

Instituciones Financieras Panamá Análisis de Crédito

La Hipotecaria, S.A.

Calificaciones Nacionales

La Hipotecaria, S.A.	Actual
Largo Plazo	A-(pan)
Corto Plazo	F2(pan)

Perspectiva

Estable

Emisiones

	Calificación
Valores Comerciales Negociables (VCNs)	F1+(pan)
Notas Comerciales Negociables (NCNs)	AA(pan)

Información Financiera

La Hipotecaria, S.A.
(miles de USD\$)

	31/12/09	31/12/08
Activos	223,068	228,047
Patrimonio	20,144	14,545
Utilidad neta	470	897
ROAA (%)	0.21	0.48
ROAE (%)	2.71	9.26
Patrimonio / Activos	9.03	6.3.8

Analistas

Martin F. Zaldivar
+503 2516-6615
martin.zaldivar@fitchratings.com

Rene Medrano
+503 2516-6610
rene.medrano@fitchratings.com

Reportes relacionados

- Metodología de Clasificación Instituciones Financieras

Fundamento de la Calificación

- Las calificaciones de riesgo asignadas a La Hipotecaria, S.A. (LHP) reflejan el potencial soporte que, en opinión de Fitch, recibiría de su accionista, Grupo ASSA, S.A. (Grupo ASSA), en caso de ser necesario. Por su parte, las calificaciones asignadas a las Notas Comerciales Negociables (NCNs) y a los Valores Comerciales Negociables (VCNs) reflejan la garantía explícita otorgada por Grupo ASSA a favor de los tenedores de dichos títulos.
- Históricamente, la rentabilidad de LHP ha sido baja, presionada aún más en el último año por los menores ingresos por comisiones de colocación de préstamos y administración de cartera titularizada. Se esperaría que para 2010 los niveles de rentabilidad mejoren en la medida que el portafolio de préstamos se expanda, las comisiones aumenten y el total de activos se reduzca producto de la titularización de hipotecas. Fitch cree que la rentabilidad de LHP se favorece igualmente debido a la poca constitución de provisiones derivada de la aplicación de las NIIF (dado el valor de la garantía que permite un alto grado de recuperación y el método por el que se determina si existe evidencia de deterioro en su cartera de préstamos, el cual no se basa en una estimación futura, sino en el comportamiento histórico de la mora).
- Históricamente, la participación de los préstamos vencidos se ha mantenido baja, representando a Dic09 el 0.35% del total de la cartera. Se prevé que la morosidad se mantenga baja en el corto plazo, reflejo de las proyecciones más positivas que presenta la economía panameña para el 2010 y el mantenimiento de los efectivos mecanismos de cobro.
- Además de las diferentes titularizaciones de cartera, las principales fuentes de fondeo que registra LHP son las emisiones de VCNs y NCNs, así como también los préstamos con instituciones financieras. En el transcurso del primer semestre de 2010, LHP titularizará US\$100 millones que luego serán colocados mayormente en el mercado internacional por medio del respectivo fideicomiso. Adicionalmente, para ampliar el plazo de fondeo y mitigar el riesgo procedente del descalce de plazos, LHP sustituirá gradualmente los VCNs por NCNs o facilidades crediticias a mediano y largo plazo.
- Las continuas aportaciones de capital fresco realizadas en los últimos 3 años, sumado a la práctica de no repartir dividendos, han permitido que el patrimonio se refuerce, mejorando sustancialmente el indicador que relaciona el patrimonio a total de activos y dejando en evidencia el compromiso asumido por la institución de cara a su próxima conversión a banco. Sin embargo, Fitch cree que, aún cuando se han realizado esfuerzos significativos por mejorar su nivel patrimonial, este es ajustado si se toma en cuenta la limitada constitución de reservas crediticias y que impactaría los recursos patrimoniales en caso de afrontar deterioros inesperados y continuos que excedan el valor de la garantía y reserva existente.

Soporte

Fitch considera que LHP recibiría soporte de Grupo ASSA en caso de ser necesario, en virtud de la importancia estratégica de sus operaciones. Las obligaciones contraídas por LHP (VCNs, NCNs y préstamos con instituciones financieras) reciben soporte explícito de Grupo ASSA a través de una fianza solidaria.

Factores Clave de las Clasificaciones

- Cambios en la calificación de la emisión resultarían de modificaciones en la capacidad y/o disponibilidad para otorgar soporte por parte de Grupo ASSA.

Perfil

LHP es una institución no-bancaria especializada en la generación, administración y titularización de créditos hipotecarios-residencial. LHP es parte de un conglomerado de empresas financieras cuya última sociedad consolidante es Grupo ASSA.

Perfil

La Hipotecaria, S. A. (LHP) inició operaciones en el año 1997 bajo la denominación Wall Street Compañía Hipotecaria, S. A., cambiando a su razón social actual en el año 2000. La compañía cuenta con una licencia de financiera emitida por la Dirección de Empresas Financieras del Ministerio de Comercio e Industrias de la República de Panamá (Ministerio de Comercio), siendo sus operaciones reguladas por la Ley No. 42 sobre las operaciones de empresas financieras. Asimismo, desde el año 1997 cuenta con licencia fiduciaria para dedicarse al negocio del fideicomiso en o desde la República de Panamá. LHP es la única institución no-bancaria en Panamá especializada en la generación, administración y titularización de créditos hipotecarios-residencial (principalmente aquellos cuyo financiamiento está amparado bajo la Ley de Intereses Preferenciales impulsada por el gobierno panameño). Las actividades de LHP no se encuentran reguladas por la Superintendencia de Bancos de la República de Panamá (SBP), excepto en lo relacionado a la actividad fiduciaria que ejerce. Actualmente, LHP ha solicitado el cambio de su razón social a Banco La Hipotecaria, S.A., el cual, de ser aprobado por la SBP operaría bajo Licencia de Banca General y sería supervisado por la SBP. La administración espera que dicho cambio se dé en el transcurso del 2010.

LHP es 100% subsidiaria de La Hipotecaria (Holding), Inc. (La Hipotecaria Holding), compañía constituida bajo las leyes de las Islas Vírgenes Británicas y que además posee la totalidad de las acciones de otras compañías (ver Tabla 1). El 18 de diciembre de 2009, International Finance Corporation (IFC) realizó una aportación de capital fresco a La Hipotecaria Holding, adquiriendo de esa manera el 15% de la participación accionaria. A partir de esa fecha, la composición accionaria de La Hipotecaria Holding es de 76.67% para Grupo ASSA, S.A., 14.99% para IFC, 8.17% para Inversiones Americasa, S.A. y 0.17% para Inversiones Biomat.

A Dic09, LHP ofrece sus servicios financieros a través de una red de distribución compuesta por 5 agencias ubicadas en la República de Panamá. En el corto plazo, la administración no planea ampliar la red de sucursales.

Tabla 1. Subsidiarias de La Hipotecaria Holding (US\$ miles)

A diciembre 2009

	Actividad Principal	Activos	Patrimonio	Utilidad Neta
La Hipotecaria, S.A. (Panamá)	Préstamos Hipotecarios	223,068	20,144	470
Online Systems	Desarrollo prog. de comp.	26	13	(4)
Mortgage Credit Reinsurance Ltd.	Reaseguros	665	296	638
Securitization and Investment Advisors	Asesoría Financiera Intern.	220	220	(93)
La Hipotecaria, S.A. de C.V. (El Salvador)	Préstamos Hipotecarios	83,945	10,102	2,000
La Hipotecaria de Colombia, S.A.	Préstamos Hipotecarios	671	658	(9)

Fuente: La Hipotecaria Holding, Inc y Subsidiarias

Grupo ASSA es una compañía cuyo único propósito es la tenencia de acciones e inversiones, manteniendo la propiedad controladora en diversas empresas: ASSA Compañía de Seguros, S. A., Grupo BDF, Inmobigral, S. A., La Hipotecaria (Holding), Inc., Desarrollo El Dorado, S. A. y Metropolitana Compañía de Seguros. De las anteriores sociedades, Grupo BDF representó la mayor participación en activos de Grupo ASSA a Dic09 (34.47%), mientras que ASSA Compañía de Seguros contribuyó con la mayor generación de utilidades netas del grupo (44.16%). La Hipotecaria Holding mantuvo una

participación en activos del grupo del 25.52% y una participación de las utilidades netas del 11.63%, procedentes en su mayoría de la operación en El Salvador.

Estrategia

Los 4 pilares fundamentales sobre los que descansa la estrategia de LHP son los siguientes: 1. Lograr una mayor especialización en su principal nicho de mercado (hipotecas), 2. En el mediano y largo plazo, expandir sus operaciones a otros países, 3. Mantener altos niveles de eficiencia operativa auxiliándose de la tecnología disponible y los recursos humanos de los que disponen y, 4. Lograr una mayor fortaleza financiera basándose en el adecuado manejo de los pasivos.

LHP se dedica a la generación, administración y titularización de créditos hipotecarios residenciales de clase media y media-baja, específicamente aquellos cuyo financiamiento está amparado bajo la Ley de Intereses Preferenciales impulsada por el gobierno panameño (Esta ley establece un régimen de intereses preferenciales por 10 años sobre los créditos hipotecarios para viviendas nuevas cuyo precio no exceda US\$80,000. De acuerdo con dicha ley, los préstamos hipotecarios amparados bajo esta ley podrán otorgarse hasta el 21 de mayo de 2014. Sin embargo, dicha fecha de vencimiento puede ser ampliada, tal como ha sucedido en ocasiones anteriores.). Actualmente LHP está en el proceso de titularizar US\$100 millones de su cartera hipotecaria, en una emisión de bonos que será ofrecida al mercado internacional en el corto plazo y cuyos fondos servirán para cancelar parcialmente la deuda que LHP actualmente posee con acreedores financieros. Cabe mencionar que, contrario al bajo crecimiento crediticio observado durante el año 2009, en el 2010 LHP espera colocar neto de repagos US\$20 millones adicionales en cartera de préstamos; sin embargo, dada la titularización de US\$100 millones de préstamos hipotecarios se estima una disminución en el volumen de cartera de aproximadamente un 45% respecto del portafolio de créditos registrado a Dic09.

La estrategia de cobro que la entidad utiliza es la figura legal de descuento de planilla, método ampliamente utilizado en el sistema financiero doméstico. Debido a la desaceleración económica experimentada en el transcurso de los años 2008 y 2009, LHP implementó medidas prudenciales que fortalecieron sus políticas de otorgamiento de créditos, trayendo consigo una mayor restricción en la colocación de préstamos que desembocó en un ritmo de expansión crediticia mucho menor que el registrado en años anteriores. Sin embargo, actualmente LHP se encuentra en el proceso de dinamizar y expandir su cartera crediticia mediante la promoción más dinámica de sus préstamos.

Con la próxima conversión a banco y las regulaciones prudenciales que esto implica, LHP espera darle mayor solidez a su relación con acreedores internacionales, esperando con ello, diversificar y/o reducir el costo de sus fuentes de fondeo.

Gobierno Corporativo

El gobierno corporativo ha sido implementado formalmente y cumple con los parámetros establecidos por la Comisión Nacional de Valores de Panamá. La Junta Directiva de la compañía se compone de 7 miembros (anteriormente 4) que ocupan posiciones directivas en Grupo ASSA, así como en otras entidades financieras. La frecuencia de reuniones es mensual. Tanto la Junta Directiva como la alta administración de LHP se encargan directamente de la dirección y gestión ejecutiva de La Hipotecaria en El Salvador y Colombia.

Presentación de los Estados Financieros

Las cifras financieras auditadas de LHP han sido preparadas de conformidad a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) emitidas por el Comité de Normas Internacionales de Contabilidad. Los estados financieros para los periodos fiscales comprendidos entre los años 2005-2009 fueron auditados por la firma KPMG, subsidiaria panameña de KPMG International, quienes no presentaron salvedad alguna.

Desempeño

Históricamente, los niveles de rentabilidad de LHP han sido bajos, influenciados en cierta medida por el bajo margen de interés neto observado en cada uno de los periodos analizados. Asimismo, la rentabilidad ha registrado un comportamiento variable en los últimos 4 años, debido en gran medida, a las variaciones observadas en los ingresos por comisiones. A Dic09, la rentabilidad de la institución se vio aún más presionada dado los menores ingresos por comisiones procedentes de la menor colocación de préstamos y administración de cartera titularizada, ubicando los indicadores ROAA y ROAE en 0.21% y 2.71%, respectivamente (Dic08: 0.48% y 9.26%). Al igual que en años anteriores, los indicadores de rentabilidad se favorecen de la poca constitución de provisiones derivada de las restricciones impuestas por la aplicación de las NIIF (dado el valor de la garantía que permite un alto grado de recuperación y el método por el que se determina si existe evidencia de deterioro en su cartera de préstamos, el cual no se basa en una estimación futura, sino en el comportamiento histórico de la mora). Vale mencionar que el margen de interés neto se redujo en el último año debido al encarecimiento de las fuentes de fondeo proveniente de los efectos de la crisis financiera internacional que impactó la mayoría de mercados de capitales. Se esperaría que, con los recursos obtenidos de la titularización de cartera, el pasivo con entidades financieras se reduzca, disminuyendo parcialmente el costo de fondeo local. En cuanto a los niveles de rentabilidad, se prevé que mejoren al cierre del año 2010, producto de mayores ingresos financieros y complementarios derivados de una colocación más dinámica de préstamos y una reducción del total de activos dada la titularización de cartera proyectada para el primer semestre del año. Cabe mencionar que la mejora en la rentabilidad se daría pese al aumento proyectado del gasto en provisiones derivado de la exigencia de la normativa local que requiere la constitución de provisiones de por lo menos el 1% de la cartera de préstamos bruta, efectivo una vez LHP se convierta en banco.

Ingresos de Operación

Los ingresos percibidos por los intereses de cartera crediticia conforman la principal fuente de retribuciones para LHP, seguida, aunque en menor medida, de las comisiones por otorgamiento de préstamos y por administración y manejo de la cartera titularizada. Los ingresos por intereses cobrados sobre cartera crediticia representan un 88.67% de los ingresos financieros brutos y experimentaron, en el último año, un crecimiento del 13.21%, ritmo mucho menor al promediado al cierre de los últimos 3 años (52.1%) debido a la baja expansión del portafolio de préstamos. Asimismo, producto de la poca colocación de préstamos y menores saldos de manejo de cartera titularizada, el crecimiento de las comisiones provenientes de estas actividades se redujo importantemente durante el 2009. Sin embargo, con la próxima titularización de cartera, las comisiones por manejo y administración se verán reforzadas, mientras que de llegarse a concretar el crecimiento proyectado de la cartera crediticia para el 2010, las comisiones por colocación de cartera mejorarán importantemente.

Provisiones

Históricamente, el gasto en provisiones de LHP ha sido bajo, representado en los últimos 5 años menos del 1% de la cartera crediticia promedio. Lo anterior se debe a la aplicación de las NIIF -que toman en consideración el valor de la garantía y su alto porcentaje de recuperación- y al hecho de que es una institución no regulada por la SBP. Fitch cree que, con el crecimiento proyectado de la cartera y la transformación a banco, el gasto en provisiones se verá reforzado en el transcurso del presente año, debido a las exigencias de la normativa local que requiere la constitución de provisiones de por lo menos el 1% de la cartera de préstamos bruta.

Gastos de Operación y Eficiencia

La eficiencia operativa de LHP se considera buena, mostrando mejoras significativas en el último año gracias a los importantes recortes en el gasto de personal, publicidad y de mantenimiento de la operación, entre otros. De esta manera, el indicador que relaciona los gastos operativos al total de activos se situó en 1.62%, nivel que por primera vez en los últimos 5 años de operación de la entidad, comparara favorablemente con el promedio del Sistema Bancario Panameño (1.86%). Cabe mencionar que LHP absorbe algunos gastos relacionados con la operación de La Hipotecaria de El Salvador. Se esperaría que en el corto plazo la carga operativa aumente un 11% aproximadamente, producto de los gastos incurridos en la transformación a banco, que incluye mayores gastos en publicidad, trámites legales y desarrollo de negocios, entre otros.

Perspectivas de Desempeño

Fitch prevé que los niveles de rentabilidad de LHP mejorarán en la medida los ingresos operativos aumenten (producto de la expansión de la cartera crediticia y el crecimiento de comisiones por colocación y administración de préstamos) y el volumen de sus activos totales disminuya dada la próxima titularización de US\$100 millones de cartera crediticia. Asimismo, con los recursos obtenidos de la mencionada titularización, el fondeo con instituciones financieras se reducirá significativamente, disminuyendo de esa manera los costos financieros y mejorando el margen de interés neto. Se prevé que el gasto en provisiones aumentará dado el crecimiento estimado de cartera, carga que si bien es mayor a la que actualmente registra la institución, será contrarrestada por los mayores ingresos operativos proyectados para este año.

Administración de Riesgo

Las políticas de crédito, tanto de la operación panameña como de la salvadoreña, son formuladas por el Comité Ejecutivo de Políticas de Crédito, conformado por el Gerente General, los gerentes de país, el Vicepresidente de Riesgos, el Vicepresidente de Operaciones y los gerentes de crédito. En el caso de LHP, la totalidad de los préstamos es revisada y aprobada por el Comité de Crédito, cuyas reuniones son diarias y necesita contar con la aprobación de 2 miembros como mínimo. Tal comité está compuesto por el Gerente de País, el Vicepresidente de Riesgos, el Gerente de Créditos y el respectivo oficial de créditos. Como parte de las políticas de la compañía, los créditos hipotecarios se otorgan hasta 30 años hasta por un 98% del precio de venta en el caso de una vivienda nueva -precio máximo de US\$80,000- y hasta un 95% del precio de venta si la vivienda es usada. La hipoteca promedio es de US\$24,207 aproximadamente, con un plazo promedio de 25.3 años.

LHP utiliza la figura legal de descuento de planilla como una manera de mantener una adecuada calidad de activos productivos. Esta figura, que lleva más de 30 años de vigencia (Ley No. 97 del 4 de octubre de 1973), es ampliamente utilizada dentro del Sistema Financiero Panameño, con la que las instituciones financieras, previa autorización del Ministerio de Vivienda y del empleado, pueden descontar directamente la cuota mensual derivada del financiamiento hipotecario otorgado hasta un máximo del 75% del salario bruto del empleado. Como medida preventiva, LHP aprueba hasta un 35% del salario bruto del empleado. Dicha deducción tiene preferencia sobre cualquier otro descuento crediticio.

De acuerdo con la política de préstamos, LHP exige primera hipoteca sobre cada uno de sus préstamos hipotecarios, mientras que los préstamos personales se otorgan únicamente a aquellos clientes que cuentan con segunda hipoteca con la entidad. Los préstamos personales no cuentan con garantía hipotecaria y representan, a Dic09, el 9.5% de la cartera total.

Además del cobro automático al cliente, las estrategias de control de riesgos de la institución incluyen una serie de acciones coordinadas para lograr el pago una vez han

transcurrido 5 días de mora en aquellos casos cuyo mecanismo de cobro no sea por descuento directo. Si no se ha logrado un arreglo de pago con el cliente durante los 90 días de impago, la institución inicia las labores para la reposición del bien vía legal, disponiendo en la mayoría de los casos, de una cesión del inmueble por parte del prestatario que facilita significativamente dicha labor.

Riesgo de Crédito

Motivado por las condiciones económicas menos favorables ocurridas en el transcurso de los años 2008-2009 y las políticas de crédito más restrictivas aplicadas por LHP, el ritmo de expansión de la cartera crediticia en el último año fue bajo (3.63% versus 50.90% a Dic08). Sin embargo, para el cierre del 2010, la entidad espera colocar US\$24 millones adicionales en préstamos, la mayoría de ellos de carácter hipotecario. No obstante, es necesario mencionar que, con la titularización de US\$100 millones de cartera hipotecaria y el repago estimado de créditos, el volumen del portafolio de préstamos al final del presente periodo se verá reducido en aproximadamente 45%. 59.83% (US\$108.9 millones) de la cartera total se encuentra garantizando las obligaciones contraídas con acreedores financieros, participación que se verá reducida una vez se cancelen parcialmente dichas deudas con los recursos obtenidos de la titularización de cartera.

Como resultado natural del nicho al que se orienta, la cartera de préstamos de la entidad se encuentra altamente atomizada (6,022 préstamos hipotecarios y 2,757 préstamos personales), reflejado en la baja concentración de los 20 mayores deudores que a Dic09 representan únicamente el 0.7% de la cartera total (6.75% del patrimonio). El tipo de clientes que LHP atiende está compuesto en gran medida de gremios de maestros, enfermeras, policías, entre otros. La concentración por tipo de empleador se considera moderada, siendo el mayor de ellos el Ministerio de Educación, con una participación del 14.98% del total de la cartera, siguiéndole la Caja del Seguro Social con un 5.25%. Los préstamos otorgados bajo el mecanismo de descuento de nómina representaron 85.2% del total de cartera, beneficiando significativamente el control de mora sobre su portafolio de préstamos.

Reservas e Incobrables

Históricamente, la participación de los préstamos vencidos con mora mayor a 90 días se ha mantenido baja, representando a Dic09 el 0.35% del total de la cartera. Esto gracias al uso del mecanismo de descuentos quincenales en nómina en la mayoría de la cartera crediticia y un eficiente sistema de cobros elaborado por la misma institución. Se prevé que la morosidad se mantenga baja en el corto plazo, reflejo de las proyecciones más positivas que presenta la economía panameña para el 2010, así como también del mantenimiento de los mecanismos de cobro aplicados hasta ahora por LHP. Por su parte, la poca constitución de reservas mantiene la cobertura crediticia en niveles bajos, registrando a Dic09 una cobertura de apenas el 10.04% de los préstamos vencidos (Dic08: 16.7%). Las limitantes impuestas por la aplicación de las NIIF, impiden la constitución de mayores reservas que pudieran mitigar cualquier impacto inesperado en los préstamos que exceda el valor de la garantía y la reserva existente, siendo importante resaltar que por política interna la entidad no se reestructuran préstamos, mientras que los saneamientos crediticios netos se mantienen bajos por la alta recuperación histórica.

Otros Activos Productivos

Representando el 8.94% del total de pasivos, el portafolio de inversiones se compone principalmente por Bonos serie B emitidos por el Octavo Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios (US\$12.45 millones), seguido, aunque en menor medida, por los Bonos serie B emitidos por el Noveno Fideicomiso de Préstamos Hipotecarios (US\$1 millón), Bonos serie A emitidos por el Noveno Fideicomiso de Préstamos Hipotecarios (US\$730.6 miles) y finalmente, Bonos de la República de Panamá (US\$213.5 miles).

Adicionalmente, la entidad reporta la retención de un interés residual de US\$3.3 millones producto de las titularizaciones de cartera a través del Octavo y Noveno Fideicomisos de Bonos de Préstamos Hipotecarios y Primer Fideicomiso de Bonos de Préstamos Personales.

De acuerdo con Fitch Ratings, los bonos serie B poseen mayor riesgo que los bonos serie A, dado que los primeros absorberían las pérdidas que la cartera titularizada generara si en un momento de estrés sobrepasasen las proyecciones de pérdida estimadas por la estructura más los intereses residuales retenidos por LHP. De suceder lo anterior, el exceso de pérdidas afectaría directamente el patrimonio de la entidad. Adicionalmente, y dada la calidad crediticia de los bonos B, la liquidez de los mismos es más limitada.

Riesgo de Mercado

Las tasas de interés contratadas en los préstamos colocados por LHP son de carácter variable. Sin embargo, esta característica se ve restringida por el límite impuesto por el gobierno en la tasa de interés preferencial y su poca variabilidad en el tiempo. Contrariamente, la mayoría de los pasivos son de corto plazo, contratados a tasas de interés fija, cuya variación es más frecuente y de mayor magnitud, que la variación en las tasas de interés activas. Fitch considera que este tipo de variaciones en la tasa pasiva no se puede trasladar a los clientes con la misma velocidad y efectividad con la que varía el costo de fondeo, generando con ello un riesgo de tasas de interés para la institución. De convertirse en banco, LHP podrá beneficiarse en el largo plazo de las relativamente menores tasas de interés de los depósitos transaccionales (cuantas corrientes y de ahorro), situación que actualmente no goza debido a su calidad de institución no regulada por la Superintendencia de Bancos.

Fondeo y Patrimonio

Fondeo

La titularización de cartera de préstamos, que posteriormente es trasladada a un fideicomiso y colocada al público en forma de bonos, es, de manera general, el mecanismo natural de la entidad para captar fondos y repagar los préstamos de corto plazo adquiridos con los diferentes acreedores financieros. Adicionalmente, la entidad se fondea con Valores Comerciales Negociables (VCNs) y Notas Comerciales Negociables (NCNs), donde el plazo de vencimiento de los primeros es de hasta 1 año y el de los segundos oscila entre 2 y 5 años. Los VCNs cuentan con la fianza solidaria de Grupo ASSA mientras que los NCNs cuenta con cartera hipotecaria en garantía a favor de los tenedores de las notas. En caso de incumplimiento de los NCNs, el fiduciario pondrá a la venta la cartera de préstamos hipotecarios y en caso de venta por un monto menor, Grupo ASSA cubriría cualquier diferencia. Vale mencionar que en el último año, en un esfuerzo por ampliar el plazo de vencimiento, LHP redujo el saldo de VCNs en US\$40.3 millones y aumentó el de NCNs por un monto similar. La totalidad del saldo de los actuales VCNs vence en el transcurso del 2010 y se esperaría que sean gradualmente reemplazados por fondeo a mediano y largo plazo como NCNs, préstamos con entidades financieras y futuras titularizaciones. A Dic09, la compañía tenía autorizado por la Comisión Nacional de Valores de Panamá US\$150 millones en VCNs de los cuales mantenía en sus balances US\$89.7 millones. De acuerdo con las proyecciones de la entidad, una vez transformada en banco, la estructura de fondeo en el corto plazo seguirá dependiendo principalmente de los mecanismos mencionados anteriormente, ya que la captación de depósitos se mantendrá baja derivado de la poca capacidad de ahorro que tiene su mercado objetivo.

A Dic09, el fondeo con VCNs representa el 44.14% del total de pasivos, seguidos por los préstamos con entidades financieras (34.66%) y NCNs (19.53%). Vale mencionar que la emisión de NCNs paga intereses mensualmente y capital al vencimiento. Adicionalmente, esta emisión podrá ser redimida, parcial o totalmente, a partir del segundo año de

vigencia de la o las series ya emitidas (*ver características en reporte de calificación al cierre del año 2008*). Dado que ASSA responde por las sumas adeudadas a los inversionistas en los VCNs y después de vendida la cartera hipotecaria en los NCNs, Fitch considera que el riesgo crediticio de ambas emisiones refleja, en última instancia, el que posee Grupo ASSA.

Los préstamos con entidades financieras corresponden en su totalidad a líneas de crédito revisables cada 12 o 24 meses, respaldadas en su totalidad por cartera de préstamos de hipotecas residenciales y la fianza solidaria de Grupo ASSA. Se espera que con los recursos obtenidos con la próxima titularización de cartera hipotecaria, el saldo de este tipo de préstamos se reduzca importantemente. Dentro de las entidades que figuran en este tipo de financiamiento se pueden mencionar Banco de Nova Scotia, Banco Nacional de Panamá, BBVA, Banco General, Banesco, BICSA, Towerbank, Citibank Panamá, entre otros. El préstamo más grande representa 35.50% del total de fondeo con acreedores financieros, mientras que el segundo alcanza un 30.00%. Debido a que una alta proporción del fondeo tiene vencimientos inferiores a 2 años y las operaciones de crédito colocadas por la entidad son a largo plazo, existe un descalce de plazo estructural, situación que se prevé mejorará parcialmente en la medida se repaguen dichos préstamos y/o se alarguen los periodos de vencimiento.

A la fecha, los recursos procedentes de los bonos de préstamos hipotecarios, emitidos por fideicomisos independientes establecidos especialmente para ese propósito, ascienden a US\$173 millones (distribuidos en 8 fideicomisos de cartera hipotecaria y 1 de préstamos personales) (ver Tabla 2). Dichas emisiones están registradas fuera del balance de la entidad, garantizadas únicamente con cartera crediticia hipotecaria-residencial originada por LHP (US\$165 millones) y cartera de préstamos personales (US\$8 millones), las cuales son vendidas sin recurso y a valor nominal al respectivo fideicomiso. Los principales compradores de los bonos lanzados hasta ahora han sido inversionistas institucionales domésticos y clientes de banca privada. Sin embargo, la mayoría de los títulos que se originarán del Décimo Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios van a ser colocados en el mercado internacional, dejando únicamente un 15% para ser colocados en el mercado local panameño. Estos fondos le servirán a LHP para liberar las líneas de financiamiento contratadas directamente y así poder originar más hipotecas de colocaciones nuevas realizadas.

Fitch estima que, una vez LHP se convierta en banco, reforzará paulatinamente los estrechos niveles de liquidez que actualmente presenta, en la medida la captación de depósitos del público de inicio y se fortalezca con el tiempo.

Patrimonio

Continuas aportaciones de capital fresco realizadas en los últimos 3 años (US\$5 millones en 2009, US\$9.25 millones en 2008 y US\$1 millón en 2007), aunado a la práctica de no repartir dividendos, han permitido que los niveles patrimoniales de LHP hayan aumentado, mejorando sustancialmente el indicador que relaciona el patrimonio a total de activos y situándolo en 9.03% (Dic08: 6.38%). En opinión de Fitch Ratings, mejoras en los niveles patrimoniales denotan el compromiso adoptado por la institución de cara a su próxima conversión a banco (capital mínimo para operar como banco de licencia general en Panamá es de US\$10 millones). Sin embargo, Fitch cree que, aún cuando se han realizado esfuerzos significativos por mejorar su nivel patrimonial, éste es ajustado si se toma en cuenta la limitada constitución de reservas crediticias que históricamente reporta la entidad -debido a la aplicación de las NIIF- y que impactaría los recursos patrimoniales de la entidad en caso de afrontar deterioros inesperados que excedan el valor de la garantía y la reserva existente.

Dado que la entidad poseía a Dic09 US\$13.7 millones en títulos de series subordinadas emitidas por el Octavo y Noveno fideicomisos de bonos de préstamos hipotecarios, para fines analíticos hemos ajustado el indicador que relaciona el capital elegible al total de activos sumándole el saldo neto de los bonos generados por las titularizaciones realizadas hasta Dic09 (US\$82.2 millones), con lo que dicho indicador se ubica en un 6.59% (Dic08: 4.62%).

Tabla 2. Emisiones de Bonos Hipotecarios (titularizaciones) hechas por LHP

Emisión (Fideicomiso)	Vencimiento*	Monto (US\$ miles)	Cupón	Calificación
Primera (1999): Series A y B	2029	15,000	A: TR - 1.75%; B: Variable	n.a.
Segunda (2001): Series A y B	2031	10,000	A: TR - 1.75%; B: TR - 1%	AA(pan)
Tercera (2002): Series A y B	2031	10,000	A: TR - 1.75%; B: TR - 1.25%	AA(pan)
Cuarta (2003): Series A y B	2032	10,000	A: TR - 2%; B: TR - 1.5%	AA(pan)
Quinta (2004): Series A y B	2033	10,000	A: TR - 2%; B: TR - 1.5%	n.a.
Sexta (2005): Series A y B	2034	10,000	A: TR - 1.75%; B: TR - 1%	AA(pan)
Séptima (2005): Series A y B	2021	10,000	A: TR - 1.25%; B: Variable	n.a.
Octava (2007): Series A y B	2036	90,000	A: TR - 0.7275%; B: TR - 1%	BBB
Primer F. Prést. Personales (2008)	2012	8,000	A: 7% anual; B: 10% anual	n.a.

* El vencimiento es el año indicado o el momento que venza el último crédito hipotecario

TR: Tasa de Referencia del mercado local hipotecario establecida por la SBP

Nota: En todas las emisiones, la serie A goza de prelación de pago de intereses sobre la Serie B

Fuente: La Hipotecaria Holding, Inc y Subsidiarias

Balance General
LA HIPOTECARIA, S.A.

(Cifras Expresadas en Miles de US\$)

	Auditados 12 meses Dic-09	Auditados 12 meses Dic-08	Auditados 12 meses Dic-07	Auditados 12 meses Dic-06	Auditados 12 meses Dic-05
A. PRESTAMOS					
1. Vigentes	181,460	175,155	115,855	130,447	64,014
2. Reestructurados	-	-	-	-	-
3. Vencidos (Mora Mayor a 90 Días)	630	550	585	393	252
4. (Reservas de Cartera de Créditos)	(63)	(92)	(74)	(185)	(11)
TOTAL A	182,027	175,614	116,366	130,655	64,256
B. OTROS ACTIVOS RENTABLES					
1. Depósitos en Bancos	13,994	13,569	6,092	4,546	1,470
2. Inversiones en Valores Públicos Nacionales	213	245	293	212	211
3. Otras Inversiones en Valores	17,955	23,665	15,977	-	-
4. (Reservas para Inversiones)	-	-	-	-	-
TOTAL B	32,163	37,479	22,361	4,757	1,681
C. TOTAL ACTIVOS RENTABLES (A+B)	214,190	213,092	138,727	135,412	65,937
D. ACTIVO FIJO NETO	821	1,183	742	610	543
E. ACTIVOS NO RENTABLES					
1. Caja	2	2	2	-	-
2. Activos Extraordinarios (Neto)	-	-	-	-	-
3. Otros	8,055	13,769	6,032	6,323	5,837
TOTAL E	8,058	13,772	6,034	6,323	5,837
F. TOTAL ACTIVOS (C+D+E)	223,068	228,047	145,502	142,345	72,316
G. DEPOSITOS Y OTROS FONDOS DE CORTO PLAZO					
1. Cuenta Corriente	-	-	-	-	-
2. Ahorros	-	-	-	-	-
3. Plazo	-	-	-	-	-
4. Otros	-	-	-	-	-
TOTAL G	-	-	-	-	-
H. OTROS FONDOS					
1. Préstamos de Entidades Financieras	70,405	74,271	37,550	52,759	33,215
2. Emisión de Títulos	129,345	135,022	98,933	82,655	34,300
3. Otros Fondos de Largo Plazo	-	-	-	-	-
TOTAL H	199,750	209,293	136,483	135,414	67,515
I. OTROS (no devengan intereses)	3,175	4,209	4,190	2,863	1,663
J. INSTRUMENTOS HÍBRIDOS					
1. Deuda Subordinada	-	-	-	-	-
2. Acciones Preferentes	-	-	-	-	-
3. Otros Instrumentos Híbridos	-	-	-	-	-
TOTAL J	-	-	-	-	-
K. PATRIMONIO					
1. Capital Social	18,750	13,750	4,500	3,500	2,500
2. Reservas, Resultados Acumulados y Otros	924	(102)	258	429	414
3. Utilidad del Período	470	897	71	139	224
4. Interés Minoritario	-	-	-	-	-
TOTAL K	20,144	14,545	4,829	4,068	3,138
L. TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO (G+H+I+J+K)	223,068	228,047	145,502	142,345	72,316
Inflación Interanual	2.4	8.7	4.2	2.7	3.1
Tipo de Cambio	1	1	1	1	1
n.d. : cifra no disponible.					
n.a. : no aplica.					

Estado de Resultados LA HIPOTECARIA, S.A.

(Cifras Expresadas en Miles de US\$)

	Auditados 12 meses Dic-09	Auditados 12 meses Dic-08	Auditados 12 meses Dic-07	Auditados 12 meses Dic-06	Auditados 12 meses Dic-05
1. Intereses Cobrados	14,672	13,083	8,140	7,019	3,609
2. Intereses Pagados	11,503	9,508	7,574	6,168	2,932
3. INGRESO NETO POR INTERES	3,169	3,575	566	851	677
4. Ingresos por Comisiones	1,293	2,814	3,499	2,700	1,684
5. Otros Ingresos Operativos Netos	-	-	-	-	-
6. Gastos de Personal	1,833	2,618	1,942	1,558	970
7. Otros Gastos Operativos	1,813	2,303	1,949	1,493	1,051
8. Provisiones	124	144	-	191	17
9. RESULTADO OPERACIONAL	691	1,325	173	309	323
10. Ingresos (Gastos) No Operacionales	-	-	-	-	-
11. Ingresos (Gastos) Extraordinarios	-	-	-	-	-
12. GANANCIA ANTES DE IMPUESTOS	691	1,325	173	309	323
13. Impuestos	222	428	102	171	98
14. Interes Minoritario	-	-	-	-	-
15. RESULTADO NETO	470	897	71	139	224
	Dic-09	Dic-08	Dic-07	Dic-06	Dic-05

Razones Financieras

Rentabilidad

1. Resultado Neto/Patrimonio (Promedio) *	2.71	9.26	1.60	3.85	8.87
2. Resultado Neto/Activos Totales (Promedio) *	0.21	0.48	0.05	0.13	0.36
3. Resultado Operacional/Activos Totales (Promedio) *	0.31	0.71	0.12	0.29	0.51
4. Utilidad antes de Impuestos/Activos Totales (Promedio) *	0.31	0.71	0.12	0.29	0.51
5. Gastos de Administración/Ingresos Operativos Netos	81.73	77.01	95.73	85.92	85.61
6. Gastos de Administración/Activos Totales (Promedio) *	1.62	2.63	2.70	2.84	3.22
7. Ingreso Neto por Interés/Activos Totales (Promedio) *	1.41	1.91	0.39	0.79	1.08

Capitalización

1. Generación Interna de Capital	2.71	9.26	1.60	3.85	8.87
2. Patrimonio/Activos Totales	9.03	6.38	3.32	2.86	4.34
3. Patrimonio Elegible/Activos	9.03	6.38	3.32	2.86	4.34
4. Activo Fijo Neto/Patrimonio	4.08	8.13	15.36	15.00	17.30
5. Patrimonio/Préstamos Netos	11.07	8.28	4.15	3.11	4.88
6. Índice de Suficiencia Patrimonial	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Patrimonio Libre	8.41	5.66	2.46	2.28	3.26

Liquidez

1. Disponib. /Depósitos y Otros Fondos de C. P.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Disponib. + Inv. en Valores/Depósitos y Otros Fondos de C.P.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Préstamos Brutos/Depósitos y Otros Fondos de C.P.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4. Disponib. + Inv. en Valores/Activos Totales	14.42	16.44	15.37	3.34	2.32

Calidad de Activos

1. Provisiones para Préstamos/Préstamos Brutos (Promedio) *	0.07	0.10	0.00	0.20	0.03
2. Prov. para Préstamos/Ganancia antes de Impuestos y Prov.	15.18	9.80	0.00	38.15	5.00
3. Reservas para Préstamos/Préstamos Brutos	0.03	0.05	0.06	0.14	0.02
4. Reservas para Préstamos/Préstamos Vencidos	10.04	16.68	12.71	47.09	4.23
5. Préstamos Vencidos/Préstamos Brutos	0.35	0.31	0.50	0.30	0.39
6. Préstamos 'C', 'D' y 'E'/Préstamos Brutos	0.07	0.08	0.24	0.00	0.00
7. Préstamos Vencidos Netos/Patrimonio	2.81	3.15	10.58	5.11	7.69
8. Activo Extraordinario Neto/Préstamos Brutos	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
9. Castigos de Préstamos/Préstamos Brutos (Promedio)	0.09	0.09	0.08	0.00	0.00

* Indicadores anualizados para períodos intermedios.

n.d. : cifra no disponible.

n.a. : no aplica.

TODAS LAS CALIFICACIONES DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y EXENCIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y EXENCIONES EN EL SIGUIENTE VÍNCULO: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADICIONALMENTE, LAS DEFINICIONES Y LOS TÉRMINOS DE USO DE LAS CALIFICACIONES SE ENCUENTRAN DISPONIBLES EN EL SITIO WEB DE LA AGENCIA 'WWW.FITCHRATINGS.COM'. LAS CALIFICACIONES PUBLICADAS Y LAS METODOLOGÍAS SE ENCUENTRAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO WEB EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, LAS POLÍTICAS DE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTO DE INTERESES, BARRERAS ENTRE AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y OTROS PROCEDIMIENTOS RELEVANTES SE ENCUENTRAN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE 'CÓDIGO DE CONDUCTA' DE ESTE SITIO.

Copyright © 2010 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004.
Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908- 0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información obtenida de los emisores, y suscriptores, y otras fuentes que Fitch considera confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este reporte se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una clasificación de riesgo de Fitch constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado título valor. La clasificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo crediticio y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está involucrado en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo crediticio de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones de ningún tipo. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor financiero. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto a la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún título valor para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible extensión tributaria o imposibilidad de los pagos realizados con relación a algún título valor. Fitch recibe honorarios de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores por clasificar los valores financieros. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US\$1.000 dólares y US\$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US\$10.000 y US\$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). La asignación, publicación, o difusión de una clasificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores financieros de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, los estudios realizados por Fitch pueden estar disponibles para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación con respecto a los suscriptores de medios impresos.