

# Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Caja de Crédito de Zacatecoluca Cero Uno

## Informe Inicial de Calificación de Riesgo

Sesión Extraordinaria: N° 6142017 del 10 de julio de 2017

Información financiera no auditada a marzo 2017 y considerando auditada al 31 de diciembre de 2016.

**Contactos:** Marco Orantes M.  
Claudia Córdova L.

Analista financiero  
Analista financiero

morantes@scriesgo.com  
ccordova@scriesgo.com

### CALIFICACIÓN DE RIESGO

VALORES DE TITULARIZACIÓN		
Emisión	Clasificación	Perspectiva
VTRTCCZ 01*	AA-	Estable

\*En proceso de inscripción en el Registro Público Bursátil de la Superintendencia del Sistema Financiero.

#### Explicación de la calificación otorgada:

**AA:** "Instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía."

Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos "+" y "-", para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor riesgo, mientras que el signo "-" indica un nivel mayor de riesgo.

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

### RESUMEN DE LA EMISIÓN

Los derechos sobre Flujos Financieros Futuros mensuales de la Caja de Crédito de Zacatecoluca correspondientes a los flujos de una porción de los primeros ingresos generados por los activos de la Caja de Crédito de Zacatecoluca. Donde destacan los relacionados a la cartera de préstamos que entran en un 100% y los no operativos, para servir como fuente de pago de la serie de Valores de Titularización emitida por el Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Caja de Crédito de Zacatecoluca Cero Uno FTRTCCZ 01.

El mecanismo primario de captura de liquidez para el repago de los valores de titularización se colecta mensualmente de los primeros pagos efectuados a la Caja de

Crédito de Zacatecoluca, del dinero proveniente del pago de las cuentas por cobrar del total de la cartera crediticia.

Para efectos de la emisión, la Caja emitirá una orden irrevocable de colecturía y traslado, donde queda obligada a trasladar a la cuenta colectora a nombre del Fondo de Titularización las cuotas de cesión a lo largo de toda la emisión. Por medio de dicha orden, se generarán las capturas de liquidez que serán transferidas al patrimonio autónomo y que servirán como fuente principal de repago para los valores de titularización (VTRTCCZ 01).

De manera subsidiaria, en caso de incumplimiento del Originador a la Orden Irrevocable de Colecturía y traslado, se utilizará una orden irrevocable de pago (OIP) a favor del Fondo de Titularización con el propósito específico de que FEDECRÉDITO, direcciona los primeros flujos de dinero que mensualmente debe transferir a la Caja de Crédito de Zacatecoluca por la compensación de las operaciones inter-entidades, (resto de participantes del sistema); a más tardar el último día hábil de cada mes calendario, cuyo monto corresponderá a la cuota mensual de cesión.

#### Resumen de la estructura:

Emisión	Valores de Titularización Ricorp Titularizadora Caja de Crédito de Zacatecoluca 01
Emisor y estructurador	Ricorp Titularizadora, S.A.
Originador	Caja de Crédito de Zacatecoluca
Custodia-Depósito	Anotaciones electrónicas depositadas en los registros electrónicos de CEDEVAL, S.A. de C.V.
Monto	US\$10,000,000.00
Tramos	Tramo A: 120 meses Tramo B: 60 meses
Plazo	10 años
Activos subyacentes:	Los derechos sobre Flujos Financieros Futuros mensuales de la Caja de Crédito de Zacatecoluca correspondientes a los flujos de una porción de los primeros ingresos

"La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes"

<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) slv: Clasificaciones otorgadas en la República de El Salvador. "scr": SCRiesgo.

**Caja de Crédito de Zacatecoluca:** Entidad no registrada en el Registro Público Bursátil de la Superintendencia del Sistema Financiero.

	generados por los activos de la Caja de Crédito de Zacatecoluca.
Protección y mejoradores crediticios.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Exceso de flujos de efectivo derivado de la operación en el mercado financiero salvadoreño.</li> <li>Orden Irrevocable de colecturía y traslado</li> <li>De manera subsidiaria Orden Irrevocable de Pago.</li> <li>Reserva en cuenta restringida de fondos equivalentes al pago de las próximas cuatro cuotas mensuales de flujos financieros futuros.</li> </ul>
Pago intereses y principal:	Mensual
Uso de los fondos.	Financiamiento de operaciones crediticias

## FUNDAMENTOS

### FORTALEZAS:

- Los derechos sobre flujos financieros futuros mensuales de la Caja de Crédito de Zacatecoluca correspondientes a una porción de los primeros flujos mensuales provenientes de sus ingresos operativos. Adicionalmente, cualquier ingreso operativo y no operativo que la Caja de Crédito de Zacatecoluca estuviere facultada a percibir.
- El mecanismo primario de captura de liquidez para el repago de los valores de titularización se activará mensualmente con los primeros pagos efectuados a la Caja de Crédito de Zacatecoluca, del dinero proveniente del pago de las cuentas por cobrar del total de la cartera crediticia.
- La reserva en cuenta restringida retenida en efectivo por el Fondo de Titularización que cubrirá por al menos cuatro pagos mensuales de capital e intereses de los valores emitidos.
- La estructura legal de la transacción la cual mediante un Fondo de Titularización y un contrato de cesión, constituye una venta de los derechos de flujos futuros.
- El 100% de los flujos financieros del Originador son recibidos en una cuenta colectora a nombre del Fondo de Titularización, los excedentes serán transferidos al originador solo por instrucción de la sociedad titularizadora.
- En opinión de SCRiesgo, los niveles de cobertura del servicio de deuda, incluso en escenarios extremos, son adecuados. Mientras que los ingresos esperados reflejaron una suficiente cobertura, bajo diferentes escenarios, respaldando la calificación asignada.
- La evolución histórica positiva de la cartera crediticia, genera un alto volumen recurrente de pago de amortizaciones e intereses mensuales, cuya

trayectoria ha sido estable y comprobada. Fortaleciendo las coberturas sobre el servicio de la deuda de los valores de titularización a emitir.

- En nuestra opinión, el originador se favorece del amplio reconocimiento de franquicia que le brinda el pertenecer al sistema FEDECRÉDITO. El aprovechar economías de escalas y la amplia cobertura geográfica a través de una plataforma tecnológica robusta que le brinda expectativas positivas para operar en diferentes fases del ciclo económico.
- El crecimiento orgánico en los últimos años ha sido satisfactorio para los riesgos asumidos. Los niveles de rentabilidad han sido consistentes y superiores a los promedios del sistema.
- Fuerte posicionamiento en su área geográfica de influencia directa, le ha generado ventajas competitivas y oportunidades de negocios.
- Base sólida de activos productivos, principalmente los vinculados a la cartera de préstamos, han asegurado el crecimiento sostenido de la Caja; generando un ritmo de expansión superior a los promedios de la industria.
- Los costos de fondeo no han afectado la estabilidad del margen financiero, lo cual continúa favoreciendo hasta el momento los resultados finales de la Caja. No obstante, el indicador puede mostrar una ligera sensibilidad a la baja, reflejo de las condiciones actuales del mercado.
- La Caja muestra adecuados indicadores en calidad de cartera para los riesgos asumidos, destacando los amplios niveles de cobertura con reservas sobre cartera vencida, al tiempo que los criterios de colocación y debido seguimiento se rigen por políticas conservadoras.
- Las relaciones de eficiencia han sido favorecidas por volúmenes de negocios relativamente altos respecto a la infraestructura y la implementación de tecnología crediticia. Asimismo, por políticas conservadoras en la gestión de gastos implementados recientemente por la Institución.
- La clasificación asignada valora el nivel de solvencia patrimonial que favorece la flexibilidad financiera, capacidad de crecimiento y absorción de pérdidas esperadas.

### DEBILIDADES:

- La estructura de la transacción que no le brinda mayor protección a los tenedores de los bonos frente a otros acreedores financieros, ante escenarios de concurso de acreedores.

- Riesgo de re-direccionamiento de fondos a la cuenta colectora debido a que la captura es realizada por originador.
- La Institución exhibe concentraciones geográficas en su portafolio crediticio, que a futuro podrían limitar el crecimiento operativo, dado la competitividad de la zona.
- A futuro, la estrategia de crecimiento podría estar limitada por la ausencia de más agencias y baja diversificación de sus productos. La Institución no proyecta en un futuro próximo expandir sus negocios, incorporando más agencias.
- SCRiesgo advierte la importancia de avanzar en la estrategia de diversificación de sus fuentes de fondeo y mejorar el perfil de vencimientos de sus pasivos.
- La tendencia al alza del indicador de vencimientos, ha debilitado la calidad de cartera, aunque se valora positivamente que la Institución ha tomado acciones contundentes para revertir la trayectoria creciente.

#### AMENAZAS:

- El lento desempeño de la economía local y el modesto crecimiento del sector financiero respecto a los niveles observados previos a la crisis financiera. Lo anterior es importante toda vez que la fuente de pago de los valores provendrá en última instancia de la capacidad de generación de ingresos futuros.
- Cambios regulatorios podrían limitar el ambiente operativo y de negocios.
- La calificación incorpora el apalancamiento proyectado de la Caja, derivado de la presente transacción.

#### Sociedad titularizadora

La Ley de Titularización de Activos aprobada por la Asamblea Legislativa en el año 2007, regula las operaciones que se realizan en el proceso de titularización de activos, a las personas que participan en dicho proceso y a los valores emitidos en el mismo. En tal contexto, RICORP Titularizadora, S. A. recibió la autorización por parte de la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF) el 28 de julio de 2011 en sesión No. CD-15/2011. Por su parte, el inicio de operaciones fue autorizado en sesión No. CD-12/2011 celebrada en fecha siete de diciembre de 2011.

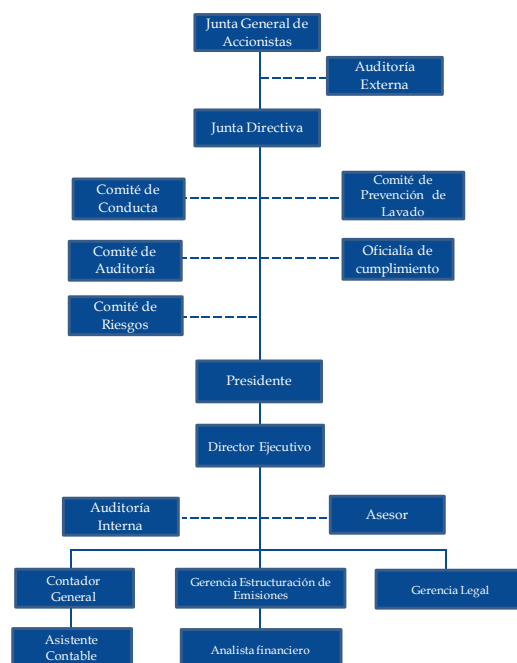
Como sociedad titularizadora autorizada por el regulador local para constituir, integrar y administrar fondos de titularización y emitir valores con cargo a dichos fondos, la

compañía realiza sus procesos empresariales mediante las actividades siguientes:

- Estudios de factibilidad de titularización.
- Titularización y colocación.
- Administración de las emisiones.

Los miembros de Junta Directiva y el equipo gerencial cuentan con experiencia amplia, tanto en el sector financiero, mercado de valores, como en la titularización de activos. Lo anterior, ha generado condiciones para avanzar con las estrategias establecidas. Cabe señalar, que la Titularizadora, ya gestiona varias transacciones importantes en el mercado de valores. En este sentido, las prácticas corporativas de RICORP son adecuadas y su cultura empresarial es definida acorde a sus buenas prácticas. Pertenece a un grupo de amplia trayectoria y experiencia en el mercado financiero y de valores local.

#### Estructura organizativa RICORP Titularizadora, S.A.,



La Junta Directiva está integrada por siete miembros titulares, con igual número de suplentes. A la fecha, la regulación local no exige el nombramiento de miembros independientes. Debido a su naturaleza regulada y supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF), las políticas de gobernanza corporativa están bien definidas y autorizadas por la alta administración. Las políticas de gobierno corporativo han sido continuamente actualizadas y están acompañadas por políticas de ética y conducta, de manera que el perfil de RICORP en la gestión de la emisión es neutral en la clasificación otorgada.

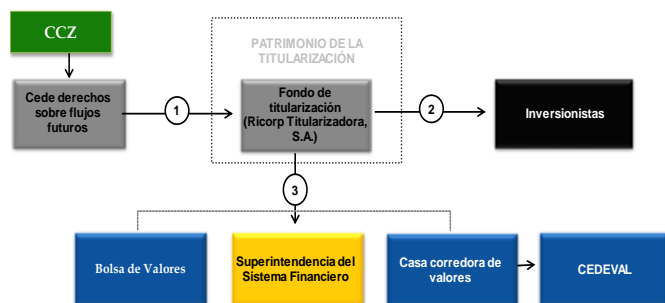
La Junta Directiva ha acordado la conformación de comités que permiten dar seguimiento periódico a áreas como:

- La administración integral de riesgos por medio de un Comité de riesgos, que incluye la identificación, evaluación, medición y mitigación de los riesgos.
- El cumplimiento de políticas de ética y conducta por medio de un Comité de ética y conducta.
- La verificación del control interno y cumplimiento de la sociedad por medio de un Comité de auditoría.
- La gestión integral del riesgo de lavado de dinero a través de un Comité de prevención de lavado de dinero.

## PROCESO DE TITULARIZACIÓN

La Caja de Crédito de Zacatecoluca, la cual pertenece a la Federación de Cajas de Crédito y de Banco de los Trabajadores y su Federación (FEDECRÉDITO); ha cedido al Fondo de Titularización gestionado por la Sociedad Ricorp Titularizadora, S.A. Los derechos sobre Flujos Operativos Futuros mensuales de la Caja de Crédito de Zacatecoluca correspondientes a una porción de los primeros flujos mensuales provenientes de cualquier flujo e ingreso que la Caja de Crédito de Zacatecoluca estuviere facultada legal o contractualmente a percibir. Donde destacan los relacionados a la cartera de préstamos que entran en un 100% y los no operativos, para servir como fuente de pago de la serie de Valores de Titularización emitida por el Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Caja de Crédito de Zacatecoluca Cero Uno FTRTCCZ 01.

La estructura de la emisión se presenta a continuación:



Elaboración: SCRIESGO Clasificadora

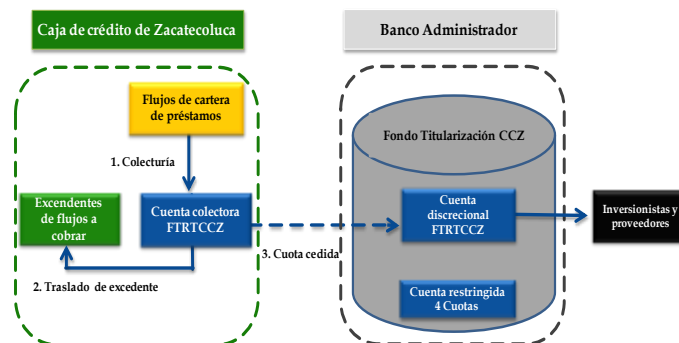
## Emisión:

1. Mediante contrato de cesión de flujos futuros, la Caja de Crédito de Zacatecoluca cede los derechos sobre flujos operativos futuros mensuales de la Caja de Crédito de Zacatecoluca correspondientes a una porción de los primeros flujos financieros futuros y, subsidiariamente, los derechos sobre cualquier otro ingreso que la Caja de Crédito de Zacatecoluca estuviere facultada legal o contractualmente a percibir.

2. Una vez conformado, el Fondo de Titularización emitirá Valores de Titularización (US\$10.0 millones) por medio de la Bolsa de Valores de El Salvador, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
3. La Sociedad Titularizadora emitirá dos tramos Pari Passu de títulos, el primero a 120 meses y el segundo a 60 meses.
4. Los recursos captados de la emisión y enterados a la Caja (aproximadamente US\$10 millones) se destinarán al financiamiento de operaciones crediticias.

Emisor	Tramos	Cesión durante 120 meses
FTRTCCZ 01	A - 10 años B - 5 años	124,000

## Mecanismo de captura de los fondos:



Elaboración: Ricorp Titularizadora, S.A.

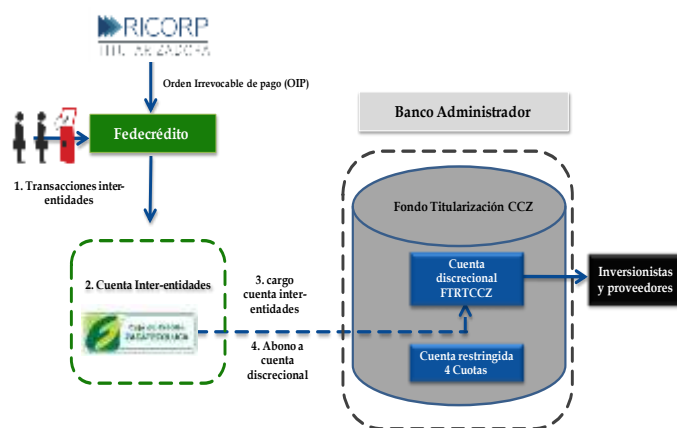
1. Originador: Caja de Crédito de Zacatecoluca. Entidad cooperativa supervisada por FEDECRÉDITO. Este último, autorizado por la Superintendencia del Sistema Financiero.
2. Estructurador: Ricorp Titularizadora S.A. sociedad autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero para operar como sociedad titularizadora de conformidad a la Ley de Titularización de Activos, el veintiocho de julio de dos mil once.
3. Emisor: Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Caja de Crédito de Zacatecoluca cero uno - FTRTCCZ 01.
4. Sociedad de titularización: Ricorp Titularizadora S.A.
5. Agentes colector: La Caja de Crédito de Zacatecoluca. La Caja mediante contrato de cesión se obligará a concentrar de forma diaria, en la denominada Cuenta Colectora a nombre del Fondo, los flujos de una porción de los primeros ingresos generados por los activos de la Caja de Crédito de Zacatecoluca, que constituyen los Activos Titularizados.
6. Patrimonio de la titularización: Patrimonio del Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Caja de Crédito de

Página 4 de 19

Zacatecoluca cero uno, que puede abreviarse “-FTRTCCZ 01”, Fondo de Titularización creado como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador. Adquiere los derechos sobre los primeros flujos futuros de los ingresos de cada mes. El principal propósito es utilizar estos flujos cedidos para el pago de los valores de titularización que éste emita.

- La cuenta colectora: será abierta a nombre del Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Caja de Crédito de Zacatecoluca Cero Uno, administrado por Ricorp Titularizadora, S.A. en la Caja de Crédito de Zacatecoluca. Los excedentes serán transferidos al originador solo por instrucción de la sociedad titularizadora.
- Cuenta discrecional: Cuenta de depósito bancaria abierta por el Fondo de Titularización en los bancos debidamente autorizados para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF), en la cual se depositarán los ingresos cedidos.
- Cuenta restringida: Cuenta de depósito bancaria abierta en una institución debidamente autorizada por la SSF, que funciona como un fondo de liquidez, cuyo saldo será equivalente al pago de las próximas cuatro cuotas mensuales de cesión. Esta cuenta servirá para la amortización del capital y intereses a pagarse a los Tenedores de Valores, en caso sea necesario. Su saldo inicial será constituido de la colocación de los instrumentos.

### Mecanismo subsidiario de captura



El mecanismo de captura se activará ocurrido un incumplimiento por parte de la Caja de Crédito de Zacatecoluca a la orden irrevocable de colecturía y traslado. Ricorp Titularizadora notificará por escrito a FEDECREDITO la fecha a partir de la cual debe proceder conforme a la OIP, la Titularizadora se obliga a gestionar la aceptación de FEDECREDITO de la OIP.

### Mejoras crediticias

- Los fondos mantenidos en la cuenta restringida en un monto equivalente de las próximas cuatro cuotas mensuales de cesión.

### Cumplimiento de condiciones especiales

- Dar cumplimiento a las normas, reglamentos y acuerdos que emita el Concejo Directivo de FEDECREDITO.
- Dar cumplimiento a la regulación para la prevención del lavado de dinero y activos y del financiamiento al terrorismo.
- Mantener reservas de capital por un monto de US\$5,770,000 dólares, en toda la vida de la emisión.

### Cumplimiento de ratios financieros.

- Coefficiente de liquidez neta:** Esta relación financiera deberá de ser como mínimo igual a un coeficiente del 20%.
- Índice de préstamos vencidos:** Esta relación financiera deberá de ser como máximo igual a un coeficiente de 4%.
- Porcentaje de préstamos categoría A y B:** Suma de los saldos de préstamos otorgados en A1, A2 y B dividida entre la cartera bruta. Deberá ser como mínimo igual a un coeficiente del noventa y tres por ciento

El auditor externo de la Caja, será el encargado de certificar el cumplimiento de las razones financieras antes descritas. Únicamente la certificación correspondiente al treinta y uno de diciembre deberá emitirse con los estados financieros anuales auditados y remitirse a Ricorp Titularizadora, S.A. a más tardar al último día hábil de marzo de todos los años comprendidos dentro del plazo de la cesión.

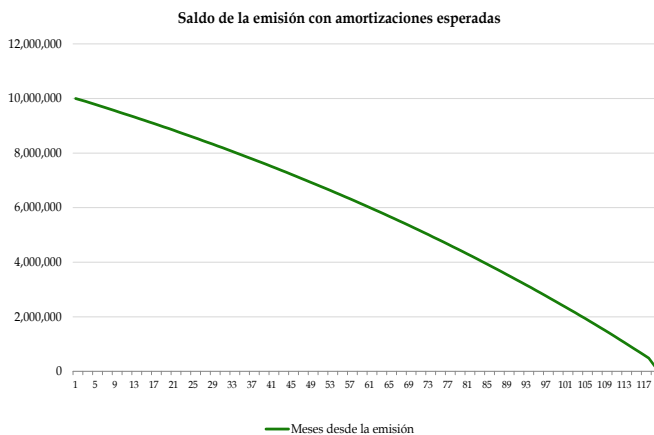
### Distribución de pagos:

Todo pago se hará por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada Cuenta Discrecional, en el siguiente orden:

- La Caja concentra directamente en la cuenta colectora a favor del Fondo, los flujos financieros de las cuentas por cobrar generadas a favor de la Caja en la cuenta a nombre del Fondo y luego es trasladada a la cuenta discrecional hasta completar la cuota cedida.
- Abono de la cantidad necesaria en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida hasta que su saldo sea equivalente como mínimo al pago de las próximas cuatro cuotas de la Cesión al Fondo.

3. El Fondo de Titularización genera los pagos de la emisión. Amortización de las obligaciones a favor de los Tenedores de Valores FTRTCCZ 01.
4. Pago de las comisiones a la Sociedad Titularizadora y otros costos y gastos adeudados a terceros.
5. No podrán trasladarse recursos excedentes a la Caja de Crédito de Zacatecoluca, sino hasta después de haber cubierto el pago de intereses y principal de los certificados.

A continuación se presenta gráficamente el saldo de la transacción en el caso de efectuarse las amortizaciones esperadas:



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

### Eventos de pérdidas y amortización anticipada.

De producirse situaciones que impidan la generación proyectada del flujo de fondos y una vez agotados los recursos del Fondo de Titularización, los tenedores de valores deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones, sin perjuicio de exigir el cumplimiento de las garantías establecidas en el Contrato de Titularización.

En caso de presentarse circunstancias económicas y financieras que pongan en riesgo el flujo de fondos proyectado establecido en el Contrato de Titularización, corresponderá a los tenedores de valores decidir si se da una redención anticipada de los valores, para la cual será necesario el acuerdo tomado por la Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores.

### Procedimiento en caso de mora.

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento el valor de la cuota de intereses y capital próxima siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a

disponer de los fondos en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización, para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda.

Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y principal próxima siguiente de la presente emisión, habrá lugar a una situación de mora. Se le notificará inmediatamente al Originador para que éste proceda a depositar en la Cuenta Discrecional los fondos faltantes y si no lo hace en los 10 días siguientes a la Notificación, entonces habrá lugar a una situación de mora.

Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

### Caducidad:

Al ocurrir cualquiera de las causales de caducidad que se establezcan en el Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de los Derechos sobre Flujos Operativos Futuros, a ser otorgado por la Caja de Crédito de Zacatecoluca y la Titularizadora, dicha Sociedad procederá a enterar a la Titularizadora la cantidad que haga falta para completar el saldo que se encuentre pendiente de pago, a la fecha de ocurrir la causal de caducidad de que se trate, hasta la suma de CATORCE MILLONES OCHOCIENTOS OCHENTA Y OCHO MIL DÓLARES exactos de los ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, en concepto del valor total que como contraprestación deba ser pagado a la Titularizadora, en los términos que se establezcan en el referido contrato; esta última deberá notificar dicha situación de manera inmediata al Representante de los Tenedores de Valores a efecto de que este convoque de inmediato a una Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores de Titularización y de acuerdo a lo establecido en el literal “c” del Artículo sesenta y seis de la Ley de Titularización de Activos, considere acordar la liquidación del Fondo de Titularización, caducando de esta manera el plazo de la presente emisión.

En este caso, la Titularizadora deberá proceder a enterar de inmediato, a los Tenedores de Valores de Titularización, la totalidad correspondiente de las sumas de dinero que en virtud de lo anterior le hayan sido entregadas por el a la Caja de Crédito de Zacatecoluca hasta el pago total del saldo insoluto de capital e intereses acumulados por los valores emitidos. Lo anterior deberá ser notificado por la Titularizadora y el Representante de los Tenedores de Valores de manera inmediata a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

## Procedimiento en caso de liquidación.

En un escenario de proceso de liquidación del Fondo de Titularización, se deberá seguir el orden de prelación de pagos detallado en el Art. 70 de la Ley de Titularización de Activos, como sigue:

1. Deuda Tributaria.
2. Obligaciones a favor de tenedores de valores.
3. Otros saldos adeudados a terceros.
4. Comisiones por gestión a favor de la Titularizadora.

## Contexto económico

### Producción nacional

De acuerdo con el Banco Central de Reserva (BCR), El Salvador experimentó una expansión económica del 2.2% al finalizar el 2016 (diciembre 2015: 2.5%). Mientras que la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) estima que su desempeño será 2.2% al finalizar 2017. La economía salvadoreña exhibe un lento crecimiento reflejo de los bajos niveles de inversión y una modesta recuperación de la productividad del sector transable. Cabe señalar, que persisten factores que limitan los cambios estructurales que podrían mejorar la situación actual. Entre estos, un ambiente político polarizado que continúa obstaculizando la formulación de políticas públicas, los elevados niveles de criminalidad que se han exacerbado en los últimos años y el endeudamiento público alto.

La falta de acuerdos entre las fracciones políticas ha limitado la obtención de financiamiento externo durante los últimos dos años. Como medida inmediata el Gobierno recurrió a la emisión de deuda local a través de LETES, acción que repercutió directamente en la liquidez institucional, propiciando desequilibrios importantes en las finanzas del Gobierno debido a su compromiso financiero obligatorio de corto plazo.

En noviembre 2016, se aprobó la Ley de Responsabilidad Fiscal, producto de los acuerdos entre Gobierno y oposición, lo cual favoreció la autorización de US\$550 millones en emisión externa. No obstante, la polarización política ha continuado debilitando los avances en materia de acuerdo fiscales y deuda, que combinado con el lento crecimiento de la economía han conducido a una tendencia a la baja de las calificación de riesgo soberano por parte de las clasificadoras de riesgo internacionales.

El Gobierno mantiene el reto de avanzar tanto en la reforma fiscal como de pensiones, buscar reducir la exposición de riesgos de liquidez, detener el alto nivel de endeudamiento y controlar los niveles de criminalidad.

El País experimenta un dinamismo en el sector inmobiliario evidenciado por la construcción de varios proyectos de oficinas, residenciales, hoteleros y centros comerciales, la

mayoría bajo un concepto de servicios integrados. SCRiesgo, considera que dado un mercado relativamente pequeño y el poco dinamismo de la actividad económica, el sector podría mostrar una alta competitividad. Lo cual, puede propiciar elevados niveles de desocupación en algunos participantes del mercado. Los portafolios inmobiliarios que presenten un nivel de diversificación mayor en sus servicios, podrían ser más capaces de mitigar los efectos en las tendencias del ciclo económico.

### Deuda pública

A diciembre 2016, el saldo de la deuda pública total fue de US\$17,558.2 millones (65.5% del PIB), dicho monto representa un crecimiento interanual del 5.9%, equivalente a US\$972.2 millones. La deuda externa fue de US\$9,261.1 millones, mostrando un incremento del 5.4%, mientras que la deuda pública interna creció en 6.4%, acumulando US\$8,297.1 millones. El comportamiento de la deuda hacia el alza tiene su origen en las recurrentes emisiones de deuda, cuyo propósito es estabilizar la brecha de déficit fiscal.

### Tasa de interés

Al término del 2016, la tasa básica pasiva continúa con una tendencia al alza, situándose en 4.6%, desde un 4.3% registrado un año antes. Por su parte, la tasa activa promedio fue de 6.4%, superando ligeramente al 6.3% de diciembre 2015.

### Inflación

La inflación medida por las variaciones en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una inflación negativa de -0.9% al cierre del 2016. Entre los rubros que obtuvieron mayores disminuciones destacan: prendas de vestir y calzado (-2.6%); alimentos y bebidas no alcohólicas (-2.4%); muebles y artículos para el hogar (-2.1%); recreación y cultura (-1.8%); alojamiento, agua, electricidad y otros (-1.2%) y comunicaciones (-0.3%). Mientras que bebidas alcohólicas y tabaco (3.9%), educación (2.0%), restaurantes y hoteles (1.6%) mostraron un desempeño contrario.

### Remesas familiares

Las remesas familiares presentaron un buen desempeño durante el 2016, explicado en mayor proporción por la recuperación económica de Estados Unidos. De acuerdo con datos publicados por el BCR, la tasa de crecimiento de las remesas familiares fue de 7.2%, acumulando US\$4,576.0 millones (17.1% del PIB) a diciembre 2016, cifra superior en US\$306.0 millones a lo registrado en igual período del año anterior. Cabe mencionar que la sostenibilidad del flujo de las remesas familiares dependerá de las políticas migratorias que adopte la nueva administración de los EEUU.

## Sector bancario

Con cifras al cierre de diciembre 2016, el margen financiero mostró una tendencia a la baja, producto de un mayor crecimiento de los costos operativos frente a los ingresos financieros, impactando directamente en la rentabilidad del sector bancario. El nivel de competitividad de las tasas pasivas, una potencial subida en los tipos de interés en EEUU y la baja de calificación de riesgo país, podrían debilitar aún más los márgenes. SCRiesgo estima que el sistema bancario iniciará un proceso para estabilizar el margen de intermediación, trasladado de forma gradual los costos derivados del fondeo, a través del incremento de los tipos de interés activos en ciertos segmentos.

Los resultados finales del sector bancario, mostraron una contracción del 10.2%, producto de la modesta expansión en el volumen de la actividad crediticia. Además, este desempeño es acompañando por el crecimiento de los costos financieros (+14.9%), los cuales muestran tasas de crecimientos superiores a los ingresos fundamentales (+4.8%). En tanto, los gastos de estructura representan un porcentaje importante de la utilidad financiera (60.2%). Al finalizar diciembre 2016, el ROA y ROE alcanzaron un *ratio* de 0.9% y 6.8%, respectivamente.

La baja colocación de créditos en determinados sectores, una alta participación de depósitos a la vista y a plazo, aunado a esquemas prudenciales en la gestión de liquidez reflejo de operar en contexto de economía dolarizada, explican los elevados colchones de liquidez dentro del sistema bancario salvadoreño. El coeficiente de liquidez neta fue de 30.9% a diciembre 2016 y no se observan presiones importantes que podrían afectar al indicador en un futuro próximo, sobre todo ante el moderado ritmo de crecimiento que experimentan las colocaciones crediticias.

El desempeño de los activos de riesgo, ha estado determinado por una tendencia a la baja del índice de mora mayor a 90 días, amplias coberturas de reservas sobre créditos vencidos y una menor exposición del patrimonio frente a los activos de baja productividad, lo cual le brinda soporte para enfrentar potenciales pérdidas crediticias. El dinamismo mostrado en los sectores de empresa (diciembre 2016: +7.1%), consumo, y en menor medida vivienda explican el crecimiento de la cartera bruta al cierre del 2016.

A diciembre 2016, los activos totales del sistema financiero bancario se expandieron interanualmente en 3.8%, inferior al cambio observado al término de diciembre 2015 (+6.9%). El dinamismo de las colocaciones crediticias es aún moderado dado el lento crecimiento que experimenta la economía salvadoreña.

El sistema continúa con niveles patrimoniales robustos que le permiten enfrentar potenciales riesgos. En este sentido, el coeficiente patrimonial registró un *ratio* del 17.0% a

diciembre 2016, desde un 16.8% observado en el mismo período del año anterior. El resultado continúa siendo superior al mínimo exigido por la SSF, cuyo indicador no puede ser menor al 12.0%.

De acuerdo con datos de la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF), los depósitos totales alcanzaron un monto por US\$10,583.1 millones a diciembre 2016, mostrando un crecimiento del 2.7%, frente al 5.5% registrado un año antes. Los depósitos fondean el 92.9% de las colocaciones crediticias del sector bancario, seguido de préstamos con instituciones especializadas de crédito. Cabe señalar, que en el último trimestre los títulos de emisión propia de las instituciones financieras mostraron un dinamismo relevante respecto a lo observado en los últimos dos años.

## Sistema FEDECRÉDITO

Con más de 70 años de operatividad, el Sistema FEDECRÉDITO está integrado por 48 Cajas de Crédito, 7 Bancos de los Trabajadores y su Federación, conocida como FEDECRÉDITO, quien le brinda soporte comercial, técnico y financiero a cada una de sus asociadas. El Sistema, ha continuado ampliando su plataforma para la prestación de servicio financiero y continuó ganando presencia en el mercado. El Sistema posee un importante valor de marca que le permite generar presencia geográfica, aprovechamiento de economías de escala, acceso a fuentes de financiamiento y la amplitud en la red de servicios por medio de su plataforma tecnológica.

### Comparativo del Sistema FEDECRÉDITO vrs Sistema de bancos comerciales a diciembre 2016

No.	Institución	Activos	Cartera	Mora	ROE	VAR Crédito
1	Agrícola, S.A.	4304,500	3029,965	1.7%	12.6%	2.4%
2	Davivienda	2278,041	1662,944	2.4%	8.3%	4.12%
3	Scotiabank	2025,652	1576,771	3.6%	5.5%	0.3%
4	BAC	1989,999	1447,689	0.9%	10.0%	13.1%
5	Sistema Fedecredito	1743,641	1392,903	2.9%	8.34%	9.5%
6	Cuscatlán	1369,960	952,246	3.5%	-0.3%	-3.3%
7	Promerica, S.A	1051,805	759,232	1.6%	14.0%	3.8%
8	Hipotecario	914,179	672,830	1.1%	7.4%	6.3%
9	G&T Continental	613,456	419,010	0.6%	3.3%	16.5%
10	BFA	328,158	235,148	3.2%	1.5%	5.6%
11	ProCredit, S.A	310,502	243,230	1.4%	-2.6%	6.4%
12	Industrial	304,619	167,281	1.3%	1.8%	0.6%
13	Citi, N.A.	247,065	24,395	0.0%	5.79%	100.0%
14	Azul	219,228	159,612	1.2%	-20.8%	100.0%
15	Azteca	84,974	38,698	4.0%	2.5%	-2.3%

-Activos y Cartera, en millones de dólares

Al cierre diciembre 2016, el Sistema consolidó activos por US\$1,643.5 millones, mientras que la cartera de crédito representa el 80% de los activos administrados y creció en 3.3%, registrando un índice de vencimientos del 3.1%. Por su parte, la rentabilidad, supera los promedios del sistema de bancos comerciales (ROE: 9.0%).



El sistema FEDECRÉDITO, a través de su red de afiliados concentra la mayor actividad de intermediación en operaciones de consumo, empresa y microfinanzas. A pesar de los riesgos particulares que distinguen a la industria, el Sistema maneja controlados indicadores de cartera y niveles administrables de eficiencia operativa que comparan similar a los promedios de la gran banca comercial.

## ANÁLISIS DEL ORIGINADOR

Fundada en el año 1942, la Caja de Crédito de Zacatecoluca, Sociedad Cooperativa de Responsabilidad Limitada de Capital Variable, es miembro socio de la Federación de Cajas de Crédito y Bancos de los Trabajadores (FEDECREDITO). Por la dimensión de sus activos administrados, la Institución es una de las cajas de mayor tamaño dentro del Sistema FEDECRÉDITO. A lo largo de su trayectoria, la evolución de sus activos de riesgo ha estado fundamentada por una adecuada gestión del crédito, evidenciado por un controlado índice de mora, amplias coberturas de reservas sobre créditos vencidos, el fortalecimiento del patrimonio de forma orgánica y *ratios* de eficiencia operativa con tendencia a mejorar.

El propósito fundamental de la Institución es contribuir al mejoramiento económico de sus socios, supliendo necesidades crediticias mediante la organización y principios del cooperativismo. El modelo de negocio, está orientado al otorgamiento de crédito al sector de consumo, empresas y en menor medida vivienda, caracterizado por una atención personalizada; aunque poco diversificada de sus operaciones. La expansión futura del volumen de negocios podría estar limitada por una relevante concentración geográfica de sus operaciones (2 agencias), baja diversificación de productos y niveles altos de competitividad en su área de mayor afluencia.

No obstante, ponderan positivamente la sólida posición competitiva en el municipio de Zacatecoluca, fortalecimiento corporativo, experiencia comprobada en los nichos atendidos y capacidad para operar en condiciones desafiantes del mercado. El posicionamiento se ha favorecido del reconocimiento de marca, la plataforma tecnológica del Sistema FEDECRÉDITO y la representación de ejecutivos en los departamentos atendidos. Actualmente, la Institución tiene su mayor presencia en el departamento de la Paz, seguido de San Salvador y San Vicente. Mientras que en el resto de departamentos la participación es relativamente baja.

La Institución se favorece del soporte técnico y financiero que le brinda su principal socio estratégico FEDECRÉDITO (supervisado por la SSF). La Caja está adoptando de forma prudencial la normativa aplicable a las instituciones financieras por parte del organismos supervisores y reguladores. Lo anterior, le ha permitido dar avances importantes a nivel de gobierno corporativo y gestión integral

de riesgo. Para dar seguimiento al cumplimiento de la normativa, la función de supervisor la realiza la Federación de Cajas de Crédito y Bancos de los Trabajadores, quien dicta los lineamientos necesarios para su adecuada aplicabilidad.

Contrarrestando estas fortalezas, la Caja enfrenta el desafío de incrementar su red de agencias, ampliar su base de acreditados por zona geográfica y diversificar sus productos financieros. Cabe señalar, que la Institución tiene como meta fortalecer su imagen corporativa, modernizando de manera integral las dos agencias que actualmente administra. En opinión de SCRiesgo, momentáneamente los indicadores de eficiencia podrían mostrar sensibilidad ante el mayor uso de recursos durante el proceso de construcción y debido a la potencial contratación de deuda vinculada a dicho proyecto.

La Caja tiene diversos productos financieros que ofrece a los diferentes segmentos atendidos, entre los que destacan: el otorgamiento de préstamos tradicionales, emisión de tarjetas de crédito, la captación de ahorros, realizada exclusivamente de los socios por medio de certificados de depósito a plazo fijo y cuentas de ahorro a la vista, ofreciendo para este último la tarjeta de débito del Sistema FEDECRÉDITO. Además, la Caja ejecuta pagos de remesas a todo público y ofrece también servicios complementarios como Recepción de Pagos de Servicios Básicos.

## Gobierno corporativo y gestión de riesgo

La Caja mantiene su estructura de gobierno corporativo en línea con las disposiciones de la regulación local, con el propósito de impulsar un desempeño ordenado y transparente, que garantice el buen funcionamiento de la Institución. Actualmente, cuenta con un Código de Gobierno Corporativo, cuyo propósito especial es mantener una adecuada estructura para la toma de decisiones, gestión de riesgos, transparencia y responsabilidad frente a los distintos grupos de interés y que se ajuste a las características de la Institución.

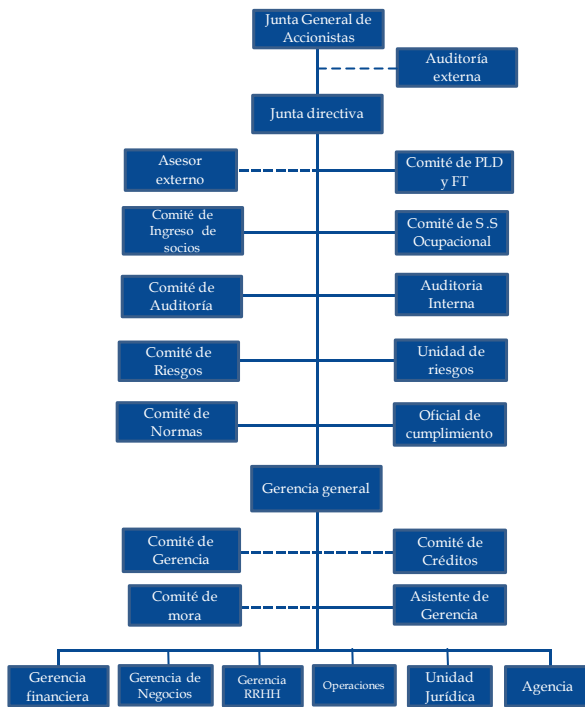
La Asamblea de accionistas, es la máxima autoridad de la Institución y es la encargada de elegir y empoderar a los Representantes de Acciones. Estos últimos, eligen a la Junta Directiva, constituida por seis directores (tres propietarios y cuatro directores suplentes), los cuales duran en funciones 4 años con derecho a reelección.

La nómina de la Junta Directiva de la Caja de Crédito de Zacatecoluca, es como sigue:

Nombre	Cargo
Lorenzo Gilberto Helena Canizalez	Presidente
Juan Alberto Flores González	Secretario
Ana Cecilia Mena Hernández	Director Propietario
Blanca Nora Gómez Guzmán	Director Suplente
José Alberto Ortiz	Director Suplente
Rene Wilson Angulo Cornejo	Director Suplente

La alta gerencia la constituye el Gerente general, el cual es responsable de la estructura operativa y responde de las funciones a su cargo ante la Junta Directiva. La Caja cuenta con comités de Junta Directiva: Comité de Auditoría; de prevención de lavado de dinero y financiamiento al terrorismo, Comité de riesgo y de seguridad y salud ocupacional. Asimismo, cuenta con comités operativos entre los que destacan: el Comité de gerencia, de créditos, de admisión de socios y de mora. Cabe destacar, que dentro de los comités hay una activa participación de los miembros directivos.

### Estructura Orgánica Caja de Crédito de Zacatecoluca



En nuestra opinión, la Caja tiene una estructura formal de gobierno corporativo, a la vez que cuenta con una adecuada gestión de riesgos que se favorece de herramientas técnicas de gestión para medir y controlar algunos riesgos, en función del tamaño de negocios y los riesgos asumidos. En contrapeso, la Institución enfrenta el desafío de fortalecer la cultura de riesgos y avanzar en los esfuerzos por fortalecer la gestión integral de riesgos financieros, operacionales y otros. Esto, con el propósito de brindar líneas de defensa hacia los intereses de los socios y demás grupos de interés.

## ANÁLISIS FINANCIERO Y DE GESTIÓN

Los estados financieros auditados (2013-2016) utilizados en este reporte fueron preparados con base a las Normas Contables emitidas por la Federación de las Cajas de Crédito y Bancos de los Trabajadores (FEDECREDITO) y en las

situaciones no previstas en estas normas, la opción más conservadora de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). La información financiera de la Caja de Crédito de Zacatecoluca fue auditada por la firma Elías & Asociados JHI International, de acuerdo con Normas Internacionales de Auditoría.

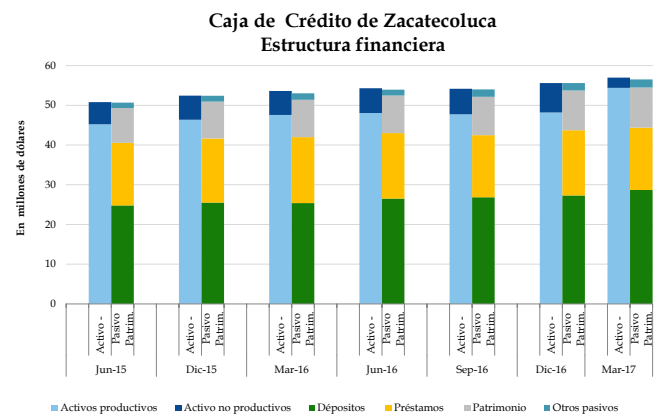
SCRiesgo recibió información financiera adicional que en nuestra opinión es suficiente para soportar el análisis y emitir la clasificación de riesgo.

## 1. ESTRUCTURA FINANCIERA

### 1. Estructura financiera

La Caja de Crédito de Zacatecoluca (CCZ), ha mostrado una expansión ordenada de sus activos crediticios a lo largo de los últimos cinco años, exhibiendo crecimiento promedio ponderado del 7.8%. Principalmente, concentra el volumen de sus operaciones en el sector consumo, empresa y en menor medida vivienda. La Institución se prepara para un fortalecimiento de su imagen corporativa, lo cual le permitirá generar oportunidades de negocios. En lapso de un año, los activos totales de la Caja se expandieron a un ritmo interanual del 6.2% (marzo 2016: +9.4%), acumulando un saldo absoluto de US\$57.0 millones al cierre de marzo 2017. La cartera crediticia ejerce un dominio dentro de la estructura de balance, exhibiendo una participación del 80%, seguido de las disponibilidades (efectivo + equivalentes) con el 15.0%.

Históricamente, los pasivos han estado determinados por una estructura balanceada de fondeo, liderado ligeramente por depósitos (61.2%) y por préstamos con instituciones especializadas de crédito que significaron el 33.5% de las fuentes destinadas a financiar colocaciones. Para complementar la deuda global, la Caja cuenta con otros pasivos quienes mantienen un residual del 5.3% de participación a marzo 2017. De forma combinada, las partidas antes mencionadas acumularon US\$46.9 millones, mostrando un cambio interanual positivo del orden del 5.9%.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

Los recursos propios experimentaron una expansión del 7.9%, para consolidar un saldo de US\$10.1 millones a marzo 2017 (marzo 2016: +9.6%). A nuestro criterio, el patrimonio ofrece un soporte sólido de capital para absorber pérdidas esperadas y continuar rentabilizando el modelo de negocios. Por consiguiente, la Institución puede financiar futuros incrementos de cartera, dado que su posición patrimonial continua fortaleciéndose a través de la generación orgánica.

## 2. Administración de riesgos

### 2.1 Riesgo cambiario

SCRiesgo considera que el impacto por riesgo de mercado es bajo, en virtud que la posición financiera de su balance está expresada en dólares y no se observan exposiciones en moneda extranjera que puedan generar impactos al patrimonio. Asimismo, cualquier riesgo vinculado a cambios en el precio de la moneda es mitigado en vista que la Caja opera en un entorno económico dolarizado. Por consiguiente, no se advierten riesgos materialmente importantes que puedan incidir en los resultados.

### 2.2 Riesgo tasa de interés

La principal exposición de tasas de interés está vinculada al riesgo inherente en los préstamos otorgados y las obligaciones adquiridas con sus proveedores financieros. La alta participación del patrimonio en el financiamiento de sus operaciones, elevados márgenes de intermediación y en virtud que las tasas activas pueden ajustarse a discreción, ejercen un contrapeso importante a la estructura de pasivos, mitigando en gran medida este riesgo de mercado.

El sistema financiero ha experimentado cambios regulatorios (Ley Contra La Usura), que afectaron a algunos participantes en diferentes segmentos del crédito. Explicado por la poca flexibilidad para trasladar los incrementos de la tasa pasiva a las tasas activas. Lo anterior, impactó sobre el margen de intermediación en algunos participantes. No obstante, la Caja no mostró afectaciones, en virtud que sus tasas son relativamente bajas comparadas con los límites establecidos.

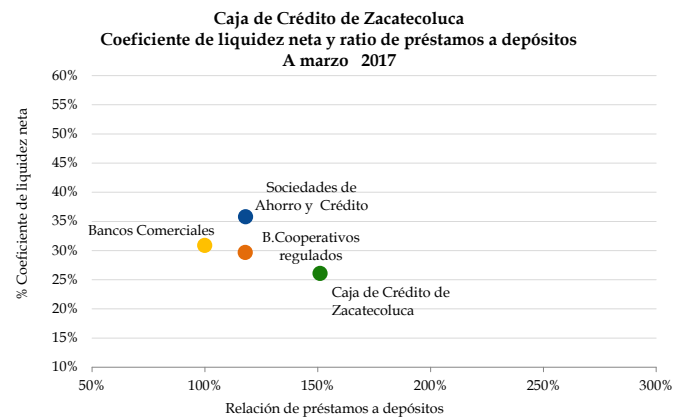
Se observan espacios de mejora en el avance de instrumentos técnicos capaces de medir el grado de afectación sobre el margen financiero y el patrimonio frente a escenarios de volatilidad en riesgo de mercado por tipo de interés. No obstante, se valora de manera positiva que la Caja, haya diseñado herramientas para cálculo de tasas de equilibrio y competitividad para estimar márgenes de ganancias.

### 2.3 Riesgo de liquidez

La administración aplica estrategias de monitoreo planificación y control para la debida gestión de liquidez. En términos de un año, las posiciones líquidas ascendieron a

US\$8.5 millones, 15.0% del balance y experimentaron un crecimiento del 30.7% sobre la base generada al cierre del 2016.

En ese sentido, la relación de disponibilidades a obligaciones totales se ubicó en 19.3% versus 15.3% de marzo 2016. Debido a la ausencia de captación de fondos del público y el manejo programado de sus necesidades de liquidez, la participación de las disponibilidades sobre el saldo global de los activos se ha mantenido relativamente estrecha. Por su parte, la relación de préstamos a depósitos fue de 151.6%, explicando que la cartera de créditos se financia de forma equilibrada entre depósitos y préstamos con instituciones especializadas de créditos.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

Para la gestión de liquidez, la Caja realiza diariamente pruebas de tensión que simulan escenarios de estrés que le permiten establecer estimaciones aproximadas de sus obligaciones. La capacidad de generación de flujos derivado de sus actividades recurrentes, aunado al potencial soporte que podría recibir por parte de FEDECRÉDITO en caso de necesitarlo, son factores que ponderan favorablemente para mitigar este tipo riesgo. La liquidez inmediata continuará estrecha debido al crecimiento que experimenta la cartera crediticia.

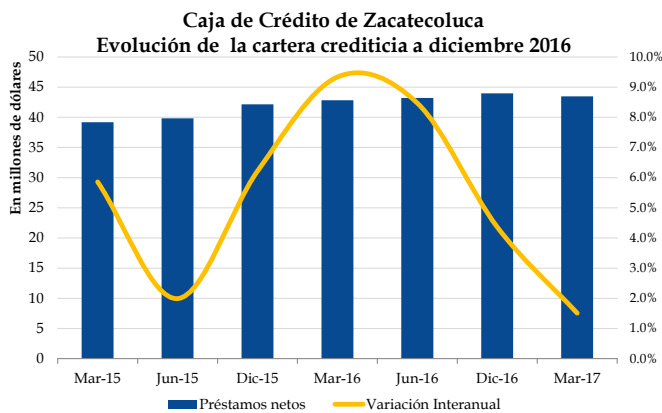
Indicadores liquidez	Mar-15	Jun-15	Dic-15	Mar-16	Jun-16	Dic-16	Mar-17
(Efectivo + Títulos valores) / Activo total	12.2%	14.1%	12.7%	12.2%	12.5%	13.0%	15.0%
(Efectivo + Títulos valores) / Obligaciones Financ.	15.4%	17.5%	15.8%	15.3%	15.6%	16.4%	19.2%
Relacion de préstamos a depósitos	162.6%	160.6%	165.1%	166.0%	163.0%	160.9%	151.6%

### 2.4 Riesgo de crédito

La Caja se caracteriza por mostrar un moderado apetito de riesgos y se apoya sobre la base de productos con garantía fiduciaria e hipotecaria, concentrando sus operaciones en productos de consumo, empresas y en menor medida vivienda. El crecimiento de sus operaciones crediticias ha sido sostenido, aunque su ritmo de expansión ha sido moderado, fluctuando en función de las oportunidades de negocios y favorecido por una combinación de activos y pasivos que le han generado rentabilidades atractivas.

Una buena porción de los préstamos otorgados, están respaldados por órdenes irrevocables de pago, con una relevante concentración en el sector público. La gestión del riesgo crediticio está debidamente controlada y apoyada por políticas de créditos conservadoras, aunando a la experiencia comprobada de la Institución en los sectores atendidos.

Ponderan en favor de la Caja, la adopción prudencial de la normativa legal vinculante a las instituciones financieras reguladas por la SSF. Lo cual, le ha permitido adaptarse de forma adecuada a las condiciones existentes del mercado y a potenciales cambios regulatorios. El perfil de riesgo crediticio es determinado por la calidad crediticia intrínseca de sus clientes y una estrategia consistente dirigida a los sectores de consumo y empresa.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

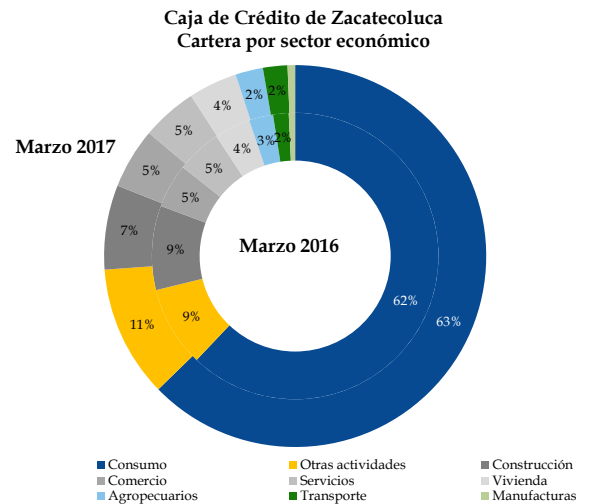
El portafolio crediticio acumuló un saldo de US\$45.5 millones y mostró una expansión del 2.3% al finalizar marzo 2017 (marzo 2016: +8.7%). Durante el periodo en análisis, el crecimiento de las operaciones refleja un dinamismo similar comparado contra los promedios reportados por la media sectorial de bancos comerciales (+5.2%), aunque conservador respecto al sistema de bancos cooperativo regulados (+11.7%).

Las exposiciones crediticias se caracterizan por una moderada concentración en el segmento gubernamental de alcaldías, cuyos saldos han mostrado un comportamiento de pago estable (17.7% de la cartera). El desempeño de esta cartera se ha favorecido de la fuente de pago institucional por medio de órdenes irrevocables de pago en favor de la Caja, permitiendo mantener a la Institución métricas favorables en calidad de cartera. No obstante, desequilibrios en los ingresos del Gobierno podrían retrasar los trasladados de fondos que éste realiza a las alcaldías; repercutiendo de forma inmediata en la capacidad de pago de las mismas.

El análisis crediticio se efectúa con base en parámetros normativos previamente establecidos, evaluando aspectos

tales como: tipo de negocio, capacidad de pago, record crediticio, investigaciones de campo, entrevistas, evaluación de garantías y arraigo de garantía, entre otras. La gestión de la mora se realiza desde antes de otorgar el crédito, mediante acceso a burós de créditos locales para consultar el comportamiento de pago de sus clientes.

La aprobación de los créditos es responsabilidad del Comité de crédito correspondiente y son órganos institucionales facultados para aprobar o denegar las solicitudes; exceptuando aquellas que no están dentro de sus facultades, las cuales son elevadas a niveles superiores para su análisis.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

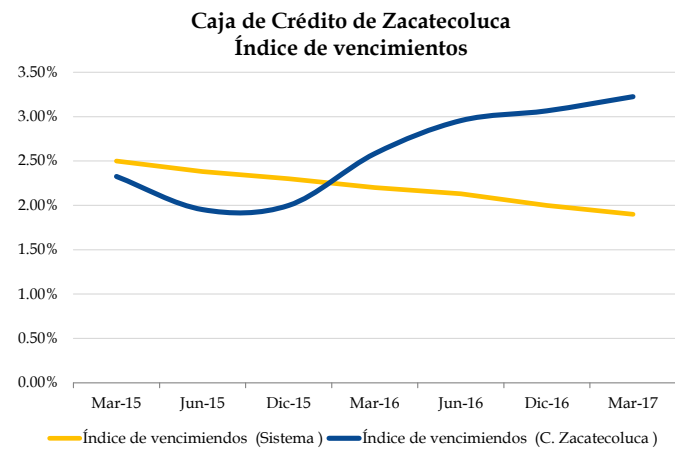
Al término de marzo 2017, la cartera por tipo de productos se concentró de la siguiente manera: consumo 62.9% (incluye tarjetas de crédito 2.5%); seguido de empresas 12.9%, alcaldías 17.7% y vivienda con el 7.0%.

La Caja mantiene concentrada sus operaciones en la zona central de país, La Paz (49%) y San Salvador (20%), debido a su menor expansión física en red de agencias. No obstante, en virtud del posicionamiento de franquicia del sistema FEDECRÉDITO, uso de la plataforma tecnológica del antes mencionado y una atención personalizada en sus mercados objetivos, a nivel de departamentos la Caja tiene presencia en todo el país. La Institución espera ampliar la calidad de sus servicios de intermediación con la remodelación de sus dos agencias, que en opinión de SCRiesgo, fortalecerá la imagen corporativa.

Los niveles de competitividad en la industria, el lento crecimiento de la economía, la problemática social, aunado al sobre endeudamiento de la plaza, continúan limitando el desempeño operativo del sector financiero. No obstante, la Caja ha sabido sortear estos desafíos impulsando estrategias conservadoras de colocación que se reflejan en ratios que comparan en línea con el sistema, acompañado de una

buena capacidad de generación orgánica en diferentes etapas del ciclo económico.

A marzo 2017, el indicador de morosidad mayor a 90 días está por encima del promedio histórico de los últimos 3 años. El *ratio* reportó 3.2%, desde un 2.6% observado en igual mes del año 2016. Históricamente, la Caja ha exhibido un buen comportamiento de pago de sus deudores, lo cual se refleja en índices de incumplimiento bajos, incluso en los periodos de mayor crecimiento. No obstante, el indicador se debilitó a partir del año 2016, debido al incumplimiento de dos créditos específicos. Cabe señalar que la política de la empresa es no realizar saneamientos, a pesar de la amplia cobertura sobre créditos vencidos.

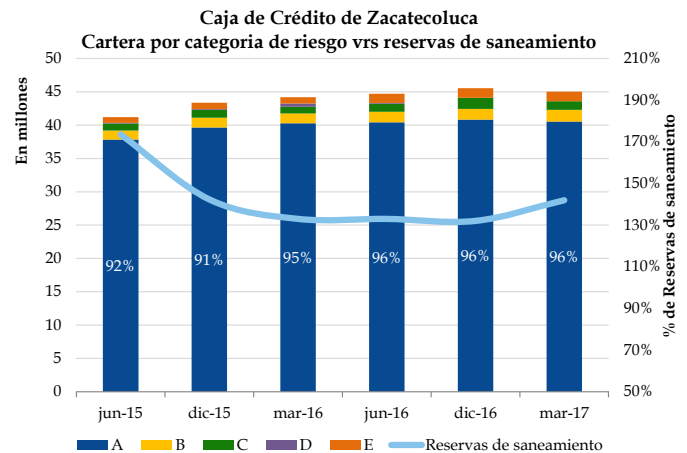


Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

Establecer límites para la autorización de créditos de empresas, robustecer la unidad de recuperación con personal calificado y el fortalecimiento de criterios para otorgar créditos de consumo, son algunas de las acciones tomadas por la Caja para mejorar la calidad de cartera. La agencia estima que los indicadores mostrarán estabilidad a futuro, en virtud de las prácticas adoptadas para su gestión.

La cartera por categoría de riesgo, muestra un desplazamiento de las categorías de menor riesgo a las de mayor riesgo. Las categorías A y B consideradas de menor riesgo han oscilado entre el 93% y el 95% de participación en los últimos dos años. Mientras que la cartera pesada (C, D y E), significó el 6.4% a marzo 2017, desde un 5.1% de la cartera total en el lapso de un año.

La relación de cobertura con reservas sobre los créditos vencidos supera ampliamente la pérdida esperada, al ubicarse en 136.8%, aunque menor frente al 142.3% reportado en marzo 2016. Cabe señalar, que el indicador se posiciona de manera favorable frente al reportado por el sector bancario comercial y el cooperativo, 118.0% y 116.8%, respectivamente.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

Como un soporte adicional para reducir la pérdida esperada, la Institución mantiene garantías reales tales como: hipotecarias, fiduciarias y prendarias. Cabe señalar, que buena parte de la cartera crediticia está respaldada por la modalidad de deducción automática a través de órdenes irrevocables de descuento, mitigando en cierta medida el riesgo de impago por las colocaciones generadas.

La Caja exhibe una moderada concentración por acreditado, los 20 mayores representaron el 18.3% de la cartera bruta total al cierre de marzo 2017. Cerca del 90% de estas exposiciones son alcaldías, todas clasificadas en categoría A1 y el pago está garantizado con órdenes irrevocables de pago, lo cual mitiga de manera parcial el riesgo crediticio.

Al cierre de marzo 2017, los activos de baja productividad no representan riesgos materialmente importantes que pueda deteriorar el patrimonio en virtud de las amplias reservas dentro del balance.

Se destaca positivamente que la Caja este adoptado de forma prudencial la normativa aplicable a las entidades reguladas, a través de la supervisión y apoyo de FEDECRÉDITO. Lo anterior, como una iniciativa de autorregulación ante un potencial proceso de supervisión por parte del organismo oficial. Para equilibrar estos avances, la Institución debe continuar progresando en el diseño y fortalecimiento de herramientas para medir y controlar el riesgo crediticio, liquidez y operativo.

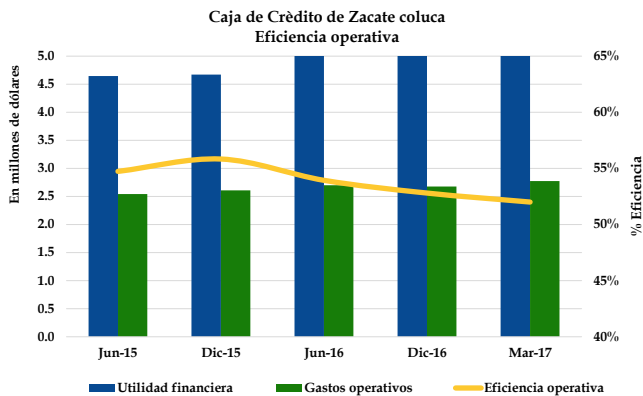
Indicadores calidad de activos	Mar-15	Jun-15	Dic-15	Mar-16	Jun-16	Dic-16	Mar-17
Créditos Vencidos + Cobro Judicial / Cartera Direct	2.3%	2.0%	2.0%	2.6%	3.0%	3.1%	3.2%
Crédito C-D-E/Cartera Total	0.0%	5.4%	6.2%	0.0%	7.2%	7.0%	6.4%
Estimaciones / Crédito Vencidos + Cobro Jud	183.0%	200.0%	173.5%	142.3%	133.0%	141.9%	136.7%
Activos de baja productividad / patrimonio	-8.1%	-8.4%	-5.7%	-3.8%	-3.7%	-5.1%	-2.0%

Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

## 2.5 Riesgo de gestión y manejo

En opinión de SCRiesgo, las relaciones de eficiencia han sido favorecidas por un volumen de negocios relativamente alto respecto a la capacidad instalada. El buen desempeño de la utilidad financiera, controlados costos operacionales y la menor necesidad de incrementar los costos asociados al riesgo crediticio ponderan en favor del desempeño de la Caja al cierre del periodo en análisis.

La cobertura geográfica por medio de la red del sistema FEDECRÉDITO ha favorecido el aprovechamiento de economías de escalas, permitiendo a la Institución alcanzar volumetría de negocios y márgenes de rentabilidad importantes. No obstante, el portafolio poco diversificado de sus productos y servicios financieros aún es un desafío para obtener mayores ingresos financieros y comisiones por servicios. La Caja proyecta en un futuro inmediato modernizar sus dos agencias, lo cual puede generar momentáneamente sensibilidad en los *ratios* de eficiencia, aunque necesario para alcanzar mayores oportunidades de negocios.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

La eficiencia operativa, cuyo resultado representa el porcentaje que los gastos operativos consumen de los ingresos fundamentales del negocio reportó un 52.0%. Este indicador ha sido favorecido por volúmenes de negocios relativamente altos respecto a la infraestructura de la Caja. Por su parte, la relación de gastos operativos a los activos totales promedio, ha oscilado entre el 4.9% y el 5.1% en los últimos dos años.

Históricamente, la Caja ha logrado prescindir de una estructura intensiva de sucursales para gestionar adecuadamente los segmentos atendidos, lo cual refleja su posición conservadora. No obstante, consideramos que la concentración geográfica, sobre todo en su área de mayor afluencia es relevante y podría limitar la expansión futura, debido a los altos niveles competitividad. Contrario a estas limitaciones, ponderan como factor positivo el alto nivel de integración operativo al beneficiarse de la transferencia de conocimientos de su principal apoyo (FEDECRÉDITO) y

aprovechamiento de economías de escala por el uso de plataformas tecnológicas.

La eficiencia ha sido impulsada por avances en el uso de servicios tecnológicos, modalidad de pago de la mayor parte de sus deudores (órdenes de descuento) y por la reducción de gastos innecesarios en algunos productos vinculados al segmento de tarjetas de crédito y débito. Cabe señalar, que los gastos por riesgo crediticio no constituyen una limitante para los resultados finales.

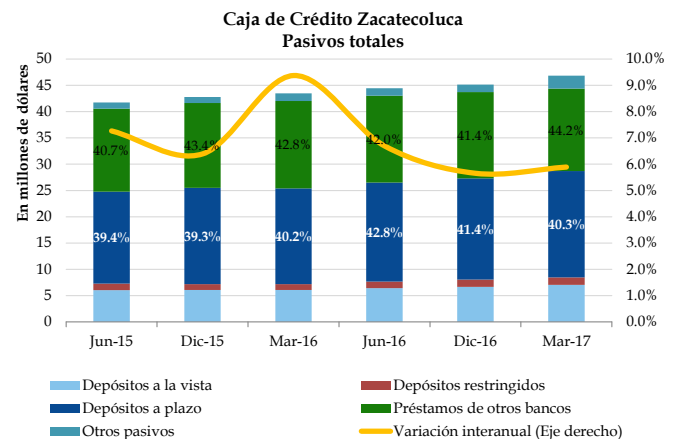
Indicadores gestión y manejo	Mar-15	Jun-15	Dic-15	Mar-16	Jun-16	Dic-16	Mar-17
Gastos operativos / Margen de intermediación	51.1%	54.7%	55.8%	48.8%	53.9%	52.8%	52.1%
Gastos operativos / activos totales promedio	5.1%	5.2%	5.1%	4.9%	5.1%	5.0%	5.1%
Costos en reservas / Margen de intermediación	10.7%	9.7%	10.1%	12.9%	13.6%	13.7%	9.8%
Activos productivos / Gastos operativos	18.04	17.78	17.78	19.08	17.79	18.00	19.60

Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

## 3. Fondo

La Caja presenta una fuente de fondeo balanceada entre depósitos y préstamos con instituciones especializadas de crédito. La Institución está realizando esfuerzos para diversificar su fuente de fondeo, aunque uno de sus principales desafíos continúa siendo obtener un financiamiento más diversificado que le permita abaratar costos de fondeo y flexibilizar los plazos para favorecer las brechas entre activos y pasivos.

La relativa estabilidad de los depósitos evidenciada en índices de volatilidad bajos, la facilidad de obtener líneas de crédito con sus proveedores al momento de requerirlo y la alta participación que ejerce el patrimonio en la estructura de deuda, ponderan en favor de la gestión de la liquidez. No obstante, el manejo de activos y pasivos se encuentra presionado por una buena parte del fondeo concentrado en el corto plazo, lo cual podría generar a futuro moderados descaldes de plazos en las bandas individuales menores a un año.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

La base de depósitos a la vista (15.0%) y en grado de importancia los a plazo con el 43.1%, constituyen una de las fuentes más importantes del fondeo, concentrando de forma combinada el 58.1% del pasivo. Los antes mencionados se muestran diversificados y relativamente estables. Bajo un escenario de alta volatilidad de los depósitos, las potenciales necesidades de liquidez de la Caja se pueden favorecer del soporte financiero que puede brindarle su socio estratégico (FEDECRÉDITO).

Con un saldo de US\$8.8 millones, las 20 mayores exposiciones concentraron el 31.3% de los depósitos al término de marzo 2017. El riesgo por concentración, es mitigado por la baja volatilidad de los depósitos, los cuales provienen de sus asociados. Cabe señalar, que la Entidad no capta depósitos del público por no estar regulada por los organismos oficiales.

Dentro de su plan estratégico, la Caja contempla la mayor diversificación y ampliación de las fuentes de fondeo, para lo cual pretende utilizar el mecanismo de la titularización de activos. Lo anterior, con el propósito de financiar operaciones crediticias y programar de mejor manera los vencimientos en los pasivos.

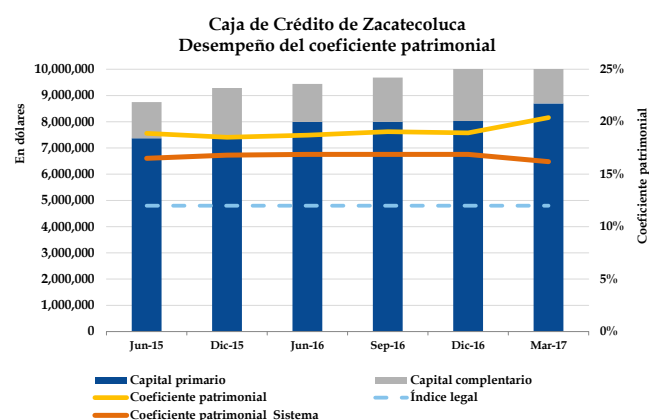
Indicadores liquidez	Mar-15	Jun-15	Dic-15	Mar-16	Jun-16	Dic-16	Mar-17
(Efectivo + Títulos valores) / Activo total	12.2%	14.1%	12.7%	12.2%	12.5%	13.0%	15.0%
(Efectivo + Títulos valores) / Obligaciones Financ.	15.4%	17.5%	15.8%	15.3%	15.6%	16.4%	19.2%
Relación de préstamos a depósitos	162.6%	160.6%	165.1%	166.0%	163.0%	160.9%	151.6%

Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

#### 4. Capital

Al término de marzo 2017, el patrimonio sostuvo un crecimiento interanual del 7.9%, este avance fue ligeramente menor en relación al incremento mostrado en igual periodo del 2016, cuando se expandió en +7.6%. Dentro del patrimonio, las cuentas con mayor participación son: reservas de capital (63.9%) y capital social (22.0%). Las inyecciones recurrentes de capital interno le provee a la Caja la fuente principal para incrementar el patrimonio. Tal dinámica es resultado de la participación alta de los activos productivos dentro del balance, la política de retener una parte de los excedentes anuales y una política de reparto de dividendos muy conservadora.

La Institución supera en gran medida los niveles de capital regulatorios, de acuerdo con el límite exigido por la normativa local (12%). Las relaciones patrimoniales son estables y su posición es favorable para absorber pérdidas inesperadas. El índice de fondo patrimonial a activos ponderados de riesgos fue de 20.4%, mayor al observado a marzo 2016 (17.5%), explicado por los niveles moderados de expansión que presentaron los activos crediticios. Actualmente, el indicador promedia superior a los observado dentro del sector bancario (16.2%).



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

En opinión de SCRiesgo, los indicadores de capital continuarán un comportamiento estable, en función de una posición adecuada de capital respecto a sus riesgos asumidos. Cabe señalar, que lograr una mezcla entre activos de riesgo y pasivos con costo a redituado en márgenes estables que le han permitido rentabilizar sus operaciones y asegurar el negocio en marcha. El principal soporte para su crecimiento continuará determinado por la generación interna derivada de sus operaciones recurrentes.

Indicadores de solvencia	Mar-15	Jun-15	Dic-15	Mar-16	Jun-16	Dic-16	Mar-17
Capital regulatorio / Activos pond. por riesgo	17.6%	18.9%	18.5%	17.5%	18.7%	18.9%	20.4%
Capital social / Activos pond. por riesgo	5.2%	5.2%	4.9%	5.0%	4.7%	4.6%	4.6%
Activos productivos / Patrimonio	4.95	5.04	4.84	4.91	4.92	4.64	5.20
Patrimonio / Activos totales	17.4%	17.2%	17.7%	17.5%	17.4%	18.0%	17.8%
Deuda / Patrimonio	5.18	4.80	4.64	4.72	4.75	4.55	4.63

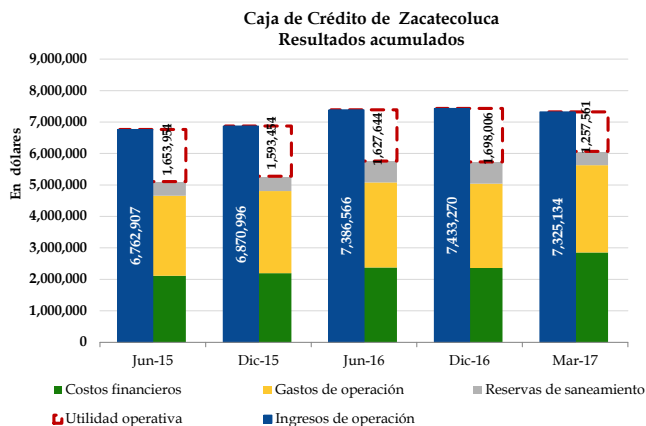
Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

#### 5. Rentabilidad

La rentabilidad de la Caja durante los últimos dos años ha promediado superior al sistema bancario, favorecida por el crecimiento de su base generadora de ingresos, estabilidad de los costos financieros y controlados gastos operativos. Contrario a esto, el crecimiento de los gastos no operativos y costos asociados al riesgo crediticio incidieron negativamente en los resultados finales. Al cierre del primer trimestre 2017, la utilidad neta fue de US\$280.7 mil, 25.0% más sobre el saldo absoluto del año anterior. El retorno sobre activos y patrimonio se ubicó en 2.0% y 11.5%, respectivamente, mejorando respecto a los resultados de marzo 2016 (ROA: 1.8% ROE: 10.0%).

Reflejo del balance concentrado en cartera crediticia, los ingresos por intereses se mantienen como la principal fuente de ingresos de operación. Además, las comisiones vinculadas al manejo del crédito ponderan en favor de los ingresos netos. La Caja espera aumentar la contribución relativa de los ingresos, concentrando sus estrategia en los segmentos ya atendidos y donde acumula una notable

experiencia (consumo, empresas y en menor medida vivienda).



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

El margen de intermediación neto (MIN) muestra una trayectoria estable en los últimos dos años, reflejo de la política de tasas bajas adoptadas por la Caja, para alentar el crecimiento en el volumen crediticio. A marzo 2017, el MIN se ubicó en 10.2% similar al 10.8% de marzo 2016. Una mayor diversificación de los productos financieros en segmentos más rentables puede alentar una mejora del indicador en la medida que la rotación de la cartera sea más corta. Por su parte, los cargos asociados al riesgo crediticio (reservas de saneamiento) disminuyó en 33.2% y consumieron el 9.8% de utilidad financiera respecto al 12.9% de marzo 2016.

Al cierre de marzo 2016, la utilidad financiera creció en 4.5%, en razón del menor crecimiento que experimentaron los ingresos operativos (+3.3%). El margen financiero aumenta a 69.1%, desde un 68.3% mostrando una relativa estabilidad en términos de un año. Mientras que los gastos operativos no han superado el 40% de los ingresos totales en los últimos dos años, lo cual ha favorecido la rentabilidad operativa.

Indicadores rentabilidad	Mar-15	Jun-15	Dic-15	Mar-16	Jun-16	Dic-16	Mar-17
Utilidad financiera / Activos Ponder. por riesgo	11.3%	10.8%	10.5%	11.3%	11.0%	10.9%	11.3%
Margen de interés neto	10.7%	10.1%	9.8%	10.8%	10.3%	10.3%	10.2%
Margen neto	11%	12%	13%	12%	12%	13%	15%
Retorno sobre el activo (ROA)	1.6%	1.6%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	2.0%
Retorno sobre el patrimonio (ROE)	9.3%	9.3%	9.9%	10.0%	9.7%	9.7%	11.5%

Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

## ANÁLISIS DE LOS INGRESOS

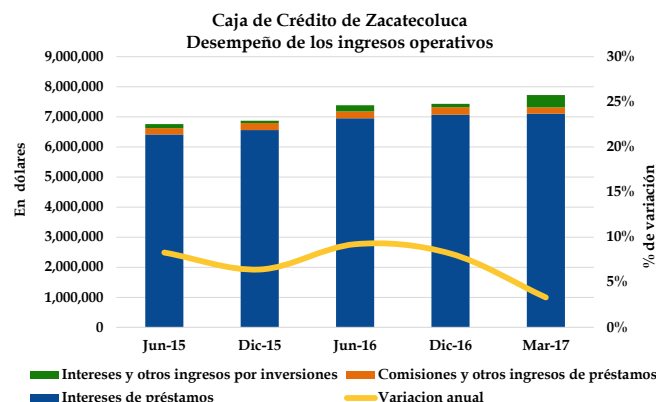
### Ingresos operativos

La mejora en los niveles de eficiencia operativa, la estabilidad en el margen financiero, la notable expansión de sus activos productivos, la tendencia al alza en los ingresos de intermediación y el comportamiento de la rentabilidad patrimonial, reflejan el mejor desempeño de los ingresos

operativos durante los últimos cinco años (crecimiento promedio: +8.2%). La Institución, ha presentado niveles importantes de utilidades y generación interna de capital para los riesgos asumidos en los últimos años.

En función de la base de activos productivos, los ingresos de operación acumularon un saldo por US\$1.8 millones al primer trimestre del año 2017, creciendo a menor ritmo relativo que marzo 2016 cuando se expandió a una tasa del 10.1%. Estos ingresos provienen en su mayor parte del negocio crediticio enfocado a consumo, empresas y una porción residual de vivienda.

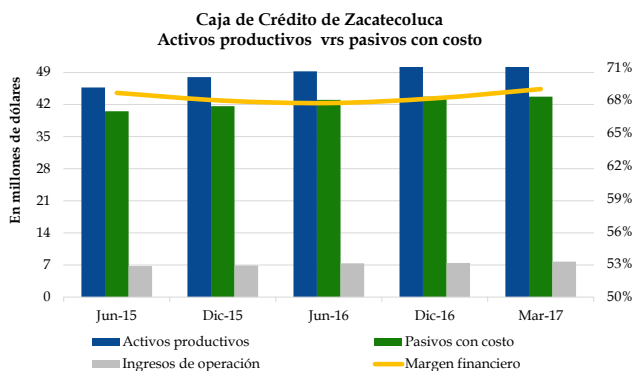
Los valores de titularización estarán respaldados por Los derechos sobre Flujos Operativos Futuros mensuales de la Caja de Crédito de Zacatecoluca correspondientes a una porción de los primeros flujos mensuales provenientes de cualquier flujo e ingreso que la Caja de Crédito de Zacatecoluca estuviere facultada legal o contractualmente a percibir. Donde destacan los relacionados a la cartera de préstamos que entran en un 100% y los no operativos, para servir como fuente de pago de la serie de Valores de Titularización emitida por el Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Caja de Crédito de Zacatecoluca Cero Uno FTRTCCZ 01. Los ingresos operativos por su naturaleza tienen hacer más predecible, recurrente y estable.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

La relativa estabilidad del margen financiero, ha estado en función de un ordenado y conservador crecimiento de los activos productivos (+4.8%), versus los pasivos que generan costo (+5.0%). Lo anterior, a pesar que la Caja opera en un contexto competitivo de crecientes tasas pasivas cuya variación no pueden ser trasladados con la misma rapidez hacia las tasas activas.





Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

SCRiesgo efectuó un análisis histórico de los ingresos operativos que genera la Caja. La información analizada tiene un horizonte de 5 años e incluye un análisis de la composición de los ingresos, tipo de operaciones que los genera y sensibilidad del sector a los cambios en los ciclos económicos. Históricamente, más del 95% de los ingresos totales se originan por los negocios de intermediación y una parte muy residual, corresponde a ingresos operativos no recurrentes.

### Análisis de sensibilidad

Para el análisis de este informe, se tomó de referencia el comportamiento del flujo histórico de ingresos operativos totales y los flujos derivados las cuentas por cobrar por el pago de la cartera. Lo anterior, con el propósito de realizar diferentes escenarios de estrés, y evaluar su comportamiento en diferentes momentos del ciclo económico. Por consiguiente, se realizó un análisis de la suficiencia de los flujos durante la vida de la transacción con el propósito de modelar las coberturas de la cesión a lo largo del servicio de la deuda. Lo anterior, ha sido importante para fundamentar los criterios de la clasificación.

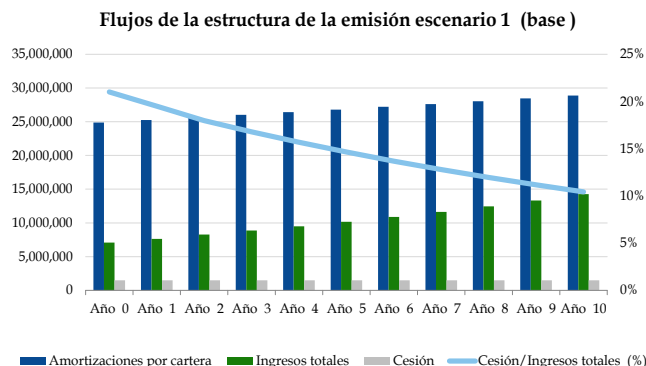
### Supuestos generales

Los escenarios de sensibilidad suponen varias incidencias que podrían de forma extrema afectar negativamente el desempeño de la estructura. En consecuencia, se analizaron los efectos de hasta un recorte máximo del -3.6% en los niveles base de generación de ingresos operativos, tomando como base la contracción más relevante que el sistema financiero mostró durante el periodo de la crisis financiera (2008-2009).

Estos escenarios buscan reproducir de manera independiente lo que pasaría con los flujos que respaldan los pagos a los tenedores de los bonos, si el ritmo de ingresos se redujera incluso a los niveles sistémicos de la pasada crisis financiera, si la economía salvadoreña se enfrentara a una crisis similar a la experimentada en 2008/2009 y su incidencia sobre los niveles de mora. A continuación se presenta cada escenario simulado.

### Escenario 1:

El escenario base contempla cifras de la Caja de Crédito de Zacatecoluca, cuya proyección contempló un periodo histórico estimado de los últimos cinco años. La simulación, considera un escenario de relativa estabilidad en los ingresos operativos y un comportamiento del flujo de las actividades crediticias proyectadas similares a la tendencia observada en su histórico reciente. Lo anterior, considerando un contexto económico y operativo similar al mostrado en el periodo de estudio, lento crecimiento económico, expansión sistémica moderada de los activos y contexto creciente de la tasa ponderada pasiva.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

En el siguiente cuadro se presenta el resumen de los resultados del escenario simulado:

Variables	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
Cesión/Ingresos totales (%)	21.0%	19.5%	18.0%	16.8%	15.7%	14.7%	13.7%	12.8%	11.9%	11.2%	10.4%
Cesión/Pagos de cartera (%)	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%	5.2%	5.2%
ICSD Promedio (ingresos totales)	4.76	5.13	5.56	5.96	6.38	6.83	7.31	7.82	8.37	8.96	9.58
ICSD promedio (pagos de cartera)	16.72	16.97	17.23	17.49	17.75	18.02	18.29	18.56	18.84	19.12	19.41

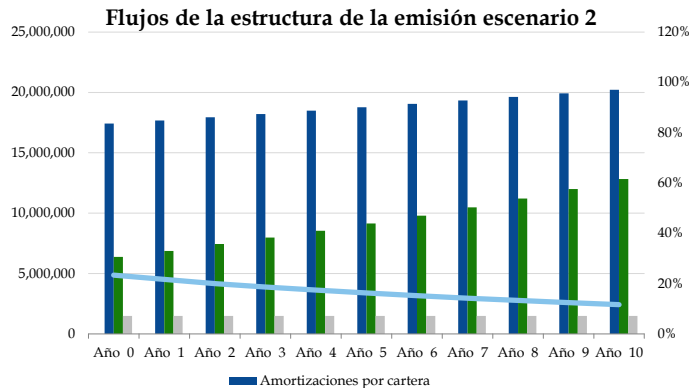
Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

La participación del monto de la cesión frente a los ingresos derivados de las actividades de intermediación, comisiones más inversiones, no excede el 19.5% en el primer año de sesión a lo largo de la vida de la emisión y muestra un comportamiento decreciente lo que indica una mejora gradual de las coberturas. En lo que concierne a los flujos de cartera, la cesión refleja un máximo del 5.9% en el primer año y un mínimo de 5.2% en el año diez. El análisis determinó una cobertura de los ingresos operativos de 5.1 veces sobre el monto de la sesión. Mientras que la de pagos por cuentas por cobrar de la cartera crediticia 17.0 veces el primer año de sesión.

### Escenario 2:

El escenario dos contempló un 10%, menor participación de los ingresos financieros proyectados de la Caja a lo largo de toda la cesión. Este escenario opera bajo el supuesto que la Caja crecerá pero a un menor ritmo relativo que el año anterior. Asimismo, para los flujos derivados de las cuentas

por cobrar del negocio de intermediación, se contempla una pérdida constante sobre la base proyectada del 30% sobre los flujos proyectados.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

En el siguiente cuadro se presenta el resumen de los resultados del escenario simulado:

Variables	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
Cesión/Ingresos totales (%)	23.4%	21.7%	20.0%	18.7%	17.4%	16.3%	15.2%	14.2%	13.3%	12.4%	11.6%
Cesión/Pagos de cartera (%)	8.5%	8.4%	8.3%	8.2%	8.0%	7.9%	7.8%	7.7%	7.6%	7.5%	7.4%
ICSD Promedio (ingresos totales)	4.8	4.6	5.0	5.4	5.7	6.1	6.6	7.0	7.5	8.1	8.6
ICSD promedio (pagos de cartera)	11.7	11.9	12.1	12.2	12.4	12.6	12.8	13.0	13.2	13.4	13.6

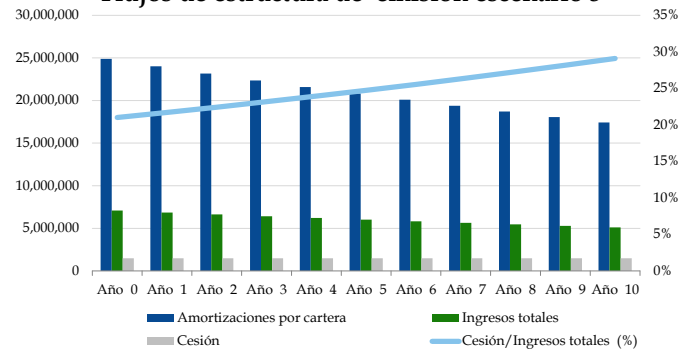
Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

En este escenario, la relación del monto de la cesión a los ingresos derivados de la cartera productiva incrementa a 21.7% durante el primer año de la sesión y cierra en el año doce con 11.6% de participación los ingresos operativos totales. Por su parte, el porcentaje de la cesión respecto a los flujos de las cuentas por cobrar pagadas es del 7.4%, finalizando el periodo de emisión, con un incremento de la desde un 5.2% en el escenario base al termino del diez.

### Escenario 3:

El escenario tres contempla una caída promedio en las amortizaciones de las cuentas por cobrar, tomando como base la contracción más baja de los últimos diez años, la cual fue registrada en el año 2009; cuando el sistema bancario se contrajo en 3.2%. Este escenario extremo, supone una caída gradual promedio del 3.5% para cada año de los flujos proyectados. Asimismo, los ingresos operativos se estresaron con la contracción del 3.2% a lo largo de toda la emisión.

### Flujos de estructura de emisión escenario 3



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

En el siguiente cuadro se presenta el resumen de los resultados del escenario simulado:

Variables	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
Cesión/Ingresos totales (%)	21.0%	21.7%	22.4%	23.2%	23.9%	24.7%	25.5%	26.4%	27.3%	28.2%	29.1%
Cesión/Pagos de cartera (%)	6.0%	6.2%	6.4%	6.7%	6.9%	7.1%	7.4%	7.7%	8.0%	8.2%	8.5%
ICSD Promedio (ingresos totales)	4.8	4.6	4.5	4.3	4.2	4.0	3.9	3.8	3.7	3.6	3.4
ICSD promedio (pagos de cartera)	16.7	16.1	15.6	15.0	14.5	14.0	13.5	13.0	12.6	12.1	11.7

Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

En este escenario, la relación del monto de la cesión a los ingresos derivados de la cartera productiva se presenta un porcentaje del 21.7% durante el primer año de la sesión y cerrando con un 29.1% de participación de la sesión de los ingresos totales durante los primeros diez años de la emisión. Por su parte, el porcentaje de la cesión respecto a los flujos de cartera pagados a la Caja refleja un máximo del 15.1% en el año doce y un mínimo 6.9% al finalizar el año uno.

SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor. 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.”

“La calificación expresa una opinión independiente sobre la capacidad de la entidad calificada de administrar riesgos”

## Anexo 1

### Caja de Crédito de Zacatecoluca

#### Balance general

##### En dólares

Información financiera	Mar-15	%	Jun-15	%	Dic-15	%	Mar-16	%	Jun-16	%	Dic-16	%	Mar-17	%
<b>Activos</b>														
Caja y bancos	2,384,504	5%	3,452,371	7%	2,213,943	4%	2,683,260	5%	2,823,271	5%	1,992,369	4%	8,543,631	15%
Depósitos en Otras Entidades del Sistema Fir	3,592,029	7%	3,713,759	7%	4,431,839	8%	3,854,933	7%	3,964,639	7%	5,250,368	9%	-	0%
<b>Préstamos (brutos)</b>	<b>40,912,166</b>	<b>83%</b>	<b>41,447,565</b>	<b>82%</b>	<b>43,648,704</b>	<b>83%</b>	<b>44,463,344</b>	<b>83%</b>	<b>44,970,579</b>	<b>83%</b>	<b>45,973,103</b>	<b>83%</b>	<b>45,481,411</b>	<b>80%</b>
Vigentes	39,960,718	0%	40,638,361	0%	42,775,976	0%	43,314,574	0%	43,641,453	0%	44,563,709	0%	44,014,595	0%
Menos:														
Reserva de saneamiento	1,740,701	4%	1,618,449	3%	1,514,361	3%	1,634,893	3%	1,767,480	3%	2,000,407	4%	2,005,836	4%
<b>Préstamos después de reservas</b>	<b>39,171,465</b>	<b>80%</b>	<b>39,829,116</b>	<b>78%</b>	<b>42,134,344</b>	<b>80%</b>	<b>42,828,452</b>	<b>80%</b>	<b>43,203,099</b>	<b>80%</b>	<b>43,972,696</b>	<b>79%</b>	<b>43,475,575</b>	<b>76%</b>
Bienes recibidos en pago, neto de provisión	279,189	1%	249,928	0%	312,330	1%	360,768	1%	280,879	1%	284,648	1%	615,137	1%
Inversiones accionarias														
Activo fijo neto	1,488,953	3%	1,613,292	3%	1,644,036	3%	1,775,416	3%	1,898,265	3%	2,168,230	4%	2,205,535	4%
Diversos	257,182	1%	257,182	1%	310,829	1%	56,548	0%	56,548	0%	299,893	1%	-	0%
Otros activos	710,382	1%	550,888	1%	-	0%	478,456	1%	486,084	1%	-	0%	308,112	1%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>49,007,005</b>	<b>100%</b>	<b>50,789,837</b>	<b>100%</b>	<b>52,431,503</b>	<b>100%</b>	<b>53,620,032</b>	<b>100%</b>	<b>54,294,984</b>	<b>100%</b>	<b>55,606,952</b>	<b>100%</b>	<b>56,970,137</b>	<b>100%</b>
<b>Pasivos</b>														
Préstamos de otros bancos	14,345,556	29%	15,758,977	31%	16,126,657	31%	16,612,883	31%	16,500,079	30%	16,404,073	30%	15,703,999	28%
Otros pasivos	1,739,380	4%	1,200,616	2%	1,147,037	2%	1,461,444	3%	1,453,018	3%	1,421,454	3%	2,471,272	4%
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>40,457,828</b>	<b>83%</b>	<b>42,037,527</b>	<b>83%</b>	<b>43,142,677</b>	<b>82%</b>	<b>44,249,760</b>	<b>83%</b>	<b>44,852,837</b>	<b>83%</b>	<b>45,582,077</b>	<b>82%</b>	<b>46,856,635</b>	<b>82%</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>														
Capital social	2,248,929	5%	2,254,125	4%	2,269,107	4%	2,333,662	4%	2,226,020	4%	2,256,145	4%	2,229,615	4%
Reservas y resultado acumulado	289,727	1%	296,409	1%	296,409	1%	296,409	1%	298,600	1%	298,600	1%	298,600	1%
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>8,549,176</b>	<b>17%</b>	<b>8,752,310</b>	<b>17%</b>	<b>9,288,826</b>	<b>18%</b>	<b>9,370,272</b>	<b>17%</b>	<b>9,442,148</b>	<b>17%</b>	<b>10,024,875</b>	<b>18%</b>	<b>10,113,503</b>	<b>18%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>49,007,005</b>	<b>100%</b>	<b>50,789,837</b>	<b>100%</b>	<b>52,431,503</b>	<b>100%</b>	<b>53,620,032</b>	<b>100%</b>	<b>54,294,984</b>	<b>100%</b>	<b>55,606,951</b>	<b>100%</b>	<b>56,970,138</b>	<b>100%</b>

## Anexo 2

### Caja de Crédito de Zacatecoluca

#### Estado de resultado

##### En dólares

Información financiera	Mar-15	%	Jun-15	%	Dic-15	%	Mar-16	%	Jun-16	%	Dic-16	%	Mar-17	%
<b>Ingresos de operación</b>	<b>1,697,836</b>	<b>100%</b>	<b>3,381,453</b>	<b>100%</b>	<b>6,870,996</b>	<b>100%</b>	<b>1,869,769</b>	<b>100%</b>	<b>3,693,283</b>	<b>100%</b>	<b>7,433,270</b>	<b>100%</b>	<b>1,931,883</b>	<b>100%</b>
Intereses por ingresos y comisiones	1,587,002	0%	3,208,064	95%	6,559,643	95%	1,717,943	0%	3,476,547	94%	7,070,621	95%	1,777,055	92%
Ingresos por depósitos	45,126	0%	106,345	3%	238,232	3%	50,189	0%	113,001	3%	251,658	3%	52,698	3%
Intereses y otros ingresos por inversiones	65,708	0%	67,045	2%	73,121	1%	101,637	0%	103,735	3%	110,991	1%	102,130	5%
Intereses sobre depósitos	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
<b>Costos de operación</b>	<b>519,561</b>	<b>31%</b>	<b>1,058,109</b>	<b>31%</b>	<b>2,198,721</b>	<b>32%</b>	<b>592,975</b>	<b>32%</b>	<b>1,190,197</b>	<b>32%</b>	<b>2,363,026</b>	<b>32%</b>	<b>597,837</b>	<b>31%</b>
Intereses sobre emisión de obligaciones	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	293,665	0%
Intereses sobre préstamos	260,832	0%	531,410	16%	1,105,069	16%	310,234	0%	619,992	17%	1,194,689	16%	-	0%
<b>UTILIDAD FINANCIERA</b>	<b>1,178,275</b>	<b>69%</b>	<b>2,323,344</b>	<b>69%</b>	<b>4,672,275</b>	<b>68%</b>	<b>1,276,794</b>	<b>68%</b>	<b>2,503,086</b>	<b>68%</b>	<b>5,070,244</b>	<b>68%</b>	<b>1,334,046</b>	<b>69%</b>
Reserva de saneamiento	126,663	0%	224,768	0%	470,186	0%	164,739	0%	339,224	0%	695,184	0%	122,969	0%
<b>UTILIDAD DESPUÉS DE RESERVAS</b>	<b>1,051,612</b>	<b>69%</b>	<b>2,098,576</b>	<b>69%</b>	<b>4,202,089</b>	<b>68%</b>	<b>1,112,055</b>	<b>68%</b>	<b>2,163,862</b>	<b>68%</b>	<b>4,375,060</b>	<b>68%</b>	<b>1,211,077</b>	<b>69%</b>
<b>Gastos de operación</b>	<b>602,269</b>	<b>35%</b>	<b>1,271,599</b>	<b>38%</b>	<b>2,608,635</b>	<b>38%</b>	<b>623,522</b>	<b>33%</b>	<b>1,350,040</b>	<b>37%</b>	<b>2,677,054</b>	<b>36%</b>	<b>693,689</b>	<b>36%</b>
Personal	374,958	0%	783,061	23%	1,496,986	22%	369,581	0%	781,121	21%	1,503,857	20%	415,335	21%
Generales	188,673	0%	411,917	12%	957,879	14%	220,118	0%	498,891	14%	1,039,422	14%	254,113	13%
Depreciación y amortización	38,639	0%	76,620	2%	153,769	2%	33,823	0%	70,028	2%	133,775	2%	24,241	1%
<b>UTILIDAD DE OPERACIÓN</b>	<b>449,343</b>	<b>26%</b>	<b>826,977</b>	<b>24%</b>	<b>1,593,454</b>	<b>23%</b>	<b>488,533</b>	<b>26%</b>	<b>813,822</b>	<b>22%</b>	<b>1,698,006</b>	<b>23%</b>	<b>517,388</b>	<b>27%</b>
Otros ingresos netos	(146,203)	0%	(208,246)	-6%	(394,317)	-6%	(119,199)	0%	(95,944)	-3%	(251,443)	-3%	(74,013)	-4%
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO</b>	<b>303,140</b>	<b>18%</b>	<b>618,731</b>	<b>18%</b>	<b>1,199,137</b>	<b>17%</b>	<b>369,334</b>	<b>20%</b>	<b>717,878</b>	<b>19%</b>	<b>1,446,562</b>	<b>19%</b>	<b>443,375</b>	<b>23%</b>
Impuesto sobre la renta	109,130	0%	222,743	7%	307,567	4%	144,779	0%	274,435	7%	509,278	7%	157,875	8%
<b>UTILIDAD DEL PERIODO</b>	<b>194,010</b>	<b>11%</b>	<b>395,988</b>	<b>12%</b>	<b>891,570</b>	<b>13%</b>	<b>224,555</b>	<b>20%</b>	<b>443,444</b>	<b>12%</b>	<b>937,284</b>	<b>13%</b>	<b>280,667</b>	<b>15%</b>