

## FACTORIZING S.A.

### Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

Sesión ordinaria: N° 4072015

Información financiera no auditada: a junio 2015, considerando información auditada a diciembre 2014.

Contactos: Marcela Mora Rodríguez

Analista Senior

[mmora@scriesgo.com](mailto:mmora@scriesgo.com)

#### 1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe se basa en los estados financieros de Factoring S.A. con información financiera no auditada marzo y junio 2015, considerando información auditada a diciembre 2014.

FACTORIZING S.A.						
	CALIFICACION ANTERIOR			CALIFICACION ACTUAL		
	Córdobas	Moneda Extranjera	Perspectiva	Córdobas	Moneda Extranjera	Perspectiva
Largo plazo	scr A- (nic)	scr A- (nic)	Estable	scr A- (nic)	scr A- (nic)	Estable
Corto plazo	SCR 3+ (nic)	SCR 3+ (nic)	Estable	SCR 3+ (nic)	SCR 3+ (nic)	Estable

\*Las calificaciones otorgadas no variaron con respecto a las anteriores.

Adicionalmente se le otorga calificación de riesgo a los siguientes Programas de Emisión que se encuentran inscritos en la SIBOIF:

Programa de Emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija (Resolución 386, enero 2014)		
Tipo de valor	Plazos	Calificación
Papel Comercial	menor a 360 días	SCR 3+ (nic)
Bonos	igual o mayor a 360	scr A- (nic)

#### Explicación de la calificación otorgada:

**scr A:** emisiones con una buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos acordados. Susceptible de leve deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Bueno.

**SCR 3:** Emisiones a Corto Plazo que tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses dentro de los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo se verían afectados en forma susceptible de leve deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Bueno.

**(+) o (-):** Las calificaciones desde "scr-AA" a "scr-C" pueden ser modificadas por la adición del signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías.

"Las calificaciones emitidas representan la opinión de la Sociedad Calificadora para el período y valores analizados y no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos".

<sup>1</sup> El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

**Perspectiva Estable:** se percibe una baja probabilidad de que la calificación varíe en el mediano plazo.<sup>1</sup>

#### 2. PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores	Jun.15
Total activos (millones \$)	10,75
Índice de morosidad	2,80%
Razón Circulante	1,24
Cobertura Patrimonial	87,40%
Margen de intermediación	13,66%
Rendimiento s/ el patrimonio	5,20%

#### 3. FUNDAMENTOS

##### FORTALEZAS:

- Amplia experiencia en el negocio de factoraje.
- Robustecimiento de la estructura financiera.
- El 100% de las operaciones de Factoring son de factoraje con recursos.
- Sólida estructura de capital.
- Uso eficiente del apalancamiento financiero para el crecimiento de las operaciones.
- Crecimiento interanual significativo en el activo productivo (cartera) de la entidad.

##### RETOS:

- Mantener indicadores de cartera sanos.
- Consolidar la gestión integral de riesgos.
- Crecer en la base de clientes para continuar con el objetivo de disminuir la concentración existente.
- Control en el crecimiento de los gastos administrativos y financieros, siendo estos los que más pesan dentro de la estructura de gastos de la entidad.
- Mejorar los indicadores de rentabilidad mostrados al cierre de junio 2015.
- Fortalecer el área de Tecnología de la información.
- Continuar con el uso eficiente del apalancamiento, el cual debe traducirse en crecimiento y rentabilidad.

## OPORTUNIDADES:

- Reactivación de la economía nacional.
- Potencial crecimiento del factoraje tradicional, ya que todavía existe desconocimiento general del producto.
- La existencia de otro tipo de productos financieros relacionados con el factoraje en los cuales se puede incursionar.
- Aprovechamiento de tratados de libre comercio (ALBA, DR, CAFTA, ect.)
- Consolidación de megaproyectos como Tumarín y el Gran Canal.

## AMENAZAS:

- Entrada de fuentes de financiamiento informales que provoquen el sobreendeudamiento.
- La incursión con más fuerza por parte de la banca comercial en el factoraje.
- Los efectos del cambio climático podría afectar a ciertos sectores productivos, lo cual desacelera el crecimiento económico en esos sectores.

## 4. ENTORNO MACROECONOMICO

### 4.1. Balance y perspectivas

Durante el 2015 se espera que continúe la recuperación en la economía mundial, con un comportamiento heterogéneo, en el cual Estados Unidos siga presentando un alto nivel de dinamismo, mientras que la zona del Euro, Asia, economías emergentes y países subdesarrollados presenten un crecimiento en menor medida. Sobre esta base, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial fueron revisadas a la baja por los organismos internacionales.

Como consecuencia de lo anterior, se espera que la región centroamericana enfrente grandes retos para promover su crecimiento. A pesar de este panorama, la relativa estabilidad macroeconómica en Nicaragua le ha permitido colocarse como uno de los países con mayor crecimiento en Centroamérica. No obstante, al igual que el resto de los países de la región, sigue enfrentando retos en los cuales debe trabajar para lograr un crecimiento y desarrollo económico, que le permita dejar de ser catalogado entre los países más pobres de América Latina y el Caribe.

El Banco Central de Nicaragua estima que el crecimiento será mayor durante el 2015 y se espera que la inflación, revisada a la baja, presente niveles entre 4,3% y 4,8%. Para el 2015, según el Banco Central de Nicaragua (BCN), se espera

que el sector construcción presente un mayor dinamismo, así como el buen desempeño de la mayoría de las actividades de servicios contrarresten los impactos de menos exportaciones.

De esta forma, la actividad económica continúa creciendo, la inflación ha disminuido, las finanzas públicas se muestran relativamente sanas y las reservas internacionales siguen fortaleciéndose y el Sistema Financiero se mantiene robusto. Esta situación favorable se ha logrado a pesar de un menor crecimiento mundial y precios de materias primas a la baja.

Aunado a lo anterior, Nicaragua cuenta con una estructura económica más diversificada y menos vulnerable, con un buen ambiente de seguridad ciudadana en comparación con el resto de Centroamérica y la alianza entre el Gobierno, el sector privado y los trabajadores han contribuido en el consenso y la seguridad social.

Todos estos aspectos han sido considerados por inversionistas internacionales y destacados en las visitas del Fondo Monetario Internacional, específicamente en marzo de 2015, donde se reconoce que las condiciones favorables para Nicaragua se mantendrán durante el año, pero que dicho comportamiento requerirá que el país continúe fortaleciendo las finanzas públicas, modernizando el sistema financiero e incrementando la productividad.

Además, de la mano con los buenos indicadores macroeconómicos recientemente la agencia Moody's, mejoró la calificación de riesgo crediticio de Nicaragua y el Banco Mundial reclasificara al país en sus políticas de financiamiento, al pasar de país IDA a país IDAgap, permitiendo un mayor acceso a recursos externos.

### 4.2. Actividad económica

El producto interno bruto (PIB), para el I trimestre del 2015, presentó una variación interanual acumulada del 3,3%. Mediante el enfoque de la producción, este crecimiento se vio sustentando por las actividades de construcción con aportes al PIB de 1,2 puntos porcentuales y de las actividades de comercio, hoteles y restaurantes con un aporte de 0,8 puntos porcentuales.

La construcción se consolidó como la actividad más dinámica al registrar un crecimiento acumulado del periodo (enero-mayo) de alrededor del 33% y se mantienen las perspectivas positivas de mayor ejecución de proyectos en el segundo semestre del 2015. A continuación se presenta de forma gráfica la variación anual del PIB a precios constantes:

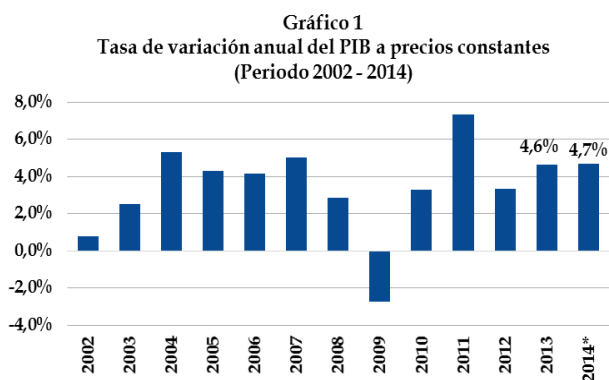
---

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.  
\*Dato estimado al 19/08/2015

La tasa de crecimiento durante el segundo semestre del 2015, le permitió formar parte de la lista de países con mayor crecimiento en Centroamérica, en conjunto con Guatemala y Panamá con una tasa alrededor del 4%.

El PIB a inicios del 2014 presentó crecimientos importantes, no obstante, se vio aminorada por las actividades de agricultura, ganadería, explotación de minas y canteras, y la industria manufacturera, las cuales contribuyeron en forma negativa con 0,6 puntos porcentuales en conjunto. El desempeño mostrado por estos sectores obedece tanto a la incidencia de las condiciones climáticas desfavorables durante el 2014 como a un contexto de precios internacionales adversos.

### 4.3. Comercio exterior

En el primer semestre del año, el monto registrado por concepto de exportaciones fue de US\$1.338,6 millones, lo cual representó una disminución del 2,4% (US\$33,3 millones) respecto al año anterior. Por otro lado, las importaciones a junio del 2015, cerraron en US\$2857,7 millones, cifra que implicó un crecimiento interanual del 3,2%. Debido a que las exportaciones fueron menores que las importaciones, el país presentó una balanza comercial negativa.

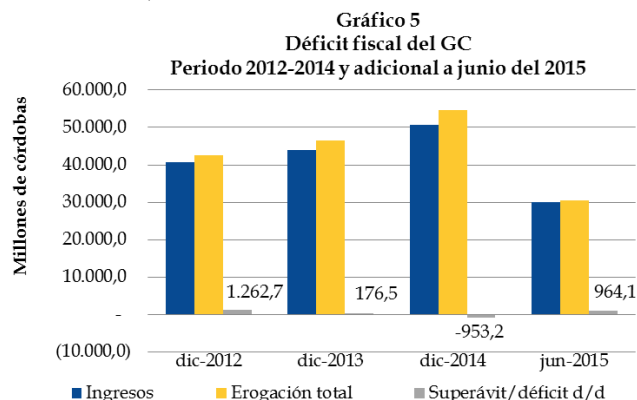
### 4.4. Situación Internacional

Según el último informe sobre Perspectivas de la Economía Mundial (WEO, por sus siglas en inglés), los principales acontecimientos que se están dando en la economía mundial y generan incertidumbre en los mercados internacionales se resumen en la caída de los precios del petróleo y algunas materias primas, así como proyecciones a la baja del crecimiento de las economías mundiales debido a situaciones de contracción o desaceleración económica que han presentado la zona euro, Japón y mercados emergentes.

Según las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) para el 2015-16, la tasa de crecimiento de Estados Unidos será alrededor de 2,5%, con una mayor demanda producto del abaratamiento del petróleo, la moderación del ajuste fiscal, una política monetaria ajustándose gradualmente y mejoras del mercado laboral; por lo que se proyecta que la economía estadounidense mantenga un crecimiento robusto. La Comisión Europea, revisó al alza el crecimiento económico de la zona euro siendo del 1,3% para el 2015, lo cual está asociado con la caída de los precios del petróleo, las bajas tasas de interés, impulsado por el programa de compra de bonos del Banco Central Europeo, el debilitamiento del euro y una orientación más neutral de la política fiscal. Por otra parte, para Japón se estima un crecimiento del 1,2%.

### 4.5. Finanzas públicas

Los resultados del Gobierno Central (GC) al cierre del primer semestre del 2015 muestran un buen desempeño, donde se destaca el dinamismo en la recaudación y los gastos van en línea con lo presupuestado. De esta manera, a junio del 2015 se registra un superávit después de donaciones C\$964 millones.



Fuente: elaboración propia con datos del BCN

A pesar de que los ingresos del gobierno presentaron un crecimiento significativo, congruente con la situación positiva a nivel económico, la tasa de crecimiento en los gastos fue mayor, lo cual provocó que se mantenga presentando un déficit fiscal antes de donaciones.

La situación de debilidad de las finanzas públicas es un problema a nivel regional y también en economías avanzadas. La Comisión Monetaria de Centroamérica recomienda a los países de la región implementar políticas fiscales que les permita cierto nivel de sostenibilidad, ya que no se vislumbra un equilibrio fiscal en el mediano plazo debido al contexto internacional y específico de cada país.

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

#### 4.6. Moneda y finanzas

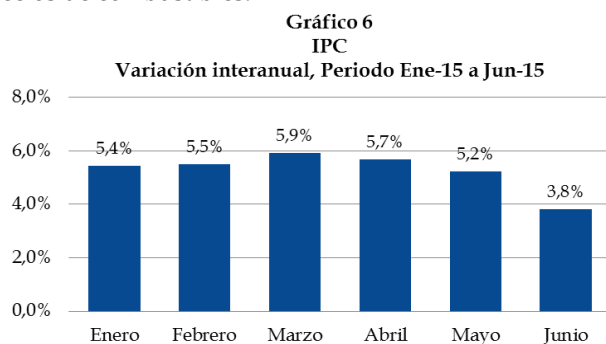
A junio del 2015, las Reservas Internacionales Netas Ajustadas (RINA) presentan un aumento de US\$93,2 millones, lo cual está asociado principalmente con la entrada de recursos externos en concepto de préstamos y donaciones, la compra neta de divisas por parte del BCN y en menor medida a intereses recibidos. Al incorporar la reducción neta del encaje en moneda extranjera, se aprecia que el aumento de las Reservas Internacionales Netas fue de US\$87,1 millones.

El Sistema Financiero Nacional presentó una congruencia con el aumento en la cartera y la captación de los depósitos, sin embargo, con un ritmo de crecimiento menor al presentado en 2014. Específicamente, el incremento en la cartera total estuvo acompañado por un buen desempeño de los indicadores de riesgo crediticio y los sectores que destacan son el comercial y el consumo, ambos con una tendencia creciente.

Propiamente, la tasa de interés activa implícita en córdobas al finalizar el año se ubicaron en 12,76%, representando una disminución de 3,2 pp. La tasa pasiva implícita en córdobas cerró en 1,55%, lo cual significó un aumento de 0,6 puntos porcentuales con respecto a junio del 2014. Debido a la disminución presentada por las tasas activas en córdobas, el margen de intermediación financiera ha presentado un comportamiento a la baja en el último año.

#### 4.7. Precios, salarios y ocupación

La inflación interanual registró al cierre del primer semestre del 2015 en 3,82% (6,05% en junio del 2014), siendo el principal contribuyente, la división de alimentos. Sin embargo, la tendencia decreciente desde diciembre del 2014 de este factor ha contribuido a llevar a la inflación a un nivel menor al 5%. Según el Banco Central de Nicaragua, los indicadores de la perspectiva inflacionaria con respecto a junio del 2014, muestran que las presiones al alza han disminuido, principalmente por los alimentos y por menores precios de combustibles.



Del lado del mercado laboral, a junio del 2015, se aprecia una aceleración en el crecimiento de los empleados afiliados al Instituto Nicaragüense de la Seguridad Social, de la mano con el desempeño mostrado por los sectores de construcción y servicios. Además se presenta un incremento del 4% del salario promedio real en comparación con junio del 2014. La tasa de desempleo proyectada por el Fondo Monetario Internacional para Nicaragua en el 2015, es de 5,86%, la cual disminuye respecto a lo registrado al cierre del 2014 y se considera una de las más bajas de la región.

## 5. INFORMACIÓN SOBRE LA ENTIDAD

### Reseña Histórica

Factoring es una compañía que fue constituida el tres de Julio del año 1998 bajo la denominación “BDF Factoring, S.A.” siendo la primera empresa de factoraje en Nicaragua. Su objeto principal es el negocio de descuento de documentos y actividades conexas que le permitan las leyes de la Republica de Nicaragua.

La empresa comenzó con un capital social de C\$1,000,000, sin embargo el 8 de Abril del año 2003 la Junta General de Accionistas por acuerdo de todos los accionistas se procedió a modificar el nombre de la sociedad a “Factoring Nicaragüense, S.A.” la que podrá abreviarse como “Factoring, S.A.” que se mantiene a la fecha y con un capital social de C\$3,000,000 dividido en 300,000 acciones de igual valor. Posteriormente el 1 de Octubre del año 2007 la Junta General de Accionistas por acuerdo de todos los accionistas procedió a autorizar el aumento del capital social de la compañía a C\$13,000,000 dividido en 13,000 acciones de igual valor.

En enero 2013 la Junta General de Accionistas acuerda aumentar el capital social en C\$45,000,000, quedando un nuevo capital social de C\$58,000,000, compuesto por C\$13,000,000 en acciones comunes y C\$45,000,000 en acciones preferentes.

### Perfil de la Entidad

Las transacciones de Factoring, S.A. se caracterizan por la compra a descuento de facturas o cualquier otro documento representativo de crédito a través de la cesión o endoso por parte del vendedor.

El negocio del factoraje financiero es reciente en Nicaragua y sus cualidades y ventajas no son muy conocidas. Esto ha

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

permitido a Factoring, S.A. mantener un flujo creciente de clientes desde su fundación.

El nicho de mercado de Factoring son las empresas corporativas de mediano tamaño a grandes, donde mediana viene a ser una compañía con cuentas por cobrar superiores a C\$2 millones y grandes desde C\$15 millones, se consideran asesores financieros de sus clientes.

## Gobierno Corporativo

Factoring cuenta con un Código de Gobierno Corporativo, el cual se encuentra en etapa de implementación y tiene por objetivo la formalización de las prácticas de negocios y administración de la entidad y todos sus funcionarios.

Dicho Código establece como la más alta autoridad de Factoring a la Asamblea General de Accionistas, la cual nombra a la Junta Directiva. Cabe mencionar que en julio 2014 se hace un cambio en la Junta Directiva, ya que el señor David Silva, anterior gerente general y tesorero de la junta directiva renuncia, nombrándose al señor Oscar Granja como su sustituto, quedando la junta directiva de la siguiente:

Factoring S.A. Junta Directiva	
Presidente	Eduardo Belli Pereira
Vicepresidente	Basil Sabbah Butler
Secretaria	Kathleen Butler de Belli
Tesorero	Oscar Granja Castro
Director	Ann Carey de Sabbah
Director	Federico Sacasa Patiño
Director	Alejandro Graham Estrada

En febrero 2015 se comunica un traspaso de acciones por parte del Basil Sabbah y Ann Carey, los cuales son transferidas al señor Mohamed Said Sabbah, quedando este como el accionista mayoritario, con 41.357 acciones, 78,47% de la totalidad.

Además se establecen comités de apoyo, tales como, el Comité de Auditoría, Comité Ejecutivo y de Finanzas, Comité de Crédito y Riesgo y Comité de Gobierno Corporativo, además, es importante resaltar que ya tienen aprobadas las Políticas de Crédito, un Manual de clasificación, evaluación y provisión de cartera y un Código de Conducta.

A partir de octubre 2013 se crea la Gerencia de Riesgos, la cual tiene como objetivo mitigar el riesgo de crédito y operativo, consecuentemente se aprobaron nuevos procedimientos y se establecen políticas para fortalecer dicha área. Adicionalmente se crea una plaza de Abogado Interno para todos los trámites internos de formalización de operaciones. Para el 2014 se ha reforzado el área de cobro y el área de ejecutivos.

## 6. ANALISIS FINANCIERO Y DE GESTION

### 6.1. Estructura financiera

Con relación al comportamiento de la estructura financiera de Factoring, la misma ha mostrado un crecimiento sostenido a lo largo de los últimos años, el cual se desaceleró al cierre del 2013, sin embargo, a diciembre 2014 vuelve a un crecimiento de 32% interanual en activos, lo cual refleja la estrategia de la entidad, enfocada a crecer en cartera de forma ordenada y con controles internos para mantener una sana cartera de crédito. Al cierre de junio 2015 los activos crecen 29% en forma interanual.

Los crecimientos que ha mostrado Factoring responden al comportamiento directo de la cartera de crédito, la cual también ha mostrado aumentos importantes en los últimos años, desacelerando la tasa de crecimiento al cierre del 2013 (12% anual). Con corte a junio 2015 el aumento registrado fue de 30% interanual, mostrando una recuperación significativa en la colocación. Dicha cuenta es la más representativa del activo total, llegando a representar 94% a junio 2015, siendo a su vez el impulsador del crecimiento del activo circulante.

El crecimiento sostenido obedece a la estrategia de expansión ordenada y mayores servicios a sus clientes, adicionalmente Factoring se ha caracterizado por tener metas de crecimiento significativas, tanto en activos totales como en cartera, las cuales se han cumplido más allá de lo presupuestado. Para el cierre del 2014 la Administración se había planteado crecer 24% en activos y 30% en cartera, metas que al cierre del período fueron alcanzadas y superadas. Al cierre del 2015 la Administración establece llegar a una cartera bruta de C\$270,35 millones, superando a junio 2015 lo presupuestado.

El logro del crecimiento en la colocación de cartera, se atribuye a que se enfocaron en algunos sectores de la economía que tenían potencial de crecimiento,

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

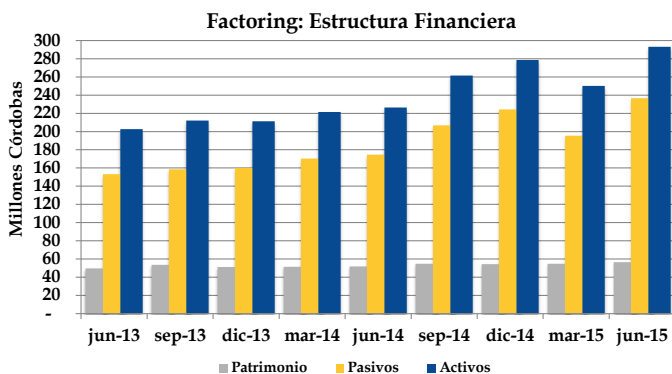
Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

adicionalmente se contrataron ejecutivos de alto perfil y se están estableciendo alianzas comerciales para el desarrollo de nuevos productos y estrategias de venta cruzadas, sin olvidar el fondeo que poseen por medio de la emisión de valores y por financiamiento bancario.

Por su parte, a junio 2015 los pasivos muestran un incremento interanual de 36% y semestral de 6%, mismos que obedecen principalmente a incrementos por la incorporación de las obligaciones correspondiente a la emisión de valores y las obligaciones con instituciones financieras, dichos aumentos se generan por el crecimiento mismo del negocio.

El patrimonio también muestra una tendencia creciente, registrando un incremento de 9% interanual y 4% semestral a junio 2015, producto del aumento en el capital social, lo cual obedece a la capitalización que se realizó de las utilidades retenidas, como parte del acuerdo de Junta Directiva para fortalecer el patrimonio y a un crecimiento en la reserva legal.



En cuanto a la composición de la estructura financiera, es destacable que los activos circulantes representan en promedio cerca del 99%, lo cual es normal por el tipo de actividad de la entidad, ya que las cuentas por cobrar (cartera de crédito) representan cerca del 92% en promedio de los activos totales en el último año.

Como parte de la estrategia de crecimiento de Factoring, la porción de pasivos que financian activos ha venido incrementándose y como contraparte se ha reducido el financiamiento de activos con recursos propios, reflejando un aprovechamiento de las opciones de crecimiento vía apalancamiento. A junio 2015 el pasivo circulante financia un 80% de los activos, mientras que por medio de recursos propios se financia el 19% y el restante 1% es pasivo a largo plazo, estructura que varía un poco en el último año, ya que se registra un mayor financiamiento, vía pasivo a corto plazo

y como contraparte se reduce la porción financiada por patrimonio.

El cambio en el tipo de fondeo al cierre del año 2012, disminuyendo el financiamiento vía capital y como contraparte creciendo el apalancamiento, obedece en gran parte a la inscripción de un programa de emisiones, el cual ha venido ganando participación como fuente de fondeo, representando a junio 2015 un 54% del pasivo, de igual forma el financiamiento por medio de instituciones financieras, también ha ganado participación, representando un 27% del pasivo.

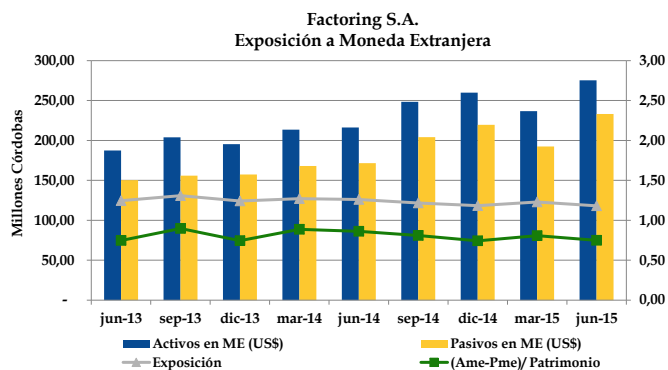
## 6.2. Administración de riesgos

### 6.2.1. Riesgo cambiario

El balance de Factoring mantiene dolarizado y con mantenimiento de valor cerca del 94% de sus activos en promedio durante el último año.

Con respecto a los pasivos de la entidad, estos estuvieron denominados en moneda extranjera en promedio para el último año un 98%, dicho monto es explicado por las líneas de créditos bancarias en dólares que tiene Factoring con entidades financieras y por el programa de emisiones. Por su parte el patrimonio se mantiene 100% en córdobas.

Al cierre de junio 2015 se observa una brecha de C\$42,27 millones de los activos y pasivos en moneda extranjera y la exposición de la entidad se mantuvo en promedio para el último año en 1,21 veces, mostrando estabilidad y cercanía a tener un calce entre activo y pasivo en moneda extranjera, lo cual SCRiesgo considera positivo ya que esta estructura mitiga el riesgo cambiario.



### 6.2.2. Riesgo de liquidez

Con relación a la liquidez mostrada por Factoring, en los últimos años se ha mantenido estable y los movimientos que

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

se reflejan obedecen principalmente a la correlación que hay entre la liquidez y el ritmo de colocación de la cartera.

Es importante mencionar que los activos líquidos están compuestos solo por la cuenta de efectivo, no registran inversiones. El comportamiento de la liquidez inmediata (Efectivo/Activo Total) se venía reduciendo a lo largo de los últimos tres años, en busca de una mayor eficiencia, en el último año en promedio ronda un 8%, manteniéndose estable y con las variaciones que normales que puede registrar este indicador dada la colocación de cartera o los pagos recibidos.

La razón circulante de Factoring se mantiene muy estable, las variaciones son poco significativas y siempre se ha mantenido por encima de 1 vez, registrando en promedio para el último año un indicador de 1,27 veces.

Estos indicadores de liquidez denotan que Factoring está direccionando sus recursos a activos productivos, siendo que el activo líquido disminuye y como contraparte su cartera mantiene un crecimiento sostenido, siempre manteniendo indicadores de liquidez adecuados para la operativa del negocio.

Factoring S.A.: Indicadores de Liquidez							
	jun-13	dic-13	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15
Razón Circulante	1,32	1,32	1,30	1,26	1,24	1,28	1,24
Liquidez Inmediata	10,70%	13,45%	5,23%	11,55%	8,71%	7,01%	5,95%

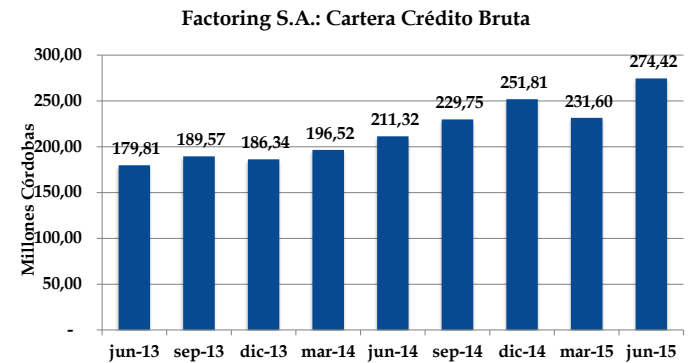
### 6.2.3. Riesgo de crédito

Antes de empezar a analizar la información financiera relacionada con la cartera, es importante hacer referencia a que Factoring aplica los estándares establecidos por la SIBOIF para lo concerniente a cartera de crédito que se establece para las entidades reguladas, con lo cual se da un mayor seguimiento a la calidad de la cartera por categoría de riesgo, por estado y aplican una serie de procedimientos que les brinda mayor soporte para el cuidado de la cartera.

A junio 2015 la cartera de crédito suma C\$274,42 millones, registrando un crecimiento de 30% interanual y 9% semestral, mostrando un crecimiento mayor respecto al reportado en junio 2014 y supera lo presupuestado por la Administración al cierre del año 2015.

La estrategia para aumentar las colocaciones en cartera obedece a una campaña agresiva de publicidad y a una mejora continua en los procesos internos, estrategias que se mantienen hasta la fecha, además, se logró aumentar el saldo promedio de los clientes nuevos y de los existentes, respecto

al año anterior. La Administración comenta que siempre buscan crecer con nuevos productos a tasas competitivas, pero fondeados con capital de trabajo más barato, con el fin de rentabilizar el crecimiento de la cartera, reflejo de esto es el aumento en el fondeo por medio de la emisión de valores y del fondeo con instituciones financieras.



Un dato importante de señalar es que las todas las operaciones de factoraje de la entidad son realizadas “Con Recursos” lo que implica que el financiamiento está 100% garantizado por el total de las facturas, de manera que Factoring no asume el riesgo de incobrabilidad por parte del deudor.

Al cierre de junio 2015 el 75% de las operaciones de crédito están en dólares y el 25% en córdobas con mantenimiento del valor. Todas las operaciones de Factoring pueden ser en córdobas, con la salvedad de que debe haber una cláusula de mantenimiento del valor o en su defecto ser en dólares, lo anterior de acuerdo con las políticas internas.

La cartera por actividad a junio 2015 se concentra principalmente en 2 sectores, servicios que representan 41% y comercio con el 43% de la cartera, mientras que un 9% pertenece al sector industrial y un 6% a construcción. Dicha composición ha registrado cambios interanualmente, ya que el sector servicios representa 4% más y crece en términos absolutos un 43% interanual, mientras que el sector construcción disminuye su participación en 3% y sin embargo, también crecen en términos absolutos un 23%, siendo estos los cambios más relevantes.

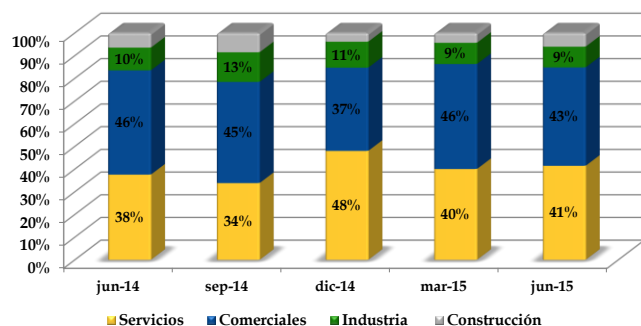
## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

**Factoring: Cartera de Crédito por Actividad**



En la clasificación de la cartera por el tipo de garantía, al ser esta una cartera de cuentas por cobrar de la actividad de factoreo, su principal garantía son el Endoso de los Documentos por Cobrar, las cuales representan un 88% a junio 2015, seguida de las garantía Hipotecaria y Prendaria con un 5% cada una y un 2% en cash collateral.

Interanualmente, es de resaltar algunas variaciones, como el aumento en cash collateral y en el endoso de documentos por cobrar que crecen 136% y 35% respectivamente. Por su parte, la cartera garantizada con prendas disminuye 3% y la hipotecaria un 14% respecto a junio 2014.

Por estado, la cartera de crédito se mantiene en promedio para el último año, un 93% al día, mientras que el 3% se encuentra vencido y el restante 4% en cobro judicial. Los créditos vigentes crecen 26% anual, sin embargo, representan 3 puntos porcentuales menos del total de cartera que hace un año y por su parte, los créditos vencidos y en cobro judicial, en conjunto, crecen 100% en forma interanual.

Al cierre de junio 2015 el indicador de créditos vencidos y en cobro judicial a cartera total aumenta, pasando de 5% a 8% interanualmente, de igual forma respecto a diciembre 2014 se eleva el indicador, lo cual obedece básicamente a 2 créditos que presentaron problemas de recuperación y se encuentran en cobro judicial, sin embargo, se sigue manteniendo en los registros de cartera, influyendo en los indicadores.

La calidad de la cartera por categoría de riesgo se mantiene en promedio para el último año clasificada el 97% como A, mientras que la categoría de riesgo B y C representan cerca de 1% en promedio cada una. De los cambios interanuales significativos se debe destacar el aumento en términos absolutos de los créditos A, B y C, los cuales aumentan 25%, 256% y 387% respectivamente. Por su parte, los créditos D y E, aumentan más del 100% en ambas categorías, en términos absolutos, sin embargo, solo pesan 3% de la cartera.

En cuanto a las estimaciones por deterioro e incobrabilidad de la cartera de crédito, crecen 75% en forma interanual y 58% respecto a diciembre 2014. Al cierre de junio 2015 la provisión a cartera total es de 2,6% y representa 71% de la cartera CDE y de la mora mayor a 90 días un 94%, lo cual le genera holgura en sus estimaciones y es un mitigante de peso, sin embargo, dichas coberturas, disminuyeron y por primera vez en varios años es menor al 100%, esto debido al aumento en la cartera CDE y en la mora mayor a 90 días, lo cual responde a los 2 créditos que anteriormente se mencionó están en cobro judicial.

La mora mayor a 90 días aumenta en forma interanual y semestral, ya que se reporta en 2,8% al cierre de junio 2015.

Factoring S.A.: Indicadores de Cartera							
	jun-13	dic-13	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15
Préstamos Vencidos y en cobro judicial a Cartera Total	3,7%	8,3%	5,1%	9,8%	4,8%	7,0%	7,9%
Provisión a Cartera Vencida	33,1%	61,3%	38,1%	27,2%	38,1%	38,9%	33,4%
Prov./Cartera Total	1,2%	5,1%	2,0%	2,7%	1,8%	2,7%	2,6%
Créditos C-D-E a Cartera total	0,5%	4,3%	1,5%	2,4%	1,4%	2,6%	3,7%
Prov./Cartera C-D-E	266,2%	117,1%	131,9%	111,5%	134,5%	104,7%	70,5%
Mora >90 días a Cartera Total	0,2%	4,1%	1,2%	2,1%	1,1%	2,0%	2,8%
Provisión a Mora > 90 días	665,9%	124,1%	158,3%	128,8%	164,6%	133,8%	93,6%

El plazo promedio ponderado de la cartera en córdobas es de 52 días y el de la cartera en dólares es de 81 días a setiembre 2015.

La cartera de clientes muestra una concentración considerable, ya que los 5 clientes más grandes a junio 2015 representan 22% de la cartera total, siendo que el más grande representa 5,5%, cabe señalar que del total de los cinco clientes más grandes el 100% está al día.

Es importante resaltar que la concentración bajó tanto interanual como semestral, ya que a junio 2014 los 5 mayores clientes representaban 25% y a diciembre 2014 un 24%. Además, respecto a la concentración de los 5 clientes más grandes a capital más reserva y utilidades, se reporta un aumento, ya que pasa de 100% en junio 2014 a 105% en junio 2015, por lo que sigue mostrando una alta exposición según los estándares de la industria financiera.

Factoring logró captar 26 clientes nuevos durante el primer semestre 2015, además para el cierre de junio 2015 se llega a un total de 105 clientes vigentes, siendo la cartera activa de 211 clientes, es claro que aún se mantiene un nivel de concentración moderado respecto a la cartera total, pero alto

**OFICINAS REGIONALES**

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

respecto a capital más reservas y utilidades, sin embargo, producto del esfuerzo realizado por la Administración dichas concentraciones se mantienen controladas y con tendencia decreciente.

Factoring S.A.: Concentración a junio 2015			
Cientes	Monto (millones C\$)	% cartera total	% capital + reservas+Utilidades
1	15.116,27	5,5%	26,8%
2	11.605,53	4,2%	20,6%
3	11.474,64	4,2%	20,4%
4	10.918,65	4,0%	19,4%
5	10.172,80	3,7%	18,1%
	59.287,88	21,6%	105,2%

Es importante anotar que estos 5 clientes más grandes tienen en promedio cada uno entre 1 y 88 créditos relacionados a diferentes pagadores, lo cual mitiga el riesgo de concentración.

#### 6.2.4. Riesgo Tecnológico

Factoring mantiene un contrato por servicios con un proveedor especializado en la materia, mediante el cual se le brinda el servicio de desarrollo, adecuación e implementación del sistema llamado Factoraje.

La Administración de Factoring, indica que en el área de Tecnología de la Información se registran avances en la implementación de la nueva plataforma tecnológica respecto al mantenimiento anterior, se estima que se concluya a finales del 2015.

#### 6.2.5. Riesgo de Gestión y Manejo

La eficiencia en el uso de los activos se mantiene estable, en promedio para el último año alcanza el 92%, importante mencionar que en tanto disminuyen los activos improductivos, como las disponibilidades, mayor será la eficiencia y esto se refleja en los niveles alcanzados por la entidad en el último año, de forma interanual la eficiencia en el uso de los activos mejora, pasando de 93% a 94%.

Por su parte, el gasto administrativo a gasto total muestra una leve disminución interanual, al pasar de 52,0% a 51,3%, sin embargo, en términos absolutos, este crece 25% interanualmente, lo cual responde al reforzamiento de la estructura organizacional de la entidad y por los gastos legales de cobranza que se han incrementado en la recuperación de los créditos que están en cobro judicial.

Las variaciones que han mostrado el gasto administrativo y financiero son congruentes con el crecimiento de las operaciones de Factoring, no obstante, SCRiesgo considera que este es un aspecto que Factoring debe monitorear, de manera que vaya acorde al crecimiento del negocio, manteniendo un adecuado control de los mismos, para no impactar negativamente los resultados de la entidad.

Factoring S.A.: Indicadores de Gestión							
	jun-13	dic-13	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15
Eficiencia uso de Activos	88,7%	88,2%	93,3%	87,9%	90,4%	92,6%	93,6%
Gastos administrativos / Activos totales	9,8%	9,2%	9,7%	9,4%	9,6%	9,8%	9,7%
Gastos operativos / Ingresos financieros	77,8%	88,7%	87,2%	90,3%	91,7%	99,8%	95,5%
Gastos financieros / Ingresos financieros	33,1%	30,6%	34,8%	33,6%	30,2%	36,4%	36,4%
Gto.Administrativo/ Gto.Total	56,7%	46,8%	52,0%	51,5%	54,2%	50,0%	51,3%

\*Indicadores Anualizados

En cuanto al gasto total respecto a los ingresos generados por la entidad, al cierre de junio 2015, representan el 93%, aumentando en forma interanual, ya que a junio 2014 representaba 82%, lo cual ha disminuido los niveles de utilidades, producto del crecimiento que va teniendo la entidad y la redefinición de los servicios que brindan de la mano con más controles que mitiguen los riesgos asociados a la actividad, además un aspecto importante, es el registro del gasto por provisión de cartera, el cual en el último ha aumentado su participación en gasto total, mermando el resultado final de la entidad.

#### 6.3. Fondo

La cartera pasiva de Factoring registró C\$236,69 millones (\$8,69 millones) al cierre de junio 2015, creciendo 36% interanual y 6% semestral. Las variaciones anuales responden principalmente al incremento del 39% interanual de las obligaciones por la emisión de valores y del 297% interanual de las obligaciones con instituciones financieras. Dicho crecimiento del pasivo total se vio mermando por la disminución de 20% de las obligaciones con socios y del préstamo por pagar con Corporación Interamericana que se cancela en su totalidad, principalmente.

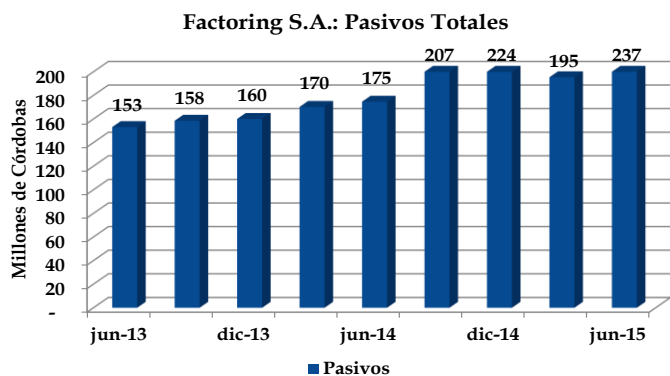
Semestralmente, el aumento en las obligaciones con instituciones financieras y las provenientes de la emisión de valores son las que impulsan el incremento, mientras que la disminución en las obligaciones con socios, con terceros y con el préstamo por pagar, contrarrestan dicho aumento.

### OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito



La composición de las cuentas pasivas a junio 2015 varía con relación a lo mostrado hace un año, siendo la más representativa las obligaciones por emisión de valores con el 54%, seguidas por las obligaciones con instituciones financieras con 27%, luego las obligaciones con terceros con el 13% y las obligaciones con socios representan 5% del pasivo total. De los cambios interanuales en la composición cabe destacar, el aumento en las obligaciones financieras y la reducción en obligaciones con terceros y con socios, además de la cancelación del préstamo por pagar con Corporación Interamericana de Inversión.

La estrategia de fondeo de Factoring busca utilizar alternativas más rentables para crecer, es por eso que los pasivos asociados a la emisión de bonos y al financiamiento bancario han venido aumentando su representatividad en la composición del pasivo total.

Continuando como principal fuente de fondeo la emisión de valores, Factoring inscribe una nueva emisión el 30 de enero 2014 de un Programa de Emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija por un monto total de \$6,0 millones, en papel comercial y en bonos, el cual conforme se vayan haciendo las colocaciones se irán definiendo las series y las tasas, en diciembre 2014 se autorizó el cambio de la periodicidad de los intereses, quedando que este se informará previo a la colocación por el medio y en el plazo que defina el Superintendente. Por su parte, el plazo de colocación del programa es de 2 años a partir de su inscripción, otro aspecto a considerar es que en Junta Directiva mantiene vigente la aprobación de no repartir dividendos durante todo el plazo en que la emisión esté en circulación.

Al cierre de junio 2015 la emisión colocada representa el 54% del pasivo y equivale a 2,26 veces el patrimonio de Factoring, las series emitidas y que a esa fecha no han vencido son las siguientes:

Nombre Emisión	Fecha Emisión	Valor USD\$	Plazo días	Tasa
FAC-06-2015-1	20/02/2015	250.000,00	180	5,75%
FAC-06-2015-2	19/05/2015	200.000,00	180	5,75%
FAC-06-2015-3	09/06/2015	400.000,00	180	5,75%
FAC-06-2015-4	18/06/2015	400.000,00	180	5,75%
FAC-9-2014-1	06/12/2014	400.000,00	270	6,75%
FAC-09-2015-1	20/02/2015	400.000,00	270	6,75%
FAC-12-2014-6	04/08/2014	500.000,00	360	7,00%
FAC-12-2015-1	20/02/2015	900.000,00	360	7,00%
FAC-12-2015-2	19/03/2015	550.000,00	360	7,00%
FAC-12-2015-3	30/04/2015	400.000,00	360	7,00%
FAC-12-2015-3	19/05/2015	200.000,00	360	7,00%
		<b>4.600.000,00</b>		

Los recursos obtenidos con la emisión de valores han sido destinados para capital de trabajo de manera que se incremente la colocación de créditos y además para cancelar pasivos financieros que tienen un costo más alto.

Con relación a los indicadores de fondeo, se mantienen estables a lo largo del último año pero con tendencia creciente, la relación pasivo total a activo total llega al 80,5% a junio 2015, dada una tasa de crecimiento en los pasivos mayor en forma interanual, sustentada en el crecimiento de Factoring; el indicador Deuda/Patrimonio reporta 4,20 veces a junio 2015, lo cual es holgado con relación a la política de Factoring, la cual establece un máximo en este índice de hasta una relación de 6:1, sin embargo, si se refleja el aumento en especial al corte de diciembre 2014 y junio 2015.

Factoring S.A.: Indicadores de Fondeo							
	jun-13	dic-13	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15
Pasivo Total/Activo Total	75,5%	75,8%	77,1%	79,1%	80,5%	78,1%	80,8%
Deuda/Patrimonio	3,09	3,13	3,37	3,79	4,13	3,57	4,20
Cartera/Obligaciones	1,17	1,16	1,21	1,11	1,12	1,19	1,16

Por su parte la cobertura de la cartera a obligaciones se mantiene estable, siendo que en promedio para el último año se ubica en 1,16 veces.

## 6.4. Capital

Al cierre de junio 2015, el patrimonio de Factoring alcanzó los C\$56,36 millones (\$2,07 millones), mostrando un crecimiento anual de 9% y semestral de 4%, el cual obedece principalmente a un incremento en el capital social, producto de la capitalización, como parte del acuerdo de Junta Directiva para fortalecer el patrimonio y de la reserva legal.

A partir de junio 2013 se refleja el cambio en la composición del patrimonio, misma que se mantiene hasta la fecha, ya

## OFICINAS REGIONALES

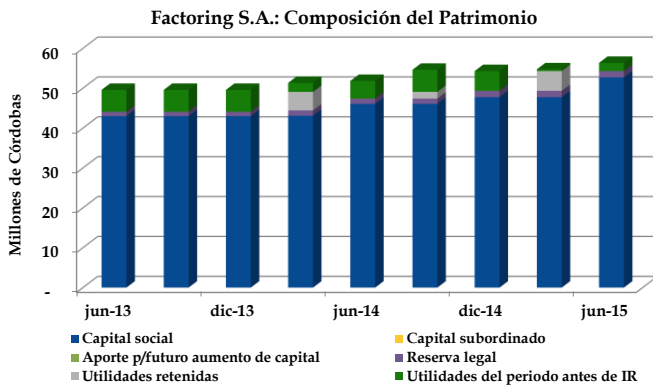
**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

que se capitalizaron las utilidades retenidas y el capital subordinado y como parte del acuerdo de Junta Directiva, las utilidades futuras también serán capitalizadas hasta alcanzar un capital social de C\$58.000.000.

A junio 2015 el capital social representa el 93% del patrimonio, seguido de las utilidades del periodo con 4% y la reserva legal un 3%.



Con relación a los indicadores de capital se puede observar que Factoring mantiene una sólida estructura de capital, sin embargo, se muestran variaciones en los mismos, con una cobertura patrimonial de 87,4%, disminuyendo en forma interanual y semestral, respecto a junio 2015, lo cual está asociado a un mayor registro de provisión por incobrables. Por su parte, el apalancamiento productivo, se ha mantenido estable en el último año, siendo en promedio de 4,40 veces.

Factoring S.A.: Indicadores de Capital							
	jun-13	dic-13	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15
Apal.Prod. (#)	3,63	3,64	4,08	4,21	4,64	4,23	4,87
Cob. Patr./Pasivo	27,6%	22,2%	24,7%	20,1%	20,2%	21,3%	19,5%
Cob. Patrimonial	98,4%	82,5%	93,7%	90,0%	94,8%	87,0%	87,4%
Endeudamiento Económico	3,61	3,93	3,88	4,62	4,79	4,22	4,63

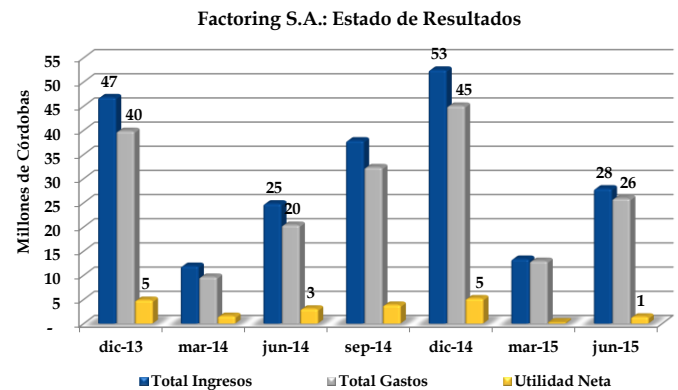
Por su parte, la razón de endeudamiento económico se ha incrementado en promedio para el último año pero que mantiene con mucha holgura para seguir creciendo, adicional a esto, su apalancamiento productivo se mantiene controlado y ha ido incrementándose a partir del 2011 debido al significativo incremento de la cartera, manteniendo en promedio para el último año 4,43 veces.

## 6.5. Rentabilidad

Las utilidades netas al cierre de junio 2015 suman C\$1,44 millones (US\$53 mil) y se reduce interanualmente cerca de 54%, reduciéndose también en términos marginales respecto a lo registrado en junio 2014, representando alrededor del

5% de los ingresos totales, esto debido a que los ingresos crecieron a una tasa menor a la registrada por los gastos.

Es importante comentar que en cuanto a resultados no se logra alcanzar lo proyectado debido según la Administración a varios motivos, entre los que destaca las menores tasas activas y de comisión por desembolso por un tema de mercado, menor cantidad de clientes de los proyectado, el registro de mayores gastos por provisión de cartera producto de algunos casos que cayeron en mora y mayores gastos operativos.



Los ingresos de Factoring al cierre de junio 2015 suman C\$27,95 millones (\$1,03 millones), incrementándose interanualmente en 13%, variación que responde al crecimiento interanual de la mayoría de las cuentas de ingreso, en especial al crecimiento de los ingresos por intereses corrientes (19%) y de los ingresos por comisión desembolso y cobranza (7%). La principal fuente de ingresos son los ingresos por intereses corrientes que representan 77%, seguido por los ingresos por comisión de desembolso y cobranza que representan el 18% del total de ingresos, dicha composición se ha mantenido estable a lo largo de los últimos tres años.

Cabe mencionar que la cuenta otros ingresos decrece 41% interanual, representando un 3% de los ingresos totales, aspecto que merma el crecimiento de los ingresos totales, ya que en junio 2014, los otros ingresos crecen 105% interanual y llegaron a representar 6%.

Por su parte, a junio 2015 los gastos totales de Factoring suman C\$25,90 millones (\$951 mil) incrementándose 27% en forma interanual. El gasto total está compuesto por un 51% el gasto administrativo, un 38% gasto financiero y un 11% la provisión de cartera, mostrando variaciones en forma interanual, ya que a junio 2014 la provisión representaba 8% del gasto total, el administrativo llegaba a 52% y el financiero a 40%.

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

Con corte a junio 2015 el gasto administrativo crece 25%, de igual forma el gasto financiero crece 21% interanual; ambos muestran un incremento en los datos reportados a junio 2014, cuando se incrementaron 11% y 14% en forma interanual respectivamente. Por su parte, el gasto por provisión de cartera, crece 68% interanualmente.

Producto del menor resultado, los indicadores de rentabilidad del Factoring disminuyen interanualmente y en forma semestral, sin embargo, también influye en el cálculo de los indicadores, que el patrimonio y el activo productivo crecen significativamente en forma anual.

Factoring S.A.: Indicadores de Rentabilidad							
	jun-13	dic-13	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15
Margen de Intermediación	16,7%	17,4%	15,4%	15,4%	15,9%	13,7%	13,66%
Margen Financiero Neto	17,8%	10,9%	13,2%	10,8%	10,6%	2,4%	5,3%
Rap	3,9%	2,4%	2,8%	2,2%	2,2%	0,5%	1,0%
Rsp	16,8%	10,1%	12,0%	9,9%	9,9%	2,2%	5,2%
Rf	19,6%	19,8%	18,4%	18,1%	17,9%	16,7%	17,1%

\*Indicadores Anualizados

Por su parte el margen de intermediación disminuye, siendo en promedio de 14,8%, producto de las tasas que se pactan en el factoreo, ya que la tasa activa disminuyó para ser más competitivos en el mercado. En el caso del margen financiero, es menor con relación a periodos anteriores, por la disminución marginal del resultado versus los ingresos generados.

*Las calificaciones otorgadas no han sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación Entidades Financieras utilizada por SCRiesgo fue actualizada en el ente regulador en noviembre 2011. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en octubre 2011. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.*

*“SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.”*

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito