

Fitch Centroamérica, S.A.  
Edificio Plaza Cristal, Tercer Nivel  
79 Avenida Sur y Calle Cuscatlán  
San Salvador, El Salvador.

Tel.: (503) 2516-6600  
Fax: (503) 2516-6650  
www.fitchcentroamerica.com

27 de enero de 2009

Doctor  
Víctor Urcuyo  
**SUPERINTENDENTE DE VALORES  
Y DE OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS**  
Managua, Nicaragua

BOLSA DE VALORES DE NICARAGUA, S. A.	
RECIBIDO	
Nombre:	Diana Nanaez
Fecha:	28/01/09 Hora: 12:09

Estimado Doctor Urcuyo:

En cumplimiento a la NORMA SOBRE SOCIEDADES CALIFICADORAS DE RIESGO Resolución N° CD-SIBOIF-464-1-ENE30-2007, le remitimos Informe de la Calificación nacional de Riesgo de: **CREDIFACTOR S.A. y sus Emisiones** con su correspondiente Acta. Estas Calificaciones fueron asignadas por el Comité de Calificaciones de Riesgo de **FITCH CENTROAMÉRICA S.A.**, con cifras al 30 de Septiembre de 2008

**Calificación Nacional**

Largo Plazo	BB(nic)
Corto Plazo	B(nic)
Perspectiva	Estable

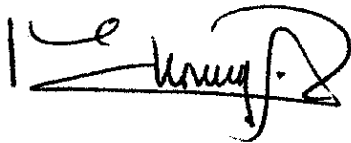
**Emisiones**

Títulos Estandarizados	
De Renta Fija	B(nic)

Los fundamentos en base a lo que se mantienen estas calificaciones, aparecen en el reporte de calificación adjunto.

Atentamente,

**FITCH CENTROAMERICA S.A.**



**MAURICE CHOUSSY R.**  
**DIRECTOR EJECUTIVO**

c.c.: Lic. Gerardo Arguello Leiva - Gerente General Bolsa de Valores de Nicaragua  
Ingeniero Mauricio Pierson

Instituciones Financieras  
Nicaragua  
Reporte Inicial

## CrediFactor, S.A.

### Calificaciones

	Calificación Actual
CrediFactor, S.A.	
Largo Plazo	BB(nic)
Corto Plazo	B(nic)

### Perspectiva

CrediFactor, S.A.	Estable
-------------------	---------

### Emisiones Locales

Títulos Estandarizados de Renta Fija	Calificación
Largo Plazo	BB(nic)
Corto Plazo	B(nic)

### Indicadores Financieros

CrediFactor, S.A.	30/09/08	31/12/07
Activos (mln C.)	159.5	150.8
Patrimonio(mln C.)	20.8	13.8
Utilidad Neta (mln C.)	7.0	5.6
ROAA (%)	6.0	4.3
ROAE (%)	54.0	51.5
Mora > 90 días / Cartera Total (%)	0.7	1.2
Patrimonio/Activos(%)	13.0	9.1

### Analistas

Carmen Matamoros  
+503 2516 6612  
carmen.matamoros@fitchratings.com

Marvin Guevara  
+503 2516 6613  
marvin.guevara@fitchratings.com

### Fundamento de la Calificación

- Las calificaciones asignadas a CrediFactor, S.A. (Credifactor) reflejan las elevadas concentraciones de la cartera, así como las potenciales restricciones al crecimiento de las operaciones, relacionadas con las limitaciones en el financiamiento institucional, dado el actual entorno. Asimismo, consideran los bajos niveles de morosidad, la alta rentabilidad, la estabilidad de su patrimonio y la flexibilidad de la institución para adaptarse a cambios en el entorno, debido al corto plazo de sus operaciones.
- Desde sus inicios, Credifactor ha registrado indicadores de rentabilidad altos y con tendencia positiva, acordes al riesgo asumido en sus operaciones, donde los amplios márgenes han sido suficientes para absorber la carga operativa y derivar en altas rentabilidades. Si bien las mayores restricciones bancarias al acceso a financiamiento derivadas de un entorno menos favorable podrían atraer mayores clientes, también podría afectar la capacidad de pago de clientes y pagadores; no obstante, el corto plazo de las operaciones activas brinda la flexibilidad necesaria para replantear la estrategia y mantener la rentabilidad y margen acostumbrados. Asimismo, las posibles limitaciones a la contratación y/o ampliación del financiamiento institucional, podría restringir el crecimiento de la entidad, y por lo tanto, la tendencia de los resultados.
- Las políticas y procedimientos de Credifactor le han permitido mantener bajos indicadores de mora. Sin embargo, la cartera presenta altas concentraciones que comprometen el patrimonio: el 100% de la cartera se encuentra colocada en córdobas con mantenimiento de valor (situación inherente a la actividad económica), donde únicamente el 30% de los pagadores son generadores de dólares, exponiendo a la entidad a un riesgo de crédito en caso de una fuerte devaluación; la alta concentración de la cartera en préstamos relacionados (46% patrimonio), en los 20 mayores clientes (76% de la cartera financiada) y en los 20 principales pagadores (65% del total de documentos por cobrar). En este contexto, las reservas cubren adecuadamente la morosidad pero se consideran estrechas sobre la cartera total, al tomar en cuenta las altas concentraciones de la misma.
- Históricamente, Credifactor ha mostrado una posición patrimonial estable y adecuada para sostener el ritmo de crecimiento de la entidad, aunque comprometida por las altas concentraciones de la cartera. Una emisión de acciones preferentes (con el BID/FOMIN como propietario del 50%) junto con la generación de utilidades han fortalecido la capitalización de la entidad durante los últimos años. A futuro, los indicadores patrimoniales mantendrían la tendencia positiva, en la medida continúen generándose los niveles de utilidades observados.

### Soporte

Aunque posible, no existe certeza de soporte externo para Credifactor en caso de ser requerido.

### Principales Determinantes de la Calificación

Cambios favorables en la calificación reflejarían mayor escala de las operaciones, menores concentraciones de cartera y consistencia en los indicadores de desempeño, calidad de cartera y posición patrimonial. Cambios negativos responderían a mayores concentraciones por clientes y/o pagadores, deterioros en la posición patrimonial o deterioros en los indicadores de calidad de cartera, así como a variaciones en las condiciones económicas del país que impacten la sostenibilidad de la institución.

### Perfil

CrediFactor, S.A. es una entidad financiera constituida en Nicaragua en el año 2000, cuyo objeto principal es el negocio de descuento de documentos.

## Perfil

CrediFactor, S.A. es una entidad financiera constituida en Nicaragua en el año 2000, que opera bajo la legislación mercantil de la República de Nicaragua. Su objeto principal es el negocio de descuento de documentos, que consiste en comprar a descuento y con recurso de sustitución facturas o cualquier otro documento representativo de crédito a través de cesión o endoso por parte del vendedor. A la fecha, la entidad ofrece sus servicios a través de una oficina central y cuenta con 23 empleados.

En la actualidad, Credifactor realiza en su totalidad operaciones bajo la modalidad de "Factoraje con Recurso", es decir, que el cedente de los documentos siempre tiene la responsabilidad sobre cada operación realizada en caso de un pago menor o ausencia de pago de los documentos por parte de los pagadores. La modalidad de crédito de Credifactor se basa en la autorización de líneas de crédito de corto plazo para cada cliente, cuyos desembolsos dependen del monto de las facturas a descontar y del plazo solicitado para el desembolso. El cedente o cliente formaliza una línea para descuento de documentos y en cada operación firma un contrato de cesión, una notificación al pagador de carta irrevocable de pago a favor de Credifactor, además de una letra de cambio. Una vez recuperado el 100% de los documentos, la entidad reintegra al cedente el porcentaje restante del monto cedido, cobrando una comisión por la cobranza/recaudación de los documentos.

El capital común se encuentra repartido en cuatro accionistas, donde el principal concentra el 50% del mismo. Adicionalmente, la entidad cuenta con capital preferente que incluye al BID como accionista, representando el 50% del mismo, quien también participa del financiamiento de la entidad y brinda asesoría técnica a la misma.

## Regulación

En Nicaragua, no existe una normativa específica que regule las operaciones de factoraje. En el caso particular de Credifactor, es una sociedad anónima regulada por el Código de Comercio nicaragüense. Sin embargo, al ser un emisor activo en la Bolsa de Valores, está sujeto al cumplimiento de los requerimientos que la Bolsa establezca. Voluntariamente, la entidad ha adoptado varias políticas bancarias, tales como la constitución de provisiones y los castigos, entre otras; aunque a partir del año 2008, la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras les exige el cumplimiento de la normativa bancaria de aprovisionamiento.

## Gobierno Corporativo

La propiedad de Credifactor está concentrada en una familia, propietaria en forma directa del 60% de las acciones. La máxima instancia dentro de la institución es su Junta Directiva, compuesta por 5 directores: 3 accionistas, 1 observador del BID y 1 director independiente. Este último funge como vigilante del consejo, siendo su principal función la de constatar los estados financieros auditados. La Junta Directiva es dirigida por el Presidente Ejecutivo de la empresa, quien es el principal accionista de la entidad. La Junta Directiva se reúne mensualmente y delega la administración operativa en un grupo gerencial en el que participan únicamente dos personas relacionadas.

## Estrategia

El 90% de la cartera está concentrada en factoring doméstico. Aunque no tienen ningún nicho de mercado definido, el perfil del cliente de la entidad son aquellas empresas o personas físicas que generan negocios rentables y con potencial de crecimiento, que buscan financiamiento de corto plazo. En este contexto, las metas de Credifactor para los próximos 5 años descansan en los siguientes ejes estratégicos: i) incrementar los volúmenes de crecimiento en 30% por año; ii) incrementar la rentabilidad de la empresa

en 20% en términos anuales; iii) crecer en al menos 20% clientes nuevos al año; y, iv) mantener índices de morosidad menores al 3% del monto total del patrimonio.

## Presentación de Estados Financieros

Los estados financieros de Credifactor han sido preparados de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados en Nicaragua. Los estados financieros al cierre de los ejercicios 2007, 2006 y 2005 han sido auditados por la subsidiaria local de la firma internacional PricewaterhouseCoopers, quienes no presentan salvedades en su opinión. Adicionalmente, se tuvo acceso a las cifras financieras intermedias no auditadas a Sep07 y Sep08, preparadas por la Administración. No existe requerimiento de auditoría para los estados financieros intermedios.

## Desempeño Financiero

Desde sus inicios, Credifactor ha registrado indicadores de rentabilidad altos y con tendencia positiva, acordes al riesgo asumido en sus operaciones. Los indicadores promedios de ROAA y ROAE de los últimos tres años ascienden a 3.4% y 36.2%, respectivamente. Los amplios márgenes de la entidad han sido suficientes para absorber la carga operativa y derivar en altas rentabilidades, observándose niveles de ROAA y el ROAE de 6.0% y 54.0%, respectivamente, a Sep08. Por su parte, el gasto en provisiones se ha mantenido bajo, acorde con la baja morosidad de su cartera.

## Ingresos Operativos

Tradicionalmente, la principal fuente de ingresos de Credifactor han sido los intereses cobrados por los desembolsos colocados, los cuales han mantenido un ritmo de crecimiento acelerado, 60% en promedio en los últimos tres años. A pesar que la entidad se fondea primordialmente con financiamiento de instituciones financieras, los gastos financieros han sido compensados por las altas tasas activas y junto con el crecimiento sostenido de los ingresos han permitido a Credifactor obtener altos márgenes. A futuro, el margen mantendría la tendencia observada, ya que a pesar del posible encarecimiento del fondeo, la alta revolvencia de la cartera permitiría trasladar dicho costo a sus tasas activas.

Los ingresos complementarios contribuyen moderadamente a los ingresos operativos y muestran una baja diversificación, dada la fuerte especialización en un solo negocio. El aporte de estos ingresos se mantiene constante, alcanzando a Sep08 un moderado 28%, provenientes en su mayoría de servicios asociados al factoraje tales como comisiones por cobranza y desembolsos, ganancia cambiaria e ingresos legales.

## Provisiones

Como se mencionó anteriormente, la política de constitución de provisiones de Credifactor está en línea con las exigencias del regulador local. El gasto en este rubro ha crecido paulatinamente, en la medida las operaciones de la institución se han expandido. No obstante, a Sep08 representa un bajo 8% de los ingresos operativos totales, acorde con el deterioro de los activos, aunque resultando en coberturas de reservas estrechas a la luz de las altas concentraciones de la cartera. Para el corto plazo, la constitución de provisiones tenderá a crecer aún más, considerando los planes de expansión agresivos de la entidad.

## Gastos Operativos y Eficiencia

Pese a la estructura liviana de la institución, Credifactor ha presentado históricamente unos débiles indicadores de eficiencia, compensados por los altos márgenes de la entidad. A Sep08 los gastos operativos totales representan el 9.45% de los activos totales promedio y absorben el 48.15% de los ingresos operativos netos; no obstante, ambos indicadores muestran una tendencia favorable, decreciendo desde Dic05. La Administración tienen

proyectado incluir en un par de años 2 sucursales a la estructura actual de la entidad, por lo que en el corto plazo no se esperan cambios en estos indicadores; no obstante, mejoras en los mismos provendrían del crecimiento de las operaciones e ingresos más que de una reducción en los gastos.

### **Perspectivas**

Para el cierre del 2008, los resultados continuaron beneficiándose del amplio MIN y del aún bajo gasto en provisiones. En los próximos años, si bien las mayores restricciones bancarias al acceso a financiamiento derivadas de un entorno económico menos favorable podrían atraer mayores clientes a la entidad, ese mismo entorno podría afectar la capacidad de pago de clientes y pagadores; no obstante, el corto plazo de las operaciones activas de Credifactor le brinda la flexibilidad necesaria para replantear su estrategia y mantener los niveles de rentabilidad y margen acostumbrados.

### **Administración de Riesgos**

La gestión de riesgos (control y monitoreo) de Credifactor está a cargo del área de Análisis Financiero e Inteligencia de Mercados, adicional a los controles que cada área realiza dentro del proceso de aprobación, desembolso y cobranza, supervisados por el área de Auditoría. Una vez validada la existencia y fecha de las facturas por el área de Confirmación, es el analista financiero quien realiza la evaluación correspondiente a los clientes (deudores directos) a fin de determinar el monto disponible para la línea de crédito. Finalmente, el área de Tesorería realiza los desembolsos una vez se tengan en orden los documentos legales firmados (letra de cambio, contrato, etc.). Cada desembolso necesita al menos 3 firmas y pasa por 6 puntos de revisión. El Manual Operativo, que contiene las políticas y procedimientos de la empresa, es aprobado por la JD y actualmente, están trabajando en la actualización del mismo.

El análisis realizado a los clientes se considera adecuado e incluye una evaluación cuantitativa, una cualitativa y el apoyo en la información contenida en los burós de crédito. Dentro de la cualitativa se valora el negocio y los riesgos derivados del mismo, mientras que en la evaluación cuantitativa la entidad cuenta con un "scoring" para analizar los estados financieros de los clientes, evaluar el ciclo de conversión del flujo de efectivo y el estado de usos y fondos. Por su parte, la evaluación y análisis de los pagadores está a cargo de la Gerencia de Créditos; sin embargo, en opinión de Fitch, este análisis exhibe ciertas debilidades al enfocarse únicamente en los aspectos cualitativos de los pagadores, limitando el establecimiento del perfil de riesgo real de los mismos.

La entidad cuenta con dos instancias de aprobación:

- Comité de Créditos Ejecutivo: conformado por el Presidente Ejecutivo, el Vicegerente General, el Gerente de Crédito y Negocio y Auditoría; está facultado para aprobar líneas hasta US\$ 50 mil.
- Comité de Créditos Directivo: conformado por los anteriores más dos directores de la JD; está encargado de aprobar cualquier operación superior a los US\$ 50 mil. Aproximadamente, el 29% de las líneas han sido aprobadas por esta instancia.

### **Riesgo de Crédito**

Tradicionalmente, la cartera de documentos por cobrar ha constituido el principal activo de la entidad, la cual ha exhibido un acelerado ritmo de crecimiento, principalmente en los últimos trimestres de cada año. Es importante destacar que la cartera financiada por Credifactor oscila entre el 85-89% de los documentos por cobrar totales (Ver Tabla 1).

**Tabla 1. Detalle de Cartera**

	Sep-08	Dic-07	Sep-07	Dic-06	Dic-05
<b>DOCUMENTOS POR COBRAR</b>	145,180	137,223	117,261	104,636	42,335
Cartera de Préstamos	126,387	121,710	101,887	88,794	36,159
Remanente del Importe Financiado (Reservas de Cartera)	18,793 (2,747)	15,512 (1,722)	15,374 (1,122)	15,842 (891)	6,176 (509)
<b>TOTAL</b>	<b>142,433</b>	<b>135,500</b>	<b>116,139</b>	<b>103,745</b>	<b>41,825</b>

Fuente: Credifactor

La cartera de documentos por cobrar muestra una adecuada diversificación por sector económico, siendo los sectores más representativos Construcción, Comercio, Agropecuario e Industria (Ver Tabla 2). Sin embargo, las concentraciones por clientes y pagadores individuales son altas. A Sep08, los 20 principales clientes representan el 76% de la cartera financiada y 4.6 veces el patrimonio de la entidad, así como los 20 pagadores más grandes equivalen al 65% del total de documentos por cobrar y 4.5 veces el patrimonio, exponiendo a la institución ante el deterioro de cualquiera de estas exposiciones. El mayor cliente representa el 46% del patrimonio de Credifactor y se dedica al sector de la construcción (empresa relacionada), mientras el mayor pagador corresponde a una empresa dedicada al sector de telecomunicaciones y equivale al 67% del patrimonio de Credifactor. Adicionalmente, 16 clientes y 15 pagadores más representan individualmente arriba del 10% del patrimonio de la entidad.

**Tabla 2. Cartera por Sector Económico\***

Sector (%)	Sep-08	Dic-07	Dic-06
Agropecuario	14.38	7.62	14.44
Comercio	25.24	43.13	27.25
Construcción	29.93	15.34	6.52
Electricidad	4.97	11.73	15.86
Industria	12.86	11.78	22.24
Servicios	7.69	8.50	4.15
Tecnología	4.93	1.22	9.33
Otros	0.00	0.66	0.22

\*Por pagador

Fuente: Credifactor

El 95% de la cartera de préstamos se encuentra domiciliada en Nicaragua y se encuentra completamente colocada en córdobas con mantenimiento de valor (situación inherente a la actividad económica), donde únicamente el 30% de los pagadores son generadores de dólares. Lo anterior, expone a la entidad a un riesgo de crédito en caso de una fuerte devaluación, ya que tanto los pagadores como los clientes podrían experimentar dificultades para pagar las facturas o sus préstamos en un escenario como ese. Cabe mencionar que el diferencial de las facturas versus el monto cedido (aproximadamente el 20% de los documentos por cobrar) mitigaría parcialmente dicho riesgo. Por su parte, la exposición a relacionados es significativa, representada por un solo deudor (el mayor cliente) que equivale al 46% del patrimonio de la entidad; no obstante, la entidad está fijando límites para dicha exposición hasta un 30% del patrimonio (similar a lo requerido por la Superintendencia), considerado alto en opinión de Fitch, comparado con las mejores prácticas financieras. Por el lado de las garantías, además de la letra de cambio y de la carta irrevocable de pago a nombre de Credifactor, la totalidad de la cartera está garantizada por avales fiduciarios.

### Reservas e Incobrables

Hasta la fecha, las políticas y procedimientos de la entidad le han permitido mantener una calidad de cartera adecuada. A Sep08, las proporciones de cartera vencida y cartera clasificada en las categorías de mayor riesgo relativo representan un bajo 1.22% y 2.49% de la cartera total. En este contexto, los niveles de cobertura de reservas sobre la

cartera total y sobre los préstamos vencidos alcanzan niveles de 1.9% y 286.4%, respectivamente, cubriendo adecuadamente la morosidad pero considerándose estrechas sobre la cartera total al tomar en cuenta las altas concentraciones de la misma. No obstante, la estable posición patrimonial se considera suficiente para enfrentar eventuales deterioros.

#### Otros Activos Productivos

A Sep08, estos activos se componen primordialmente de Depósitos, los cuales representan un bajo 6% de los activos rentables. Anteriormente, Credifactor poseía una pequeña exposición en títulos del Gobierno nicaragüense (BPI's) dentro de su portafolio de inversiones; durante el 2008, la Administración decidió vender dichos títulos y no contempla invertir en ningún título estatal, a fin de concentrar sus recursos en la colocación de cartera por el alto rendimiento generado.

#### Riesgo de Mercado

La exposición de la entidad al riesgo de tasa de interés se deriva de la contratación de su fondeo a tasa variable, mientras el 100% de la cartera crediticia se ha colocado a tasas de interés fijas; no obstante, debido al corto plazo de las colocaciones (65-95 días plazo en promedio, dependiendo del tipo de operación), este riesgo se mitiga a través de la posibilidad de ajustar las tasas de interés de la cartera en un tiempo corto. En cuanto a los plazos, la entidad presenta sus operaciones calzadas, debido al corto plazo de los activos derivado de la naturaleza revolvente de la cartera crediticia reflejada en la frecuente amortización de la misma. Adicionalmente, Credifactor no presenta descalces de moneda significativos, ya que el fondeo de la entidad se encuentran en dólares y su cartera, aunque ha sido colocada en córdobas, mantiene la cláusula de mantenimiento de valor.

#### Fondeo y Patrimonio

Credifactor mantiene acceso a la mayoría de alternativas de fondos disponibles, acordes al tamaño y naturaleza de sus operaciones. Su estructura de fondos está compuesta principalmente por: financiamiento proveniente de instituciones bancarias (42% de los pasivos totales); títulos propios de emisión (14%); y préstamos comerciales de terceros (23%). Los préstamos de instituciones financieras se concentran en las 3 principales, absorbiendo el 71% del total de préstamos, destacando BID/FOMIN, HSBC Nicaragua y Banco Internacional de Costa Rica. El costo de este financiamiento oscila entre 6-12%, con un plazo de alrededor de 120 días, a excepción del préstamo con el BID que es de 1 año. Con respecto a la garantía, únicamente el préstamo otorgado por BCIE (4.4% de los pasivos totales) requiere como garantía la cesión de los créditos colocados con esos fondos, por lo que la cartera pignorada asciende a 4.8% de la cartera total a Sep08.

Adicionalmente, la entidad cuenta con una emisión de títulos de deuda seriados, autorizados por el regulador, que contribuyen a diversificar las fuentes de fondeo. La Administración ha decidido sustituir y ampliar la emisión vigente y las características de la nueva emisión de títulos estandarizados de renta fija se detallan en la Tabla 3. Cabe destacar que Credifactor cuenta con préstamos comerciales establecidos privadamente con terceros, provenientes de personas naturales y constituyen una fuente alternativa de fondeo. El costo promedio de estos préstamos es superior al financiamiento con entidades financieras (9.5%-11.0%) y el 45% tiene un vencimiento inferior a 90 días. La entidad no se encuentra autorizada para captar depósitos del público. A futuro, la entidad tiene contemplado continuar financiándose con instituciones financieras, ampliando el número de las mismas, contando con BDF, CII y OIKOCREDIT, entre otras. Fitch considera que las limitaciones a la contratación y/o ampliación de esta fuente de

fondeo, podría restringir el crecimiento de las operaciones de la entidad, y por consiguiente, la tendencia positiva de los resultados.

**Tabla 3. Características de la Emisión**

MONTO TOTAL	US\$ 3,000,000.00
NOMBRE	Títulos Estandarizados de Renta Fija
CLASE	Papel Comercial (títulos con plazos menores a 360 días); Bonos de Inversión (títulos con plazos iguales o mayores a 360 días)
PLAZO	De 60 a 720 días
DENOMINACIÓN	Múltiplos de US\$ 1,000.00
FORMA DE PAGO	Papel Comercial: principal e intereses al vencimiento; Bonos de Inversión: Intereses trimestrales y principal al vencimiento
GARANTÍA	Los Títulos serán garantizados por el patrimonio de Credifactor y adicionalmente, ésta endosará en blanco las Letras de Cambio que sus clientes firman como garantía de los créditos.
TASA DE INTERÉS	6.25%
REDENCIÓN DE LOS TÍTULOS	La emisión de bonos no podrá redimirse en forma anticipada, y el principal de los mismos será cancelado en la fecha de vencimiento de los Títulos.
DESTINO DE RECURSOS	El producto de la venta de los Títulos será utilizado para incrementar el capital de trabajo de Credifactor y el refinanciamiento de obligaciones de la entidad con instituciones bancarias.

Fuente: Credifactor

A pesar de la baja proporción de activos líquidos, la liquidez de Credifactor se considera adecuada, derivada de la fuerte generación de flujos debido al corto plazo de sus operaciones. Los activos líquidos de la entidad están compuestos exclusivamente por los depósitos bancarios en instituciones locales y representan apenas el 5% del total de activos, debido a que la mayoría de los recursos son colocados en la cartera crediticia, por ofrecer ésta rendimientos más altos que otro tipo de inversiones y por la rápida recuperación de los préstamos. Cabe mencionar que la estrategia de liquidez de la entidad descansa en el mantenimiento de cupos de líneas de crédito de contingencia, lo que representa un riesgo potencial en el entorno actual.

**Patrimonio.** Históricamente, Credifactor ha mostrado una posición patrimonial estable y adecuada para sostener el ritmo de crecimiento de la entidad; no obstante, está altamente comprometida por las altas concentraciones de la cartera de préstamos. Durante el 2006, la Administración realizó una reestructuración al capital social, trasladando C. 2,000 miles de capital común a acciones preferentes y ampliando este capital preferente hasta un monto de C. 3,429 miles. Dichas acciones preferentes fueron emitidas en dos series, A y B, con una participación del 50% del total de acciones preferentes para cada serie. Las acciones de la serie A pertenecen al BID/FOMIN y las correspondientes a la serie B, a los accionistas comunes.

De acuerdo a la metodología de instrumentos híbridos de Fitch, esta emisión de acciones preferentes no ha sido incorporada al cálculo de los indicadores de capitalización, debido a las restricciones al diferimiento de los dividendos de dichas acciones. En este contexto, esta emisión y la generación de utilidades ha fortalecido la capitalización de la entidad durante los últimos dos años, observándose un indicador de patrimonio/activos totales de 13.0% a Sep08. En el corto plazo, no se tienen contemplados aportes de capital futuros. En cuanto a los dividendos, la primera emisión de bonos contenía una cláusula que restringía completamente el reparto de dividendos mientras durara la emisión en la Bolsa de Valores; sin embargo, la nueva emisión permite el reparto del 35% de las utilidades netas del año. A futuro, los indicadores patrimoniales mantendrán la tendencia positiva, en la medida continúen generándose los niveles de utilidades observados.



**Balance General**  
**CREDIFACTOR, S.A.**

(Cifras Expresadas en Miles de Córdoba)

	Intermedios 9 meses Sep-08	Auditados 12 meses Dic-07	Intermedios 9 meses Sep-07	Auditados 12 meses Dic-06	Auditados 12 meses Dic-05
<b>A. DOCUMENTOS POR COBRAR</b>					
1. Vigentes	143,386	131,832	108,667	101,448	41,641
2. Reestructurados	835	3,720	7,787	2,922	219
3. Vencidos (Mora Mayor a 90 Días)	959	1,671	808	266	474
4. (Reservas de Cartera de Créditos)	(2,747)	(1,722)	(1,122)	(891)	(509)
<b>TOTAL A</b>	<b>142,433</b>	<b>135,500</b>	<b>116,139</b>	<b>103,745</b>	<b>41,825</b>
<b>B. OTROS ACTIVOS RENTABLES</b>					
1. Depósitos en Bancos	8,553	7,093	4,294	1,606	622
2. Inversiones en Valores Públicos Nacionales	-	430	425	410	390
3. Otras Inversiones en Valores	21	207	204	197	146
4. (Reservas para Inversiones)	-	-	-	-	-
<b>TOTAL B</b>	<b>8,574</b>	<b>7,730</b>	<b>4,923</b>	<b>2,213</b>	<b>1,158</b>
<b>C. TOTAL ACTIVOS RENTABLES (A+B)</b>	<b>151,007</b>	<b>143,230</b>	<b>121,062</b>	<b>105,958</b>	<b>42,984</b>
<b>D. ACTIVO FIJO NETO</b>	<b>3,844</b>	<b>3,999</b>	<b>4,030</b>	<b>3,917</b>	<b>4,027</b>
<b>E. ACTIVOS NO RENTABLES</b>					
1. Caja	260	127	1,144	853	76
2. Activos Extraordinarios (Neto)	-	-	-	-	-
3. Otros	4,393	3,489	4,752	2,659	2,151
<b>TOTAL E</b>	<b>4,653</b>	<b>3,616</b>	<b>5,896</b>	<b>3,512</b>	<b>2,227</b>
<b>F. TOTAL ACTIVOS (C+D+E)</b>	<b>159,503</b>	<b>150,845</b>	<b>130,989</b>	<b>113,386</b>	<b>49,237</b>
<b>G. DEPOSITOS Y OTROS FONDOS DE CORTO PLAZO</b>					
1. Cuenta Corriente	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Ahorros	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Plazo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4. Otros	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>TOTAL G</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
<b>H. OTROS FONDOS</b>					
1. Préstamos de Entidades Financieras	56,302	63,003	55,634	51,246	3,682
2. Emisión de Títulos	19,606	18,865	18,672	5,653	7,373
3. Otros Fondos	31,339	27,537	20,272	23,124	22,794
<b>TOTAL H</b>	<b>107,247</b>	<b>109,404</b>	<b>94,578</b>	<b>80,023</b>	<b>33,849</b>
<b>I. OTROS (no devengan Intereses)</b>	<b>28,052</b>	<b>24,236</b>	<b>21,352</b>	<b>21,796</b>	<b>8,622</b>
<b>J. INSTRUMENTOS HÍBRIDOS</b>					
1. Deuda Subordinada	-	-	-	-	-
2. Acciones Preferentes	3,429	3,429	3,429	3,429	-
3. Otros Instrumentos Híbridos	-	-	-	-	-
<b>TOTAL J</b>	<b>3,429</b>	<b>3,429</b>	<b>3,429</b>	<b>3,429</b>	<b>-</b>
<b>K. PATRIMONIO</b>					
1. Capital Social	3,461	3,461	3,461	3,461	5,146
2. Reservas, Resultados Acumulados y Otros	10,314	4,677	4,677	1,621	1,080
3. Utilidad del Período	7,000	5,637	3,491	3,056	541
4. Interés Minoritario	-	-	-	-	-
<b>TOTAL K</b>	<b>20,776</b>	<b>13,776</b>	<b>11,630</b>	<b>8,139</b>	<b>6,766</b>
<b>L. TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO (G+H+I+J+K)</b>	<b>159,503</b>	<b>150,845</b>	<b>130,989</b>	<b>113,386</b>	<b>49,237</b>
Inflación Interanual	22.79	16.87	11.56	9.45	9.58
Tipo de Cambio	19.61	18.90	18.67	18.00	17.14
n.d. : cifra no disponible.					
n.a. : no aplica.					

## Estado de Resultados

### CREDIFACTOR, S.A.

(Cifras Expresadas en Miles de Córdoba)

	Intermedios 9 meses Sep-08	Auditados 12 meses Dic-07	Intermedios 9 meses Sep-07	Auditados 12 meses Dic-06	Auditados 12 meses Dic-05
1. Intereses Cobrados	24,507	24,827	16,100	14,820	9,163
2. Intereses Pagados	8,131	8,923	6,724	5,114	3,484
<b>3. INGRESO NETO POR INTERES</b>	<b>16,376</b>	<b>15,904</b>	<b>9,376</b>	<b>9,706</b>	<b>5,679</b>
4. Ingresos por Comisiones	4,346	3,720	2,818	2,326	1,137
5. Otros Ingresos Operativos Netos	2,109	1,717	1,163	1,393	852
6. Gastos de Personal	6,165	5,288	3,744	3,734	2,821
7. Otros Gastos Operativos	4,829	6,865	3,925	4,930	3,176
8. Provisiones	1,835	1,110	700	405	120
<b>9. RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>10,002</b>	<b>8,078</b>	<b>4,988</b>	<b>4,356</b>	<b>1,551</b>
10. Ingresos (Gastos) No Operacionales	-	-	-	-	-
11. Ingresos (Gastos) Extraordinarios	-	-	-	-	-
<b>12. GANANCIA ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>10,002</b>	<b>8,078</b>	<b>4,988</b>	<b>4,356</b>	<b>1,551</b>
13. Impuestos	3,002	2,441	1,498	1,299	468
14. Interes Minoritario	-	-	-	-	-
<b>15. RESULTADO NETO</b>	<b>7,000</b>	<b>5,637</b>	<b>3,491</b>	<b>3,056</b>	<b>1,083</b>

## Razones Financieras

### Rentabilidad

1. Resultado Neto/Patrimonio (Promedio) *	54.03	51.45	47.09	41.01	16.00
2. Resultado Neto/Activos Totales (Promedio) *	6.01	4.27	3.81	3.76	2.20
3. Resultado Operacional/Activos Totales (Promedio) *	8.59	6.11	5.44	5.36	3.15
4. Utilidad antes de Impuestos/Activos Totales (Promedio) *	8.59	6.11	5.44	5.36	3.15
5. Gastos de Administración/Ingresos Operativos Netos	48.15	56.95	57.41	64.54	78.20
6. Gastos de Administración/Activos Totales (Promedio) *	9.45	9.20	8.37	10.66	12.18
7. Ingreso Neto por Interés/Activos Totales (Promedio) *	14.07	12.04	10.23	11.94	11.53

### Capitalización

1. Generación Interna de Capital	80.26	69.26	57.19	45.17	n.a.
2. Patrimonio/Activos Totales	13.03	9.13	8.88	7.18	13.74
3. Patrimonio Elegible/Activos	13.03	9.13	8.88	7.18	13.74
4. Activo Fijo Neto/Patrimonio	18.50	29.03	34.66	48.13	59.51
5. Patrimonio/Préstamos Netos	14.59	10.17	10.01	7.84	16.18
6. Índice de Suficiencia Patrimonial	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Patrimonio Libre	10.62	6.48	5.80	3.72	5.56

### 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/Pasivos Totales	6.53	5.88	5.23	3.01	2.91
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	5.54	5.21	4.63	2.70	2.51

### Calidad de Activos

1. Provisiones para Préstamos/Préstamos Brutos (Promedio) *	1.73	0.92	0.84	0.55	0.28
2. Prov. para Préstamos/Ganancia antes de Impuestos y Prov.	15.50	12.08	12.31	8.51	7.18
3. Reservas para Préstamos/Préstamos Brutos	1.89	1.26	0.96	0.85	1.20
4. Reservas para Préstamos/Préstamos Vencidos	286.44	103.06	138.97	334.68	107.41
5. Préstamos Vencidos/Préstamos Brutos	0.66	1.22	0.69	0.25	1.12
6. Préstamos 'C', 'D' y 'E'/Préstamos Brutos	n.d.	2.64	n.d.	2.91	-
7. Préstamos Vencidos Netos/Patrimonio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
8. Activo Extraordinario Neto/Préstamos Brutos	-	-	-	-	-
9. Castigos de Préstamos/Préstamos Brutos (Promedio)	-	-	-	-	-

\* Indicadores anualizados para períodos intermedios.

n.d. : cifra no disponible.

n.a. : no aplica.

Copyright © 2008 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from USD1,000 to USD750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from USD10,000 to USD1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.