



## LA HIPOTECARIA, S.A. DE C.V.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 28 de junio de 2007

Clasificación	Categoría según el Art.95B Ley del mercado de Valores y las RCD-CR 35/98, RCD-CR.51/98 emitidas por la Superintendencia de Valores de El Salvador	Definición de Categoría
Papeles Bursátiles (PBLAHIPO1) US\$35.0 millones	N2	Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible a deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

*"La presente calificación no es una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión o de la solvencia de la entidad clasificada".*

-----MM de US\$ al 31.03.07 -----		
ROAA: 1.6%	Activos: 52.0	Patrimonio: 3.2
ROAE: 25.7%	Utilidad: 0.1	Ingresos Financieros: 1.2

<b>Historia:</b> PBLAHIPO1 por US\$35.0 millones N2 asignada el 08.01.07
---

*La información utilizada para el presente informe comprendió los estados financieros auditados consolidados del Fiador (Grupo ASSA, S.A. y Subsidiarias) al 31 de diciembre de 2004, 2005, 2006 y no auditados al 31 de marzo de 2007. Por el lado del Emisor (La Hipotecaria, S.A. de C.V.) se analizaron los estados financiero auditados al 31 de diciembre 2004, 2005, 2006 y no auditados al 31 de marzo de 2007. Asimismo se utilizó información adicional proporcionada por las instituciones.*

**Fundamento:** El Comité de Clasificación de Equilibrium S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo, dictaminó mantener la categoría de riesgo en N2 a la emisión de Papeles Bursátiles (PBs) denominados PBLAHIPO1 hasta por US\$35.0 millones que serán colocados en el mercado de valores salvadoreño por medio de La Hipotecaria, S.A. de C.V. (Emisor). Tal decisión se basó en el análisis realizado sobre el desempeño financiero del Emisor y el Fiador (Grupo ASSA, S.A. y Subsidiarias) con los estados financieros no auditados al 31 de marzo de 2007.

La calificación asignada se fundamenta en la garantía que brinda Grupo ASSA, S.A. y Subsidiarias a través del otorgamiento de una Fianza Solidaria a favor de los tenedores registrados de los PBs, la cual cubre cualquier pago de capital e intereses una vez se declare vencido por parte del Emisor, convirtiéndose de esta manera en Fiador de la presente emisión. Además, el Grupo muestra dentro de sus principales fortalezas la solvencia que le otorga el patrimonio de sus accionistas, el cual le permite reflejar apropiados niveles de endeudamiento patrimonial y financiero, mientras que en términos de liquidez los ratios mostrados históricamente resultan apropiados, permitiendo estimar una adecuada capacidad de pago de sus obligaciones inmediatas o de corto plazo. Por el lado del Emisor se pondera positivamente el ritmo de crecimiento de la cartera de préstamos, la experiencia de la Administración en el segmento de créditos hipotecarios residenciales, así como la adecuada calidad crediticia del portafolio. No obstante, durante los últimos meses el nivel de mora mostrado por la cartera refleja una tendencia constante a incrementarse, ubicándose por encima del promedio registrado por su similar panameña (La Hipotecaria, S.A.). Asimismo, el Emisor mantiene un bajo nivel patrimonial, el mismo que si bien presentó a finales del ejercicio de 2006 un incremento por el aporte de capital fresco de sus accionistas, aún presenta

una limitada solvencia para soportar el crecimiento de los préstamos.

La presente emisión se ha estructurado como un programa rotativo ofrecido en tantas series como el Emisor lo estime conveniente, según sus necesidades y la demanda del mercado, la colocación se realizará de forma nominativa, registrada y sin cupones, manteniendo como garantía en primera instancia el crédito general del Emisor. Adicionalmente, los PBs cuentan con una fianza solidaria otorgada por Grupo ASSA, S.A. y Subsidiarias que es la entidad que consolida las operaciones de La Hipotecaria (Holding), Inc. y Subsidiarias, que a su vez es la casa matriz del Emisor. Dicha fianza estará vigente hasta que todas las obligaciones de capital e intereses hayan sido pagadas en su totalidad, así como los gastos y costas que se ocasionen por el pago tardío de las obligaciones y será exigida cuando el Emisor no cumpla con el plazo estipulado para el pago de sus obligaciones.

En el análisis realizado sobre el desempeño del Emisor al 31 de marzo de 2007, se observa un crecimiento en los activos de US\$29.2 millones respecto de similar período de 2006, permitiéndole reflejar un monto total de US\$52.0 millones. La variación anterior se genera principalmente por el grado de expansión de la cartera de préstamos de US\$25.3 millones, así como un saldo mayor en el disponible de US\$3.9 millones. Por su parte, la calidad crediticia de la cartera de préstamos refleja un nivel de mora bajo en 0.8% representando US\$371.6 mil los créditos con mora mayor a 90 días. No obstante, se debe considerar que la Compañía es relativamente nueva y que su portafolio de préstamos hipotecarios ha mostrado su mayor crecimiento en el ejercicio de 2006, mientras que durante los primeros tres meses de 2007 ha reflejado un saldo adicional de US\$2.2 millones en promedio mensual. Por su parte, las obligaciones totales suman US\$48.8 millones, las cuales

están representadas en un 98.8% por obligaciones financieras adquiridas con bancos, así como con su similar panameña. Dentro de los principales acreedores de la Compañía están International Finance Corporation (IFC), Banco Continental (Panamá) y Towerbank International, Inc. (Panamá). Cabe señalar que el total de deuda relacionada es de US\$10.0 millones aproximadamente, la cual estaría siendo cancelada con los fondos obtenidos de la colocación de los PBs.

Al 31 de marzo de 2007, la utilidad neta de la Compañía es de US\$129.0 mil, superior a la registrada en similar período de 2006 (US\$39.2 mil), producto del ritmo de crecimiento de los ingresos generados de la cartera de colocaciones. Por su parte, los indicadores de rentabilidad sobre activo y patrimonio promedio se ubican en 1.6% y 25.7% respectivamente.

Dentro de lo más relevante observado en el desempeño del Fiador está la adquisición de la participación mayoritaria en tres instituciones financieras adicionales, siendo estas el

Banco de Finanzas, S.A. y Metropolitana Compañía de Seguros, S.A., ambos de Nicaragua, con el 61.3% y 62.8% de participación respectivamente, y Banco de Finanzas (Internacional), S.A. con el 56.4%, por lo que las operaciones de dichas entidades se han incorporado a los estados financieros consolidados del Grupo.

Dentro de las principales fortalezas observadas en el Fiador está la adecuada solvencia que le brinda su patrimonio, lo que permite reflejar bajos niveles de endeudamiento financiero y patrimonial de 1.7 veces y 2.1 veces respectivamente, que si bien han mostrado un crecimiento importante respecto de similar período de 2006, se mantienen en niveles aceptables. Además, el Grupo continua manteniendo adecuados niveles de liquidez, dado que el disponible e inversiones mantenidas para la venta otorgan una cobertura sobre la deuda financiera con plazo de vencimiento hasta doce meses de 2.9 veces (2.8 veces a marzo de 2006).

#### **Fortalezas**

1. Soporte administrativo de La Hipotecaria, S.A. (Panamá).
2. Cartera con niveles de mora relativamente bajos.
3. Manejo corporativo de procesos de cobranzas, recuperaciones, políticas de créditos y cobros.

#### **Debilidades**

1. Limitada información estadística de cartera propia.
2. Moderada oferta de viviendas nuevas.

#### **Oportunidades**

1. Productos adicionales al financiamiento de viviendas.
2. Potencial de crecimiento a través de otorgamiento de rehipotecas.

#### **Amenazas**

1. Ingreso de instituciones financieras internacionales de primera línea al mercado local.
2. Lento ajuste de tasas activas locales versus el comportamiento de las tasas internacionales.

## RESUMEN DE TERMINOS DE LA EMISIÓN

La Hipotecaria, S.A. de C.V. emitirá en el mercado de valores salvadoreño Papeles Bursátiles (PBs) hasta por US\$35.0 millones, los cuales dentro de sus principales generalidades se pueden mencionar las siguientes:

**Características de los PBs:** Los Papeles Bursátiles serán emitidos en forma de un programa rotativo, en tantas series como lo estime conveniente el Emisor y en denominaciones de mil Dólares (US\$1,000.00) o múltiplos enteros de dicha denominación, dependiendo de sus necesidades y la demanda del mercado al momento de la venta. El valor nominal total de los PBs en circulación en ningún momento excederá de Treinta y Cinco Millones de Dólares (US\$35,000,000.00), moneda de curso legal de los Estados Unidos de América.

**Denominación:** PBLAHIPO1

**Forma de representación de los valores:** Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta.

**Plazo de la emisión:** El plazo de la emisión es de cuatro años a partir de la fecha de otorgamiento del asiento en el Registro Público Bursátil de la Superintendencia de Valores. Dentro de dicho plazo el Emisor podrá realizar colocaciones sucesivas de PBs con un plazo no mayor a 360 días sin exceder el monto máximo autorizado.

**Tasa de interés:** El Emisor pagará intereses sobre el saldo de los PBLAHIPO1 en cuenta de cada titular, durante todo el periodo de vigencia de la emisión, determinados conforme a lo siguiente, a) Se calcularán con base a 360 días; b) Los PBs devengarán una tasa de interés fija que será determinada por el Emisor para cada tramo o serie conforme a lo establecido en el prospecto informativo. Dicha tasa de interés fija será comunicada a la Bolsa de Valores antes de la emisión de cada tramo o serie. La tasa de interés mínima que podrán devengar los PBs de determinada serie será del 2%.

**Redención anticipada:** Los PBs no podrán ser redimidos anticipadamente.

**Forma y lugar de pago:** El capital se pagará al vencimiento del plazo y los intereses en su caso se pagarán trimestralmente, a través del procedimiento establecido por la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V.

**Respaldo y garantía de la emisión:** La Emisión estará respaldada por el crédito general de La Hipotecaria, S.A. de C.V. Adicionalmente está respaldada con fianza solidaria constituida por Grupo ASSA, S.A., sociedad panameña. Dicha fianza garantiza el pago de la totalidad de las sumas presentes y futuras que el Emisor adeude de tiempo en tiempo a cada tenedor de PBs en concepto de capital, intereses y de los gastos y costas que se ocasionen por el no pago a su vencimiento de dicho capital e intereses, de conformidad con lo estipulado en el prospecto de emisión.

**Destino de los recursos:** Los fondos que se obtengan por la negociación de esta emisión serán invertidos por el Emisor para financiar la cartera de préstamos hipotecarios residenciales.

**Interés moratorio:** Si en la fecha de vencimiento o pago de interés de un PB, el respectivo pago fuese indebidamente retenido o negado, el Emisor pagará al tenedor registrado, como única indemnización y compensación, intereses sobre las sumas indebidamente retenidas o negadas, una tasa de interés anual igual a la del respectivo PB. Las condiciones adicionales establecidas para el pago del interés moratorio se detallan en el respectivo prospecto informativo.

**Custodia y depósito:** Los PBs estarán bajo custodia de la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V.

## ANTECEDENTES GENERALES

### **Del Emisor:**

La Hipotecaria, S.A. de C.V. fue constituida el 3 de junio de 2002, bajo las leyes de la Republica de El Salvador, mediante Escritura Pública No. 106, inscrita al número 33 del Libro 1716 de Registro de Sociedades, del Registro de Comercio, iniciando sus operaciones en octubre de 2003. Su principal actividad es el otorgamiento y administración de créditos hipotecarios residenciales, así como en un futuro titularizar créditos hipotecarios residenciales en el país. La Institución es subsidiaria de La Hipotecaria (Holding), Inc. que posee el 100% de su patrimonio. La actual Junta Directiva de La Hipotecaria, S.A. de C.V. está compuesta de la siguiente manera:

Presidente: Alfredo De La Guardia D.  
Vicepresidente: Jonh D. Rauschkolb.  
Secretario: Nicolás Pelyhe V.  
Director: Salomón V. Hanono.

La Plana Gerencial de la Compañía está representada de la siguiente manera:

Gerencia General: John D. Rauschkolb.  
Dirección Ejecutiva  
de Finanzas y Operaciones: Boris Oduber B.  
Vicepresidencia de  
Finanzas – P. Estructurados: José Luis Carrillo B.  
Vicepresidencia  
de Producción: Raúl A. Zarak A.  
Segunda Vicepresidencia  
de Administración de Activos: Rafael Martínez.

La Hipotecaria, S.A. de C.V. es la primera institución no-bancaria en El Salvador especializada en la generación y administración de préstamos hipotecarios. Desde el inicio de sus operaciones la Compañía ha llegado a formar parte del mercado de hipotecas para el segmento residencial de largo plazo, con clientes calificados con ingresos medios y medios bajos, los cuales cumplen con estándares aceptados internacionalmente para la generación y administración de créditos hipotecarios y las viviendas financiadas cubren una variedad de proyectos.

En conjunto con el personal de La Hipotecaria, S.A. (Panamá), de donde recibe apoyo directo en aspectos técnicos, logísticos y operativos, la Compañía cuenta con recurso humano de experiencia en la administración de créditos hipotecarios, un adecuado sistema de informática, así como políticas de tramitación de cobros y créditos específicas que le permiten desarrollar una adecuada gestión operativa. El sistema de informática está diseñado con especificaciones que permiten administrar carteras hipotecarias y efectuar titularizaciones de las mismas.

#### Segmento del mercado atendido:

Al igual que su similar panameña, la Compañía orienta su estrategia de negocio a atender familias salvadoreñas de estrato social medio – medio bajo. Adicionalmente, dentro de los principales empleadores en donde labora un número importante de deudores están las instituciones de gobierno, destacando el Instituto Salvadoreño del Seguro Social, la Policía Nacional Civil, el Ministerio de Educación y el Ministerio de Hacienda.

Por otra parte, la generación de créditos hipotecarios está a cargo de los asesores de hipotecas, los cuales se dividen en dos grupos: i) asesores de hipotecas para la adquisición de viviendas nuevas y ii) los que atienden a clientes que desean adquirir casas usadas o realizar una rehipoteca sobre sus viviendas adquiridas anteriormente. El Emisor en su gran mayoría financia la adquisición de viviendas que se mantengan dentro del estrato social antes descrito y que estén ubicadas en las principales ciudades de los Departamentos de San Salvador, Cuscatlán, La Libertad, La Unión, Santa Ana, San Miguel, Sonsonate y Usulután.

#### Del Fidor:

Grupo ASSA, S.A. y Subsidiarias es una holding constituida bajo las leyes de la República de Panamá el 6 de octubre de 1971 y es la casa matriz de La Hipotecaria (Holding), Inc. y Subsidiarias. Sus actividades son las propias de una tenedora de acciones, dado que mantiene participación mayoritaria en otras instituciones radicadas principalmente en Panamá, Islas Vírgenes Británicas y recientemente en Nicaragua.

Dentro de las subsidiarias pertenecientes al Grupo sobresalen: a) ASSA Compañía de Seguros, S.A., que es una institución resultante de la fusión de varias compañías de seguros desde el año de 1936, lo que representa más de 70 años de experiencia en el mercado de seguros panameño. Actualmente es líder del sector con una participación del 17% de acuerdo al nivel de primas suscritas, manteniendo una distribución del negocio entre los ramos de personas y generales, y b) La Hipotecaria (Holding), Inc. y Subsidiarias, es una compañía que fue constituida el 7 de julio de 2000 bajo las leyes de las Islas Vírgenes Británicas y es la compañía matriz de cinco sociedades en las cuales posee el 100% del capital accionario.

Dentro de lo más destacado ocurrido en las operaciones del Grupo está la adquisición directa e indirecta durante el primer trimestre de 2007 del 40.26% adicional de participación en Banco de Finanzas, S.A. de Nicaragua, permitiéndole consolidar durante el presente ejercicio las operaciones de dicha institución financiera, dado que alcanza una participación del 61.26%. Adicionalmente, el Grupo incre-

mentó la participación que mantenía en Metropolitana Compañía de Seguros, S.A. (compañía nicaragüense) al 62.82%, mientras que al cierre del ejercicio de 2006 la proporción del capital accionario que poseía era del 31.54%, por lo que las operaciones y resultados también han sido incorporados dentro de la consolidación del Grupo.

La estructura accionaria de Grupo ASSA, S.A. comprende más de 550 accionistas individuales, de los cuales ninguno de ellos tiene participación mayoritaria, dado que la mayor proporción está representada por una familia panameña que posee el 23% aproximadamente de las acciones comunes del Grupo. Adicionalmente, los principales accionistas están representados en la Junta Directiva y el Comité Ejecutivo.

La actual estructura de la Junta Directiva está conformada de la siguiente manera:

Presidente:	Stanley Motta C.
Vicepresidente:	Ramón M. Arias C.
Secretario:	Alfredo De La Guardia.
Tesorero:	Lorenzo Romagosa.
Director:	Alberto Motta Jr.

### **ANÁLISIS FINANCIERO DEL EMISOR**

#### Activos y calidad de activos

La Hipotecaria, S.A. de C.V. presenta un total de activos por US\$52.0 millones, los cuales reflejan un crecimiento interanual de US\$29.2 millones, lo que representa el 128.2% adicional. El comportamiento de los activos está directamente relacionado al nivel de expansión de la cartera de préstamos hipotecarios en US\$23.0 millones, un mayor saldo mantenido en préstamos personales por US\$2.2 millones y un monto adicional en el disponible por US\$3.9 mil. Cabe señalar que al cierre del período evaluado la Compañía presenta un monto de US\$121.1 mil en activos adjudicados mantenidos para la venta, el cual esta representando por las viviendas recuperadas y que han sido nuevamente integradas al proceso de venta.

En el análisis realizado sobre la calidad crediticia del portafolio de préstamos se observa un crecimiento en la cartera de créditos vencidos de US\$20.9 mil respecto del cierre del ejercicio de 2006, con un saldo de US\$371.6 mil, mientras que al cierre del primer trimestre de 2006 la Compañía no mostraba préstamos con retraso mayor a 90 días. El incremento observado en dicha cartera ocasiona que el ratio de morosidad resulte del 0.8%, mientras que al 31 de diciembre de 2006 era del 0.4%. Por su parte, las reservas para préstamos de dudosa recuperación por US\$77.5 mil otorgan un bajo nivel cobertura sobre los adeudos vencidos del 20.7%, dado que la Compañía es un ente no regulado no está obligada a mantener provisiones sobre préstamos más que las exigidas por sus mismos principios contables, basándose en estadísticas de pérdida real, no habiendo incurrido la Compañía en pérdidas hasta el momento.

Si bien la Compañía basa la generación y administración de la cartera en los lineamientos que le brinda La Hipotecaria

(Panamá), las condiciones económicas y del sector hipotecario local generan un comportamiento estadístico de la mora diferente entre ambas carteras, dado que ha mayo de 2007 los créditos vencidos para La Hipotecaria, S.A. (Panamá) representaban el 0.5% de la cartera bruta, mientras que para La Hipotecaria, S.A. de C.V. representan en el mismo mes el 0.9%.

Los lineamientos utilizados para la clasificación de la cartera de préstamos por categorías de riesgo se basa en los establecidos por la Superintendencia de Bancos de Panamá, la cual resulta muy similar a la implementada en El Salvador hasta el ejercicio de 2006, dado que para el presente período se estableció una nueva regulación a través de la aplicación de la NBC-022, en donde se amplían las categorías de riesgo y se consideran algunos tipos de garantías para determinar las reservas de saneamiento, debiendo evaluar la Administración una posible modificación al criterio de clasificación de los créditos, apegándose a la normativa vigente en El Salvador, dado que el 100% de los créditos son otorgados a deudores locales.

### **Gestión de Negocios**

En sintonía con el nicho de mercado establecido por la Compañía que es atender familias con un estrato social medio – medio bajo, el monto promedio de crédito otorgado resulta de US\$19.4 mil aproximadamente (incluye préstamos personales), con un total de 1,955 préstamos vigentes. Por su parte, la cartera bruta suma US\$46.8 millones de los cuales el 94.5% está representado por los créditos para adquisición de viviendas y el 5.5% son los otorgados bajo la figura de personales, pero manteniendo la garantía hipotecaria.

Al cierre del primer trimestre de 2007, el portafolio de créditos de la Compañía mantiene un rendimiento promedio ponderado del 8.0%, con una tasa de interés máxima cobrada del 16.0% y una mínima del 7.0% anual. Por su parte, el plazo promedio ponderado de vencimiento de la cartera al cierre del primer trimestre de 2007, es de 26 años aproximadamente, mientras que la Compañía ha mantenido en su poder los créditos promedio de un año. Se debe mencionar que el mayor dinamismo de la Compañía viene dado por el otorgamiento de financiamientos para la adquisición de viviendas usadas o rehipotecas, dado que existe una moderada oferta de viviendas residenciales nuevas en el mercado local durante los últimos años.

### **Fondeo**

La Hipotecaria, S.A. de C.V. basa sus fuentes de financiamiento en préstamos obtenidos de instituciones financieras locales e internacionales, así como créditos otorgados por compañías relacionadas. El total de préstamos recibidos suman US\$48.2 millones, siendo sus principales acreedores la International Finance Corporation (IFC), el Banco Continental de Panamá, Towerbank Internacional, Inc. (Panamá) y La Hipotecaria, S.A. (Panamá). Adicionalmente, las líneas de crédito adquiridas por la Compañía crecen en US\$27.4 millones respecto de marzo de 2006, lo cual es producto principalmente de la ampliación de los créditos que mantiene con Banco Continental, IFC, así como el crédito relacionado con su similar panameña, cuyo saldo vigente es de US\$10.1 millones.

El nivel de endeudamiento patrimonial de la Compañía resulta de 15.0 veces (13.9 veces a marzo de 2006), mientras que el ratio de endeudamiento financiero se muestra muy similar en 14.8 veces (13.6 veces a marzo de 2006), dado que los préstamos adquiridos representan el 98.8% de las obligaciones totales. Es de mencionar que ambos indicadores se consideran elevados, producto de un patrimonio estrecho, lo que limita la flexibilidad financiera considerando el crecimiento mostrado por la Compañía.

### **Solvencia y Liquidez**

El nivel de solvencia patrimonial de la Compañía al cierre del período evaluado se considera estrecho, reflejando una relación patrimonio /activos totales de 6.2% (6.7% a marzo de 2005), por debajo del promedio reflejado por las entidades financieras pertenecientes al sector bancario, el cual resulta de 10.5%. Por otra parte, el nivel de liquidez que brinda el disponible a la deuda bancaria (no incluye parte relacionada) es de 0.11 veces, mientras que en similar período de 2005 fue de 0.04 veces, considerándose ambos indicadores bajos.

El aporte de capital fresco realizado por La Hipotecaria (Holding), Inc. durante el último trimestre de 2006 por US\$1.1 millones, tiene por objeto soportar el nivel de expansión del negocio. No obstante, el ritmo de crecimiento en la colocaciones de préstamos no permite que algunos ratios relacionados al patrimonio reflejen un desempeño favorable, por lo que la Compañía aún y cuando es una institución financiera no regulada, debería mostrar mejoras graduales en los niveles de solvencia patrimonial y liquidez, con el propósito de generar un mayor nivel de confianza ante los inversionistas, dado su incursión en el mercado de valores.

### **Análisis de Resultados**

Al 31 de marzo de 2007, los ingresos totales de la Entidad suman US\$1.2 millones, los cuales presentan un incremento interanual del 108.2% (US\$622 mil), producto del nivel de expansión de la cartera de préstamos con un rendimiento promedio del 8.0%, lo que genera ingresos adicionales por intereses de US\$465 mil, mientras que el flujo generado por comisiones es mayor en US\$157 mil. Por su parte, el total de costos operativos suma US\$786 mil, siendo estos en un 91.5% provenientes del costo financiero representado por las líneas de crédito adquiridas, mientras que el resto se da por comisiones de venta de hipotecas. Un ritmo de crecimiento superior en los costos versus los ingresos de operación conllevan a que el margen de intermediación de la Compañía disminuya a 34.3% (49.0% a marzo de 2006), mientras que la utilidad financiera resulta mayor en US\$129.5 mil respecto de marzo de 2006, con un saldo de US\$786.0 mil.

El resultado neto registrado se compara favorablemente con el generado doce meses atrás, un monto de US\$129.0 mil versus los US\$89.7 mil obtenidos a marzo de 2006, permitiendo que los indicadores de rentabilidad sobre activo y patrimonio promedio se ubiquen en 1.6% y 25.7% respectivamente (1.5% y 19.2% a marzo de 2006). En virtud al crecimiento reflejado en la cartera de préstamos y una mayor penetración en el segmento del mercado atendido, las perspectivas de la Compañía se muestran favorables. No obstante el mantener niveles bajos de morosidad

adecuados y mejorar gradualmente la solvencia patrimonial serán los principales retos de la Administración.

## ANÁLISIS FINANCIERO DEL FIADOR

Partiendo del hecho que Grupo ASSA, S.A. y Subsidiarias ha otorgado una Fianza Solidaria a favor de los tenedores registrados de los PBs que serán emitidos por la Hipotecaria, S.A. de C.V., convirtiéndose en garante de las obligaciones contraídas por el Emisor, se procedió a analizar las operaciones y resultados del Grupo al 31 de marzo de 2007. Los estados financieros consolidados han sido preparados de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y están expresados en balboas (B/), unidad monetaria de la Republica de Panamá, la cual está a la par y es libre de cambio con el Dólar de los Estados Unidos de América.

### Calidad de activos

Al cierre del primer trimestre de 2007, los activos totales de Grupo ASSA se ven influenciados por la incorporación de las nuevas compañías subsidiarias, tales como, Banco de Finanzas, S.A. y Metropolitana Compañía de Seguros, S.A., que son instituciones radicadas en Nicaragua cuyos activos totales son de B/.386.0 millones y B/.11.2 millones respectivamente. Asimismo, incorpora por primera vez las operaciones de Banco de Finanzas (Internacional), S.A. de Panamá, que es un banco con licencia internacional constituido en octubre de 1997, con un total de activos a marzo de 2007 de B/.38.0 millones.

Los activos totales del Grupo suman B/.915.1 millones, los cuales reflejan un crecimiento interanual de B/.502.2 millones, originado principalmente por el incremento obtenido en los activos financieros en B/.378.1 millones, en el disponible por B/.83.6 millones, así como un saldo mayor en cuentas por cobrar generadas del negocio de seguros y otros por B/.10.9 millones. Cabe señalar que dentro de la estructura de activos el 75.7% está representado por las inversiones financieras y los préstamos por cobrar originados por las operaciones de las subsidiarias Banco de Finanzas, La Hipotecaria (Holding), Inc. y por Banco de Finanzas (Internacional), S.A., con un aporte a la cartera del 66.1%, 32.5% y 1.4% respectivamente.

Durante el cierre del ejercicio de 2006, la principal compañía subsidiaria del Grupo era La Hipotecaria (Holding), S.A., dado que aportaba cerca del 40.5% del total de activos antes de consolidación, seguida por ASSA Compañía de Seguros, S.A. con el 35.5% de aporte. No obstante, con la incorporación de Banco de Finanzas, S.A., éste ha pasado a constituirse como la principal institución que aporta a los activos totales, con un porcentaje del 45.1%, mientras que las dos anteriores representan el 16.5% y 18.5% respectivamente.

### Obligaciones financieras

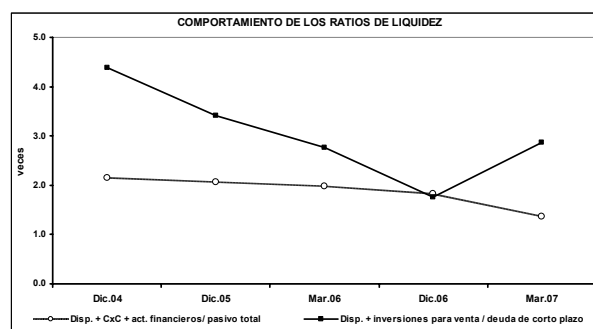
El total de obligaciones financieras mantenidas por el Grupo suman B/.503.2 millones, las cuales son originadas por las principales compañías subsidiarias, dado que mantiene un monto por B/.327.2 millones en depósitos captados del

público a través de las operaciones bancarias, B/.95.4 millones en préstamos adquiridos y B/.80.6 millones por colocaciones de valores comerciales negociables a través de La Hipotecaria (Holding), Inc. Adicionalmente, el Grupo mantiene dentro de sus pasivos un saldo de B/.80.7 millones por provisiones mantenidas y generadas del negocio de seguros.

Dentro de las principales fortalezas del Grupo está el adecuado nivel patrimonial, lo que ha permitido mostrar históricamente bajos niveles de endeudamiento. No obstante, la incorporación de obligaciones adicionales durante el presente ejercicio, dada las nuevas consolidaciones, han ocasionado que la relación pasivo total / patrimonio resulte de 2.1 veces superior a la registrada durante similar período de 2006, la cual fue de 0.8 veces. Por su parte, el ratio de endeudamiento financiero (incluye los depósitos del público) refleja similar comportamiento, con un indicador de 1.7 veces versus el 0.4 veces observado a marzo de 2006. Aún y cuando los índices de endeudamiento han presentado una tendencia a incrementarse, los mismos se mantienen en niveles aceptables.

### Liquidez

Al 31 de marzo de 2007, el Grupo continua mostrando adecuados niveles de liquidez, en razón a la alta concentración de flujo en sus inversiones financieras y en el disponible, permitiéndole reflejar un nivel de cobertura que otorga el disponible y depósitos bancarios más las inversiones mantenidas para la venta sobre la deuda financiera con vencimiento hasta doce meses de 2.9 veces (2.8 veces a marzo de 2006), lo que le permite mantener una adecuada capacidad de pago ante sus obligaciones de corto plazo. Por otra parte, de considerar el disponible, cuentas por cobrar y el total de activos financieros, la cobertura que estos brindan sobre el pasivo total se ubica en 1.4 veces (2.0 veces a marzo de 2006), manteniendo un nivel adecuado.



### Análisis de resultados

Respecto del primer trimestre de 2006, el Grupo presenta una utilidad neta superior en B/.3.5 millones, lo que representa un crecimiento interanual del 97.8%, con un monto de B/.7.0 millones. Dentro de los factores que afectan positivamente los resultados están, una mayor generación de prima neta ganada, aumento en los ingresos netos por intereses y comisiones de préstamos e inversiones, conllevando a mostrar un crecimiento en los ingresos totales de B/.15.5 millones (99.0%), mientras que los costos operativos crecen en B/.11.3 millones (95.4%), producto princi-

palmente por la consolidación de los gastos incurridos en las nuevas compañías subsidiarias.

Producto del comportamiento en los ingresos versus los costos y gastos de operación, la respectiva utilidad crece en B/.4.3 millones, permitiendo reflejar una relación de resultado operativo / activos totales del 3.6%, mientras que doce

meses atrás fue de 1.9%. Adicionalmente, los niveles de rendimiento sobre activo y patrimonio promedio son del 3.2% y 8.1%, manteniéndose similares a los registrados al cierre del ejercicio de 2006.

LA HIPOTECARIA, S.A. DE C.V. (El Salvador)  
**BALANCE GENERAL**  
(MILES DE US\$)

	DIC.04		DIC.05		MAR.06		DIC.06		MAR.07	
		%		%		%		%		%
<b>ACTIVOS</b>										
Caja Bancos	427	7.4%	1,913	10.0%	471	2.1%	1,457	3.4%	4,341	8.3%
<b>Préstamos Brutos</b>	<b>5,202</b>	<b>90.2%</b>	<b>16,788</b>	<b>87.9%</b>	<b>21,733</b>	<b>95.3%</b>	<b>40,258</b>	<b>95.1%</b>	<b>46,993</b>	<b>90.3%</b>
Hipotecarios residenciales	5,188	90.0%	16,555	86.7%	21,300	93.4%	38,406	90.7%	44,351	85.2%
Personales y otros	14	0.2%	233	1.2%	433	1.9%	1,852	4.4%	2,642	5.1%
Menos:										
Reserva de saneamiento	7	0.1%	19	0.1%	19	0.1%	77	0.2%	77	0.1%
<b>Préstamos Netos de reservas</b>	<b>5,195</b>	<b>90.1%</b>	<b>16,769</b>	<b>87.8%</b>	<b>21,714</b>	<b>95.2%</b>	<b>40,181</b>	<b>94.9%</b>	<b>46,916</b>	<b>90.2%</b>
Activos adjudicados para la venta	-	0.0%	15	0.1%	39	0.2%	38	0.1%	121	0.2%
Mobiliario, equipo y mejoras, neto	117	2.0%	150	0.8%	144	0.6%	175	0.4%	184	0.4%
Otras cuentas por cobrar	17	0.3%	9	0.0%	106	0.5%	214	0.5%	113	0.2%
Otros activos	9	0.2%	242	1.3%	331	1.5%	277	0.7%	356	0.7%
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>5,765</b>	<b>100.0%</b>	<b>19,098</b>	<b>100.0%</b>	<b>22,805</b>	<b>100.0%</b>	<b>42,342</b>	<b>100.0%</b>	<b>52,031</b>	<b>100.0%</b>
<b>PASIVOS</b>										
Porción corriente de los préstamos a largo plazo	1,000	17.3%	1,050	5.5%	1,000	4.4%	91	0.2%	447	0.9%
Cuentas por pagar	45	0.8%	21	0.1%	-	0.0%	52	0.1%	32	0.1%
Impuesto por pagar	17	0.3%	42	0.2%	-	0.0%	160	0.4%	251	0.5%
Préstamos por pagar relacionados	3,939	68.3%	-	0.0%	7,718	33.8%	-	0.0%	10,057	19.3%
Otras cuentas por pagar	-	0.0%	117	0.6%	453	2.0%	239	0.6%	308	0.6%
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>5,001</b>	<b>86.7%</b>	<b>1,230</b>	<b>6.4%</b>	<b>9,171</b>	<b>40.2%</b>	<b>542</b>	<b>1.3%</b>	<b>11,095</b>	<b>21.3%</b>
Préstamos por pagar de largo plazo	-	0.0%	16,412	85.9%	12,100	53.1%	38,675	91.3%	37,675	72.4%
Otros pasivos	-	0.0%	11	0.1%	-	0.0%	3	0.0%	10	0.0%
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>5,001</b>	<b>86.7%</b>	<b>17,653</b>	<b>92.4%</b>	<b>21,271</b>	<b>93.3%</b>	<b>39,220</b>	<b>92.6%</b>	<b>48,780</b>	<b>93.8%</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>										
Capital Social	748	13.0%	1,248	6.5%	1,248	5.5%	2,348	5.5%	2,348	4.5%
Reserva legal	-	0.0%	17	0.1%	-	0.0%	72	0.2%	72	0.1%
Resultados acumulados	(46)	-0.8%	-	0.0%	196	0.9%	125	0.3%	702	1.3%
Utilidad del ejercicio	62	1.1%	180	0.9%	90	0.4%	577	1.4%	129	0.2%
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>764</b>	<b>13.3%</b>	<b>1,445</b>	<b>7.6%</b>	<b>1,534</b>	<b>6.7%</b>	<b>3,122</b>	<b>7.4%</b>	<b>3,251</b>	<b>6.2%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>5,765</b>	<b>100.0%</b>	<b>19,098</b>	<b>100.0%</b>	<b>22,805</b>	<b>100.0%</b>	<b>42,342</b>	<b>100.0%</b>	<b>52,031</b>	<b>100.0%</b>

LA HIPOTECARIA, S.A. DE C.V. (El Salvador)  
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS  
(MILES DE US\$)

	DIC.04		DIC.05		MAR.06		DIC.06		MAR.07	
	356	100.0%	1,223	100.0%	575	100.0%	3,254	100.0%	1,197	100.0%
<b>Ingresos de Operación</b>										
Ingresos sobre préstamos	151	42.4%	762	62.3%	366	63.7%	2,153	66.2%	831	69.4%
Intereses de inversiones	85	23.9%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Comisiones de préstamos y otros	120	33.7%	461	37.7%	209	36.3%	1,101	33.8%	366	30.6%
<b>Costos de operación</b>	<b>38</b>	<b>10.7%</b>	<b>460</b>	<b>37.6%</b>	<b>293</b>	<b>51.0%</b>	<b>1,608</b>	<b>49.4%</b>	<b>786</b>	<b>65.7%</b>
Intereses de préstamos	21	5.9%	381	31.2%	235	40.9%	1,416	43.5%	719	60.1%
Comisiones por venta de hipotecas	17	4.8%	79	6.5%	58	10.1%	192	5.9%	67	5.6%
<b>UTILIDAD FINANCIERA</b>	<b>318</b>	<b>89.3%</b>	<b>763</b>	<b>62.4%</b>	<b>282</b>	<b>49.0%</b>	<b>1,646</b>	<b>50.6%</b>	<b>411</b>	<b>34.3%</b>
<b>GASTOS OPERATIVOS</b>	<b>235</b>	<b>66.0%</b>	<b>523</b>	<b>42.8%</b>	<b>162</b>	<b>28.2%</b>	<b>861</b>	<b>26.5%</b>	<b>239</b>	<b>20.0%</b>
Generales y administración	228	64.0%	511	41.8%	162	28.2%	799	24.6%	239	20.0%
Reservas de saneamiento	7	2.0%	12	1.0%	-	0.0%	62	1.9%	-	0.0%
<b>UTILIDAD(PERD.)ANTES IMP.</b>	<b>83</b>	<b>23.3%</b>	<b>240</b>	<b>19.6%</b>	<b>120</b>	<b>20.9%</b>	<b>785</b>	<b>24.1%</b>	<b>172</b>	<b>14.4%</b>
Impuesto sobre la renta	21	5.9%	60	4.9%	30	5.2%	208	6.4%	43	3.6%
<b>UTILIDAD (PERDIDA) NETA DEL AÑO</b>	<b>62</b>	<b>17.4%</b>	<b>180</b>	<b>14.7%</b>	<b>90</b>	<b>15.7%</b>	<b>577</b>	<b>17.7%</b>	<b>129</b>	<b>10.8%</b>

LA HIPOTECARIA, S.A. DE C.V. (El Salvador)  
RAZONES FINANCIERAS

	DIC.04	DIC.05	MAR.06	DIC.06	MAR.07
<b>Capital</b>					
Pasivo/patrimonio	6.55	12.22	13.87	12.56	15.00
Pasivo / activo	0.87	0.92	0.93	0.93	0.94
Deuda financiera /patrimonio (incluye parte relacionada)	6.46	12.08	13.57	12.42	14.82
Patrimonio /Pmos brutos	14.69%	8.61%	7.06%	7.75%	6.92%
Patrimonio/activos	13.25%	7.57%	6.73%	7.37%	6.25%
<b>Líquidez</b>					
Caja + inversiones financieras/ deuda financ. (no incluye parte	0.43	0.11	0.04	0.04	0.11
Caja + inversiones financieras/ deuda financiera total	0.09	0.11	0.02	0.04	0.09
Préstamos brutos/ deuda financiera total	1.05	0.96	1.04	1.04	0.98
<b>Rentabilidad</b>					
ROAE	10.20%	16.30%	19.21%	25.27%	25.75%
ROAA	1.61%	1.45%	1.48%	1.88%	1.65%
Margen fin.neto	89.33%	62.39%	49.04%	50.58%	34.34%
Utilidad neta /ingresos financieros	17.42%	14.72%	15.65%	17.73%	10.78%
Gastos operativos / activos	3.95%	2.68%	2.84%	1.89%	1.84%
Eficiencia operativa	71.70%	66.97%	57.45%	48.54%	58.15%
<b>Calidad de Activos</b>					
Préstamos vencidos	-	-	-	\$167	\$372
Pmos vencidos /préstamos brutos	0.00%	0.00%	0.00%	0.41%	0.79%
Reservas /préstamos vencidos	0.00%	0.00%	0.00%	46.11%	20.70%
Reservas / préstamos brutos	0.13%	0.11%	0.09%	0.19%	0.16%
Vencidos / (patrimonial + reservas)	0.00%	0.00%	0.00%	5.22%	11.18%
Activos inmovilizados	-0.92%	-0.28%	1.30%	4.10%	12.80%

ROAE (Return Over Average Equity) = Utilidad neta doce meses /  $\{(\text{Patrimonio}_t + \text{Patrimonio}_{t-1}) / 2\}$   
ROAA (Return Over Average Assets) = Utilidad neta doce meses /  $\{(\text{Activos}_t + \text{Activos}_{t-1}) / 2\}$

GRUPO ASSA, S.A. Y SUBSIDIARIAS  
BALANCE GENERAL  
(MILES DE BALBOAS)

	Dic.04		Dic.05		Mar.06		Dic.06		Mar.07	
		%		%		%		%		%
<b>ACTIVOS</b>										
Disponible	13,263	3.9%	29,873	7.4%	24,534	5.9%	37,200	6.8%	108,088	11.8%
<b>Cuentas por cobrar de seguros y otros</b>	<b>30,378</b>	<b>9.0%</b>	<b>33,382</b>	<b>8.2%</b>	<b>29,735</b>	<b>7.2%</b>	<b>40,539</b>	<b>7.4%</b>	<b>40,647</b>	<b>4.4%</b>
Asegurados	22,348	6.6%	22,313	5.5%	19,501	4.7%	23,543	4.3%	22,623	2.5%
Coaseguros	5,068	1.5%	5,509	1.4%	4,892	1.2%	5,469	1.0%	5,754	0.6%
Otras	2,962	0.9%	5,560	1.4%	5,342	1.3%	11,527	2.1%	12,270	1.3%
Participación de los reaseg. en las provisiones s/contrados de seg.	13,757	4.1%	18,628	4.6%	18,938	4.6%	19,057	3.5%	18,515	2.0%
<b>Activos financieros</b>	<b>256,826</b>	<b>76.2%</b>	<b>298,891</b>	<b>73.8%</b>	<b>314,229</b>	<b>76.1%</b>	<b>422,010</b>	<b>77.5%</b>	<b>692,313</b>	<b>75.7%</b>
Disponibles para la venta	135,270	40.1%	181,319	44.8%	183,950	44.6%	218,640	40.2%	249,504	27.3%
Mantenidos hasta su vencimiento	47,616	14.1%	10,597	2.6%	10,573	2.6%	10,498	1.9%	86,249	9.4%
Depósitos a plazo fijo	23,101	6.9%	25,773	6.4%	20,249	4.9%	21,772	4.0%	33,791	3.7%
Préstamos, neto	49,169	14.6%	80,910	20.0%	99,191	24.0%	170,913	31.4%	322,538	35.2%
Otros préstamos por cobrar	1,670	0.5%	292	0.1%	266	0.1%	187	0.0%	231	0.0%
Gatos e impuestos pagados por adelantado	247	0.1%	41	0.0%	31	0.0%	35	0.0%	49	0.0%
Inversiones en asociadas	8,517	2.5%	10,237	2.5%	10,285	2.5%	11,495	2.1%	1,623	0.2%
Activos intangibles	1,669	0.5%	1,167	0.3%	1,167	0.3%	1,167	0.2%	14,806	1.6%
Depósitos de reaseguros de exceso de pérdida	673	0.2%	833	0.2%	987	0.2%	1,470	0.3%	-	0.0%
Propiedades de inversión	-	0.0%	1,664	0.4%	1,644	0.4%	1,381	0.3%	8,025	0.9%
Inmuebles, mobiliario y equipo, neto	9,880	2.9%	7,756	1.9%	7,602	1.8%	7,183	1.3%	15,984	1.7%
Impuestos sobre la renta diferido	-	0.0%	900	0.2%	825	0.2%	420	0.1%	378	0.0%
Otros activos	1,919	0.6%	1,720	0.4%	2,865	0.7%	2,325	0.4%	14,639	1.6%
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>337,129</b>	<b>100.0%</b>	<b>405,092</b>	<b>100.0%</b>	<b>412,842</b>	<b>100.0%</b>	<b>544,282</b>	<b>100.0%</b>	<b>915,067</b>	<b>100.0%</b>
<b>PASIVOS</b>										
Depósitos en bancos										
A la vista	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	44,807	4.9%
Ahorros	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	159,259	17.4%
A plazo	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	123,183	13.5%
Préstamos por pagar	46,389	13.8%	50,627	12.5%	50,607	12.3%	91,434	16.8%	95,381	10.4%
Valores comerciales negociables	-	0.0%	29,300	7.2%	42,336	10.3%	76,655	14.1%	80,555	8.8%
Provisiones sobre contratos de seguros	69,232	20.5%	70,299	17.4%	71,400	17.3%	76,041	14.0%	80,746	8.8%
Sobre pólizas de vida individual a largo plazo	29,977	8.9%	31,877	7.9%	32,620	7.9%	35,694	6.6%	36,922	4.0%
Primas no devengadas	18,917	5.6%	24,341	6.0%	25,577	6.2%	23,059	4.2%	25,383	2.8%
Reclamo en trámite	10,623	3.2%	14,081	3.5%	13,203	3.2%	17,288	3.2%	18,441	2.0%
Provisiones para riesgo catastrófico y/o contingencias	9,715	2.9%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Reaseguros por pagar	4,847	1.4%	7,836	1.9%	6,620	1.6%	9,407	1.7%	8,749	1.0%
Cuentas por pagar de seguros y otros pasivos	18,811	5.6%	16,922	4.2%	15,084	3.7%	20,235	3.7%	26,415	2.9%
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>139,279</b>	<b>41.3%</b>	<b>174,984</b>	<b>43.2%</b>	<b>186,047</b>	<b>45.1%</b>	<b>273,772</b>	<b>50.3%</b>	<b>619,095</b>	<b>67.7%</b>
<b>PATRIMONIO</b>										
Capital pagado	37,649	11.2%	37,684	9.3%	37,684	9.1%	38,937	7.2%	38,937	4.3%
Resultados acumulados	150,017	44.5%	166,573	41.1%	184,652	44.7%	212,656	39.1%	231,882	25.3%
Utilidad del ejercicio	9,350	2.8%	24,969	6.2%	3,544	0.9%	17,694	3.3%	7,010	0.8%
Interés Minoritario	834	0.2%	882	0.2%	915	0.2%	1,223	0.2%	18,143	2.0%
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>197,850</b>	<b>58.7%</b>	<b>230,108</b>	<b>56.8%</b>	<b>226,795</b>	<b>54.9%</b>	<b>270,510</b>	<b>49.7%</b>	<b>295,972</b>	<b>32.3%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>337,129</b>	<b>100.0%</b>	<b>405,092</b>	<b>100.0%</b>	<b>412,842</b>	<b>100.0%</b>	<b>544,282</b>	<b>100.0%</b>	<b>915,067</b>	<b>100.0%</b>

GRUPO ASSA, S.A. Y SUBSIDIARIAS  
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS  
(MILES DE BALBOAS)

	Dic.04	%	Dic.05	%	Mar.06	%	Dic.06	%	Mar.07	%
Primas emitidas netas	72,338	130.9%	75,736	105.1%	20,675	132.0%	85,730	121.0%	26,160	83.9%
Primas cedidas al reasegurador	(27,258)	-49.3%	(25,577)	-35.5%	(7,754)	-49.5%	(29,004)	-40.9%	(10,327)	-33.1%
<b>Primas retenidas</b>	<b>45,080</b>	<b>81.6%</b>	<b>50,159</b>	<b>69.6%</b>	<b>12,921</b>	<b>82.5%</b>	<b>56,726</b>	<b>80.1%</b>	<b>15,833</b>	<b>50.8%</b>
Cambios por provisión por seguros de vida individual a L.P.	(1,983)	-3.6%	(1,900)	-2.6%	(743)	-4.7%	(3,817)	-5.4%	(1,005)	-3.2%
Cambio por provisión bruta para primas no devengadas	(258)	-0.5%	(744)	-1.0%	(1,235)	-7.9%	1,283	1.8%	(1,291)	-4.1%
Cambios en la particip. de reaseg. en la provisión por primas no dev.	-	0.0%	(128)	-0.2%	1,057	6.8%	(1,314)	-1.9%	775	2.5%
<b>Primas netas ganadas</b>	<b>42,839</b>	<b>77.5%</b>	<b>47,387</b>	<b>65.8%</b>	<b>12,000</b>	<b>76.6%</b>	<b>52,878</b>	<b>74.6%</b>	<b>14,312</b>	<b>45.9%</b>
Intereses y comisiones sobre préstamos y depósitos	2,653	4.8%	5,778	8.0%	2,133	13.6%	12,114	17.1%	12,627	40.5%
Intereses y comisiones pagados	(1,958)	-3.5%	(3,760)	-5.2%	(1,255)	-8.0%	(7,767)	-11.0%	(6,954)	-22.3%
<b>Ingreso neto por intereses</b>	<b>695</b>	<b>1.3%</b>	<b>2,018</b>	<b>2.8%</b>	<b>878</b>	<b>5.6%</b>	<b>4,347</b>	<b>6.1%</b>	<b>5,673</b>	<b>18.2%</b>
Ingresos devengados de inversiones	8,898	16.1%	20,288	28.2%	2,231	14.2%	10,920	15.4%	7,371	23.7%
Misceláneos, neto	2,609	4.7%	2,369	3.3%	548	3.5%	2,697	3.8%	3,807	12.2%
Ganancia en venta de acciones	221	0.4%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
<b>Ingresos de operación</b>	<b>55,262</b>	<b>100.0%</b>	<b>72,062</b>	<b>100.0%</b>	<b>15,657</b>	<b>100.0%</b>	<b>70,842</b>	<b>100.0%</b>	<b>31,163</b>	<b>100.0%</b>
Costo por reclamos y beneficios incurridos	20,789	37.6%	19,189	26.6%	4,521	28.9%	22,820	32.2%	6,638	21.3%
Costo de beneficios por reembolsos y rescates	3,765	6.8%	4,092	5.7%	752	4.8%	3,564	5.0%	808	2.6%
Costo de adquisición	5,496	9.9%	8,553	11.9%	2,379	15.2%	9,362	13.2%	2,488	8.0%
Gastos generales y administrativos	12,318	22.3%	13,670	19.0%	3,751	24.0%	15,719	22.2%	11,798	37.9%
Depreciación y amortización	1,658	3.0%	1,413	2.0%	316	2.0%	1,260	1.8%	656	2.1%
Deterioro de plusvalía	851	1.5%	502	0.7%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Reservas de riesgo catastrófico y/o contingencias	930	1.7%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Reservas para cuentas incobrables	-	0.0%	123	0.2%	-	0.0%	132	0.2%	507	1.6%
<b>Costo y gastos de operación</b>	<b>45,807</b>	<b>82.9%</b>	<b>47,542</b>	<b>66.0%</b>	<b>11,719</b>	<b>74.8%</b>	<b>52,857</b>	<b>74.6%</b>	<b>22,895</b>	<b>73.5%</b>
<b>Utilidad de operación</b>	<b>9,455</b>	<b>17.1%</b>	<b>24,520</b>	<b>34.0%</b>	<b>3,938</b>	<b>25.2%</b>	<b>17,985</b>	<b>25.4%</b>	<b>8,268</b>	<b>26.5%</b>
Participación en las utilidades de asociadas	249	0.5%	1,405	1.9%	48	0.3%	1,335	1.9%	330	1.1%
<b>Utilidad antes de impuesto</b>	<b>9,704</b>	<b>17.6%</b>	<b>25,925</b>	<b>36.0%</b>	<b>3,986</b>	<b>25.5%</b>	<b>19,320</b>	<b>27.3%</b>	<b>8,598</b>	<b>27.6%</b>
Impuesto sobre la renta corriente	(205)	-0.4%	(962)	-1.3%	(260)	-1.7%	(893)	-1.3%	(601)	-1.9%
Impuesto sobre la renta diferido	-	0.0%	160	0.2%	(75)	-0.5%	(481)	-0.7%	(41)	-0.1%
Impuesto sobre dividendos de subsidiarias	(36)	-0.1%	(27)	0.0%	(73)	-0.5%	(101)	-0.1%	(82)	-0.3%
<b>Utilidad antes de intereses minoritarios</b>	<b>9,463</b>	<b>17.1%</b>	<b>25,096</b>	<b>34.8%</b>	<b>3,578</b>	<b>22.9%</b>	<b>17,845</b>	<b>25.2%</b>	<b>7,874</b>	<b>25.3%</b>
Intereses minoritarios	(113)	-0.2%	(127)	-0.2%	(34)	-0.2%	(151)	-0.2%	(864)	-2.8%
<b>Utilidad neta</b>	<b>9,350</b>	<b>16.9%</b>	<b>24,969</b>	<b>34.6%</b>	<b>3,544</b>	<b>22.6%</b>	<b>17,694</b>	<b>25.0%</b>	<b>7,010</b>	<b>22.5%</b>

Indicadores financieros y de gestión	Dic.04	Dic.05	Mar.06	Dic.06	Mar.07
<b>Rentabilidad</b>					
ROAA	3.0%	6.7%	6.7%	3.7%	3.2%
ROAE	5.1%	11.7%	11.8%	7.1%	8.1%
Resultado operacional / Activos	2.8%	6.1%	1.9%	3.3%	3.6%
EBITDA	11,362	27,338	4,302	20,580	9,254
Margen EBITDA	20.6%	37.9%	27.5%	29.1%	29.7%
<b>Liquidez</b>					
(Disp. + CxC + act. financieros) / pasivo total	2.2	2.1	2.0	1.8	1.4
(Disp. + CxC + inv. neg. + otros ptmos.) / (deuda fin. + rvas. por seguros)	1.6	1.6	1.5	1.2	1.6
(Disponible + inv. disponible para venta) / deuda de corto plazo	4.4	3.4	2.8	1.8	2.9
Disponible / deuda de C.P.	0.4	0.5	0.3	0.3	0.9
<b>Estructura financiera</b>					
Endeudamiento patrimonial (veces)	0.7	0.8	0.8	1.0	2.1
Endeudamiento financiero / patrimonio (veces)	0.2	0.3	0.4	0.6	1.7
Capitalización	14.7%	16.3%	11.5%	17.6%	30.5%
Cobertura de EBITDA a intereses (veces)	5.8	7.3	3.4	2.6	1.3
Deuda financiera de C.P.	33,889.0	61,838.0	75,468.0	145,072.0	125,058.0
EBITDA / endeudamiento financiero CP + intereses (veces)	0.4	0.5	0.1	0.1	0.4
Endeudamiento financiero CP / endeudamiento financiero total	73.1%	77.4%	81.2%	86.3%	71.1%
Obligaciones financieras / EBITDA	4.1	2.9	10.8	8.2	4.8
<b>Gestión Administrativa</b>					
Crecimiento de Ingresos	4.5%	30.4%	18.0%	-1.7%	99.0%
Patrimonio / activos	58.7%	56.8%	54.9%	49.7%	32.3%
Rotación de cobranzas de primas (días)	151	159	259	170	140

ROAA (Return Over Average Assets) = Utilidad neta doce meses /  $\{(Activos_t + Activos_{t-1}) / 2\}$

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