

Ecuador
Calificación Global

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

Calificación Global

2014	mar-2016	jun2016
AA- Perspectiva negativa	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	jun-15	dic-15	jun-16
Activos	40,691	41,534	41,026
Patrimonio	7,594	7,741	7,741
Resultados	1,066	1,212	0
ROE (%)	27.27%	15.35%	0.01%
ROA (%)	6.17%	3.46%	0.00%

Analistas:

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

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

Fundamento de la Calificación

El comité de calificación con base en la información al 30-junio-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. Dadas las condiciones macroeconómicas actuales y previstas a mediano plazo, el entorno operativo para varias industrias incluido el sistema financiero se ha complicado. La contracción de liquidez en la economía y las normas tributarias para el sistema financiero han limitado el apetito por emisiones del sector privado en el mercado de valores, sean estas obligaciones o valores de procesos de titularización. La industria de la construcción también se ha venido contrayendo y se espera que la tendencia se mantenga a pesar de los incentivos establecidos por el gobierno. La industria de la construcción depende en gran medida de las fuentes de financiamiento disponibles.

Bajo las actuales circunstancias, constituye un reto para la CTH la generación estable de ingresos especialmente a partir del 2017: La generación operativa de CTH mantiene una tendencia a disminuir principalmente por la reducción en ingresos por servicios y porque los gastos operativos aunque controlados siguen creciendo. Sin embargo, la mayor presión proviene del requerimiento de provisiones por el crecimiento de la cartera en riesgo tanto en valores absolutos como en relación a la cartera bruta. Consideramos que las condiciones y los resultados para fines del 2016 son predecibles y que el margen operativo neto se reduciría al menos en un 21% con respecto al año anterior, y en alrededor de 47% si se cumple con la proyección de provisiones. Los resultados netos se reducirían entre 43% y 71%, así mismo dependiendo del nivel del gasto de provisión. 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, y de la liquidez de los inversionistas. A pesar de que el mercado hipotecario de vivienda es competitivo, consideramos que CTH tiene un nicho propio que podría seguir generando cartera para su compra en la medida en que el segmento se dinamice. La oferta de las series subordinadas de las titularizaciones, fuente importante de ingresos de CTH en este y los próximos años, se vería limitada.

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

Fondeo, Riesgo de liquidez y refinanciamiento. El riesgo de liquidez y refinanciamiento generado por el descalce de plazos se presiona por el entorno de menor liquidez en la economía. Este riesgo se ha mitigado históricamente gracias al apoyo de sus acreedores financieros que en su mayoría son accionistas de la institución, y al acceso de la entidad a líneas de organismos multilaterales. 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. Las alternativas de fondeo a las que tenga acceso la CTH, son determinantes para su negocio ya que no cuenta con depósitos del público. Bajo este contexto, el fondeo para el crecimiento de activos también representa un reto para la CTH especialmente a partir del 2017 ya que requieren renovar el 100% de sus obligaciones.

La calidad de activos de CTH es manejable a pesar del incremento de la morosidad producido principalmente por la incorporación de cartera madura proveniente de la liquidación de los fideicomisos en los que invierte. Históricamente ha mantenido bajos niveles de morosidad y sobretodo de pérdida, sin embargo, por su modelo de negocio, muestra niveles de morosidad superiores a los del sistema. La pérdida neta es baja en relación a la cartera gracias a su gestión de cobranza y a la garantía hipotecaria. La cobertura de la cartera en riesgo y de los activos de riesgo con provisiones es cada vez menor, muy inferior al promedio de los bancos pero durante el semestre se han recuperado. La posibilidad de incrementar la provisión para cubrir los riesgos de la cartera dependerá de los resultados y de la decisión de la administración que considera que las provisiones actuales son generosas contra lo efectivamente perdido. Por otro lado, la cartera vencida más de 90 días, ya está cubierta en 100% por requerimiento del convenio con el BID.

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

La perspectiva de la calificación de CTH, a largo plazo, 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 las fuentes de fondeo de CTH se limitan y/o si sus indicadores de capitalización no se mantienen de acuerdo a las estrategias planteadas.



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

Aspectos Evaluados en la Calificación

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

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 de legación 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 junio 2016 tiene un capital social de USD3.259M, el incremento lo realizarán con la capitalización de la reserva legal el último trimestre de 2016, una vez que el directorio y luego la junta general de accionistas así lo aprueben.

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.

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Durante el año 2015, se profundizaron los problemas para el País con la baja del precio del petróleo y la fuerte revalorización del dólar, obteniendo como resultado, menores ingresos para el Fisco, reducción del comercio del exterior para los productos exportables y una contracción generalizada de las actividades económicas del país especialmente de aquellas dependientes del sector público, principal beneficiario de la renta petrolera. De acuerdo al Banco Central del Ecuador en el 2015, la economía creció 0.3%, lo cual genera dudas en vista del comportamiento observado. El FMI, pronostica una caída del PIB de 4.5% y 4.3% para el 2016 y 2017 respectivamente. En el primer trimestre del 2016 con respecto al primer trimestre del 2015, el PIB se redujo en -3%. La expectativa recientemente publicada por el Banco Central es que el PIB del 2016, se reduzca en -1.7%. Para mayor información ver Anexo 1.

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 (las ventas de cemento que es un indicador de lo dicho se reducen de junio-15 a junio-16 en 18.32%) por lo que la originación de cartera hipotecaria se ha contraído durante el 2016 y podría seguir reduciéndose durante el 2017.

La originación de cartera hipotecaria sin el BIESS alcanzó entre 2014 y 2015, un crecimiento extraordinario de sobre el 18% (USD646M en 2014, USD765M en 2015) lo cual se adjudica a la culminación de las ventas de proyectos iniciados antes del 2015. Se estima que la originación del BIESS habría alcanzado los mismos niveles del año pasado si durante el segundo semestre colocó igual que el primer semestre del 2015.

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.



Se observa que en el 2015, los bancos ganaron participación en la generación del sistema alcanzando un 46% mientras que la participación del BIESS se reduce a un estimado de 43% y en menor proporción la de las mutualistas que de un 7% bajan a un 6% de participación. Las cooperativas mantienen una participación de alrededor del 5%.

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 mismos se conoce de casos en los que los compradores han desistido de su compromiso. Se podría esperar reducción de precios en algunos segmentos.

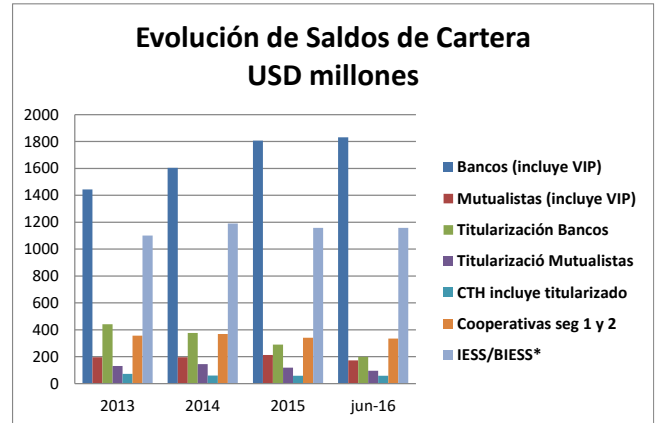
Uno de los riesgos que podría afectar de manera importante al segmento de cartera hipotecaria es la reducción de la capacidad de pago de los deudores ya sea por la contracción de su actividad económica o por haberse quedado sin empleo lo cual ha sido un tema generalizado y profundizado a partir del segundo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

Bajo el nuevo Código Monetario y Financiero, CTH es 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 Pese a ser un participante pequeño en proporción a la cartera hipotecaria del sistema, CTH ha posicionado su imagen en el mercado y se ha convertido en uno de los principales referentes en cartera hipotecaria, tanto en relación a la administración como en cuanto a la estructuración de procesos de titularización.

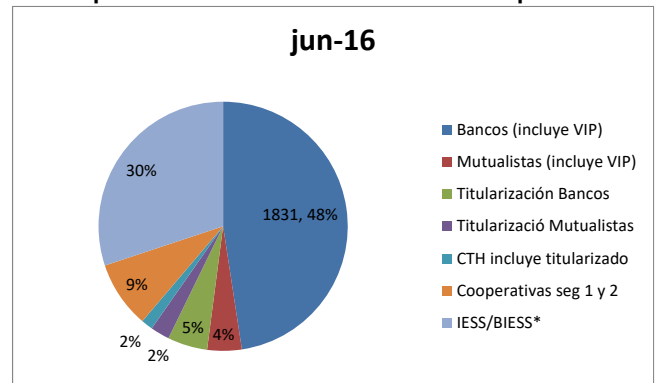


* para dic-2015 se anualiza dato de colocación primer semestre debe estar sobreestimado; para 2016 se repite dato dic-2015
Fuente: SBS y CTH
Elaboración: BWR

El total de la cartera hipotecaria en el sistema llegó al final del 2015 a USD2827MM sin el BIESS lo que en relación al 2014 representó un aumento del 2.83%. Asumiendo que el BIESS/IESS hubiera colocado en el segundo semestre del 2015 lo mismo que en el primer semestre y que no hubiera recuperado nada el total de la cartera hipotecaria habrá llegado a USD3985MM. No existe información pública en cuanto al saldo de la cartera hipotecaria BIESS/IESS por lo que los gráficos anterior y posterior se construyeron bajo el supuesto descrito.

A junio-2016, el saldo de la cartera hipotecaria en el sistema sin BIESS/IESS suma USD2689M, mostrando una reducción del 5% en el semestre. El gráfico anterior muestra que solamente los bancos mantuvieron los saldos de cartera en niveles similares, ligeramente superiores, al último -diciembre mientras que el resto de participantes muestra disminuciones.

Participación en el saldo de la cartera hipotecaria



* el dato del IESS/BIESS es estimado
Fuente: SBS y CTH
Elaboración: BWR

No se observan cambios importantes de participación en el mercado hipotecario. Los bancos ganan participación mientras que las titularizaciones se contraen.



El principal negocio de CTH es el crédito hipotecario y ha enfocado su cartera 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.

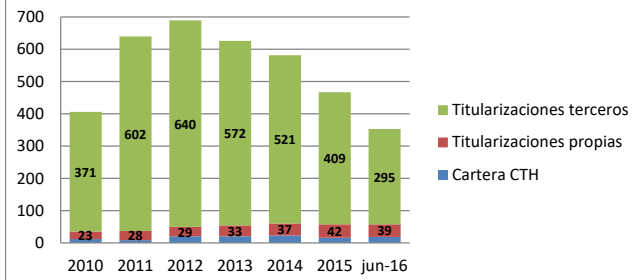
Es importante mencionar la capacidad de CTH para obtener cartera, lo cual es crítico en la generación de ingresos. Es un reto para la institución mantener los niveles de generación, especialmente en un contexto en el cual el negocio inmobiliario se contrae y por tanto el crecimiento del crédito hipotecario no mantendría tendencias hacia el alza. Según nos informó la administración, durante el primer semestre del año 2016, la generación de cartera por parte de CTH se ha reducido de aproximadamente 1 millón mensual en años anteriores a 500M-600M mensuales durante este último semestre.

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 la administración 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 la liquidez en el sistema y que se modifiquen las normas tributarias para las inversiones provenientes de procesos de titularización.

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. En el 2015 y en el primer semestre del 2016, no se registraron nuevos procesos de titularización hipotecaria en el mercado. El último proceso de titularización de terceros realizado por CTH fue en junio 2014.

En cuanto a la cartera hipotecaria titularizada por CTH, a continuación un gráfico que muestra la evolución de este rubro:

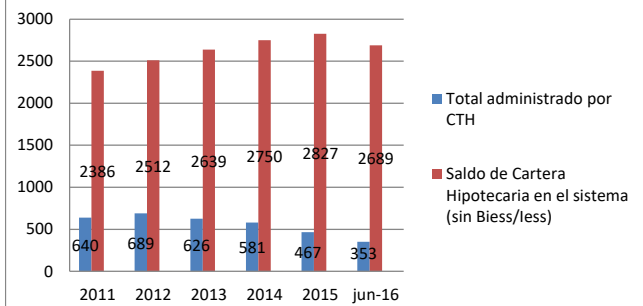
Cartera Hipotecaria Titularizada por CTH (saldo en USD millones)



Fuente: SBS y CTH
Elaboración: BWR

CTH llegó a administrar el 27% de la cartera del sistema (sin BIESS/IESS) en el año 2012; en el 2014, esta participación bajó al 21% y al 2015 bajó al 16%. A junio-2016, esta participación baja al 13% con un saldo de USD353MM.

Cartera administrada por CTH en relación al total de cartera hipotecaria del sistema



Fuente: SBS y CTH
Elaboración: BWR

Modelo de negocios

CTH obtiene su cartera a través de la compra de cartera de vivienda originada por instituciones financieras o por promotores inmobiliarios. CTH no capta fondos del público si no es a través de emisión de obligaciones, papel comercial o titularizaciones. La mayor parte de su fondeo consiste en créditos de bancos privados locales, de corto plazo los mismos que históricamente se vienen renovando.



CTH ha tenido acceso a créditos del BID desde el 2010, el mismo que en su momento fue de largo plazo y que se canceló en agosto 2014. Esta línea no está siendo utilizada por el momento pero ha sido aprobada por un monto de USD5 millones, los mismos que se espera sean desembolsados en dos partes iguales en septiembre y octubre de 2016. 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. A junio-2016, no se ha constituido el fideicomiso en garantía para esta facilidad.

CTH accedió también a una línea de mediano plazo con la CAF, los desembolsos se realizaron a fines del 2015 y vencen en mayo del 2017. Cada desembolso está sujeto a que se haya acumulado la cartera hipotecaria correspondiente en un fideicomiso de titularización del cual la CAF es el beneficiario. Estos valores se deben cancelar hasta luego de 18 meses contados a partir del primer desembolso, con los fondos obtenidos de la titularización de la cartera transferida al fideicomiso, en el caso de que se haya logrado una titularización exitosa. Esta titularización está prevista para noviembre-2016, si se dan las condiciones.

En el caso de que no se haya logrado una titularización exitosa, de la cartera hipotecaria financiada por el respectivo desembolso dentro de los 18 meses correspondientes, CTH debe pagar el préstamo mediante el pago de 5 cuotas trimestrales iguales y consecutivas, siendo la primera de ellas pagadera a los 18 meses contados a partir de la fecha del primer desembolso (mayo 2017).

Los créditos otorgados a CTH cuentan con garantía de cartera hipotecaria.

Durante el 2015, como una medida de prudencia CTH canceló sus obligaciones con el mercado de valores y no ha realizado nuevas emisiones de obligaciones ni de papel comercial desde el 2013; tampoco ha realizado nuevas titularizaciones propias desde agosto 2014, por lo que el fondeo aumenta su dependencia en instituciones financieras locales.

El modelo de negocios de CTH genera ingresos principalmente a través de intereses de la cartera hipotecaria y también de las inversiones que realiza esencialmente en valores relacionados a esta cartera, 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. 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

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	6.00%
Asociación Mutualista de ahorro y Crédito Pichincha	4.77%
Total 7 accionistas principales	90.67%
otros 23 accionistas	9.33%
Total	100.00%

La tabla anterior muestra la distribución de las acciones de CTH. Se observa que el accionista principal 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 alcanzan juntos una participación del 39.79%. 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 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 KPMG del 15 de marzo de 2016, 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.

En cuanto al requerimiento de capital mínimo que no se cumple, CTH ha justificado el hecho frente al Ente de Control fundamentando su opinión en la Reserva por Revalorización de Patrimonio registrada, la misma que añadida al patrimonio según la institución genera un capital suficiente para cubrir sus operaciones. La Superintendencia de Bancos no ha respondido a dicha justificación hasta la fecha.

En cuanto a la “documentación de procedimientos de la información”, esta debilidad está siendo resuelta y a la fecha tiene un avance del 60%.

El tema de los rangos salariales ya ha sido resuelto según la administración.

Objetivos estratégicos

Para 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.

Durante este año ha concretado la compra de la clase subordinada del FIMPROD2 (28 de julio 2016). Se espera completar la compra del 15% de la serie subordinada del FIMUPI4 en este año (el 85% se compró en enero de 2015). La estructuración prevista para la colocación internacional se ha suspendido por el momento.

Por el lado de la cartera se pretende en este año realizar compras mensuales por USD600M, más un adicional de USD300M cada tres meses, hasta el momento esto se ha cumplido en un 44%. El retraso en el objetivo planteado se produce más bien por la falta de oferta de cartera hipotecaria que de fondeo. De todos modos CTH sigue gestionando la línea con el BID, y planea efectuar la titularización del FIMECTH8, operaciones que le permitirían reestructurar una parte de los pasivos a largo plazo, lo cual contribuiría a alivianar el descalce de plazos y el riesgo de refinanciamiento.

La opción del mercado de valores no es viable para CTH hasta que reduzca sus pasivos de corto plazo. Hasta dic-2016, CTH requiere refinanciar el 100% de sus pasivos además de los nuevos desembolsos por USD5MM, para alcanzar sus objetivos.

Las condiciones del entorno operativo no han propiciado las condiciones ni para la originación de cartera ni para generar el nuevo fondeo con la agilidad que se pretende y alcanzar las metas propuestas.

Para fines del 2016 CTH ha presupuestado resultados netos menores en 43% con respecto al 2015, los mismos que llegarían a USD696M. Estas proyecciones consideran mantener el margen financiero, reducción de ingresos por servicios y gastos operativos relativamente controlados.

Consideramos un reto para CTH cumplir con los resultados propuestos tanto por el lado de ingresos como por el de los gastos operativos, pero sobre todo por el gasto de provisión requerido para cumplir con las metas establecidas para fin de año tanto en dólares como en coberturas de activos de riesgo.

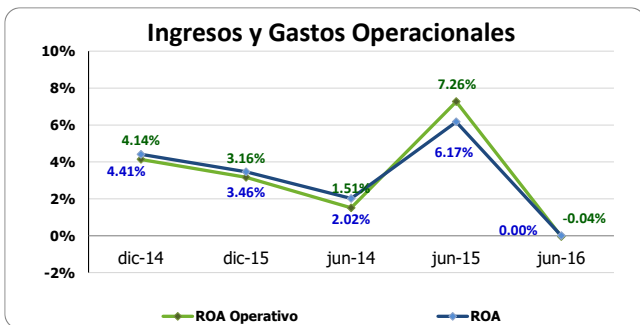
La permanencia de las líneas de la CAF y del BID y su efecto multiplicador dependen de que el mecanismo establecido para su restitución no se interrumpa. Por lo tanto, es primordial la estabilidad del entorno macroeconómico, la liquidez del Sistema Financiero (como inversionista y como proveedor de crédito) 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 periodo 2010 al 2012 auditados por la firma PriceWaterHouseCoopers y para el año 2013, 2014 y 2015 por la firma KPMG. Además de información pública e información proporcionada por la CTH al 30 de junio de 2016. Los estados financieros auditados no presentan observaciones.

Rentabilidad y Gestión Operativa



Fuente: CTH Elaboración: BWR

Rentabilidad Operativa: La CTH ha mantenido históricamente una gestión operativa rentable con indicadores mejores que el sistema financiero en general, esta rentabilidad se ha ido debilitando desde el 2014 y parecería que esta tendencia se va a mantener al menos en el mediano plazo.

A junio-2016, CTH genera un margen operativo neto negativo de USD-9000,00 y una utilidad neta de USD240,00de ,lo cual se refleja en el ROA operativo y el ROA que muestran el gráfico anterior. Debe tomarse en cuenta que los indicadores de rentabilidad a junio-2016, incorporan el fondeo total de las clases subordinadas (se refiere al fondeo por el pago de los intereses extraordinarios devengados a la fecha de compra de dichas inversiones, valores que se mantienen en inversiones en la cuenta 16) mientras que los ingresos por estas inversiones son reconocidas cuando se liquidan las mismas, aun cuando existan intereses devengados a la fecha de corte (a junio-2016, no hubo ingreso por este concepto). La generación por este concepto es incierta hasta la liquidación de las respectivas clases subordinadas y su registro se lleva en cuentas de orden (a la junio 2016, suman USD3490M).

Para fines de año estos indicadores tomando en cuenta los intereses de las clases subordinadas que se liquidarán, y que la cartera no llegó en el primer semestre a los niveles proyectados, serían de alrededor del 1.39% y 0.80% respectivamente de acuerdo al presupuesto ajustado.

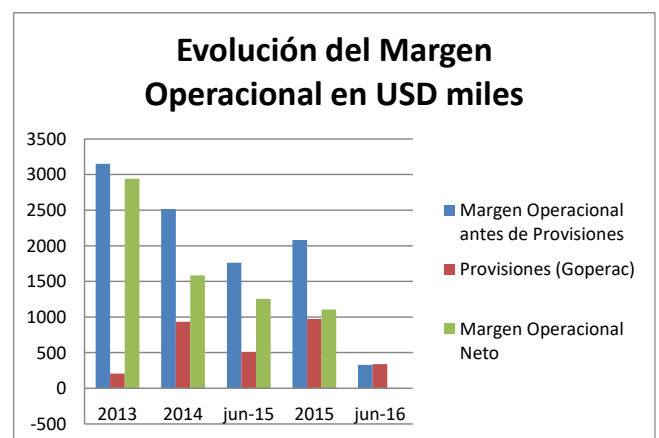
La gestión de CTH se sustenta en intereses de cartera en primer lugar y luego en los retornos de inversiones que en su mayor parte corresponden a títulos hipotecarios de titularizaciones propias o de terceros.

Los intereses de la cartera fueron en el 2015 24% menos que en el 2014 y se espera una recuperación del 28% en 2016. Esto es factible ya que no se ha titularizado cartera y no se espera que se lo haga hasta fin de año con lo que los intereses de la cartera generada permanecerán en el estado de resultados

de CTH. Los retornos por inversiones en el 2015 fueron importantes y crecieron con respecto al año anterior en 71% como resultado de la cancelación de los intereses extraordinarios del FIMUPI3. Se proyecta que el ingreso por inversiones se reduzca en un 19% y su generación se fundamenta en la utilidad que generaría por USD1.780M la liquidación del FIMUPI4 que vence en enero de 2017. Al momento se ha concretado la compra de una clase subordinada que generarían ingresos a partir del 2018 (100% FIMPROD2).

Los ingresos financieros por la naturaleza del negocio de CTH son volátiles. La generación de ingresos por servicios que es más estable, se redujo en un 5% en el 2015 y se espera una reducción adicional de un 12% en el 2016 a pesar de la compensación parcial de los ingresos por servicios fiduciarios.

El comportamiento de los ingresos financieros influye en la volatilidad del margen financiero de CTH, tanto en dólares como en términos relativos. El margen financiero neto del 2015, fue de 53.96% y se espera que se mantenga ligeramente más bajo para el 2016. El margen financiero en relación a los activos productivos mejoró a 8.20% durante el 2015 pero para fin de año tiende a presionarse y se espera que llegue a niveles del 7%. A junio-2016 esta relación es de 3.59% cuando a junio-2015 fue de 14.11% por el ingreso extraordinario de las inversiones. Es precisamente en el margen financiero en donde se produce la distorsión explicada anteriormente por incluir el costo del fondeo de las inversiones cuyo interés devengado no se registra en el ingreso. El indicador calculado para fin de año ya incluye la corrección a la mencionada distorsión.

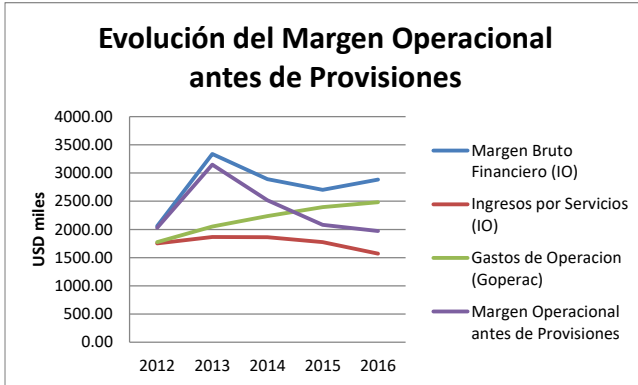


Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR

El margen operacional neto (MON) a dic-2014 (USD 1.583M) disminuye en 46.2% en relación con el 2013 y en el 2015, disminuye en 30% con respecto al año anterior. Como se observa en el gráfico una importante proporción de la reducción proviene de la necesidad de realizar mayores provisiones pero también el margen operacional antes de provisiones



se contrae porque mientras que los ingresos se reducen, los gastos operativos aunque controlados siguen subiendo. A junio-2016, el MON fue negativo en USD-9M. Para fines del 2016 se esperaría un MON de entre USD800 y USD500M dependiendo de las provisiones que se realicen. Si se cumple lo presupuestado en provisiones el MON llegaría a USD580M.



Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR
2016 proyección CTH

El comportamiento esperado de la gestión para el 2016, se sostiene en al menos mantener los ingresos por intereses de cartera e inversiones (margen bruto financiero) para compensar la disminución de ingresos por servicios y la necesidad de provisiones adicionales. El control de los gastos operativos es crítico en este contexto al igual que mantener y obtener el fondeo programado.

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

Riesgo de Crédito

Fondos Disponibles e Inversiones

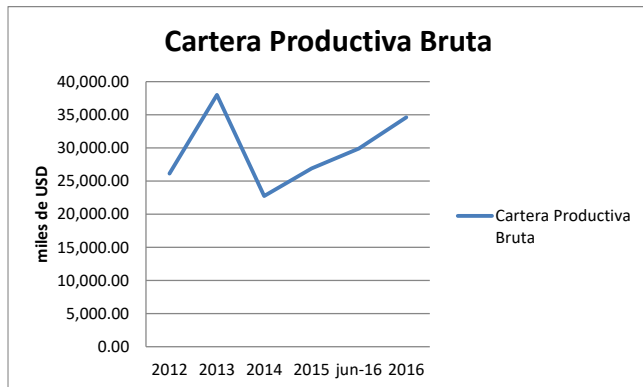
CTH mantiene el 1.7% de sus activos como fondos disponibles, están depositados en instituciones financieras locales con bajo riesgo de contraparte.

El portafolio de inversiones se redujo en el primer semestre del 2016, porque se cancelan certificados de depósito que se mantenían en instituciones financieras locales y porque se liquida 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 realizar la inversión y pagaderos una vez que se cancelen las clases preferentes, fueron anticipados al inversionista anterior. Este pago se registra como cuanto 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 que en el caso de FIMUPI 4 que vence el 1 de enero del 2017, y que será liquidado dentro del 2016, se espera que alcance USD1.780M.

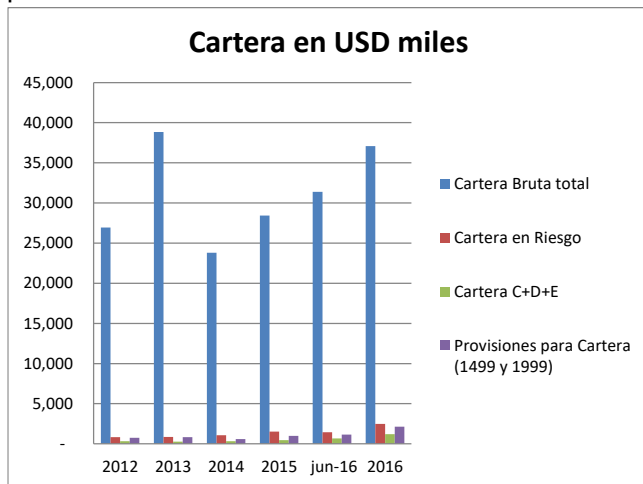
En el caso de BGR1 cuyo vencimiento legal es en el 2019, pero que se espera liquidarlo en el 2017, una vez que se cancelen las clases preferentes, por el tiempo que debe transcurrir el cálculo de la utilidad esperada tiene mayor incertidumbre, pero se estima que llegue a USD1.200M. La expectativa de 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.

Calidad de Cartera:



Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR
2016 proyección

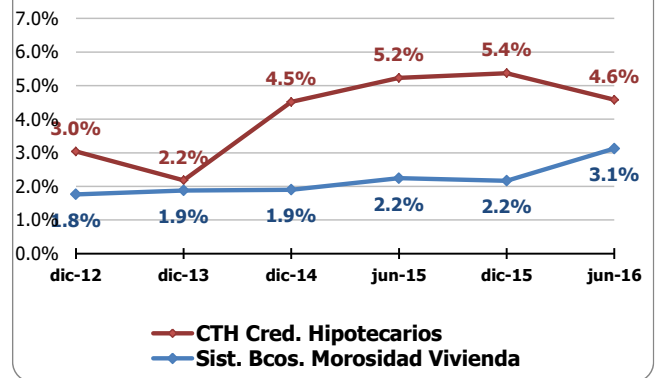
El gráfico anterior muestra el comportamiento de la cartera bruta productiva de CTH incluyendo aquella que está dentro de los fideicomisos que acumulan cartera en garantía de las líneas de crédito otorgadas y que en algún momento se utiliza para procesos de titularización. La caída en estos montos obedece a que se concretan las emisiones a través de los procesos de titularización con lo cual sale la cartera del balance. Se puede observar que aunque no se cumplen las metas con la precisión proyectada, la oferta de cartera hipotecaria permite el crecimiento paulatino de este activo en CTH. La proyección a fin de año incluye la cartera antes de la titularización prevista.



Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR
2016 proyección si se hacen las provisiones previstas

Los gráficos que preceden muestran que la calidad de la cartera ha sido históricamente buena y que aunque haya crecido y tienda a crecer, sigue siendo manejable. 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.

Morosidad CTH y Sistema (Cred. Hipotec.)

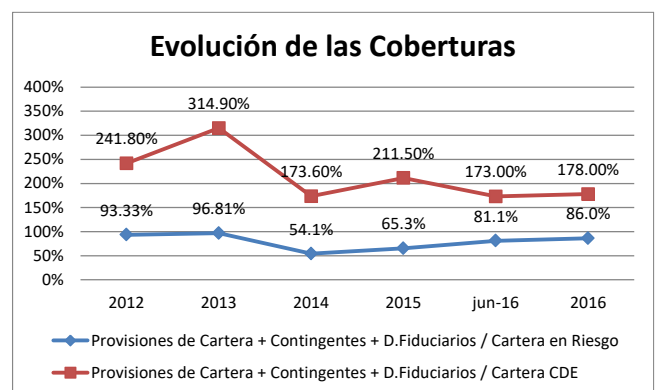


Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR

La gestión de cobranzas de CTH es buena y reporta un porcentaje muy bajo (0.02%) de pérdidas definitivas.

La morosidad de la cartera de CTH se ve presionada ya que las inversiones que realiza en títulos subordinados son pagadas con carteras remanentes en los fideicomisos a su liquidación, dentro de la que se incluye aquella cartera de riesgo de crédito más alto; la cartera que respalda la inversión en títulos subordinados es valorada al momento de la negociación por lo que no se deben esperar efectos importantes en los resultados de CTH.

Debe esperarse que la morosidad de la cartera incremente con la liquidación del FIMUPI4 para fines de año. La morosidad podría alcanzar un 6% de acuerdo a las proyecciones, nivel similar al obtenido por el sistema de las mutualistas a junio-2016.



Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR
2016 proyección

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 del BID la cartera vencida con más de 90 días debe estar provisionada en un 100%.

Aunque la concentración de la cartera por vencer y la vencida ha aumentado en el último trimestre, esta no esta no representa un riesgo. Los 25 deudores más grandes representan el 14.82% de la cartera bruta total a junio-2016 (a marzo-2016:8.57%) y los 25 mayores créditos en riesgo representan el 7.10% (a marzo-2016: 3.44%).

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 SBS, miden la sensibilidad frente a un cambio porcentual en la tasa de interés de sus activos y pasivos sensibles, con una variación del 1%.

- La sensibilidad del Margen Financiero, a diciembre 2015 fue de USD95.960, lo que significa que frente a un cambio de 1% en la tasa de interés el impacto en el margen financiero de CTH en los próximos 12 meses sería equivalente a una reducción de 1.24% del valor de patrimonio técnico. A junio -2016, la sensibilidad del margen financiero fue de USD70.108 equivalente al 0.91% del patrimonio técnico.
- La sensibilidad de los recursos patrimoniales a diciembre 2015, es de USD76.815 equivalente a 0.99% del patrimonio técnico. A junio-2016 la sensibilidad a estos recursos fue de USD50.881 equivalente a 0.66%.

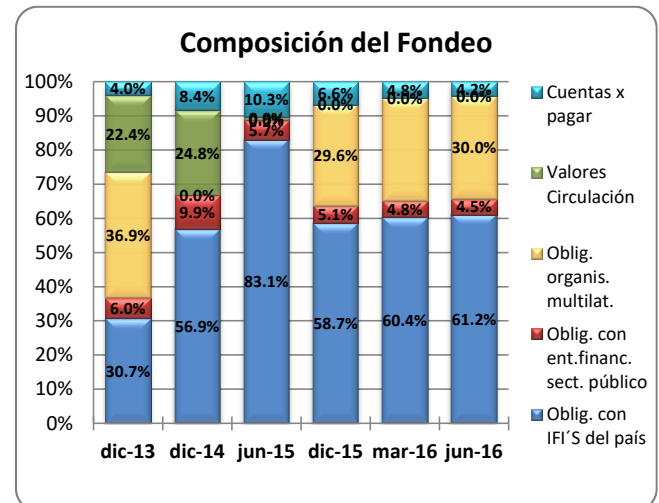
Las sensibilidades antes descritas calculadas con las tasas reales de CTH son ligeramente menores a las sensibilidades calculadas con las tasas referenciales del Banco Central. En todo caso estas se mantienen dentro de los límites de tolerancia impuestos por el directorio.

Riesgo de Liquidez y Fondo

El principal riesgo de liquidez que enfrenta la institución se deriva del financiamiento de activos de largo plazo con pasivos de corto plazo, por lo que permanentemente mantiene la necesidad de renovar sus pasivos. Debido a su naturaleza, la CTH no capta

depósitos del público por lo que no existe exposición a retiros de fondos no programados.

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 han concretado los recursos de largo plazo. En el escenario contractual a junio-16, CTH muestra posiciones de liquidez en riesgo a partir de la banda del día 8 al día 15. Las posiciones de liquidez en riesgo van aumentando en el tiempo llegando a la brecha más alta acumulada de USD25.413M en la banda más de 12 meses. Esta brecha representa 37 veces los activos líquidos netos, 80% de las obligaciones financieras totales, y representan el 100% de la deuda con instituciones financieras del sector privado (USD20.000M), más el 50% de la deuda con la CAF(USD5.000M). Para solucionar la brecha se espera los desembolsos del BID y el refinanciamiento total de la deuda con instituciones financieras locales.



Fuente: Estados Financieros CTH Elaboración: BWR

El apalancamiento de CTH en fuentes externas ha aumentado desde el 2014, pasando de 79% a 81% al primer semestre del 2016.

Entre 2014 y 2015, las obligaciones financieras de CTH aumentaron en 57%, es decir en USD17.931M., los cuales fueron utilizados para incrementar la cartera, para realizar inversiones (en clases subordinadas) y para reemplazar la deuda del mercado de valores principalmente.

Al momento el 5% de las obligaciones financieras son de largo plazo y vencen en el 2021, el 15% vence en el 2017, y el 80% de ella vence en el 2016.

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.

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

A pesar de la buena calidad de la cartera hipotecaria y del apetito del mercado por esta, su venta especialmente si es forzada por necesidades de liquidez conlleva un riesgo de precio relacionado a la variación de tasa de interés y del apetito por ella frente a las condiciones del mercado.

CTH ha demostrado capacidad para acceder a diversas fuentes de fondeo. Como se advierte en el gráfico, estas fuentes son utilizadas alternativamente de acuerdo con su estrategia de negocios, la rapidez de los mecanismos para obtenerlas y el costo de las mismas. El fondeo de organismos multilaterales incorporaría un riesgo de tipo de cambio en un escenario de desdolarización.

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 para la administración de la cartera de terceros. Si bien subsisten algunos aspectos puntuales que podrían mejorar, éstos están siendo superados a través de varias acciones a ejecutarse durante el año.

Se ha identificado los principales riesgos legales en las diferentes áreas y se encuentran gestionados de acuerdo con las políticas y procedimientos

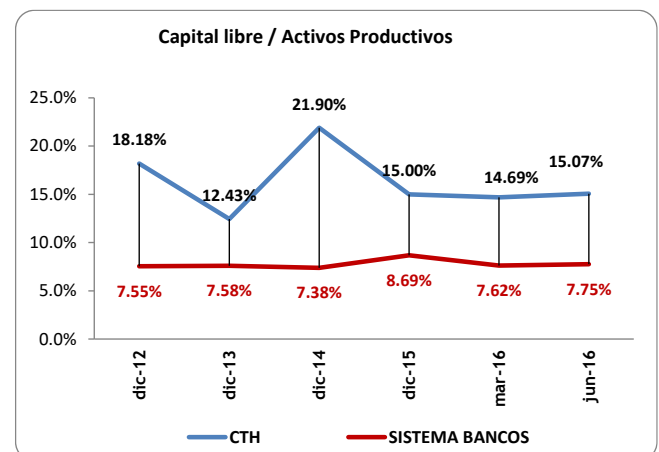
establecidos, y supervisado por las diferentes instancias de control.

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



Fuente: CTH, Elaboración: BWR

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

El capital libre de CTH se ha mantenido alrededor de los USD5.700M debido a que el aumento de provisiones ha permitido compensar el incremento de la cartera en riesgo registrada. En relación al patrimonio el capital libre se mantiene en niveles de sobre el 60% aunque hacia fines de año podría presionarse en algunos puntos porcentuales (hacia 55%) por el pago de dividendos que debe ser realizado en septiembre y por el ingreso de la cartera del FIMUPI4 principalmente.

Con respecto a los activos productivos el capital libre muestra una tendencia a reducirse principalmente por el incremento de la cartera productiva que ha



permanecido en el balance sin ser titularizada y también por las inversiones realizadas en las clases subordinadas FIMUPI4 y BGR1. Por otro lado el patrimonio no se ha beneficiado de los resultados de años anteriores debido a la política de distribución total de dividendos.

El capital libre calculado no reconoce la morosidad de la cartera que respalda las inversiones de CTH en el FIMUPI 4 y en BGR1. De acuerdo a información publicada por CTH, la mora a julio-2016 de dichas carteras es de 23.96% para FIMUPI4 y de 2.82% para BGR1 sobre saldos de cartera; si aplicamos dicha morosidad a la cartera que se espera recibir (USD3.500M) para la cancelación de la inversión en FIMUPI 4 el 23.96% representa USD839M de cartera en riesgo; para el BGR1, la cartera en riesgo sería de USD181M (sobre una cartera de USD5.000M). La suma de esta cartera en riesgo representaría el 17% del capital libre registrado a junio de 2016 y éste (el capital libre) en relación a los activos productivos, reconociendo dicha cartera en riesgo, a junio 2016, sería de 12.46 %.

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 se sigan presionando.

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	2,632,195	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	10,696,812	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

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	jun-15	dic-15	jun-16
ACTIVOS							
Depositos en Instituciones Financieras	2,605,774	639	503	343	688	978	678
Inversiones Brutas	5,173,119	1,038	4,944	2,145	3,129	3,364	85
Cartera Productiva Bruta	17,425,839	26,120	37,996	22,729	26,205	26,896	29,912
Otros Activos Productivos Brutos	972,780	-	3,017	905	-	8,515	8,515
Total Activos Productivos	26,177,512	27,798	46,460	26,121	30,022	39,753	39,190
Fondos Disponibles Improductivos	4,603,763	11	1	1	3	3	2
Cartera en Riesgo	784,106	819	847	1,074	1,445	1,526	1,436
Activo Fijo	560,518	765	846	780	742	707	695
Otros Activos Improductivos	1,199,345	659	844	1,150	9,368	644	1,026
Total Provisiones	(1,571,259)	(826)	(880)	(679)	(888)	(1,098)	(1,323)
Total Activos Improductivos	7,147,733	2,254	2,538	3,006	11,558	2,880	3,159
TOTAL ACTIVOS	31,753,986	29,226	48,118	28,448	40,691	41,534	41,026
PASIVOS							
Obligaciones con el Público	25,755,819	-	-	-	-	-	-
Operaciones Interbancarias	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Inmediatas	152,755	-	-	-	-	-	-
Aceptaciones en Circulación	17,333	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Financieras	1,859,376	15,066	29,946	13,622	29,381	31,553	31,878
Valores en Circulación	19,784	6,407	9,117	5,069	299	-	-
Oblig. Convert. y Aportes Futuras Capitaliz	206,791	-	-	-	-	-	-
Cuentas por Pagar y Otros Pasivos	955,467	1,281	1,625	1,711	3,417	2,240	1,407
Provisiones para Contingentes	90,303	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO	29,057,628	22,755	40,688	20,402	33,097	33,793	33,285
TOTAL PATRIMONIO	3,329,162	6,472	7,429	8,046	7,594	7,741	7,741
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	32,386,790	29,226	48,118	28,448	40,691	41,534	41,026
CONTINGENTES	5,947,246	-	-	-	-	-	-
RESULTADOS							
Intereses Ganados	1,131,289	3,944	5,267	4,971	3,088	5,179	2,017
Intereses Pagados	367,398	1,286	1,855	2,413	1,107	2,384	1,308
Intereses Netos	763,891	2,658	3,413	2,559	1,981	2,795	709
Otros Ingresos Financieros Netos	94,097	(599)	(77)	333	(39)	(94)	(30)
Margen Bruto Financiero (IO)	857,989	2,059	3,336	2,892	1,942	2,700	678
Ingresos por Servicios (IO)	252,152	1,752	1,864	1,862	939	1,775	769
Otros Ingresos Operacionales (IO)	48,872	0	-	-	-	0	-
Gastos de Operacion (Goperac)	820,556	1,773	2,051	2,237	1,117	2,395	1,117
Otras Perdidas Operacionales	26,518	10	1	-	-	-	-
Margen Operacional antes de Provisiones	311,939	2,028	3,149	2,516	1,764	2,081	330
Provisiones (Goperac)	248,538	563	207	933	508	974	340
Margen Operacional Neto	63,401	1,464	2,942	1,583	1,256	1,107	(9)
Otros Ingresos	121,211	377	90	849	387	760	63
Otros Gastos y Perdidas	25,886	2	7	5	29	32	54
Impuestos y Participacion de Empleados	60,834	558	879	739	547	623	-
RESULTADOS DEL EJERCICIO	97,892	1,282	2,146	1,688	1,066	1,212	0

CTH

(\$ MILES)	SISTEMA BANCOS	dic-13	dic-14	jun-15	dic-15	jun-16
CALIDAD DE ACTIVOS						
Act. Productivos + F. Disponibles	30,781,275	46,462	26,123	30,025	39,755	39,192
Cartera Bruta total	18,209,946	38,843	23,803	27,651	28,422	31,348
Cartera Vencida	271,675	37	79	84	114	161
Cartera en Riesgo	784,106	847	1,074	1,445	1,526	1,436
Cartera C+D+E	-	260	335	-	471	674
Activos C+D+E		331	522	-	592	908
Provisiones para Cartera	(1,320,491)	(820)	(581)	(762)	(995)	(1,164)
Activos Productivos / T.A. (Brutos)	77.1%	94.8%	89.7%	72.2%	93.2%	92.5%
Activos Productivos / Pasivos con Costo	124.9%	118.9%	139.8%	101.1%	126.0%	122.9%
Cartera Vencida / T. Cartera (Bruta)	1.44%	0.10%	0.33%	0.31%	0.40%	0.51%
Cartera en Riesgo/T. Cartera (Bruta) + D.Fiduciarios (cta.x cobrar)		2.18%	4.51%	5.23%	5.37%	4.58%
Cartera en riesgo+reestructurada x vencer / T. Cartera (Bruta)	4.9%	2.8%	5.0%	6.1%	6.1%	5.5%
Cartera C+D+E / T. Cartera (Bruta)	0.0%	0.7%	1.4%	0.0%	1.7%	2.2%
Activo C+D+E/ Activos de riesgo		0.9%	2.2%	0.0%	2.1%	2.9%
Prov. de Cartera+ Contingentes/ Cart en Riesgo	179.9%	72.4%	54.1%	52.7%	53.8%	68.9%
Provisiones de Cartera + Contingentes + D.Fiduciarios / Cartera en Riesgo		96.8%	54.1%	52.7%	65.3%	81.1%
Provisiones de Cartera + Contingentes / Cartera en Riesgo + Reestructurada por vencer	152.9%	74.9%	48.4%	45.4%	57.3%	67.4%
Prov. de Cartera +Contingentes /Cartera CDE		314.9%	173.6%		211.5%	172.8%
Prov de Cartera / T. Cartera (Bruta)	7.01%	2.11%	2.44%	2.76%	3.50%	3.71%
Prov con Conting sin invers. / Activo CDE		266.0%	130.1%		185.5%	145.7%
Cart CDE+ Catigos periodo +Venta cart E /Cartera Bruta prom	0.7%	1.2%	2.9%	0.0%	2.0%	3.6%
Recuperación Ctgos periodo / ctgos periodo anterior	16.3%	41.5%	40.7%	19.2%	38.5%	13.2%
Ctgo total periodo / MON antes de provisiones	94.5%	4.8%	14.5%	0.0%	2.0%	117.7%
Castigos Cartera (Anual)/ Cartera Bruta Prom.	1.4%	0.4%	1.1%	0.0%	0.2%	2.6%
CAPITALIZACION						
PTC / APPR	#jDIV/0!	18.17%	49.72%	#jDIV/0!	23.75%	24.51%
TIER I / APPR	#jDIV/0!	9.09%	27.17%	#jDIV/0!	14.01%	14.85%
PTC / Activos y Contingentes	0.0%	13.8%	28.3%	0.0%	18.6%	18.9%
Activos Fijos +Activos Fideicom/ Patr. Técnico	0.00%	12.72%	9.69%	0.00%	9.14%	8.98%
Capital libre (USD M)**	2,379,984	5,773	5,721	-3,073	5,962	5,907
Capital libre / Activos Productivos + F. Disp	7.75%	12.43%	21.90%	-10.23%	15.00%	15.07%
Capital Libre / Patrimonio + Provisiones	48.33%	69.48%	65.57%	-36.23%	67.45%	65.17%
TIER I / Patrimonio Técnico	0.00%	50.00%	54.65%	0.00%	59.00%	60.57%
Patrimonio/ Activo Neto Promedio (Apalancamiento)	10.53%	19.21%	21.02%	21.97%	22.12%	18.75%
TIER I / Activo Neto Promedio	0.00%	8.60%	11.49%	0.00%	13.05%	11.36%
RENTABILIDAD						
Comisiones de Cartera	880	-	-	-	-	-
Ingresos Operativos Netos	1,132,495	5,200	4,754	2,881	4,476	1,447
Result. antes de impuest. y particip. trab.	158,726	3,025	2,427	1,613	1,835	0
Margen de Interés Neto	67.52%	64.79%	51.47%	64.14%	53.96%	35.14%
ROE	5.91%	30.88%	21.81%	27.27%	15.35%	0.01%
ROE Operativo	3.83%	42.33%	20.46%	32.11%	14.02%	-0.24%
ROA	0.62%	5.55%	4.41%	6.17%	3.46%	0.00%
ROA Operativo	0.40%	7.61%	4.14%	7.26%	3.16%	-0.04%
Inter. y Comis. de Cart. Netos /Ingr Operat.Net.	67.53%	65.63%	53.82%	68.76%	62.44%	48.98%
Intereses y Comis. de Cart. Netos /Activos Productivos Promedio (NIM)	5.86%	9.19%	7.05%	14.11%	8.48%	3.59%
M.B.F. / Activos Productivos promedio	6.57%	8.98%	7.97%	13.84%	8.20%	3.44%
Gasto provisiones / MON antes de provisiones	79.68%	6.57%	37.08%	28.81%	46.81%	102.75%
Gastos Operacionales / Ingr. Operativos Netos	94.40%	43.42%	66.69%	56.42%	75.27%	100.63%
Gastos Operacionales sin Prov/ Ingr Oper Netos	72.46%	39.44%	47.07%	38.77%	53.51%	77.16%
Gto Operacionales (Anual)/ Activos N Prom	6.76%	5.84%	8.28%	9.40%	9.63%	7.06%
LIQUIDEZ						
Fondos Disponibles	7,209,537	504	344	691	980	680
Activos Liquidos (BWR)	8,627,850	504	352	1,699	2,239	688
Indice Liquidez Estructural 1ra Línea (SBS)	39.52%	5.39%	4.02%	21.68%	19.91%	11.45%
Indice Liquidez Estructural 2nda Línea(SBS)	39.17%	1.98%	2.12%	6.14%	11.17%	2.25%
Mayor brecha acum de liquidez / Act. Líquidos (x)	-	-	-37.99	-	-3.58	-36.92
Activos Liq. (BWR)/Pasivos corto plazo(BWR)	39.52%	5.39%	4.02%	21.68%	19.91%	11.45%
Fondos Disp. / Pasivos CP(BWR)	33.02%	5.39%	3.92%	8.81%	8.72%	11.31%
RIESGO DE MERCADO						
Riesgo de tasa Margen Fin/Patrimonio (1% var)	0.00%	-0.74%	0.28%	0.00%	1.24%	0.91%
Riesgo de tasa Val. Patrim/Patrimonio (1% var)	0.00%	-1.47%	-0.62%	0.00%	0.99%	0.66%

ANEXO 1

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

La economía ecuatoriana se caracteriza por tener una estructura concentrada en ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia en pocos productos para el desarrollo de la economía y la falta de un fondo de estabilización para épocas de crisis, generan mayor incertidumbre en 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 dificultades 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, desde cerca del 39% del PIB en 2014.

La consecuencia natural de lo dicho fue la desaceleración de la economía que según datos del BCE obtuvo un crecimiento del PIB del 0.3% en el 2015 y para la cual se espera en el 2016, un crecimiento negativo por primera vez en 17 años. Las últimas publicaciones del BCE pronostican una contracción de la economía de 1.7% del PIB para el 2016, lo cual parecería optimista frente a los acontecimientos y a las proyecciones del FMI (actualizado/2016 -2.3%), del Banco Mundial (jun/2016, -4%) e incluso de CEPAL (jul/2016 -2.5%).

Según algunos analistas, el comportamiento de la economía podría mostrar signos de pequeña convalecencia en el 2017, si el precio del petróleo mantiene la tendencia modesta y gradual a recuperarse, y si el gobierno consigue el financiamiento esperado. De todos modos, la profundidad y el largo de la recesión dependerán de la habilidad para obtener financiamiento, tema que podría verse complicado con el cambio de gobierno. 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%.

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 sigue en aumento, financiado por préstamos externos principalmente pero también por recursos captados localmente de las entidades de seguridad social y de ajustes tributarios al sector privado.

El gasto público del 2015, representó el 33% del PIB y el gasto corriente constituyó dos tercios de este gasto, presionado por los montos que representan los salarios del sector público, el subsidio de energía y la seguridad social del sector público.

El gobierno ha logrado recuperar su acceso a fuentes de financiamiento externo como son el FMI y el mercado de “bonos globales”. 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 del 2017.

Lo más probable es que mientras encuentre fuentes de financiamiento, aunque fueran costosas el gobierno actual se seguiría endeudando, postergando los problemas del pago de la deuda y el riesgo de refinanciamiento para las próximas administraciones. 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 entre 2015 y 2017. Si no se concretan los préstamos con China en los montos esperados por el gobierno, lo cual es un escenario probable, sería necesario negociar financiamiento con multilaterales, hacer recortes impopulares del gasto corriente y/o incurrir en nuevos retrasos con proveedores.

El déficit fiscal del país entre 2013 y 2015, llegó a un promedio cercano al 5% del PIB; analistas de Fitch Ratings consideran que este déficit será superior al 5.5% para el período 2016-2017, lo cual presionaría el indicador deuda/PIB sobre el 40% que es el techo legal aprobado. El FMI coincide con esta previsión.

Por otro lado, la inseguridad política, tributaria y legal han desincentivado las inversiones del sector privado el cual también se ha visto afectado por la disminución de la demanda en la mayor parte de los sectores económicos principalmente en el sector de la construcción y en el de manufactura, sectores

especialmente sensibles a la situación del entorno macroeconómico.

Se prevé una caída de al menos el 5.4% en la demanda interna para el 2016, demanda que engloba el consumo de los hogares, consumo del gobierno e inversión. De acuerdo con los datos publicados por el INEC, la inflación anual a agosto-2016, es la más baja desde que se implementó la dolarización (comparando los mismos períodos) lo cual refleja la baja del consumo.

El comportamiento del consumo es el resultado de los ajustes que debieron hacerse tanto en el sector público como en el sector privado y se relaciona con la reducción de la capacidad adquisitiva de la población que se ha visto perjudicada por el desempleo o el empleo inadecuado.

La desdolarización es siempre una amenaza para el Ecuador si no llega a ajustar su economía a los menores ingresos en dólares. El gobierno ha respaldado la dolarización implementando medidas temporales para contener el déficit de la cuenta corriente internacional, el mismo que para el 2015 alcanzó el 2.2% del PIB. El gobierno ha anunciado que las medidas de control de importaciones (cupos, incremento de aranceles y salvaguardias) podrían prolongarse hasta junio 2017, mientras que el sector productor hace votos para eliminarlas y firmar el acuerdo de libre comercio con la Unión Europea.

Las elecciones presidenciales y legislativas programadas para febrero de 2017, añaden incertidumbre al entorno operativo ecuatoriano. La gobernabilidad del país podría representar un reto para la administración entrante si no se logra consolidar posiciones mayoritarias en el congreso.

Fuentes: El Universo, El Comercio, BCE, Fitch

Marco Regulatorio y Riesgo Sistémico

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. 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 un importante ingreso de dólares a la economía a través de los desembolsos recibidos por el Gobierno de los acreedores internacionales. En lo que va del 2016, el Gobierno ha recibido cerca de USD 3,470MM, de los cuales USD 2,500MM fueron recibidos en el segundo semestre. Los desembolsos del año se obtuvieron de acuerdo al siguiente detalle: USD 970MM por facilidad petrolera a 5 años con un consorcio de bancos chinos (primer trimestre), en junio desembolso de USD 1,500MM del Banco de Desarrollo de China, atado a la compraventa de crudo con Petrochina hasta el 2024 y USD 1,000MM de la emisión de bonos por parte del Gobierno en el mercado internacional a una tasa de 10.75% con vencimiento en el 2022. Además, está pendiente el desembolso de USD 364MM por parte del FMI como crédito de emergencia por el terremoto.

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. A junio-2016 el sistema muestra una sólida posición de liquidez de 39.5% medida por los *Activos Líquidos / Pasivos de corto plazo*, representando un importante incremento frente al 30.6% mostrado el mismo periodo del año anterior. Esta situación ha permitido a los bancos generar 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, los cuales podrían verse amenazados por el nivel de deuda del país, por el riesgo soberano del Ecuador y por las circunstancias electorales. Por el momento la demanda de crédito se ha contraído y la calidad de la cartera se sigue deteriorando.

En adelante, los resultados 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 patrimonios fuertes será un reto en el futuro considerando los desafíos de liquidez 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 jun-2016 frente al mismo periodo del año anterior, el número de bancos privados con Margen Operacional Neto (MON) negativo, aumentó de cuatro a diez, el número de bancos privados con morosidad mayor a dos dígitos aumentó de una a cinco y el número de bancos privados con cobertura de provisiones a cartera en riesgo menor a una vez aumentó de ocho a nueve.

Por otra parte, transcurridos 21 meses desde la aprobación en septiembre 2014 del Código Monetario Financiero, existen temas importantes por implementarse. En sep-2015 venció el plazo para que las entidades financieras que mantienen acciones en otras entidades financieras, como consecuencia de convenios de asociación, enajenen las acciones, este mandato no se ha completado. El plazo para la sustitución de certificados de autorización para las entidades del sistema financiero, de marzo 2016 fue extendido por 18 meses, pocas entidades han iniciado dicho proceso. La sustitución de certificados de autorización entre otros temas, busca controlar los incrementos exigidos por el Código en el capital pagado mínimo para las instituciones de los distintos segmentos, la eliminación del segmento de Sociedades Financieras y el cambio de las Asociaciones Mutualistas de Ahorro y Crédito del Sector Financiero Privado al Sector Financiero Popular y Solidario.

En general, se mantienen las grandes preocupaciones que genera el Código especialmente en cuanto a la ambigüedad de su redacción ya que no define con claridad el alcance de varios artículos. Temas a observar son las amplias atribuciones otorgadas a la Junta y la discrecionalidad con la que ésta puede regular; dichos factores limitan nuestra capacidad para determinar al momento, el impacto de las disposiciones del Código en el sistema financiero. Los efectos que se observen en el comportamiento del sistema financiero dependerán en gran medida del enfoque de las decisiones de regulación, las mismas que pueden darse en función de objetivos técnicos o bajo una visión política. En este sentido, las mayores intranquilidades son el posible cambio de expectativas de los depositantes ante nuevos intentos del Gobierno por incentivar la moneda electrónica y la limitada capacidad del BCE de cubrir las reservas bancarias.

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.