

Ecuador
Calificación Global

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

Calificación Global

3T2016	4T2016	1T2017
A+	A+	A+

Perspectiva: estable

Definición de la Calificación:

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

Resumen Financiero

En miles USD	mar-16	dic-16	mar-17
Activos	41.145	38.298	23.462
Patrimonio	7.797	7.568	8.700
Resultados	50	832	1.129
ROE (%)	2,56%	10,86%	55,51%
ROA (%)	0,48%	2,08%	14,62%

*ROE y ROA anualizado.

Contactos:

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

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

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

Fundamento de la Calificación

El comité de calificación con base en la información al 31-marzo-2017, presentada por Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A., y demás información pública disponible, decidió mantener la calificación global de A+ con perspectiva estable. La calificación global es una calificación que incorpora el riesgo de crédito de largo plazo.

La categoría de calificación otorgada se fundamenta en lo siguiente:

Entorno operativo complejo e incierto. Fundamentadas en las condiciones macroeconómicas actuales y arrastradas desde el 2015, las previsiones a mediano plazo del entorno operativo para varias industrias, como la de la construcción y el sistema financiero, mantienen una tendencia presionada. A partir del segundo semestre del 2016 se observó una recuperación de la liquidez gracias a inyecciones de capital por parte del Gobierno, pero con una dificultosa estabilidad a mediano plazo. La pausada reactivación de la demanda de créditos junto con los altos niveles de liquidez en sistema financiero, reducen el interés en la estructuración de nuevos procesos de titularización.

Generación estable de ingresos presionada por factores del entorno. CTH ha mantenido una tendencia contractiva en su generación operativa durante los últimos períodos, generada principalmente por la contracción del margen financiero y la reducción de sus ingresos por servicios. Los resultados de CTH a partir del 2017, dependerán de su capacidad de comprar cartera, de las motivaciones de los originadores de cartera hipotecaria para venderla y/o estructurarla en procesos de titularización. También influirá en los resultados de la institución, la oferta de las series subordinadas de las titularizaciones. La liquidez de los inversionistas sería adicionalmente un factor crítico en su gestión. Bajo las circunstancias actuales la gestión operativa de CTH representa un desafío. Sin embargo, el programa de Vivienda de Interés Público es una oportunidad para la generación de ingresos a partir del segundo semestre.

Varias alternativas de fondeo, pero con un presionado riesgo de liquidez y refinanciamiento. El descalce provocado en el giro de negocio de CTH que se sustenta principalmente en activos de largo plazo con pasivos de corto plazo, genera riesgo de liquidez y refinanciamiento. Este riesgo se ha mitigado históricamente gracias al apoyo de sus acreedores financieros que en su mayoría son accionistas de la institución, y al acceso de la entidad a las distintas alternativas de fondeo. Al momento cuenta con un crédito del BID y con líneas disponibles tanto de bancos locales como de la CAF. Por otro lado, la participación de CTH en el mercado de valores como fuente de fondeo ha sido exitosa, pero en el corto plazo está restringida. El acceso de CTH a las distintas alternativas de fondeo es fundamental para la sustentabilidad del negocio y la generación de resultados.

La calidad de activos de CTH es manejable. Históricamente ha mantenido bajos niveles de morosidad y sobre todo de pérdida, sin embargo, por su modelo de negocio y las condiciones actuales del entorno, muestra niveles de morosidad presionados y superiores a los del sistema. La alta morosidad registrada se produce principalmente por la incorporación de cartera madura proveniente de la liquidación de los fideicomisos en los que invierte y por la reducción de la cartera relacionada al proceso de titularización del 2016. El indicador de morosidad de dic-16, alcanza su máximo nivel dentro de los últimos cuatro años,



con una leve recuperación a la fecha de análisis. La pérdida neta es baja en relación a la cartera gracias a su gestión de cobranza y a la garantía hipotecaria. Se esperaría que en el mediano plazo los indicadores se recuperen al menos en parte, tanto por la gestión de cobro como por el crecimiento esperado de la cartera.

La cobertura de la cartera en riesgo y de los activos de riesgo con provisiones presenta una tendencia creciente paulatina, aunque se sitúa por debajo del promedio de los bancos. La cobertura de la cartera C,D,E en cambio mantiene una tendencia decreciente. La posibilidad de incrementar la provisión para cubrir los riesgos de la cartera dependerá de los resultados y de la decisión de la administración. La política por el momento es cumplir con los requerimientos de los multilaterales que exigen mantener provisiones por el 100% de la cartera vencida más de 90 días. Este requerimiento es para toda la cartera que se registra en el balance de CTH y permite cumplir con los requerimientos de ley.

La experiencia de la CTH podría ser aprovechada por los participantes más importantes del mercado en un entorno operativo positivo. Las perspectivas de nuevos negocios de CTH se verían apoyadas por el interés del gobierno en la promoción de vivienda de interés público. Consideramos que la experiencia de la CTH es una fortaleza que a futuro le podría generar réditos económicos, a través de alianzas estratégicas y la oferta de servicios especializados. Esta perspectiva podría evidenciarse a partir del segundo semestre del año.

La calificación incorpora la expectativa de que el capital libre se mantenga en al menos dos dígitos y sobre el sistema financiero. Los niveles de patrimonio técnico y capital libre ayudan a mitigar los riesgos de liquidez y de mercado que afectan a la institución. Dicho niveles han sido y se mantienen superiores al sistema bancario. A la fecha de análisis los indicadores son especialmente altos debido a que el primer trimestre se muestra la reducción del activo ponderado por riesgo como efecto de la titularización de dic-2016. Estos indicadores se irán reduciendo en la medida que CTH adquiera cartera hipotecaria, lo cual en el entorno operativo actual sigue siendo un desafío.

La perspectiva de la calificación de CTH, es estable. La perspectiva podría cambiar positivamente si se observa que los ingresos de CTH, limitados por las nuevas normas, y el entorno operativo son compensados por otros que fomenten estabilidad en la generación. Así mismo, los indicadores de capitalización deberían mantenerse en dos dígitos y la cobertura debería mostrar una tendencia positiva. Por el contrario, la perspectiva de la calificación podría hacerse negativa si no se logra mantener la generación operativa, si el entorno operativo presiona los resultados, si las fuentes de fondeo de CTH se limitan y/o si sus indicadores de capitalización no se mantienen de acuerdo a las estrategias planteadas.



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

Aspectos Evaluados en la Calificación

La calificación asignada refleja los factores crediticios específicos de la institución y la opinión de la 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 alrededor del 80%, ya que fueron contratados por las administradoras de fondos para realizar labores operativas y de seguimiento a los administradores de cartera de los procesos de titularización.

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

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

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

El 28 de octubre de 2016, mediante Resolución No. 293-2016-F (RO 912), la JRPMF modifica la norma para la calificación de activos de riesgo y constitución de provisiones.

La promulgación de la llamada ley de plusvalía durante el 2016, la cual grava hasta con el 75% a lo que se ha definido como ganancia extraordinaria, puede tener consecuencias significativas en la actividad y colocación hipotecaria de la institución. Adicionalmente, en la interpretación de las nuevas normas se han dado incrementos del costo de traspaso de créditos hipotecarios. Sin la debida regularización, se podría afectar la actividad de la titularización de cartera hipotecaria, pública y privada.

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Entorno Económico

La economía ecuatoriana se caracteriza por tener una estructura concentrada en ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia en pocos productos para el desarrollo de la economía y la falta de un fondo de estabilización para épocas de crisis, generan mayor incertidumbre en cuanto a la liquidez de la economía, la cual influye directamente en el desarrollo del sistema financiero, de la industria, y del comercio en general. Por otra parte, el bajo incentivo a la inversión extranjera directa (IED) y la estructura concentrada de la balanza comercial, representan retos para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la oferta monetaria y por ende de la economía.

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



a cerca del 33% del PIB en 2015.

OFERTA Y UTILIZACIÓN FINAL DE BIENES Y SERVICIOS			
Tasas de variación (a precios de 2007)			
VARIABLES/ AÑOS	2015 (prov)	2016 (*prel)	2017 (prev)
PIB (pc)	0.2	-1.5	1.4
IMPORTACIONES	-8.6	-6.4	6.9
OFERTA FINAL	-1.9	-2.6	2.4
CONSUMO FINAL TOTAL	0	-2.1	-0.5
Administraciones Públicas	0.6	-3.3	1.1
Hogares	-0.1	-1.9	-0.8
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO TOTAL	-5.9	-8.0	-5.2
EXPORTACIONES	-0.4	-0.3	11.9
DEMANDA FINAL	-1.9	-2.6	2.4

fFuente BCE, elaboración BWR
*preliminar por sumatoria de trimestres

La consecuencia natural de lo dicho fue la desaceleración de la economía que según datos del BCE obtuvo un crecimiento del PIB del 0.2% en el 2015. Para el 2016 su pronóstico actualizado y preliminar (por sumatoria de trimestres) es una contracción de -1.5%, un crecimiento negativo por primera vez en 17 años. La menor contracción de la economía con respecto a lo inicialmente previsto obedece al comportamiento del último trimestre del año que se benefició del importante endeudamiento externo del gobierno y del uso de la reserva monetaria; ambos factores permitieron pagar atrasos a los proveedores del gobierno y aumentar la liquidez del sistema.

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

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

La inflación anual entre mayo - 2016 y mayo - 2017, fue de 1.10%, indicador bajo que refleja la restricción de la demanda de bienes y servicios en

la economía. Entre los sectores económicos más afectados están el sector de la construcción y el de manufactura, sectores especialmente sensibles a la situación del entorno macroeconómico.

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

El incremento de la inflación frente a febrero 2017- que fue de 0.96%, es el reflejo del aumento de la demanda que se produjo por la inyección coyuntural de liquidez comentada anteriormente.

La oferta y demanda final de bienes y servicios se ha visto contraída desde el 2015, pero esta contracción fue especialmente importante durante los tres primeros trimestres del 2016. El desempeño del último trimestre del 2016, en el que la tendencia se revirtió, permitió alcanzar una reducción de la demanda final menor a la esperada inicialmente por el BCE (inicialmente -6%, última cifra preliminar -2.6%). La tabla anterior muestra los datos preliminares del BCE en cuanto al comportamiento de la oferta y utilización de bienes y servicios desde el 2015 y la previsión para el 2017.

El comportamiento mostrado en el último trimestre del 2016, no es necesariamente sostenible. Durante los primeros meses del 2017, la economía siguió perdiendo empleos; su desempeño a mediano plazo seguirá dependiendo del gasto público y de la capacidad del gobierno para conseguir financiamiento.

Perspectiva 2017

Según algunos analistas, el comportamiento de la economía podría mostrar signos de pequeña convalecencia en el 2017, dependiendo del comportamiento del precio del petróleo y de la habilidad del Gobierno de seguir consiguiendo préstamos. La profundidad de la crisis y el tiempo que dure la recesión dependerán precisamente del financiamiento externo y de las medidas económicas y financieras que adopte la nueva administración del país. El BCE espera un crecimiento del PIB de 1.4% para el 2017, estimación muy superior a la de otras opiniones. Fitch Ratings considera que a partir del 2019, la economía ecuatoriana podría alcanzar crecimientos menores al 2%. La proyección del FMI es que el PIB del Ecuador tendrá decrecimiento similar al 2016 en 2017 y de -0.6% en el 2018, para el 2020 espera un crecimiento del PIB de 1%. La Cepal considera un crecimiento de 0.3% para este año.

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



países para reducir la producción y absorber el exceso de petróleo en el mercado. Desde marzo sin embargo, el precio volvió a caer (USD43.38/b al 26 de junio) ante la evidencia de que la producción del petróleo de esquistos es rentable al nuevo precio. El acuerdo se irá desvaneciendo.

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

La inflación más alta de EE.UU frente a la del Ecuador, permitiría que el país pueda recuperar parcial y lentamente su competitividad perdida en los últimos años frente a otros países de América Latina. Durante la última década los precios en el Ecuador subieron 25% en relación a los precios de Estados Unidos. Esta situación fue motivada por una política de sustitución de importaciones que obligó al consumo interno encareciendo la producción local.

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

Se esperaría que dos hechos importantes favorezcan al comercio exterior frente al desempeño del mercado local. El primero es que las exportaciones se beneficien por el acuerdo comercial con Europa, que entró en vigencia en este año. El primer trimestre del año da cuenta positiva del desempeño del sector, con exportaciones no petroleras que suben 11.8% interanual a marzo-2017. El segundo es el levantamiento de las cuotas de los vehículos importados, lo cual según la Asociación Ecuatoriana Automotriz (AEA) promoverá un incremento del 30% a 82.000 unidades este año. En el primer trimestre del 2017, se registra superávit comercial, las importaciones no petroleras incrementaron en 11.2%.

Para proteger la competitividad de los productos ecuatorianos y limitar las importaciones, el gobierno impulsa la creación de una nueva salvaguardia cambiaria automática con los países de la CAN, la misma que se activaría si las monedas de los países vecinos se deprecian. Esta pretensión es difícil de alcanzar y podría ser reemplazada por otros mecanismos como el timbre cambiario. Por otro lado, para limitar la importación de vehículos el gobierno encareció el crédito vehicular. También se ha tomado medidas para proteger la producción nacional a las que se espera se incorporen algunos productos que no incluyen bienes de capital.

Se han dado muestras confusas en cuanto a la política exterior. Por un lado la firma del acuerdo comercial con Europa y por otro la terminación de

los Tratados Bilaterales de Protección de Inversiones. En este sentido quedaría en juego la renovación del sistema unilateral de preferencias SGP con Estados Unidos que vence a fines de este año.

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

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

Los cálculos oficiales son distintos a los expuestos en el párrafo anterior ya que no incluyen en la deuda del Estado aquellas asumidas con las instituciones financieras públicas, el BCE y el IESS. El cálculo oficial tampoco considera la deuda externa garantizada con petróleo. 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 considerando que el actual Ministro de Finanzas ha anunciado la continuación de la política macroeconómica del gobierno anterior.

El Ministro de finanzas ha proporcionado cifras provisionales para el presupuesto de 2017, el mismo que se presentará a mediados de julio, según Análisis Semanal. Este presupuesto muestra un déficit fiscal de USD4.500MM. Esta cifra contempla incremento del gasto corriente compensados por menor gasto de capital. El déficit total en relación al 2016 es menor en USD1.000MM como resultado de ingresos tributarios más elevados los cuales compensarían los ingresos de la salvaguardia eliminada y la reducción de dos puntos en el IVA. Así mismo cualquier costo para promover las exportaciones tendrá que ser cubierto con nuevos impuestos.

El Gobierno sigue financiando su gestión con deuda, lo cual ha permitido disminuir la magnitud de la recesión. Pero a pesar de la liquidez inyectada en el sistema, la demanda por bienes y servicios del sector real de la economía sigue limitada. La incertidumbre del panorama económico promueve el



ahorro de coyuntura en lugar del gasto y/o la inversión. Esto se refleja en la liquidez del sistema financiero y en el hecho de que la cartera de crédito crezca en una cuarta parte con respecto a lo que crecen los depósitos, forjando una reducción en la tasa que ofrece el sistema financiero para sus captaciones.

Analistas económicos consideran que la estrategia del gobierno atada a una permanente inyección de liquidez a través de deuda, no es sostenible ni suficiente para que la economía ecuatoriana, se estabilice y regrese a un escenario de crecimiento.

Fuente: Análisis Semanal, Quantum, BCE

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. Si bien el indicador de morosidad disminuye ligeramente al cierre de mar-2017 (mar-2016: 4.66%; mar-2017: 3.82%), es importante tomar en cuenta que dicha reducción está influenciada por el aumento de cartera reestructurada, que en el periodo tuvo un crecimiento de 163%. La cartera reestructurada muestra altos niveles de morosidad por lo que no consideramos que exista una mejora en la capacidad de pago general. Se debe mencionar que el impacto del terremoto ocurrido el 16 de abril no es sustancial en la calidad de cartera del sistema de bancos privados, tomando en cuenta la baja penetración en las áreas afectadas.

El segundo semestre de 2016 marca un cambio en la estrategia de los bancos privados, ya que a partir de junio-2016 los depósitos del sistema dejaron de decrecer (anualmente). Este comportamiento está directamente influenciado por el importante ingreso de dólares a la economía a través de los desembolsos recibidos por el Gobierno.

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

La economía se estimulará dependiendo del flujo de los desembolsos externos, el cual podría complicarse en el futuro debido al crecimiento en el porcentaje de deuda frente al PIB y el elevado nivel de riesgo soberano del Ecuador.

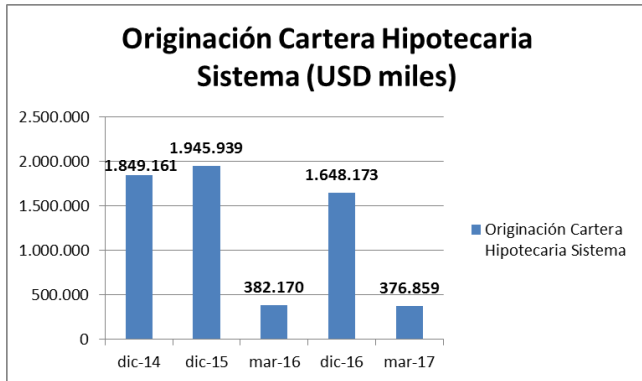
En adelante, los resultados del sistema financiero se verán afectados por los requerimientos de provisiones y en la medida en que las políticas y estrategias prefieran mantener las coberturas de los activos de riesgo. La capacidad de las instituciones para generar recursos que permitan mantener coberturas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

Bajo este escenario y aunque el sector bancario sigue siendo saludable a pesar de los retos, **la perspectiva del sistema financiero en general se mantiene negativa** ya que su flexibilidad financiera se ve amenazada en el corto y mediano plazo. Habrá que evaluar la capacidad de cada institución para enfrentar los retos sistémicos y su flexibilidad para adecuarse a las nuevas circunstancias. En mar-2017 existen siete bancos privados con Margen Operacional Neto (MON) negativo y existen nueve bancos privados con cobertura de provisiones a cartera en riesgo menor a una vez.

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

Sector Hipotecario

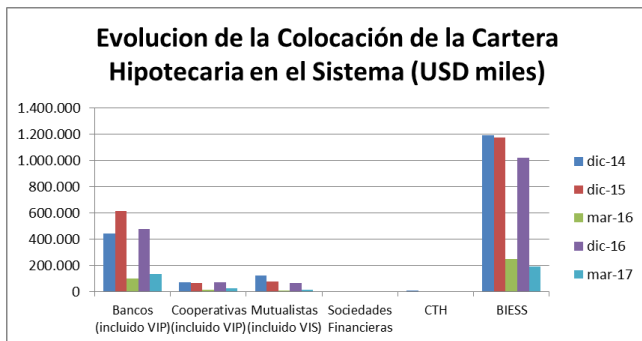
El sector de la Construcción ha sido uno de los principales afectados tanto en el sector público como en el privado. La construcción de nuevos proyectos inmobiliarios ha sufrido una importante reducción desde el 2015, según los participantes del segmento, por lo que la originación de cartera hipotecaria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



Fuente : Superintendencia de Bancos, Biess y CTH; Elaboración BWR

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

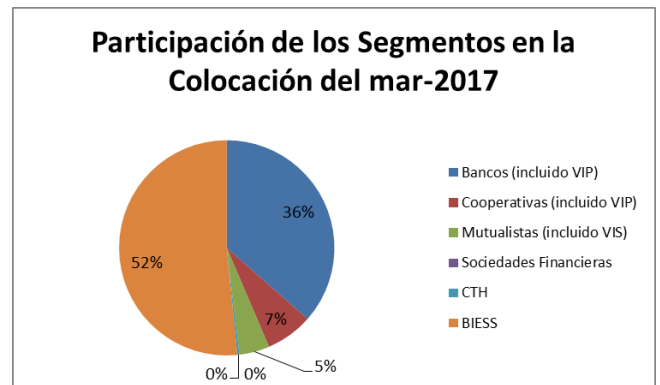
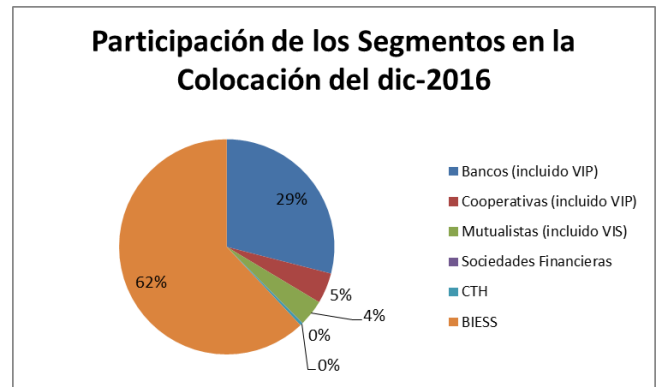
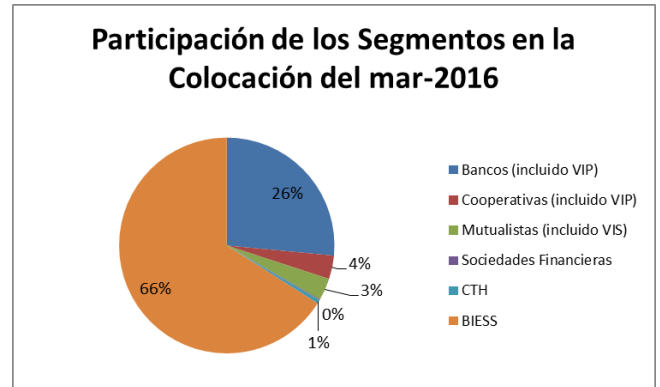
A continuación un gráfico con la originación de cartera hipotecaria por segmento:



Fuente: Superintendencia de Bancos, Biess y CTH; Elaboración: BWR

Interanualmente la originación de cartera hipotecaria se ha visto reducida en -1.39%, principalmente por la contracción de colocación del BIESS, el cual muestra USD 57.9MM (-22.9%) menos en mar-2017 a comparación de los colocado en el mismo período en el 2016 (saldo mar-2016: USD 252.2MM). Esta reducción es parcialmente compensada con los crecimientos del sector bancario, mutualistas y cooperativas (+35.8%, +98.0%, +34.5%; respectivamente).

A continuación se exponen gráficos con la participación de los segmentos en la originación de la cartera hipotecaria en los mar-2016, dic-2016 y mar-2017:



Fuente: Superintendencia de Bancos, Biess y CTH; Elaboración: BWR

En los gráficos anteriores se puede observar como la tendencia en la participación en la originación del sistema durante los últimos 12 meses ha sido crecimiento principalmente para los segmentos de bancos y cooperativas. El BIESS ha disminuido su colocación y a mar-2017 representó el 52.0% de la colocación total del sistema, en comparación al mismo período del año anterior donde fue el 66.0%

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. Se podría esperar reducción de precios en algunos segmentos.



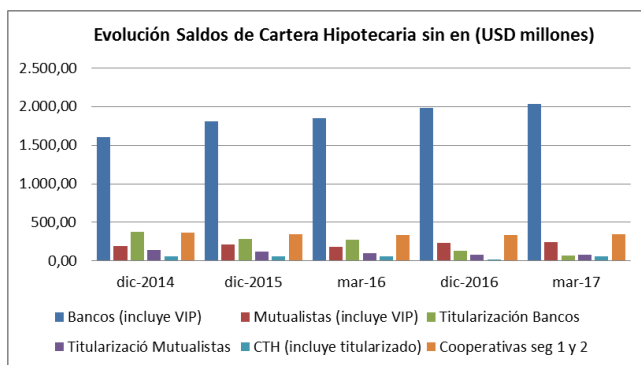
Uno de los riesgos que podría afectar de manera importante al segmento de cartera hipotecaria es la reducción de la capacidad de pago de los deudores ya sea por la contracción de su actividad económica o por haberse quedado sin empleo lo cual ha sido un tema generalizado y profundizado durante el 2016.

Perfil de la Institución

La Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas -CTH- se creó en el año 1997 con el objetivo de ser una institución dinamizadora del mercado hipotecario, a través de la estructuración de procesos de titularización de cartera de vivienda tanto propia como de terceros; además está facultada para actuar como originador y estructurador de procesos de titularización hipotecaria propia y de terceros. La nueva normativa ha limitado su capacidad de administrador fiduciario pero le ha otorgado la capacidad de Custodio, Agente de Pago y Administrador de activos transferidos a patrimonios autónomos por delegación de un administrador fiduciario.

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

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

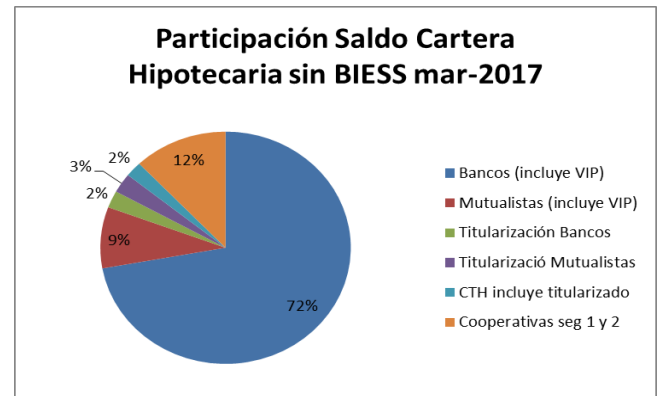


Fuente: SB y CTH Elaboración: BWR

Interanualmente el saldo de cartera se ha mantenido en niveles similares, con una leve reducción del 0.6%. Esta disminución muestra el efecto de la tendencia decreciente de los saldos de cartera de las titularizaciones tanto de bancos (-75.7%) como de mutualistas (-24.7%). El saldo se reduce en parte por la influencia de los desincentivos tributarios de la figura desde el 2014, pero también se ha observado

la intención de algunas entidades en liquidar los fideicomisos por diferentes razones.

Siendo la entidad con mayor participación en el saldo de cartera del sistema, la cartera hipotecaria del BIESS/IESS (saldo acumulado de los fondos previsionales públicos) sumó USD 6.149MM para finales de 2016. Adicionalmente, los bancos logran un crecimiento interanual de 9.95%, alcanzando un saldo total de USD 2.031MM.



Fuente: SB y CTH Elaboración: BWR

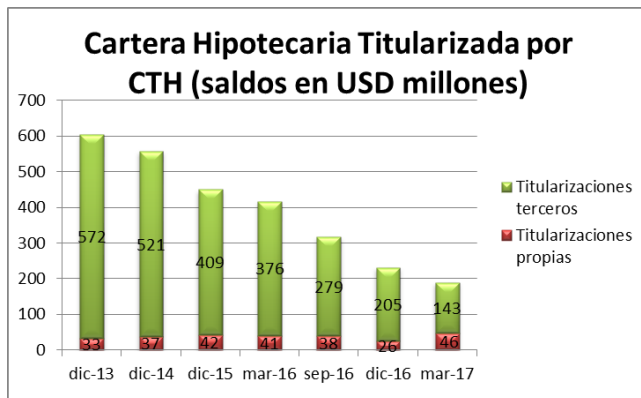
El principal negocio de CTH es la compra de cartera hipotecaria y se ha enfocado al nicho de emigrantes y de sectores que no acceden a los préstamos del BIESS o de Bancos privados, los cuales no han sido aprovechados por otras instituciones del sistema financiero.

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

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

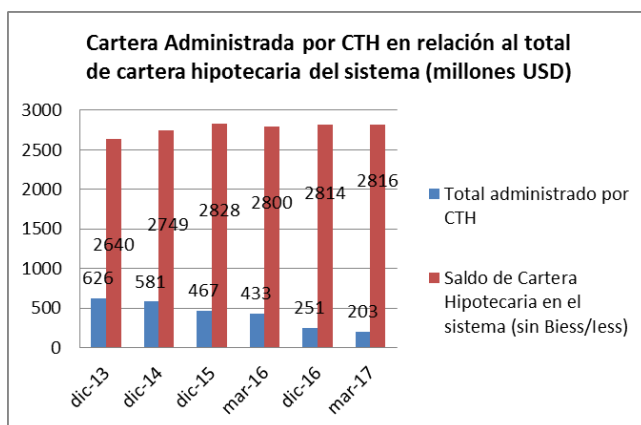


En el transcurso de los años, el saldo de la cartera titularizada (estructurada) por la institución se va reduciendo (-55.75% interanual a mar-2017), como consecuencia de la recuperación de la cartera de los fideicomisos y por la carencia de nuevos procesos de titularización hipotecaria. Actualmente CTH plantea direccionar sus esfuerzos de estructuración al programa de financiamiento de vivienda de interés público establecido en conjunto con el Banco Central y las instituciones financieras. Actualmente están en proceso de aprobación por parte de los entes de control dos procesos de titularización VIP.



Fuente: SB y CTH Elaboración: BWR

CTH llegó a administrar el 24% de la cartera del sistema (sin BIESS/IESS) en el año 2013; a mar-2017, el saldo controlado operativamente es de USD 203MM, y su participación se reduce a 7.0% sobre el total de la cartera (mar-2016: 15%). El saldo controlado operativamente puede llegar a subir durante el año a medida que se realicen los procesos de titularización de la cartera VIP.



Fuente: SB y CTH Elaboración: BWR

Modelo de negocios: Los ingresos que la institución genera provienen principalmente de los intereses de la cartera hipotecaria y también de las inversiones que realiza esencialmente en valores que tienen garantía de cartera hipotecaria, generalmente por la compra de las clases subordinadas de los procesos de titularización que producen al menos el mismo rendimiento que la cartera de crédito. La CTH

todavía cuenta con estas inversiones en sus balances pero en el mediano plazo la oferta de estos productos en el mercado será escasa. Durante el 2016, CTH compró la clase subordinada del FIMPROD2 que le da derecho a los intereses extraordinarios de la clase (jul-2016). Al momento de la compra CTH, realiza una valoración que incluye el valor presente de los flujos de la cartera y un castigo en el precio del valor de la cartera vencida, en función de las expectativas de recuperación, el precio que se estima incluye el valor de los intereses extraordinarios devengados al momento de la compra. En noviembre de 2016, se liquidó el título subordinado de FIMUPI4 y en enero 2017 se liquidó el título subordinado de BGR1.

La empresa obtiene su cartera a través de la compra de cartera de vivienda originada por instituciones financieras o por promotores inmobiliarios. La mayor parte de su fondeo consiste en créditos de bancos privados locales, de corto plazo los mismos que históricamente se vienen renovando. Estas líneas de cancelar cuando se titulariza o se consiguen financiamiento más convenientes con las instituciones multilaterales.

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

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

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

CTH no capta fondos del público, pero puede realizar emisiones de obligaciones, papel comercial o titularizaciones. Durante el 2015, CTH canceló sus obligaciones con el mercado de valores y no ha realizado nuevas emisiones de obligaciones ni de papel comercial desde el 2013.



Otra parte del negocio de CTH han sido los ingresos por servicios prestados en la estructuración de titularizaciones originadas especialmente por los Bancos y la Mutualista Pichincha y el control operativo de dichos procesos. Estos dos negocios, concentrados en pocos clientes por la naturaleza del mercado, se han ido debilitando por las razones expuestas anteriormente. Con el programa VIP se espera titularizar USD 150MM, con lo que permitiría la sustentabilidad de los ingresos por servicios.

Como se ha dicho anteriormente, los servicios que ofrece CTH están también concentrados en el mercado hipotecario y sus estructuraciones. En general los negocios de la institución actualmente se pueden ver beneficiados por la liquidez del mercado y por el interés de las instituciones financieras en títulos y negocios hipotecarios.

Estructura de la Institución

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

Accionistas	Participación
Banco de Desarrollo del Ecuador BP	39,88%
Produbanco	19,25%
CAF	10,47%
Banco del Pacífico	6,60%
Banco Internacional	3,70%
Banco Pichincha	6,07%
Total 6 accionistas principales	85,97%
Otros 26 accionistas	14,03%
Total	100,00%

El principal accionista de CTH es el Banco de Desarrollo del Ecuador, el cual junto con Banco del Pacífico que es un banco privado con control público, alcanzan un 46.5% de participación. Las instituciones privadas con participaciones mayores al 3.5% alcanzan juntas una participación del 29.05%. La Corporación Andina de Fomento es el tercer accionista en participación, con el 10.48%. El resto de accionistas son privados. Ninguno de los accionistas por sí solos alcanza una participación mayoritaria. CTH no pertenece a un Grupo Financiero.

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

Evaluación de la Administración

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

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

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

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

Objetivos estratégicos

Con el fin de enfrentar las circunstancias del entorno operativo actual, la estrategia de CTH es incorporar nuevos mercados y productos a su gestión de negocios, para utilizar eficientemente sus recursos, aprovechando las oportunidades de un mercado en desarrollo y su experiencia y especialización.

En nuestro criterio, las proyecciones analizadas para el 2017 son optimistas tanto por los ingresos esperados como por los menores gastos registrados, tomando en consideración que no se ha estado colocando la cartera prevista (compras de USD 600M mensuales). Sin embargo, el negocio de titularizaciones del programa VIP permitiría sostener parte de los ingresos, como es el caso de los provenientes por servicios.

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

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

que el ajuste de las tasas pasivas locales promovería también una caída en las tasas activas para la nueva originación.

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

En enero-2017, se liquidó el BGR 1, generando una utilidad de USD1.4MM. Durante este año se registrarán los intereses extraordinarios de las clases subordinadas del FIMPROD 2, del FIMECTH7 y del FIMECTH-BID1 que ya están en los libros de CTH. En este año se proyecta también la compra de una nueva clase subordinada por USD 3.5MM, la cual hasta el mes de junio se encuentra en negociación.

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

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

Creemos que tanto el escenario de morosidad como el de coberturas con provisiones planteado por CTH se mantienen optimistas observando la coyuntura actual y el comportamiento en general de la cartera de vivienda en CTH y en el sistema. Por el momento, la política es generar una provisión del 0.50% de la nueva originación y mantener las coberturas exigidas por los multilaterales. Sin embargo, se puede observar que hasta mayo 2017 las proyecciones han sido pertinentes y la morosidad se encuentra contenida.

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

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

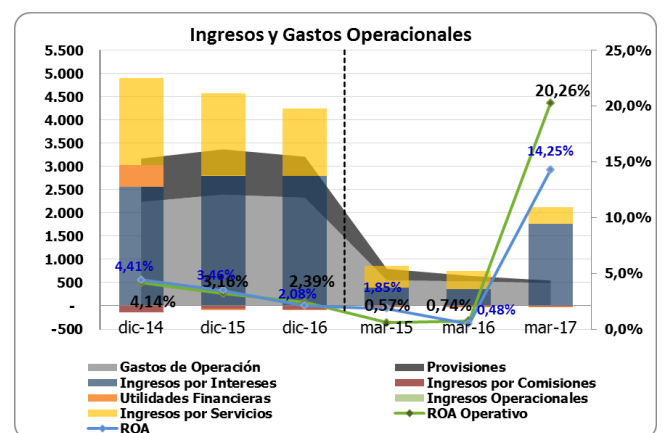
Presentación de Cuentas:

Los estados financieros, documentación, reportes e informes analizados son propiedad de CTH S.A. y responsabilidad de sus administradores.

Para el presente reporte, se utilizaron los estados financieros de CTH para el período 2010 al 2012, al igual que para el 2016, auditados por la firma PriceWaterHouseCoopers y para el año 2013, 2014 y 2015 por la firma KPMG. Los estados financieros auditados no presentan observaciones. Además revisamos información pública e información proporcionada por la CTH al 31 de marzo de 2017.

Rentabilidad y Gestión Operativa

La gestión de CTH se sustenta principalmente en los intereses de cartera junto con los retornos de inversiones que en su mayor parte corresponden a títulos de contenido crediticio de titularizaciones hipotecarias propias o de terceros. Adicionalmente, y como una tercera fuente de ingresos operativos, son los servicios de control operativo y estructuración de procesos de titularización.



Fuente: CTH Elaboración: BWR

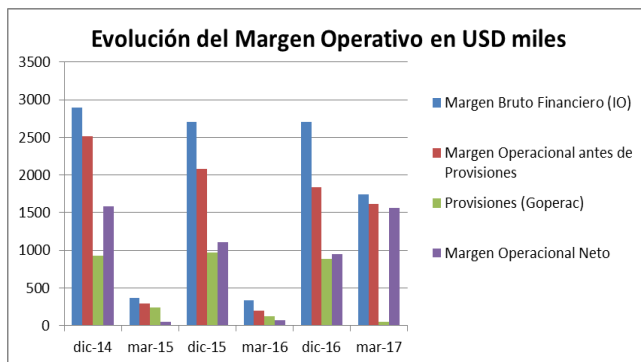
Los indicadores de rentabilidad de CTH a lo largo del tiempo han demostrado una buena gestión operativa, ubicándose proporcionalmente sobre el sistema financiero, aunque durante los últimos tres periodos



han presentado una tendencia deteriorada al igual que el resto del sistema financiero.

La utilidad neta obtenida por CTH hasta mar-17 alcanza un monto de USD 1.1MM, con lo que muestra crecimiento interanual representativo, ya que la utilidad en mar-16 fue USD 50M. La rentabilidad alcanzada fue principalmente efectuada por la liquidación del Fideicomiso BGR1, generando USD 1.4MM por las inversiones efectuadas en la clase subordinada. Cabe resaltar que este es un ingreso no recurrente que genera cambios positivos bruscos en los resultados, por lo que las utilidades hasta el final del año no deberían variar drásticamente.

Tomando en consideración esto, el ROE y ROA anualizados llegan durante el trimestre del año a ser 54.2% y 14.3%, respectivamente. Sin anualizarlos, los indicadores reales son: 13.55% y 3.56%.



Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR

Con el ingreso proveniente de la liquidación del BGR1, el margen de interés neto se ha visto potencialmente beneficiado (85.9%) durante el trimestre en comparación a años anteriores. Si se resta el efecto del fideicomiso, el margen de interés neto alcanzaría el 56.3%, manteniendo superior tanto trimestral como interanualmente (+5.7pp y +20.8pp, respectivamente).

La optimización en el margen de interés está influenciada por la reducción de su deuda con instituciones financiera y la reducción de tasas de interés experimentadas durante los últimos dos trimestres.

El margen operativo antes de provisiones de CTH es influenciado por los ingresos por servicios y gastos operacionales que mantenga. El impacto de las cuentas interanualmente se mantiene en niveles similares al decrecer niveles proporcionales las dos cuentas.

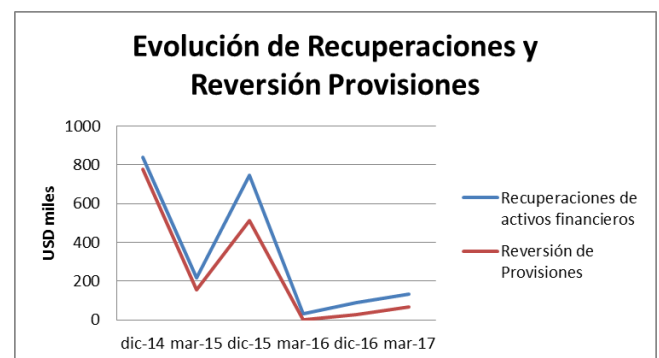
La tendencia negativa de los ingresos por servicios se mantiene, y su reducción en comparación al anterior año se basa principalmente en menores ingresos como agente de control operativo por liquidaciones

anticipadas de algunos fideicomisos, como BGR, INTER 1 y 2.

En cambio, la reducción del gasto operacional en comparación no solo al año anterior sino durante los últimos tres periodos, muestra una optimización de recursos. Se espera que el enfoque se mantenga durante el año, mejorando la eficiencia de la institución.

El margen operacional neto a mar-2017 se sitúa positivamente con un gasto de provisiones reducido en comparación a los mismos periodos de años anteriores (-56.6% que 2016; -78.8% que 2015). El menor gasto de provisiones se encuentra influenciado por la liquidación título subordinado emitido por el fideicomiso BGR1, que fue pagado en efectivo en lugar de los activos remanentes del fideicomiso, al igual que la política de generar una provisión del 0.50% de la nueva originación que durante el trimestre se limitó a algo más que USD1MM. Sin embargo, se mantienen las coberturas exigidas por los multilaterales, y el indicador de cobertura mejora trimestralmente gracias a una reducción de la cartera en riesgo.

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



Fuente: CTH Elaboración: BWR

El gráfico anterior expone la evolución de las recuperaciones y reversión de provisiones. Este comportamiento es consistente con los momentos en que se concretan las titularizaciones y los momentos en que se liquidan las clases subordinadas. En todo caso, la recuperación de activos financieros ha sido limitada, y a marzo 2017 la recuperación de activos financieros sumaron USD 134.6M, donde el 50.1% se debe a reversión de provisiones. Los castigos



efectuados al momento de la valoración de los títulos subordinados comprados podrían generar recuperaciones a mediano plazo.

Administración de Riesgo

CTH ha desarrollado manuales de administración integral de riesgos, seguridades y contingencias, prevención de lavado de activos, donde se establecen los procedimientos correspondientes a cada área, los cuales son consistentes con el volumen y tipo de negocio de la institución.

Se mantiene un control de procesos y se realizan cambios oportunos para el mejor manejo de los riesgos en cada uno de ellos. CTH cumple con las disposiciones legales respecto del sistema de gestión integral de riesgos, manteniendo una auditoría periódica que evalúa su eficacia.

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

Riesgo de Crédito

Fondos Disponibles e Inversiones

Para mar-2017, los fondos disponibles suman USD 420M, mostrando una reducción de USD -278M en comparación a mar-2016. Tomando en consideración a su modelo de negocio al no captar depósitos del público, la institución no mantiene montos altos en fondos disponibles e incrementa la cuenta en base a su necesidad.

Al igual que se ha mantenido anteriormente, CTH mantiene una sus fondos disponibles principalmente en instituciones locales privadas. Los depósitos en instituciones públicas llegan a representar el 6.12% de los fondos disponibles y son depósitos en el Banco Central del Ecuador.

Los fondos disponibles en instituciones locales privadas, los cuales incluyen efectos de cobro inmediato y fondos de caja, alcanzan los USD 394M. Los fondos se encuentran distribuidos en siete instituciones que mantienen calificaciones de escala nacional desde AA- hasta AAA-.

La institución no mantiene fondos en instituciones del exterior, por lo que no se encuentra expuesta a riesgo mercado y tipo de cambio por este concepto.

El portafolio de inversiones alcanza un saldo de USD 211M, el cual se encuentra compuesto por títulos de contenido crediticio de procesos de titularización hipotecarios y notas de crédito de ISD. El saldo que se mantiene en la cuenta tradicional de inversiones es marginal y no representa riesgo material.

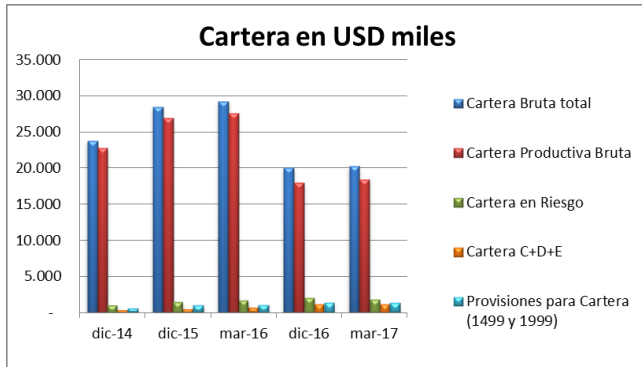
Hasta el 2016 la institución mantuvo en su portafolio de inversiones las clases subordinadas compradas de los Fideicomisos FIMPROD2 y BGR1. Como se ha mencionado anteriormente, el Fideicomiso BGR1 fue liquidado en enero 2017, a pesar de que su vencimiento legal era en 2019. Con esto, CTH generó una utilidad extraordinaria por USD 1.4MM y una reducción en la cuenta 16, la cual registra una cuenta por cobrar por USD 5.0MM por este concepto antes de la liquidación.

CTH mantiene en su portafolio de inversiones la clase subordinada del FIMPROD2, esta clase tenía intereses devengados por USD 2.170M, cuyo pago se registró en la cuenta 16 al momento de su compra (jul-2016). Se espera liquidar este fideicomiso en el año 2019.

Cabe mencionar que dentro de estas inversiones en las clases subordinadas, y a diferencia de años anteriores, se proyectó y se gestiona el registro de los intereses extraordinarios a los que se tiene derecho, por el método de devengado. Esto se efectúa siempre y cuando el fideicomiso demuestre que tiene acumulado interés extraordinario suficiente para cubrir dos veces el total de la siniestralidad proyectada por el estructurador en el escenario pesimista. La cuenta 16 por intereses por cobrar de inversiones registra un saldo por USD 2.320M, el cual incluye el interés extraordinario pagado en la compra del FIMPROD2 y la nueva metodología aplicada desde el 2017.

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 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 históricamente generar utilidades, pues al momento de la compra de las clases subordinadas, se evalúa la cartera vencida y dentro del precio se castiga la cartera en función de su morosidad.

Calidad de Cartera: A mar-2017 la cartera productiva representa el 73.5% de los activos bruto, y muestra un decrecimiento interanual de -33.2%, aunque trimestralmente aumenta en USD 438M.

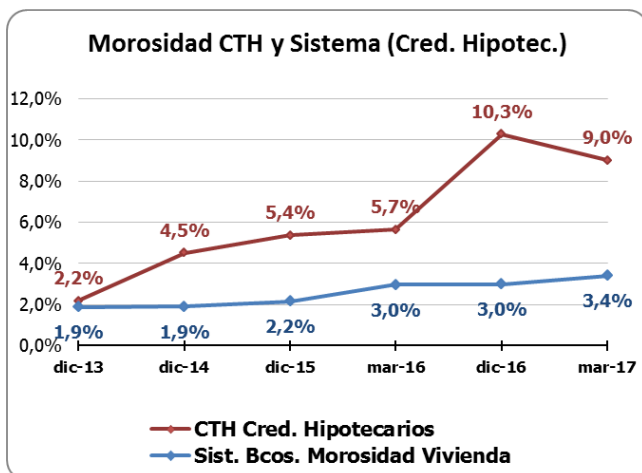


Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR

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

La fuerte caída interanual obedece a que se concretó proceso de titularización del FIMCTH8 en dic-2016 por USD 17MM (reducción cuenta 19) y con ello se produce la disminución de los pasivos que institución mantuvo tanto con organismos multilaterales y con IFI's locales. A la fecha de análisis la cuenta 19 (derechos fiduciarios), registra un monto de USD 5.790M por cartera transferida al fideicomiso de titularización CTH9, cuyos derechos de cobro respaldan la línea del BID.

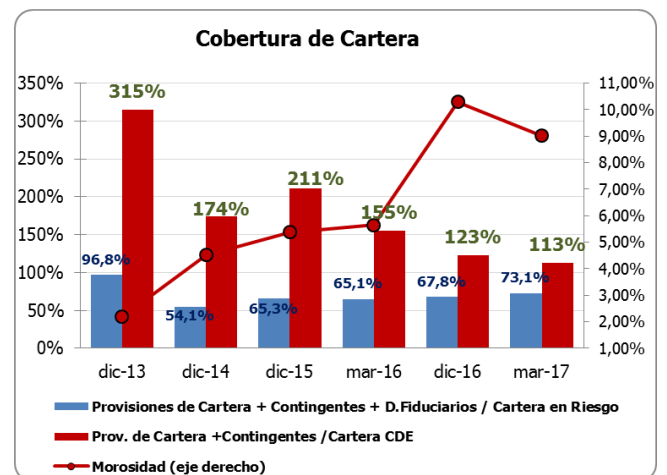
La calidad de la cartera de CTH ha sido históricamente buena y que aunque la cartera en riesgo y aquella calificada CDE, hayan crecido y tiendan a crecer, siguen siendo manejables. Sin embargo preocupa su tendencia y la capacidad de CTH para realizar provisiones. En todo caso, las proyecciones consideran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



Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR

Después de alcanzar la morosidad un pico en dic-2016 (10.3%) %, producida principalmente por la disminución de la cartera producto del proceso de titularización colocado en la misma fecha, y por la recepción de la cartera mala, producto de la cancelación de las inversiones en títulos subordinados durante ese año; a mar-2017 se muestra un leve recuperación al alcanzar un indicador de 9.0%. Esto se produce por la gestión de CTH para la recuperación de la cartera en riesgo, la cual se reduce trimestralmente en -11.5%. La recuperación promedio de dicha cartera, es de alrededor de 6 a 8 meses con una estimación de pérdida inferior al 1%. Cabe resaltar nuevamente que por la liquidación del BGR1 se recibieron fondos en lugar de la cartera remanente del fideicomiso. Con esto, la cartera en riesgo no se vio afectada al no incorporar la cartera deteriorada del BGR1.

Lo castigos de cartera se ubican inferiores a los realizados a mar-2016, mostrando un indicador sobre la cartera bruta de 1.08% (-3.13pp), pero manteniéndose superior al sistema (0.45%).



Fuente: Estados Financieros CTH. Elaboración: BWR

Desde dic-2014 las provisiones sobre cartera en riesgo muestran una tendencia creciente, la cual llega hasta mar-2017 al 73.1%. Este indicador permanece por debajo del sistema. En cuanto a la cobertura de la cartera CDE, ésta es más volátil y mantiene una tendencia decreciente, pero todavía es superior al 100% al ubicarse en el 112.5%.

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. Las pérdidas de la cartera hipotecaria observada es de alrededor 0.10%.



A mar-2017 los 25 deudores más grandes sobre la cartera bruta total, se mantienen en niveles similares a los observados en el trimestre anterior, al ubicarse en 10.7% (dic-2016: 10.6%). De igual manera, la representatividad a mar-2017 es superior en +2.1pp, en comparación al mismo período del año anterior. Esto se da principalmente gracias a la reducción de la cartera bruta durante el año. Adicionalmente, los 25 mayores créditos en riesgo representan el 10.6% (Δ +2.7pp, anual). Si bien las concentraciones tienden a aumentar no representan riesgo material. Pierden valor relativo conforme van aumentando los activos, hasta que se lleva a cabo una nueva titularización, cuando vuelve a incrementarse su valor relativo.

Riesgo de Mercado

Los riesgos de mercado y liquidez que surgen en la CTH principalmente por el descalce de plazos entre activos y pasivos se mitigan con los niveles de capital libre y patrimonio técnico que hasta el momento han sido mayores que los del sistema bancario.

La estructura de tasas de activos y pasivos de la institución, en su mayor parte variable, le permiten mantener un riesgo de tasa manejable.

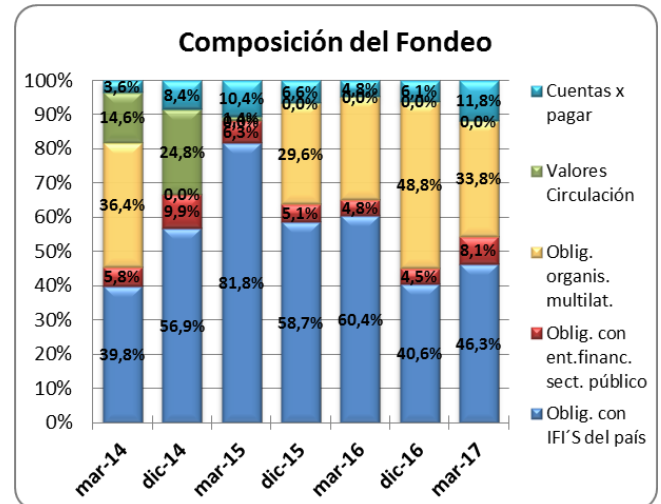
Los reportes de **riesgos de mercado** elaborados por CTH, conforme a la normativa de la Superintendencia de Bancos, miden la sensibilidad frente a un cambio porcentual en la tasa de interés de sus activos y pasivos sensibles, con una variación del 1.0%.

- Interanualmente, la sensibilidad del margen financiero a mar-2017, es menor y se ubica en USD 22.2M, lo que significa que el impacto en el margen financiero en los próximos 12 meses sería de 0.26% del valor del patrimonio técnico frente a un cambio de 1% en la tasa de interés.
- La sensibilidad de los recursos patrimoniales a mar-2017, es de USD 40.9M, lo que equivale a 0.47% del patrimonio técnico constituido.

Riesgo de Liquidez y Fondeo

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

El cuadro siguiente muestra la evolución de la estructura del fondeo de CTH:



Fuente: Estados Financieros CTH Elaboración: BWR

Como se observa en el gráfico, entre 2014 y 2015, el fondeo de la institución tomó otra estructura direccionada a las obligaciones con mecanismos internacionales e IFI's del país. Con los fondos percibidos, la institución pudo incrementar la cartera, realizar inversiones (en clases subordinadas) y reemplazar la deuda del mercado de valores principalmente. A mar-2017 se muestra una disminución de la participación de las obligaciones con organismos multilaterales gracias a la titularización FIMECTH8, en dic-2016, que les permitió cancelar la deuda en ene-2017 que mantenía CTH por USD 10MM.

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 (720 días) con revisiones periódicas y desembolsos condicionados a distintos factores tanto propios de CTH como del entorno operativo.

La línea de la CAF disponible por el mismo valor cancelado (USD10MM) será utilizada nuevamente desde el segundo trimestre de 2017, en proporción a la acumulación de cartera en el fideicomiso CTH10. El desembolso durante ese período llegaría alrededor de USD3.5MM, en consistencia con la cartera acumulada en el fideicomiso. Cabe mencionar que el fondeo de organismos multilaterales incorporaría un riesgo de tipo de cambio en un escenario de desdolarización.

Las obligaciones con el BID vencen en febrero de 2018. Inicialmente se esperaría cubrir este desembolso con los recursos de la titularización de



FIMECTH9, prevista hasta agosto 2017. En el caso de que no se realice la titularización, los pagos del crédito deben realizarse en dos cuotas de USD 2.5MM hasta la fecha de vencimiento en febrero de 2018; aunque el fideicomiso contiene la cartera requerida, si CTH decidiera no titularizar, debe recurrir a bancos locales para financiar esta cancelación.

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).

Las líneas con IFIS se mantienen holgadas llegando a marzo de 2017 las obligaciones financieras a un saldo USD 13.04MM; es decir un 53.3% de uso de las líneas de crédito que dispone CTH. El nivel de la utilización de las líneas disponibles en este año dependerá de la oferta de cartera hipotecaria y de valores disponibles para la venta relacionados a titularizaciones hipotecarias.

Al analizar las brechas de liquidez, en el escenario contractual a mar-2017 CTH muestra posiciones de liquidez en riesgo en la banda del mes 2 hasta la del mes 3. La brecha acumulada más alta de USD8.05MM y la posición de liquidez en riesgo más alta de USD 7.23MM, se producen en la banda del siguiente semestre y se genera por el vencimiento del préstamo por USD 5.0MM con el BID, junto con los vencimientos de las obligaciones con IFIS' s locales.

La brecha acumulada representa 13.74 veces los activos líquidos netos y el 61.8% de las obligaciones financieras totales.

Riesgo Operativo

La institución realiza el monitoreo y control de sus riesgos operativos, siguiendo un cronograma mensual para el monitoreo de los factores de riesgo. Dado el tamaño de la entidad y los riesgos a los que se encuentra expuesta, no cuenta con un sistema informático para controlar el riesgo operativo. El control se lo realiza cualitativamente en base al monitoreo mensual de los eventos de riesgo identificados para cada área y que forman parte del Mapa de Riesgos de la entidad. A la fecha de corte de la información, la administración reporta que no se han registrado deterioros de los cinco principales riesgos operativos de la institución.

CTH mantiene sistemas adecuados para el seguimiento y control de riesgo operativo tanto de la cartera propia como del control operativo de la cartera de terceros. Si bien subsisten algunos aspectos puntuales que podrían mejorar, éstos están

siendo gestionados y coordinados para ser superados durante el 2017.

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

A mar-2017 los cinco eventos de riesgo operativo más significativos para la institución no han presentado un deterioro en sus indicadores de gestión o señales de alerta.

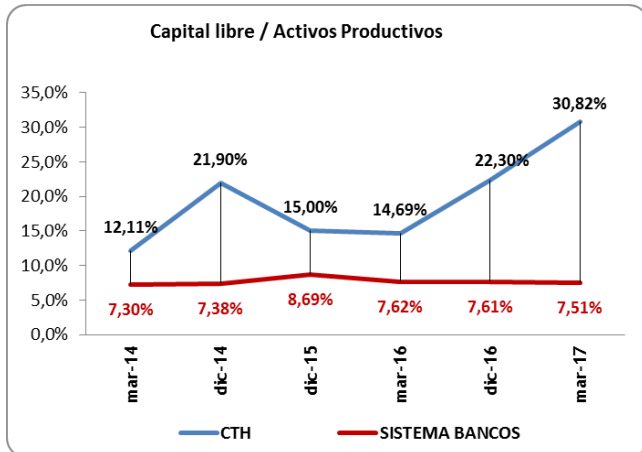
Consideramos que no existen riesgos operativos materiales que pudieran representar una amenaza a la capacidad de CTH para cumplir con sus obligaciones.

Suficiencia de Capital

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

El patrimonio técnico se ha mantenido históricamente sobre su requerimiento legal, y alcanza a mar-2017 el 50.7%, siendo el patrimonio primario el 27.5% de los activos ponderados por riesgo. Los indicadores se ubican a los niveles alcanzados a dic-2014. Los índices fortalecidos se obtienen gracias a la reducción de los activos ponderados por riesgo. Esto se debe a la reducción de USD 15MM por las cuentas por cobrar tanto por intereses de la clase subordinada de BGR1, como la cuenta por cobrar al FIMECTH8 por la titularización que se realizó en dic-2016. Ambas cuentas se reducen a ene-2017 y con esto los activos ponderados por riesgo decrecen en USD 14.8MM, y que junto con un patrimonio técnico superior 15.03% trimestralmente, permiten alcanzar los indicadores anteriormente descritos. El indicador se irá ajustando en relación al aumento de la cartera en el balance de CTH.

La volatilidad del indicador del gráfico refleja la acumulación de cartera hasta que se concreten las titularizaciones y la salida de esa cartera cuando se realizan mismas. Por esta razón, el indicador a dic-16 ya muestra un nivel alto 22.3% en base a la titularización del FIMECTH8, y a mar-2017 el indicador crece aún más por la reducción de las cuentas por cobrar al fideicomiso e intereses por las inversiones en clases subordinadas.



Fuente: CTH, Elaboración: BWR

El capital libre de CTH se ha mantenido alrededor de los USD5.700M, durante los últimos años llegando a mar-2017 a ser USD 6.589M. El incremento trimestral de 13.5%, al igual que interanual 14.7% se debe a las aportaciones de resultados. En relación al patrimonio el capital libre se mantiene en niveles superiores al 60.0% (mar-2017, 64.17%).

Los resultados del 2016, no serán distribuidos en dividendos sino que serán capitalizados hasta junio-17 para cumplir con los requisitos del ente de control.

PRESENCIA BURSÁTIL

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	12.940.000	418.610	69 meses	21/09/2012	16/03/2018	AAA	BWR
Titulos Valores - VACTH 6 - Clase	2.930.000	2.930.000	90 meses	21/09/2012	16/12/2019	AA	BWR
Titulos Valores - VACTH 6 - Clase	1.379.000	1.379.000	104 meses	21/09/2012	16/02/2021	A-	BWR
Titulos Valores - VACTH 6 - Clase	1.000	1.000	105 meses	21/09/2012	16/03/2021	A-	BWR
Titulos Valores - VACTH 7 - Clase	15.500.000	7.702.393	66 meses	18/08/2014	31/01/2020	AAA	BWR
Titulos Valores - VACTH 7 - Clase	6.500.000	6.500.000	102 meses	18/08/2014	31/01/2023	AA	BWR
Titulos Valores - VACTH 7 - Clase	1.499.000	1.499.000	114 meses	18/08/2014	31/01/2024	A+	BWR
Titulos Valores - VACTH 7 - Clase	1.500.000	1.500.000	129 meses	18/08/2014	30/04/2025	A-	BWR
Titulos Valores - VACTH 7 - Clase	1.000	1.000	130 meses	18/08/2014	31/05/2025	A-	BWR
Titulos Valores - VACTH 8 - Clase	360.000	360.000	180 meses	22/12/2016	30/11/2031	AAA	PCR
Titulos Valores - VACTH 8 - Clase	8.820.000	8.532.235	180 meses	22/12/2016	30/11/2031	AAA	PCR
Titulos Valores - VACTH 8 - Clase	6.290.000	6.290.000	180 meses	22/12/2016	30/11/2031	AAA	PCR
Titulos Valores - VACTH 8 - Clase	1.530.000	1.530.000	180 meses	22/12/2016	30/11/2031	A	PCR

Fuente: CTH, Elaboración: BWR

La calificación otorgada a los títulos emitidos por otras calificadoras, son de exclusiva responsabilidad de la calificadora que otorgó dicha calificación.

CTH

(\$ MILES)	SISTEMA BANCOS	dic-13	dic-14	dic-15	mar-16	dic-16	mar-17
ACTIVOS							
Depositos en Instituciones Financieras	1.782.160	503	343	978	696	726	382
Inversiones Brutas	6.210.189	4.944	2.145	3.364	2.313	135	211
Cartera Productiva Bruta	19.188.380	37.996	22.729	26.896	27.565	17.985	18.423
Otros Activos Productivos Brutos	1.058.355	3.017	905	8.515	8.515	7.170	2.320
Total Activos Productivos	28.239.085	46.460	26.121	39.753	39.090	26.016	21.336
Fondos Disponibles Improductivos	6.022.779	1	1	3	1	2	43
Cartera en Riesgo	750.961	847	1.074	1.526	1.651	2.063	1.826
Activo Fijo	682.356	846	780	707	688	744	724
Otros Activos Improductivos	1.245.203	844	1.150	644	915	11.140	1.129
Total Provisiones	(1.673.393)	(880)	(679)	(1.098)	(1.201)	(1.667)	(1.597)
Total Activos Improductivos	8.701.299	2.538	3.006	2.880	3.256	13.949	3.722
TOTAL ACTIVOS	35.266.991	48.118	28.448	41.534	41.145	38.298	23.462
PASIVOS							
Obligaciones con el Público	29.139.811	-	-	-	-	-	-
Operaciones Interbancarias	10.000	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Inmediatas	171.002	-	-	-	-	-	-
Aceptaciones en Circulación	11.814	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Financieras	1.799.382	29.946	13.622	31.553	31.750	28.848	13.044
Valores en Circulación	9.585	9.117	5.069	-	-	-	-
Oblig. Convert. y Aportes Futuras Capitaliz	226.249	-	-	-	-	-	-
Cuentas por Pagar y Otros Pasivos	1.073.329	1.625	1.711	2.240	1.598	1.882	1.718
Provisiones para Contingentes	62.342	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO	32.503.515	40.688	20.402	33.793	33.348	30.730	14.761
TOTAL PATRIMONIO	3.607.027	7.429	8.046	7.741	7.797	7.568	8.700
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	36.110.542	48.118	28.448	41.534	41.145	38.298	23.462
CONTINGENTES	6.386.922	-	-	-	-	-	-
RESULTADOS							
Intereses Ganados	594.636	5.267	4.971	5.179	991	5.509	2.055
Intereses Pagados	167.058	1.855	2.413	2.384	639	2.721	290
Intereses Netos	427.578	3.413	2.559	2.795	352	2.788	1.765
Otros Ingresos Financieros Netos	61.356	(77)	333	(94)	(18)	(88)	(18)
Margen Bruto Financiero (IO)	488.933	3.336	2.892	2.700	334	2.700	1.747
Ingresos por Servicios (IO)	115.280	1.864	1.862	1.775	391	1.464	361
Otros Ingresos Operacionales (IO)	27.644	-	-	0	-	-	-
Gastos de Operación (Goperac)	410.941	2.051	2.237	2.395	527	2.328	492
Otras Pérdidas Operacionales	17.862	1	-	-	-	-	-
Margen Operacional antes de Provisiones	203.054	3.149	2.516	2.081	197	1.837	1.616
Provisiones (Goperac)	127.474	207	933	974	120	882	52
Margen Operacional Neto	75.579	2.942	1.583	1.107	77	955	1.564
Otros Ingresos	57.307	90	849	760	49	408	139
Otros Gastos y Pérdidas	21.756	7	5	32	50	86	41
Impuestos y Participación de Empleados	36.850	879	739	623	26	446	533
RESULTADOS DEL EJERCICIO	74.280	2.146	1.688	1.212	50	832	1.129

CTH

(\$ MILES)	SISTEMA BANCOS	dic-13	dic-14	dic-15	mar-16	dic-16	mar-17
CALIDAD DE ACTIVOS							
Act. Productivos + F. Disponibles	34.261.864	46.462	26.123	39.755	39.091	26.018	21.379
Cartera Bruta total	19.939.341	38.843	23.803	28.422	29.217	20.049	20.249
Cartera Vencida	279.663	37	79	114	121	272	247
Cartera en Riesgo	750.961	847	1.074	1.526	1.651	2.063	1.826
Cartera C+D+E	-	260	335	471	692	1.137	1.186
Activos C+D+E	-	331	522	592	820	1.349	1.373
Provisiones para Cartera	(1.408.231)	(820)	(581)	(995)	(1.074)	(1.400)	(1.331)
Activos Productivos / T.A. (Brutos)	74,7%	94,8%	89,7%	93,2%	92,3%	65,1%	85,1%
Activos Productivos / Pasivos con Costo	122,1%	118,9%	139,8%	126,0%	123,1%	90,2%	163,6%
Cartera Vencida / T. Cartera (Bruta)	1,35%	0,10%	0,33%	0,40%	0,41%	1,36%	1,22%
Cartera en Riesgo/T. Cartera (Bruta) + D.Fiduciarios (cta.x cobrar)	-	2,18%	4,51%	5,37%	5,65%	10,29%	9,02%
Cartera en riesgo+reestructurada x vencer / T. Cartera (Bruta)	4,7%	2,8%	5,0%	6,1%	6,4%	11,8%	10,1%
Cartera C+D+E / T. Cartera (Bruta)	0,0%	0,7%	1,4%	1,7%	2,4%	5,7%	5,9%
Activo C+D+E/ Activos de riesgo	-	0,9%	2,2%	2,1%	2,8%	4,4%	6,6%
Prov. de Cartera+ Contingentes/ Cart en Riesgo	195,8%	72,4%	54,1%	53,8%	54,5%	66,1%	71,0%
Provisiones de Cartera + Contingentes + D.Fiduciarios / Cartera en Riesgo	-	96,8%	54,1%	65,3%	65,1%	67,8%	73,1%
Provisiones de Cartera + Contingentes / Cartera en Riesgo + Reestructurada por vencer	151,7%	74,9%	48,4%	57,3%	57,9%	59,1%	65,5%
Prov. de Cartera +Contingentes /Cartera CDE	-	314,9%	173,6%	211,5%	155,3%	123,0%	112,5%
Prov de Cartera / T. Cartera (Bruta)	6,78%	2,11%	2,44%	3,50%	3,68%	6,98%	6,59%
Prov con Conting sin invers. / Activo CDE	-	266,0%	130,1%	185,5%	146,4%	123,6%	116,3%
Cart CDE+ Catigos periodo +Venta cart E /Cartera Bruta prom	0,1%	1,2%	2,9%	2,0%	3,5%	6,7%	11,6%
Recuperación Ctgos período / ctgos período anterior	6,9%	41,5%	40,7%	38,5%	6,6%	52,4%	7,1%
Ctgo total período / MON antes de provisiones	21,0%	4,8%	14,5%	2,0%	153,6%	26,7%	3,4%
Castigos Cartera (Anual)/ Cartera Bruta Prom.	0,4%	0,4%	1,1%	0,2%	4,2%	2,0%	1,1%
CAPITALIZACION							
PTC / APPR	nd	18,17%	49,72%	23,75%	24,05%	23,58%	50,74%
TIER I / APPR	nd	9,09%	27,17%	14,01%	14,47%	14,70%	27,49%
PTC / Activos y Contingentes	0,0%	13,8%	28,3%	18,6%	18,9%	19,6%	36,9%
Activos Fijos +Activos Fideicom/ Patr. Técnico	0,00%	12,72%	9,69%	9,14%	8,83%	9,90%	8,37%
Capital libre (USD M)**	2.565.500	5.773	5.721	5.962	5.743	5.803	6.618
Capital libre / Activos Productivos + F. Disp	7,51%	12,43%	21,90%	15,00%	14,69%	22,30%	30,95%
Capital Libre / Patrimonio + Provisiones	48,92%	69,48%	65,57%	67,45%	63,83%	62,84%	64,27%
TIER I / Patrimonio Técnico	0,00%	50,00%	54,65%	59,00%	60,15%	62,34%	54,19%
Patrimonio/ Activo Neto Promedio (Apalancamiento)	10,06%	19,21%	21,02%	22,12%	18,86%	18,96%	28,17%
TIER I / Activo Neto Promedio	0,00%	8,60%	11,49%	13,05%	11,34%	11,75%	15,18%
RENTABILIDAD							
Comisiones de Cartera	587	-	-	-	-	-	-
Ingresos Operativos Netos	613.995	5.200	4.754	4.476	725	4.165	2.108
Result. antes de impuest. y particip. trab.	111.131	3.025	2.427	1.835	76	1.277	1.662
Margen de Interés Neto	71,91%	64,79%	51,47%	53,96%	35,55%	50,61%	85,89%
ROE	8,33%	30,88%	21,81%	15,35%	2,56%	10,86%	55,51%
ROE Operativo	8,48%	42,33%	20,46%	14,02%	3,96%	12,47%	76,89%
ROA	0,83%	5,55%	4,41%	3,46%	0,48%	2,08%	14,62%
ROA Operativo	0,84%	7,61%	4,14%	3,16%	0,74%	2,39%	20,26%
Inter. y Comis. de Cart. Netos /Ingr Operat.Net.	69,73%	65,63%	53,82%	62,44%	48,61%	66,95%	83,74%
Intereses y Comis. de Cart. Netos /Activos Productivos Promedio (NIM)	6,11%	9,19%	7,05%	8,48%	3,57%	8,48%	29,82%
M.B.F. / Activos Productivos promedio	6,98%	8,98%	7,97%	8,20%	3,39%	8,21%	29,51%
Gasto provisiones / MON antes de provisiones	62,78%	6,57%	37,08%	46,81%	61,04%	48,04%	3,23%
Gastos Operacionales / Ingr. Operativos Netos	87,69%	43,42%	66,69%	75,27%	89,40%	77,08%	25,82%
Gastos Operacionales sin Prov/ Ingr Oper Netos	66,93%	39,44%	47,07%	53,51%	72,78%	55,89%	23,35%
Gto Operacionales (Anual)/ Activos N Prom	6,01%	5,84%	8,28%	9,63%	6,27%	8,04%	7,05%
LIQUIDEZ							
Fondos Disponibles	7.804.940	504	344	980	698	728	425
Activos Liquidos (BWR)	9.467.009	504	352	2.239	914	737	586
Indice Liquidez Estructural 1ra Línea (SBS)	37,87%	5,39%	4,02%	19,91%	15,65%	10,95%	25,20%
Indice Liquidez Estructural 2nda Línea(SBS)	39,77%	1,98%	2,12%	11,17%	6,98%	3,24%	4,84%
Mayor brecha acum de liquidez / Act. Liquidos (x)	-	-	-37,99	-3,58	-17,25	-29,56	-13,74
Activos Liq. (BWR)/Pasivos corto plazo(BWR)	37,87%	5,39%	4,02%	19,91%	15,65%	10,95%	25,20%
Fondos Disp. / Pasivos CP(BWR)	31,22%	5,39%	3,92%	8,72%	11,95%	10,83%	18,28%
RIESGO DE MERCADO							
Riesgo de tasa Margen Fin/Patrimonio (1% var)	0,00%	-0,74%	0,28%	1,24%	-0,61%	-1,67%	-0,26%
Riesgo de tasa Val. Patrim/Patrimonio (1% var)	0,00%	-1,47%	-0,62%	0,99%	0,39%	0,32%	-0,47%

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

La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2014.