



SOLUCIONES DE MICROFINANZAS, S.A.

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación

13 de julio de 2017

Contacto:

(507) 214 3790

Eugenio Ledezma

Analista

eledezma@equilibrium.com.pa

Dania Quiroz

Analista Jr.

dquiroz@equilibrium.com.pa

*Para mayor información respecto a las calificaciones asignadas referirse al Anexo I.

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a la actualización en cualquier momento. La calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015 y 2016 de Soluciones de Microfinanzas, S.A. (Microserfin), así como Estados Financieros no auditados al 31 de marzo de 2016 y 2017. La información utilizada para el análisis ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación de la metodología vigente aprobada en sesión de Directorio de fecha 20/01/2017.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió ratificar la categoría de BBB-.pa otorgada como entidad a Soluciones de Microfinanzas, S.A. (en adelante Microserfin o la Entidad). La perspectiva se mantiene Positiva.

La decisión se sustenta principalmente en el hecho de que la Fundación Microfinanzas BBVA (FMBBVA) es el único accionista de Microserfin. Esto no sólo significa que FMBBVA provee respaldo patrimonial a la Entidad, sino que también le brinda apoyo administrativo en múltiples facetas, tales como: el planeamiento estratégico, prácticas de gobierno corporativo, soporte operativo, control financiero, diseño de políticas orientadas al microcrédito, entre otras. Muy en relación a este punto, se sopesa la amplia experiencia y conocimiento que ostenta la Junta Directiva y plana gerencial en el sector de microfinanzas a nivel regional. Por otro lado en cuanto al desempeño financiero, se destaca la cobertura de reservas sobre la cartera morosa y vencida, ya que históricamente se ha mantenido por encima del 100%. Además, si bien Microserfin atiende un mercado en donde los niveles de ingresos son relativamente bajos, se ponderó favorablemente que dicha característica le permite reportar bajos niveles de concentración por parte de sus mayores deudores. Otros aspectos considerados en la calificación se relacionan a los adecuados niveles de rentabilidad y de solvencia patrimonial. Además se destaca el adecuado nivel de calce financiero que se observa bajo escenarios de vencimiento contractual. No menos importante resulta que las instituciones financieras acreedoras ejercen un amplio nivel de vigilancia al desempeño de Microserfin, ya que las

Instrumento

Calificación*

Entidad

BBB-.pa

Perspectiva

Positiva

mismas establecen una serie de *covenants* financieros que la Entidad debe cumplir periódicamente.

No obstante, la calificación está limitada por la baja escala de los activos de la Entidad, sumado al segmento objetivo que atiende, ya que el mismo es susceptible ante cambios desfavorables en las condiciones económicas, lo cual ajustaría las primeras fuentes de repago de los microempresarios, traduciéndose esto en mayores niveles de morosidad y una mayor presión por la constitución de reservas de cartera. Muy en relación a lo anterior, la calificación también sopesa que una porción relevante de la cartera de préstamos no ostenta garantía real, en función al perfil del mercado atendido por la Entidad. Esto significa que existe un bajo porcentaje de recuperación de los créditos ante un incumplimiento de pago, lo que implica una gestión más intensa en la cobranza de los préstamos antes que alcancen los 30 días de atraso. En este sentido, también se ha ponderado que la gestión de los créditos en Microserfin le significa un gasto operativo relativamente alto y dinámico, lo que le exige invertir continuamente en recursos humanos e infraestructura operativa para continuar elevando el saldo de la cartera crediticia, así como para controlar el deterioro potencial de la calidad crediticia. En adición a estos puntos, se consideró la presencia de fuentes de fondeo pasivo de naturaleza más volátil ante escenarios de estrés financiero (líneas de financiamiento), aunque esto es consecuencia de la normativa panameña, la cual establece que las entidades financieras no pueden captar depósitos del público.

Por su parte, la perspectiva Positiva recoge el hecho que la Entidad ha mostrado un crecimiento importante en su base

de activos productivos desde que la Fundación tomó el control accionario a finales del año 2010, especialmente entre los años 2014 y 2016, casi triplicando la escala operativa en los últimos 6 años, bajo el enfoque estratégico de inclusión financiera a segmentos de mayor vulnerabilidad económica. Al mismo tiempo, los índices de rentabilidad y eficiencia operativa habían mostrado una recuperación con respecto a los años 2012 y 2013, para luego estabilizarse. De cara a la perspectiva, resulta relevante que Microserfin pueda seguir propiciando crecimientos relevantes en su cartera de préstamos, en conjunto con el mejoramiento de sus niveles de morosidad, con el objetivo de cumplir los convenios financieros establecidos con sus instituciones acreedoras de forma menos ajustada que en los recientes periodos, y así no reducir los índices de sostenibilidad financiera. Esto también implica que la Entidad no desmejore en aspectos ligados a cobertura de reservas, solvencia patrimonial, rentabilidad, calce de liquidez contractual, entre otras consideraciones de riesgo.

Es importante mencionar que Microserfin cumple con sus

covenants; sin embargo durante el primer trimestre de 2017 presenta dos indicadores que se han salido ligeramente de sus niveles permitidos como lo es el de Cartera Neta Castigada y el de Cartera Morosa, pero debido a la suma de sus resultados, su compromiso y el manejo operacional en el segmento de las microfinanzas, la Entidad ha podido mantener relaciones estables con las entidades que le proveen de financiamiento.

Como hecho relevante, la Entidad renegoció de manera favorable con las instituciones financieras acreedoras ciertas mejoras en los *covenants* -específicamente el de endeudamiento-, ya que el mismo se consideraba ajustado con respecto al giro de negocio que realiza Microserfin. Lo anterior permite que la Entidad pueda tener mayores niveles de financiamiento cónsonos con su actividad sin incurrir en algún tipo de incumplimiento que afecte su fondeo.

Equilibrium seguirá el desarrollo de los eventos que puedan impactar en el nivel de riesgo actual de la Financiera, comunicando oportunamente al mercado cualquier modificación al respecto.

Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento en la Calificación:

- Mejoras sostenidas en los niveles de morosidad.
- Crecimiento sostenido de los activos productivos, permitiendo aumentar su escala operativa.
- Incrementos relevantes en sus niveles de capitalización.
- Aumento en los índices de rentabilidad con respecto al promedio histórico.

Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución en la Calificación:

- Incumplimiento frecuente en los resguardos financieros (*covenants*) establecidos con acreedores.
- Aumento en los niveles de morosidad y su afecto sobre los índices de rentabilidad y eficiencia operativa, por la mayor constitución de reservas.
- Reducción significativa en los índices de capitalización.
- Surgimiento de descalces relevantes entre activos y pasivos por tramos, sumado a una baja disponibilidad de líneas de crédito y una mayor concentración de líneas por acreedor.

Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Generalidades y Hechos de Importancia

Soluciones de Microfinanzas, S.A. inicia operaciones en el año 1996 bajo el nombre de Corporación Crediticia Fundes, S.A. para luego cambiar a su nombre comercial actual. Desde 1998, la Financiera cuenta con Licencia Comercial "Tipo B" otorgada por el Ministerio de Comercio e Industrias (MICI), quien es el ente regulador y fiscalizador de las empresas financieras domiciliadas en la República de Panamá. Bajo esta condición la Financiera no puede captar recursos del público.

El MICI regula a las financieras en base a lo establecido en la Ley N° 42 de fecha 23 de julio de 2001, y la Ley N° 33 del 26 de junio de 2002. A su vez, a inicios del 2014, se implementó la Ley N° 130 publicada el 31 de diciembre de 2013, la cual regula las operaciones de instituciones de crédito no sujetas a requisitos prudenciales y contables.

A partir del 2011, Grupo Mundial vende su participación accionaria a la Fundación Microfinanzas BBVA. En mayo de 2014, la Fundación de Microfinanzas del BBVA compra el 30% de las acciones restantes a Microfinanzas, S.A. para así tener el 100% de las acciones de la Financiera.

Microserfin desarrolla una estrategia inclinada hacia el mejoramiento de las condiciones de vida de los microempresarios, a través de una oferta de productos que mejor se adaptan a sus necesidades.

Microserfin participa en el mercado a través de la creación de sucursales por lo que a marzo de 2017, la Entidad cuenta con 28 agencias localizadas en diferentes áreas geográficas estratégicas de Panamá. Además, la Financiera mantiene alianzas con empresas de recaudación, lo que les permite acceder a más de 225 canales de atención para facilitar el servicio de pagos.

Al corte de análisis, Microserfin maneja cinco productos: 1) RuralFin: dirigido a clientes de bajos recursos del sector agropecuario; 2) CasaFin: el cual atiende las necesidades de mejora de viviendas productivas en clientes nuevos y existentes; 3) Microcrédito: para capital de trabajo, el cual atiende a micro empresarios independientes del sector informal; 4) Crédito transporte: para actividades de transporte de pasajeros, carga y acarreo; y 5) PYME: para créditos a pequeñas empresas formales. Todos los productos los administra bajo la misma política de montos bajos y plazos cortos. Cabe mencionar que la Financiera otorga capacitación a sus clientes para el buen uso de los recursos obtenidos, lo cual a su vez va acompañado de un continuo seguimiento.

Grupo Económico

Microserfin forma parte de un grupo de entidades financieras que pertenecen a la Fundación de Microfinanzas BBVA (FMBBVA), la cual a su vez es una entidad sin ánimos de lucro que fue constituida por el Grupo BBVA en mayo de 2007, como parte de su marco de responsabilidad social empresarial, centrada en la inclusión financiera. Cabe señalar que dicha entidad es totalmente autónoma del Grupo BBVA, manteniendo como misión el impulsar el desarrollo

económico y social sostenible e inclusivo de las personas más desfavorecidas de la sociedad mediante las finanzas productivas.

La Fundación desarrolla su cometido a través de un grupo de seis entidades microfinancieras, con independencia entre sí, las cuales se posicionan en siete países de Latinoamérica.

Entidad	País
Bancamía	Colombia
Financiera Confianza	Perú
Banco Adopem	República Dominicana
Fondo Esperanza	Chile
Emprende	Chile
Microserfin	Panamá

Cabe resaltar, que para mantener un desarrollo integral de las entidades que conforman la fundación, se realizan rotaciones del personal, lo cual permite mejorar y consolidar los procesos relacionados a las microfinanzas, lo que a su vez da paso al desarrollo profesional, el cual permite aprovechar las experiencias recogidas a lo largo de los años por dichos profesionales. Lo anterior permite mantener la unificación de los objetivos trazados por la Fundación de Microfinanzas de BBVA.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El accionariado, directorio y plana gerencial de Microserfin se presentan en el anexo II. De igual manera, se debe mencionar que a nivel de Junta Directiva se realizaron cambios y se incorporan como nuevos miembros los Sres. Alejandro Lorca y Jorge Cruz. En el caso de la plana Gerencial, se debe mencionar que posterior al 31 de marzo de 2017, se incorporaron los Sres. Jeferson Redondo e Iván Darío Suarez, desempeñándose como Auditor Interno y Gerente de Administración y Finanzas, respectivamente.

Participación de Mercado

En cuanto a la participación de mercado (local), no hay información disponible que permita medir el nivel de participación de Microserfin con respecto a otras entidades financieras que atienden al sector. Además, la oferta de Microserfin es distinta respecto de otras entidades.

GESTIÓN DE RIESGOS

Gestión de Riesgo Crediticio

El mayor riesgo al que se encuentra expuesto Microserfin es el riesgo de crédito. Para el manejo del mismo, la Financiera mantiene políticas, así como un sistema de control y gestión basado en sanas prácticas bancarias adaptadas al modelo de negocio para una entidad microfinanciera. Es importante mencionar que la cartera de créditos muestra un crecimiento dinámico durante los últimos periodos, lo cual es congruente con la estrategia de posicionamiento de la Financiera.

Para la clasificación de préstamos y constitución de provisiones, Microserfin aplica los parámetros establecidos en la Ley 130 de 2013, la cual aplica entre otras cosas, la colocación de provisiones al 100% a los préstamos morosos a más de 90 días. Además, la Financiera mantiene una

política de respaldo de garantías. Asimismo, desde el 2015 Microserfin ha establecido un modelo de *credit scoring* para el análisis de todas las operaciones crediticias. Este modelo incluye diferentes variables que le permite determinar de forma más precisa el nivel de riesgo de cada cliente y sector al que pertenece, lo que a su vez le brinda la información necesaria para establecer políticas apropiadas para la colocación de créditos sin perder de vista el enfoque social de la Financiera.

Adicionalmente, destaca el modelo de negocio que la Financiera maneja, dándole un seguimiento directo y continuo a cada uno de sus clientes por medio de sus oficiales de créditos, quienes no solo son los encargados de la colocación del crédito, sino también de su recuperación.

Actualmente y con el objetivo de controlar la cartera, se han realizado cambios en la metodología de gestión, que les permite la intervención oportuna a través de un seguimiento diario sistemático y progresivo en la recuperación de la cartera en búsqueda de soluciones que beneficien tanto a la empresa como a sus clientes.

Gestión de Riesgo de Mercado y Liquidez

Microserfin no puede captar fondos de terceros debido a que su licencia para empresas financieras no se lo permite, por lo que su fuente de fondeo son los financiamientos recibidos principalmente por organismos internacionales dedicados a promover el desarrollo de la microempresas, así como de bancos locales o por medio de la emisión de deuda si fuera el caso. Por lo tanto, el riesgo de liquidez proviene de la capacidad de mantener el flujo de efectivo apropiado para afrontar las obligaciones en el corto plazo por el lado pasivo y la disponibilidad de recursos para la colocación de créditos por el lado activo. Para realizar este control, la Financiera maneja un flujo de caja con proyecciones que le permiten llevar un control sobre sus necesidades de recursos en el corto y mediano plazo. Adicionalmente, está trabajando en un Manual de Riesgo Liquidez.

Para mantener niveles moderados de fondos, los cuales son requeridos para financiar su operatividad, la entidad cuenta con una estructura de financiamiento mixta (préstamos y líneas), en la que se buscan atributos como tasas de interés, plazos y garantías.

En cuanto al riesgo mercado, la Financiera podría verse afectada por la variación de las tasas de interés en los mercados internacionales; sin embargo, dicho riesgo se ve parcialmente mitigado por dos factores: i) los márgenes entre el rendimiento de su cartera de colocaciones y su costo de fondeo y ii) el manejo de los vencimiento entre posiciones activas y pasivas.

Gestión de Riesgo Operacional

La Financiera mantiene una política que incluye procesos y controles para la revisión de incidentes que puedan resultar en pérdidas no esperadas. La Unidad de Riesgos es la encargada de llevar a cabo la identificación, medición control y registro de estas incidencias.

Prevención del Lavado de Activos y Financiamiento del terrorismo

Dentro de sus políticas de Lavado de Activos y Financiamiento del terrorismo, Microserfin cuenta con el proceso de debida diligencia, con el objetivo de mantener una adecuada identificación del cliente para impedir que se vinculen clientes que tengan alguna relación con actividades relacionadas al blanqueo de capitales. En este sentido, Microserfin identifica y verifica la identidad de los clientes a través de consultas de documentos, datos o información confiable de fuentes independientes. Adicionalmente mantendrán estricto seguimiento al perfil de los clientes básicamente para la determinación y manejo de personas PEP. Cabe mencionar que de acuerdo a lo manifestado por la Entidad, Microserfin cumple con lo establecido en la Ley 23 de 2015, la cual adopta medidas para prevenir el lavado de activos en Panamá.

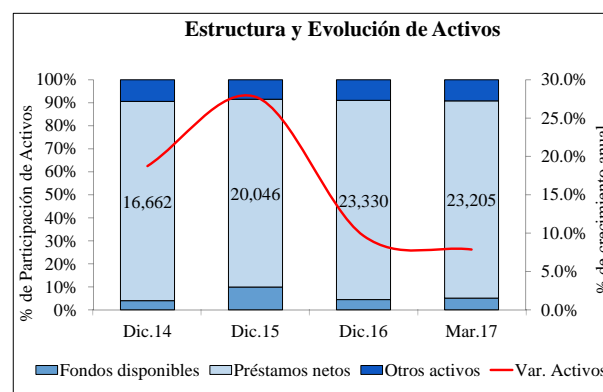
El manejo de las políticas en el tema de prevención también incluye a sus colaboradores, los cuales deben recibir capacitaciones en dicho tema.

Dentro de sus políticas también contemplan el monitoreo de operaciones, operaciones inusuales y operaciones sospechosas en aras de mitigar el riesgo.

ANÁLISIS FINANCIERO

Activos y Calidad de Cartera

Al 31 de diciembre de 2016, Microserfin cuenta con activos que ascienden a US\$26.9 millones, saldo que muestra un incremento de 9.7% con respecto a igual período del año anterior. En este sentido, se observa que el mayor dinamismo es producto del desempeño positivo que muestra la cartera total de crédito (+16.4%), apartado que representa el 85.7% de la estructura de balance. Cabe mencionar, que al corte interino de marzo de 2017, el Emisor no muestra variaciones significativas dentro de la estructura de balance, por lo que sus activos se encuentran en US\$27.1 millones, comportamiento característico que va de la mano con el comportamiento económico del mercado local a inicios de año.

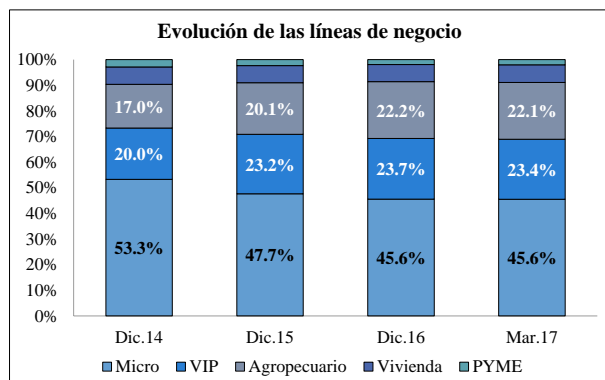


Fuente: Microserfin / Elaboración: Equilibrium

La distribución de la cartera, principal activo productivo de la entidad, según sector económico al 31 de marzo de 2017, es de 39.3% en el sector comercial, seguido por Industria con 32.6% y Servicios con 28.1%.

Microserfin se ha esforzado en mantener una cartera de

crédito diversificada, sin embargo destacan tres tipos de productos o créditos, mismos que muestran participaciones de dos dígitos como son los préstamos de tipo Micro (45.6%), VIP (23.7%) y Agropecuario (22.2%), a la vez que dicha distribución se mantiene a marzo de 2017. En este sentido destaca la evolución de los dos últimos productos (VIP y Agropecuario), ya que ambos han mostrado un importante dinamismo en la composición de la cartera, comportamiento que se observa durante los últimos años.



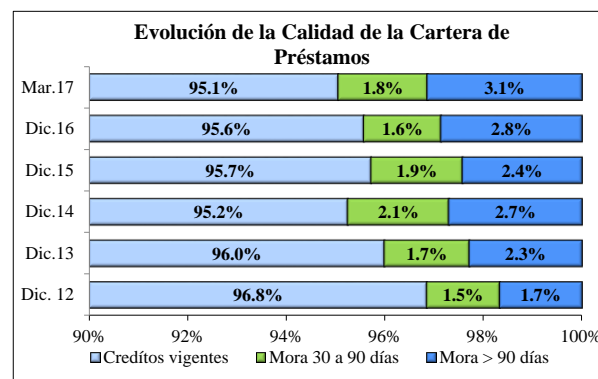
Fuente: Microserfin / Elaboración: Equilibrium

Cabe mencionar, que la cartera se distribuye en tres regiones debidamente delimitadas en la que destaca el área Central, misma que alcanza a diciembre de 2016 una representación del 31.1% (mar.17: 31.2%), sin embargo la misma incorpora seis provincias, seguido por el área Este con 36.1% (mar.17: 35.6%) y la del Oeste con el 32.9% (mar.17: 33.2%). En línea con lo anterior, Microserfin cuenta con un crédito promedio que a diciembre de 2016 y marzo de 2017 se mantiene en US\$1,550.

En cuanto a la calidad de la cartera, se observa que a diciembre de 2016 los créditos morosos, es decir, los créditos con retrasos a más de 30 días aumentaron un 20.5% con respecto a diciembre de 2015, por lo que alcanzan un nivel de 4.5% del total de activos (dic.15: 4.1%). Este comportamiento se acentuó en los préstamos vencidos (morosidad mayor a 90 días), los cuales crecieron a ritmo de 37.3% durante el último año, provocando un aumento de 2.3% a 2.9% en el índice de saldos vencidos.

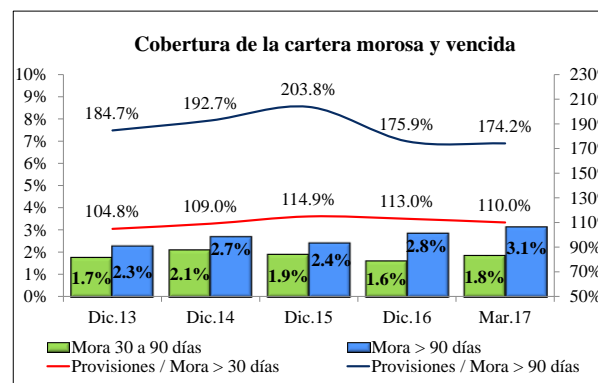
Es importante mencionar que el deterioro de la cartera se debe a la sensibilidad de los clientes en relación a la actual desaceleración económica que experimenta el país producto de la culminación de proyectos de gran envergadura y de un menor gasto público, entre otros factores socio-económicos. Por lo anterior, el área que concentra la mayor morosidad de la cartera corresponde al sector Este (área metropolitana), mientras que para el área Central el porcentaje es menor. Con respecto al corte intermedio de marzo de 2017, se tiene que la morosidad aumenta hasta alcanzar un nivel de 4.9%, sin embargo, se debe recordar que durante este período se inicia el año escolar, lo que supone un alto gasto para las familias panameñas, motivo por el cual se ve afectada la calidad de la cartera, no solo en este período, sino a nivel histórico (5.1% a marzo 2016). En lo relacionado a la mora real, la cual incluye los préstamos castigados, se observa que la misma alcanza 6.9% en diciembre de 2016 y para marzo de 2017 es de

7.5%, en donde el aumento en el trimestre se explica por el factor coyuntural ya mencionado en el párrafo anterior. En este caso, los préstamos castigados crecieron a razón de 24.3% entre diciembre 2015 y 2016, mientras que a marzo de 2017 el aumento es de 5.6%.



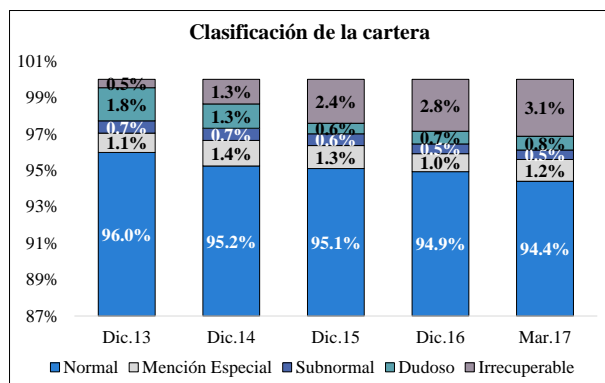
Fuente: Microserfin / Elaboración: Equilibrium

Si bien se ha observado que la cartera de créditos presenta altos niveles de morosidad a lo largo de los años, la Entidad ha utilizado provisiones o reservas para contrarrestar el efecto adverso que producen dichos niveles de deterioro. Por lo anterior, el Emisor ha mantenido regularmente niveles de cobertura que superan el 100% de la cartera morosa y vencida, siendo evidenciado a diciembre de 2017 con un nivel de 113.0%. Al realizar el ejercicio exclusivamente para el período de mayor exposición, es decir los préstamos vencidos que aumentaron a razón del 37.3%, se logra obtener una cobertura de 175.9%, mientras que para el corte de marzo de 2017 se tiene una cobertura menor de 174.2%, producto de que la cartera vencida creció en mayor proporción que la aplicación de provisiones, al menos para dicho trimestre.



Fuente: Microserfin / Elaboración: Equilibrium

Los efectos en el entorno económico local se logran reflejar en la clasificación de la cartera, al observarse un menor nivel de participación por parte de los préstamos de categoría Normal durante los últimos años, los que alcanzan a diciembre de 2016 el 94.9% y a marzo de 2017 el 94.4% de la cartera total, mientras que los préstamos en la categoría de mayor exposición, es decir, los irrecuperables denotan una mayor participación que alcanza para diciembre de 2016 el 2.8% y el 3.1%, siendo estos porcentajes los más altos observados por lo menos en los últimos 4 años.

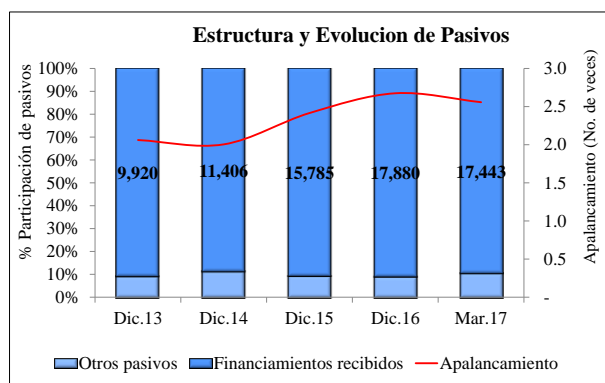


Fuente: Microserfin / Elaboración: Equilibrium

Por otro lado, al estar Microserfin dirigiendo sus actividades hacia el sector de las microfinanzas no cuenta con altos niveles de concentración por parte de sus clientes, que en el caso de los 10 mayores representan el 1.0% y a nivel de los 50 mayores alcanzan un 3.3% de la cartera total de diciembre de 2016.

Pasivos y Estructura de Fondo

El saldo de los pasivos de Microserfin al 31 de diciembre de 2016 se encuentra en US\$19.6 millones, saldo que supera al de 2015 en un 12.9%, permitiendo de este modo financiar el 72.8% del balance (dic.15: 70.7%). Por su condición de no ser una entidad bancaria, Microserfin no puede realizar captaciones de dinero del público en general, estructura que da paso a la utilización de fondos provenientes de entidades financieras. En este sentido, los préstamos por pagar representan su principal fuente de fondeo, rubro que logra financiar el 66.3% de los activos a diciembre de 2016, con un aumento del 13.3% que le permitió tener una mayor presencia con respecto al saldo del período anterior (64.2%). En el caso del resto de los pasivos se tienen como rubros relevantes los US\$500.0 mil por las actividades del proyecto Whole Planet Foundation y los US\$402.0 mil de los acreedores varios, que en conjunto representan el 3.3% del balance. En línea con el comportamiento ascendente de los pasivos, el Emisor cuenta con un nivel de apalancamiento de 2.7 veces y de 2.6 veces para marzo 2017. El proyecto Whole Planet Foundation apoya a los segmentos de más bajos ingresos a través de financiamientos menores a US\$500.



Fuente: Microserfin / Elaboración: Equilibrium

Cabe señalar, que a pesar que se observa un mayor nivel de endeudamiento producto de una mayor utilización de fondos provenientes de entidades financieras, la Entidad

logra que dichos niveles de apalancamiento se encuentran dentro de los límites aceptados por sus fondeadores, en donde el nivel máximo permitido es de 4.0 veces. En línea con lo anterior, se observa que en términos generales, Microserfin cumple con los covenants impuestos por sus fondeadores, sin embargo durante el primer trimestre de 2017 se incumplieron dos covenants, como lo es el de Cartera Neta Castigada ($\leq 2.0\%$), con una frecuencia de seguimiento trimestral, el cual alcanzó un nivel de 2.03% en marzo de 2017, sin embargo, la Entidad se comprometió a mejorarlo para el siguiente trimestre como lo había estado realizando en periodos anteriores; mientras que el covenant de Cartera Morosa ($\leq 5.0\%$) que presenta un seguimiento mensual, se ubicó en 5.66% en febrero 2017, pero el mismo bajó al mes siguiente cuando se reportó en 4.99%. En ambos casos Microserfin se comprometió a mejorarlos para su siguiente revisión.

En cuanto al patrimonio neto, se observa que el saldo por US\$7.3 millones logra financiar el 27.2% del balance, en donde sobresale el apartado de acciones comunes con un saldo de US\$5.8 millones y el resto por US\$1.6 millones corresponde a los resultados acumulados de 2016. Es importante mencionar, que durante el 2016, se realizó repartición de dividendos a su principal accionista por US\$1.4 millones saldo que en su monto correspondía 100% a los resultados del ejercicio anterior (2015), así mismo, dicha práctica ha sido habitual durante los últimos años.

Rentabilidad y Eficiencia

Los ingresos acumulados durante el año 2016 totalizaron US\$7.8 millones, lo que equivale a un aumento del 18.6% con respecto a diciembre de 2015. Con respecto al corte de marzo de 2017, sus ingresos acumulados ascienden a US\$2.0 millones (+11.1%)

En cuanto al margen bruto, se cuenta con un nivel del 84.8% al cierre de diciembre 2016, porcentaje ligeramente inferior al 86.7% que se reportó en diciembre de 2015, lo cual se debió a una mayor presión por parte de los gastos en concepto de intereses financieros, apartado que aumentó un 35.8% para totalizar US\$1.2 millones (15.2% de los ingresos). El impacto que produce el comportamiento en gastos financieros se logra evidenciar al observar que su costo de fondeo aumentó de 6.4% a 7.0% en diciembre de 2016, comportamiento que se mantiene de manera ascendente al corte de marzo 2017 cuando alcanza un nivel de 7.3% y que de cierta manera se debe al hecho de contar con pocas formas de fondeo.

A pesar que el margen financiero es menor al obtenido en el período anterior, todavía el mismo cuenta con suficiente holgura para hacerle frente a la constitución de provisiones para préstamos incobrables quedando un nivel de 84.1%, ya que las mismas ascienden a US\$661 mil u 8.5% de los ingresos. Para marzo de 2017 se tiene un margen después de provisiones de 79.8%.

La eficiencia operativa de Microserfin es considerada elevada ya que la misma se encuentra a marzo de 2017 en 73.9% (dic.16: 71.6%). Dicho porcentaje se debe principalmente por la concentración de sus gastos generales y administrativos los que representan el 88.1% de los

ingresos (dic.16: 87.2%). Dicho porcentaje de gastos se debe al esfuerzo propio del modelo de negocio que debe realizar la entidad para captar su clientela (microempresarios), por lo que debe realizar inversiones principalmente en personal y posicionamiento de la marca en los diferentes sectores del país, esta última a través de sucursales y publicidad.

Es importante resaltar que se observa cierta dependencia por sus otros ingresos ya que dicho rubro por US\$2.3 millones representa 147.0% de la utilidad neta de diciembre 2016 (mar.17: 195%). Dichos ingresos corresponden a rubros relacionados con el proceso de aprobación de los créditos como el cobro de seguros por US\$613.0 mil y por cobros del entorno legal y por gestión de cobros que en conjunto alcanzan la suma de US\$1.6 millones.

Al final del período la utilidad neta aumentó en 9.8% para finalmente totalizar US\$1.6 millones o 19.9% (dic.15:21.5%). Por su parte se mantienen en niveles aceptables los indicadores de rentabilidad como ROAA de 6.0% y ROAE de 21.3% al cierre de diciembre de 2016.

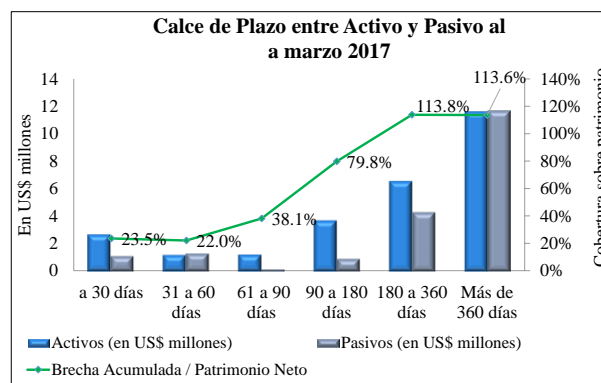
En cuanto al sector al que atiende la Financiera, se observa una mayor exposición, ya que parte de sus colocaciones corresponden a negocios que recién se están bancarizando, esto implica un riesgo mayor en vista que se tiene que dotar de cultura financiera a estos microempresarios, aunque también confiere un riesgo de sobreendeudamiento menor y se requeriría de muchos clientes que se deterioren para que se observe un impacto más significativo (baja concentración de créditos).

Liquidez y Calce de Operaciones

A nivel de regulación no es exigible para Microserfin niveles mínimos de liquidez, sin embargo es relevante el manejo del calce contractual de activos y pasivos, medio

que ayuda a determinar el manejo de los fondos requeridos para efectuar su labor de financiamiento.

De acuerdo a la estructura de calce contractual de activos y pasivos a marzo de 2017, es evidente que al corto plazo (menor a 360 días) la entidad cuenta con brechas positivas, es decir, que sus fondos propios o disponibles pueden hacerle frente a sus compromisos de corto plazo, en donde el activo de corto plazo proviene de la recaudación en concepto de préstamos otorgados a su base de clientes. También se observa que se estima utilizar el efectivo disponible en caja en un período no mayor de 30 días, lo que permite respaldar la fortaleza que se observa en dicha brecha. En cuanto al período mayor a un año, se mantiene igualmente estable la relación de activos y pasivos a pesar que se observa un pequeño descalce el cual puede ser cubierto holgadamente por los saldos acumulados sin necesidad de utilizar los fondos de capital. Cabe resaltar que básicamente el calce contractual de activos y pasivos depende fuertemente del desempeño y posicionamiento ofrezca la cartera crediticia, considerando que dicho apartado es su principal activo productivo.



SOLUCIONES DE MICROFINANZAS, S.A (MICROSERFIN)**BALANCE GENERAL**

(En Miles de Dólares)

	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
ACTIVOS					
Efectivo	59	62	45	207	0.0
Depósitos en bancos	706	2,379	2,349	999	1,386
Fondos Disponibles	766	2,441	2,394	1,207	1,386
Préstamos Brutos	19,654	23,441	23,937	27,288	27,070
Créditos vigentes	18,720	22,437	22,727	26,079	25,731
Mora > 30 días (vencidos y morosos)	934	1,004	1,210	1,209	1,339
Mora > 90 días	528	566	603	777	846
Menos:					
Reserva acumulada para posibles préstamos incobrables	1,019	1,153	1,291	1,366	1,473
Comisiones diferidas	286	324	322	368	385
Intereses, seguros y FECl cobrados por anticipado	1,687	1,918	1,914	2,224	2,007
Préstamos Netos	16,662	20,046	20,410	23,330	23,205
Intereses acumulados por cobrar	568	692	716	827	817
Total de Activos Productivos	17,936	23,117	21,170	25,156	25,407
Activo fijo neto	489	499	495	529	491
Bienes reposesidos neto	21	41	41	50	50
Fondo de Cesantía	349	358	361	374	378
Gastos e impuestos pagados por anticipado	0.0	23	184	10	101
Impuesto sobre la renta diferido	306	349	383	417	448
Otros activos	74	127	116	205.55	197
TOTAL ACTIVOS	19,235	24,576	25,099	26,949	27,073
PASIVOS					
Préstamos por pagar	11,406	15,785	15,661	17,880	17,443
Intereses acumulados por pagar	87	139	239	218	243
Provisión acumulada para prestaciones laborales	249	242	289	331	376
Prima de antigüedad por pagar	246	271	272	284	284
Actividades Proyecto Whole Fund	250	400	400	500	500
Acreeedores varios	594	543	782	402	618
TOTAL PASIVOS	12,832	17,380	17,644	19,615	19,462
PATRIMONIO NETO					
Acciones comunes	3,130	5,784	5,784	5,784	5,784
Acciones en tesorería	0.0	0.0		0.0	0.0
Utilidades del periodo	1,111	1,412	259	1,550	276
Utilidades no distribuidas	2,238	0.0	1,671	0.0	1,550
Impuesto complementario	(76.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
TOTAL PATRIMONIO NETO	6,402	7,196	7,455	7,334	7,610
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	19,235	24,576	25,099	26,949	27,073

SOLUCIONES DE MICROFINANZAS, S.A (MICROSERFIN)**ESTADO DE RESULTADOS**

(En Miles de Dólares)

	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
Ingresos Financieros	5,637	6,576	1,874	7,799	2,081
Intereses sobre préstamos	5,637	6,576	1,874	7,799	2,081
Menos: Gastos Financieros	650	874	276	1,186	297
Resultado Financiero Bruto	4,987	5,702	1,597	6,613	1,784
Comisiones sobre préstamos	491	550	145	603	158
Resultado Financiero antes de provisiones	5,478	6,252	1,743	7,216	1,942
Provisiones netas para posibles préstamos incobrables	590	402	262	661	281
Resultado Financiero después de provisiones	4,888	5,850	1,481	6,555	1,661
Otros ingresos	1,811	2,054	521	2,279	539
Total de Ingresos de Operación Neto	6,699	7,904	2,001	8,834	2,200
Gastos Generales y Administrativos	5,242	6,026	1,654	6,799	1,833
Gastos operacionales generales	1,752	1,982	515	2,123	598
Gastos de personal y otras remuneraciones	3,379	3,907	1,102	4,516	1,193
Depreciaciones	111	137	37	159	41
UTILIDAD DE OPERACIÓN	1,457	1,878	347	2,036	367
Impuesto sobre la renta, neto	346	466	88	485	91
UTILIDAD NETA	1,111	1,412	259	1,550	276

SOLUCIONES DE MICROFINANZAS, S.A (MICROSERFIN)

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
Calidad de Activos					
Mora > 30 días / préstamos brutos	4.8%	4.3%	5.1%	4.4%	4.9%
Mora > 90 días / préstamos brutos	2.7%	2.4%	2.5%	2.8%	3.1%
Reservas / Mora > 30 días	109.0%	114.9%	106.7%	113.0%	110.0%
Reservas / Mora > 90 días	192.7%	203.8%	214.3%	175.9%	174.2%
(Mora > 30 días - reservas) / patrimonio	(1.3%)	(2.1%)	(1.1%)	(2.1%)	(1.8%)
(Mora > 90 días - reservas) / patrimonio	(7.7%)	(8.2%)	(9.2%)	(8.0%)	(8.2%)
(Mora > 90 días + Castigos ¹) / (Patrimonio + Reservas)	14.8%	13.7%	14.3%	17.2%	17.7%
(Mora > 30 días + Castigos ¹) / (Préstamos brutos + Castigos ¹)	7.4%	6.6%	7.5%	6.9%	7.5%
Castigos brutos / préstamos brutos ¹	2.9%	2.5%	2.7%	2.6%	2.8%
Castigos / (Castigos+Préstamos Brutos) ¹	2.8%	2.4%	2.6%	2.6%	2.7%
Reservas / préstamos brutos	5.2%	4.9%	5.4%	5.0%	5.4%
Rentabilidad					
ROAA ²	6.3%	6.4%	6.4%	6.0%	6.0%
ROAE ³	19.0%	20.8%	19.9%	21.3%	20.8%
Margen financiero	88.5%	86.7%	85.2%	84.8%	85.7%
Ingresos financieros / préstamos brutos (promedio)	31.2%	30.5%	31.6%	30.7%	31.4%
Ingresos financieros / activos totales (promedio)	31.8%	30.0%	30.2%	30.3%	30.7%
Ingresos financieros / gastos de personal y otras remuneraciones	166.8%	168.3%	170.0%	172.7%	174.4%
Costo de fondos	6.1%	6.4%	7.0%	7.0%	7.3%
Margen neto de intermediación (<i>Spread</i>)	25.1%	24.1%	24.6%	23.7%	24.1%
Utilidad antes de impuestos y provisiones / Activos promedio	11.6%	10.4%	9.8%	10.5%	10.5%
Componente extraordinario en utilidades	163.0%	145.5%	200.7%	147.0%	195.1%
Utilidad neta / ingresos financieros	19.7%	21.5%	13.8%	19.9%	13.3%
Gastos generales y administrativos / activos totales promedio	29.6%	27.5%	26.6%	26.4%	26.7%
Eficiencia operativa	71.9%	72.6%	73.1%	71.6%	73.9%
Capital					
Pasivos totales / patrimonio (veces)	2.0	2.4	2.4	2.7	2.6
Patrimonio/ Activos totales	33.3%	29.3%	29.7%	27.2%	28.1%
Patrimonio / préstamos brutos	32.6%	30.7%	31.1%	26.9%	28.1%
Mora > 30 días / (patrimonio + reservas)	12.6%	12.0%	13.8%	13.9%	14.7%
Financiamientos/Pasivos totales	88.9%	90.8%	88.8%	91.2%	89.6%
Patrimonio / mora > 30 días (veces)	6.9	7.2	6.2	6.1	5.7
Activos fijos / patrimonio	7.6%	6.9%	6.6%	7.2%	6.4%
Liquidez					
Efectivo / pasivos totales	0.5%	0.4%	13.3%	1.1%	0.0%
Efectivo / activos totales	0.3%	0.3%	9.4%	0.8%	0.0%
Fondos disponibles / pasivos totales	6.0%	14.0%	13.6%	6.2%	7.1%
Fondos disponibles / activos totales	4.0%	9.9%	9.5%	4.5%	5.1%
Préstamos netos / pasivos totales	129.8%	115.3%	115.7%	118.9%	119.2%
Información Adicional					
Préstamos castigados netos 12 meses	570	579	644	719	759
20 Mayores Deudores/Préstamos Brutos	2.2%	1.7%	1.6%	1.5%	1.6%
Ingresos por intermediación (US\$ miles)	6,128	7,126	2,019	8,402	2,239
Costos de intermediación	650	874	276	1,186	297
Resultado de la actividad de intermediación (US\$ miles)	5,478	6,252	1,743	7,216	1,942
Número de deudores	14,197	15,674	16,188	17,506	17,473
Crédito promedio	1,384	1,496	1,479	1,559	1,549
Número de Personal	200	224	224	243	249
Número de oficinas	16	20	19	29	29

¹ Se toman en cuenta los castigos brutos de los últimos 12 meses.

² ROAE (Return On Average Equity) = Utilidad neta 12 meses / $\{(\text{Patrimonio}_t + \text{Patrimonio}_{t-1}) / 2\}$

³ ROAA (Return On Average Assets) = Utilidad neta 12 meses / $\{(\text{Activo}_t + \text{Activo}_{t-1}) / 2\}$

⁴ Margen de interés neto = (Ingresos financieros - Gastos financieros) / $\{(\text{Activos productivos}_t + \text{Activos productivos}_{t-1}) / 2\}$

⁵ Autosuficiencia Financiera: Ingresos financieros / (Gastos financieros + Provisiones + Gastos generales y adm.)

ANEXO I
HISTORIA DE CALIFICACIÓN – SOLUCIONES DE MICROFINANZAS, S.A. (MICROSERFIN)

Instrumento	Calificación Anterior (Al 30.06.16)*	Calificación Actual	Definición de Categoría Actual
Entidad	BBB-.pa	BBB-.pa	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

*Informe Publicado el 16 de marzo de 2017.

ANEXO II**Accionistas al 30.04.2017**

Accionistas	Participación
Fundación Microfinanzas BBVA	100%
Total	100%

Fuente: Microserfin / Elaboración: Equilibrium

Directorio al 30.04.2017

Directorio	
José Antonio Colomer	Presidente
Arturo Gerbaud	Secretario
Alejandro Lorca	Tesorero
Gissele Gonzalez de Dominguez	Vocal
Jorge Cruz	Vocal

Fuente: Microserfin / Elaboración: Equilibrium

Plana Gerencial al 30.04.17

Plana Gerencial	
Luis Germán Linares	Gerente General
Iván Darío Suarez	Gerente de Administración y Finanzas
Sandra Soler	Gerente Senior de Control
Arquímedes Rivera	Gerente Senior de Producción
Jacqueline Rodríguez	Gerente de transformación e Innovación
Rosalía Espinales	Gerente de Cumplimiento
Héctor Rangel	Gerente de Distribución
Ericka Pastore	Gerente de Talento Humano
Stephanie Carneiro	Servicios Jurídicos
Jeferson Redondo	Auditor Interno

Fuente: Microserfin / Elaboración: Equilibrium

© 2017 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO S.A. (“EQUILIBRIUM”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS “PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CALIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada “TAL CUAL” sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información. EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.