiene como parte del capital de trabajo. El fondeo que requieren los negocios proviene principalmente de pasivos con establecimientos afiliados que no generan costo financiero y le proveen a la institución de liquidez de corto plazo.

El pago a establecimientos se realiza entre los 2 y 30 días dependiendo del convenio establecido con cada local. Por otro lado, este pasivo tiene como contraparte la recuperación local o internacional de adquirencia que es diaria.

La estructura de calce de plazos entre activos y pasivos de Interdin mejora gracias a que la cartera que ingresó al balance es en su mayor parte de corto plazo, el 88% de la cartera por vencer tiene un plazo contractual de hasta 30 días.

Interdin no presenta posiciones de liquidez en riesgo bajo los escenarios estático, esperado y dinámico. El importante aporte del flujo originado en la primera banda de tiempo, en un escenario contractual, permite cubrir ampliamente las brechas simples de liquidez negativas que se generan en períodos posteriores. Esta estructura cambia bajo un escenario esperado o dinámico donde sí se presentan brechas acumuladas negativas en el corto plazo.

A pesar de que se observa concentración en la liquidez mantenida en fondos disponibles e inversiones, este riesgo se mitiga parcialmente por la calificación de "AAA-" de sus emisores. Por otro lado, al ser instituciones asociadas a Interdin, se prevé que en caso de requerir liquidez o necesitar de una realización inmediata de las inversiones, el soporte de la cabeza del Grupo se mantendrá.

PASIVOS INTERDIN	% Participación del Pasivo				%Creci. Año
	dic-12	sep-13	dic-13	sep-14	
Por pagar a establecimientos afiliados	56.7%	42.6%	54.1%	40.1%	21.3%
Operaciones por liquidar y otros pasivos*	15.4%	35.7%	16.3%	39.5%	42.6%
Obligaciones financieras	0.0%	1.7%	0.1%	0.0%	0.0%
Proveedores	7.1%	4.5%	8.4%	6.2%	75.7%
Obligaciones patronales, retenciones, impuestos, varias	20.8%	15.5%	21.1%	14.2%	18.4%
PASIVOS (USD Miles)	54,153	68,578	64,745	88,348	28.8%

Fuente: Estados financieros Interdin

Elaboración: BWR

*Corresponde a operaciones por liquidar a Banco Pichincha C.A., que es el recaudador principal de los pagos que realizan los tarjetahabientes del GF DCE. Esta cuenta permite efectivizar el pago a los establecimientos afiliados en los primeros días del mes.

⁴ Reporte de sensibilidad del margen financiero.

Presencia Bursátil

Interdin S.A. no es una institución inscrita en el registro del mercado de valores.

Riesgo Operativo

El plan de trabajo de la Gerencia Nacional de Riesgos se enfoca en el desarrollo de mecanismos que provean seguridad de la información y de las transacciones efectuadas mediante tarjeta de crédito. Con este fin, la Administración ha implementado las tarjetas inteligentes que incluyen circuitos integrados (chip) y se desarrollaron medidas de seguridad para el uso de banca electrónica, banca móvil y protección contra la clonación de tarjetas.

Interdin cuenta con un programa de riesgo operativo que se encuentra en permanente actualización y permite un manejo y control centralizado de los subprocesos y de los riesgos identificados en cada área. En el transcurso del presente año se ha realizado una revisión de los riesgos extremos y altos para ajustarlos a nivel de subproceso, al igual que el resto de riesgos moderados y bajos.

Cumpliendo con la normativa, Interdin elaboró un plan de continuidad del negocio que cubre varias áreas sensibles, como la seguridad de la información, la recuperación de dicha información, falla de equipos, entre otras. Dicho plan es probado anualmente con el fin de certificar su funcionamiento operativo y técnico.

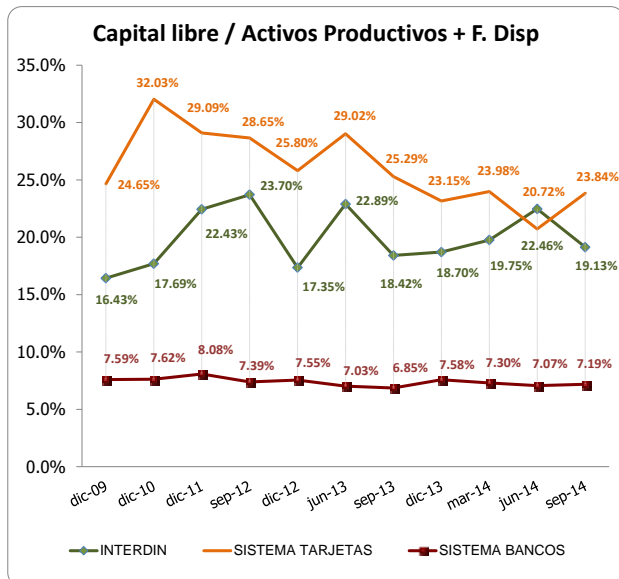
El sistema de gestión y control de riesgo de lavado de activos, financiamiento del terrorismo y otros delitos, está enmarcado en las políticas y procedimientos establecidos para Diners Club del Ecuador. El área de cumplimiento es la encargada de controlar este riesgo mediante modelos estadísticos que permiten establecer mecanismos de alerta temprana e identificación de movimientos inusuales de clientes.

Suficiencia de Capital

El patrimonio se fortalece gracias a un importante aumento de las reservas, por la capitalización de una parte de las utilidades (que se concretó a fines del año 2013) y por la consecución en la generación de resultados positivos durante el período (utilidades crecen en 24.44% de sep-2013 a sep-2014). Cabe indicar que las reservas especiales, que son las de mayor crecimiento, están a disposición de la Junta General de Accionistas.

Interdin cuenta con capacidad para enfrentar riesgos no evidenciados en su balance, como un deterioro del activo productivo de hasta un 19.13%. La cobertura de capital libre sobre activos

productivos se ubica en mejor posición frente al sistema de bancos privados pero está por debajo del sistema de tarjetas.



Fuente: Estados financieros Interdin, sistema tarjetas y sistema bancos privados.
Elaboración: BWR

El índice de solvencia, PTC/APPR⁵, recupera los niveles observados históricamente, ubicándose en 33.69% a sep-2014, frente a un promedio histórico de 32.96% (período 2010 -2013). Esto se dio como consecuencia de una nueva resolución de la Junta Bancaria⁶ que establece un nuevo cálculo para la ponderación por riesgo de los contingentes que provienen de los cupos de tarjetas de crédito de los clientes.

Diners e Interdin están dentro de los rangos que establece la citada normativa y al no determinarse excesos, están obligados a ponderar únicamente por el valor de sus activos de riesgo, es decir cartera e inversiones. Esta nueva resolución implicó una reducción de los activos ponderados por riesgo del 34% en el Grupo y del 61% en Interdin.

El accionista principal ha respaldado el crecimiento del negocio con capitalizaciones anuales, sustentadas en la generación periódica de resultados. Consideramos necesario que este soporte se mantenga frente al mayor riesgo que asumirá la institución al administrar una parte de su cartera, para respaldar el crecimiento planificado del negocio y cubrir los demás riesgos que pudieran generarse en el desarrollo de su operación.

⁵ PTC: Patrimonio técnico constituido; APPR: Activos ponderados por riesgo.

⁶ Resolución de la Junta Bancaria No JB-2014-2965

INTERDIN

(\$ MILES)	SISTEMA TARJETAS	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	sep-13	dic-13	sep-14
ACTIVOS								
Depositos en Instituciones Financieras	27,679	16,755	12,216	6,488	12,044	10,167	9,149	14,616
Inversiones Brutas	10,785	7,505	14,806	39,607	50,508	72,509	67,284	10,785
Cartera Productiva Bruta	204,917	-	-	-	-	-	-	81,888
Otros Activos Productivos Brutos	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Activos Productivos	243,382	24,260	27,022	46,095	62,552	82,676	76,433	107,289
Fondos Disponibles Improductivos	10,433	816	2,461	1,779	2,970	1,382	3,207	1,957
Cartera en Riesgo	43,091	-	-	-	-	-	-	1,404
Activo Fijo	4,260	1,582	2,649	2,224	3,046	1,957	2,661	2,110
Otros Activos Improductivos	65,487	4,859	5,478	7,442	13,180	18,892	22,691	24,058
Total Provisiones	(32,996)	(160)	(427)	(383)	(560)	(900)	(959)	(3,107)
Total Activos Improductivos	123,272	7,257	10,588	11,445	19,196	22,231	28,559	29,529
TOTAL ACTIVOS	333,658	31,357	37,183	57,157	81,188	104,007	104,033	133,711
PASIVOS								
Obligaciones con el Público	5,287	-	-	-	-	-	-	-
Depósitos a la Vista	1,305	-	-	-	-	-	-	-
Operaciones de Reporto	-	-	-	-	-	-	-	-
Depósitos a Plazo	3,982	-	-	-	-	-	-	-
Depósitos en Garantía	-	-	-	-	-	-	-	-
Depósitos Restringidos	-	-	-	-	-	-	-	-
Operaciones Interbancarias	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Inmediatas	-	-	-	-	-	-	-	-
Aceptaciones en Circulación	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Financieras	-	-	-	-	4	1,178	60	-
Valores en Circulación	-	-	-	-	-	-	-	-
Oblig. Convert. y Aportes Futuras Capitaliz	-	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por Pagar y Otros Pasivos	188,019	20,957	24,266	37,134	54,149	67,400	64,686	88,348
Provisiones para Contingentes	2,000	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO	195,306	20,957	24,266	37,134	54,153	68,578	64,745	88,348
TOTAL PATRIMONIO	138,352	10,400	12,917	20,023	27,035	35,429	39,287	45,363
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	333,658	31,357	37,183	57,157	81,188	104,007	104,033	133,711
CONTINGENTES	572,266	125,205	215,034	267,833	208,928	252,820	275,218	271,483
RESULTADOS								
Intereses Ganados	27,220	371	270	1,248	2,153	2,474	3,483	5,879
Intereses Pagados	759	-	0	0	-	-	-	-
Intereses Netos	26,461	371	270	1,248	2,153	2,474	3,483	5,879
Otros Ingresos Financieros Netos	42,480	9,530	13,837	19,584	24,727	15,367	21,870	16,027
Margen Bruto Financiero (IO)	68,941	9,901	14,107	20,832	26,880	17,841	25,352	21,906
Ingresos por Servicios (IO)	27,367	1,834	2,611	3,808	2,645	12,427	18,180	16,115
Otros Ingresos Operacionales (IO)	14,589	7,004	7,780	8,463	9,731	8,694	12,402	11,145
Gastos de Operación (Goperac)	71,237	15,723	20,391	22,733	23,815	25,972	36,944	31,126
Otras Perdidas Operacionales	-	2	-	-	-	-	-	-
Margen Operacional antes de Provisiones	39,660	3,015	4,106	10,369	15,441	12,989	18,990	18,040
Provisiones (Goperac)	27,655	160	307	149	329	485	544	2,489
Margen Operacional Neto	12,005	2,855	3,800	10,220	15,112	12,505	18,446	15,551
Otros Ingresos	12,476	42	294	213	383	197	202	356
Otros Gastos y Perdidas	872	180	197	274	235	273	364	391
Impuestos y Participación de Empleados	7,572	847	1,381	3,053	5,304	4,264	6,262	5,357
RESULTADOS DEL EJERCICIO	16,038	1,870	2,516	7,106	9,957	8,164	12,022	10,159

INTERDIN

(\$ MILES)	SISTEMA TARJETAS	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	sep-13	dic-13	sep-14
CALIDAD DE ACTIVOS								
Act. Productivos + F. Disponibles	253,815	25,076	29,482	47,874	65,522	84,057	79,641	109,246
Activos Productivos / T.A. (Brutos)	66.4%	77.0%	71.8%	80.1%	76.5%	78.8%	72.8%	78.4%
Prov con Conting sin invers. / Activo CDE	n/d	82.8%	142.6%	37.4%	1024.5%	1279.0%	1501.2%	446.8%
CAPITALIZACION								
PTC / APPR	30.14%	75.40%	57.36%	40.94%	22.83%	10.26%	10.71%	33.69%
TIER I / APPR	22.53%	62.21%	46.70%	27.58%	14.30%	7.86%	7.39%	25.58%
PTC / Activos y Contingentes	15.49%	6.64%	5.12%	6.16%	9.32%	9.93%	10.36%	11.27%
Activos Fijos + Activos Fideicom/ Patr. Técnico	3.04%	15.22%	20.52%	11.11%	11.27%	5.53%	6.77%	4.62%
Capital libre (USD M)**	60,509	4,120	5,216	10,740	11,369	15,480	14,895	20,898
Capital libre / Activos Productivos + F. Disp	23.84%	16.43%	17.69%	22.43%	17.35%	18.42%	18.70%	19.13%
Capital Libre / Patrimonio + Provisiones	34.91%	39.01%	39.09%	52.63%	41.20%	42.61%	37.01%	43.12%
TIER I / Patrimonio Tecnico	74.75%	82.51%	81.42%	67.38%	62.66%	76.57%	69.05%	75.93%
Patrimonio/ Activo Neto Promedio (Apalancamiento)	40.29%	49.94%	37.69%	42.45%	39.08%	38.26%	42.42%	38.16%
TIER I / Activo Neto Promedio	30.55%	41.18%	30.67%	28.59%	24.49%	29.29%	29.29%	29.16%
RENTABILIDAD								
Comisiones de Cartera	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos Operativos Netos	110,897	18,738	24,497	33,102	39,256	38,961	55,934	49,166
Result. antes de impuest. y particip. trab.	23,610	2,717	3,897	10,159	15,261	12,428	18,284	15,516
Margen de Interés Neto	97.21%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
ROE	16.15%	19.76%	21.58%	43.15%	42.32%	34.85%	36.25%	32.00%
ROE Operativo	12.09%	30.17%	32.59%	62.05%	64.23%	53.38%	55.63%	48.99%
ROA	6.23%	8.98%	7.34%	15.06%	14.39%	11.76%	12.98%	11.39%
ROA Operativo	4.66%	13.71%	11.09%	21.67%	21.85%	18.01%	19.92%	17.44%
Inter. y Comis. de Cart. Netos /Ingr Operat.Net.	23.86%	1.98%	1.10%	3.77%	5.48%	6.35%	6.23%	11.96%
Intereses y Comis. de Cart. Netos /Activos Productivos Promedio (NIM)	13.38%	2.36%	1.05%	3.41%	3.96%	4.54%	5.01%	8.53%
M.B.F. / Activos Productivos promedio	34.86%	62.86%	55.02%	56.98%	49.48%	32.76%	36.48%	31.80%
Gasto provisiones / MON antes de provisiones	69.73%	5.30%	7.46%	1.44%	2.13%	3.73%	2.87%	13.80%
Gastos Operacionales / Ingr. Operativos Netos	89.17%	84.76%	84.49%	69.13%	61.50%	67.90%	67.02%	68.37%
Gastos Operacionales sin Prov/ Ingr Oper Netos	64.24%	83.91%	83.24%	68.68%	60.67%	66.66%	66.05%	63.31%
Gto Operacionales (Anual)/ Activos N Prom	38.40%	76.27%	60.40%	48.51%	34.90%	38.10%	40.48%	37.71%
LIQUIDEZ								
Fondos Disponibles	38,113	17,572	14,677	8,267	15,014	11,549	12,357	16,573
Activos Liquidos (BWR)	38,113	17,572	14,677	8,267	15,014	14,549	12,357	16,573
25 Mayores Depositantes	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
100 Mayores Depositantes	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Indice Liquidez Estructural 1ra Linea (SBS)	804.71%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Indice Liquidez Estructural 2nda Linea(SBS)	720.86%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Requerimiento de Liquidez Segunda Linea	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Cobertura Liquidez Estructural Segunda Linea	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Mayor brecha acum de liquidez / Act. Liquidos	n/a	-99.10%	-108.42%	-321.84%	-253.89%	-303.54%	-359.52%	0.00%
Activos Liq. (BWR)/Pasivos corto plazo(BWR)	804.71%	115.04%	110.61%	38.66%	48.88%	47.88%	35.19%	46.80%
Fondos Disp. / Pasivos CP(BWR)	804.71%	115.04%	110.61%	38.66%	48.88%	38.01%	35.19%	46.80%
RIESGO DE MERCADO								
Riesgo de tasa Margen Fin/Patrimonio (1% var)	n/a	0.17%	0.28%	0.97%	0.64%	0.92%	0.83%	0.54%
Riesgo de tasa Val. Patrim/Patrimonio (1% var)	n/a	-0.52%	0.83%	-0.99%	-1.20%	-0.94%	-0.69%	-0.16%

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

La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2014.