

FINANCIERA MULTIVALORES S.A

Sesión Ordinaria: 1222010

Información financiera no auditada: al 31 de marzo del 2010

Contactos: Gary Barquero A. Gerente General
Stefanny Peraza Q. Analista Junior

gbarquero@scriesgo.com
speraza@scriesgo.com

CALIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe corresponde al análisis de los riesgos administrados por la Financiera Multivalores S.A. (en adelante Multivalores o Financiera), elaborado a partir de la información financiera no auditada al 31 de marzo del 2010. El desempeño de la entidad en análisis, se compara con el promedio de las Financieras (FINAN) y de los cinco bancos privados más pequeños (BPP5).

Con base en dicha información, se otorgaron las siguientes calificaciones a Financiera Multivalores S.A.

	Calificación Anterior		Calificación Actual ^{1/}	
	Colones	Dólares	Colones	Dólares
Largo Plazo	scrAA	scrAA-	scrAA	scrAA-
Corto Plazo	SCR 2+	SCR 2	SCR 2+	SCR 2

^{1/}Ninguna de las calificaciones otorgadas varió con respecto a la anterior.

Adicionalmente, a la serie de Bonos Hipotecarios Amortizables de Financiera Multivalores le fue otorgada la siguiente calificación de riesgo:

Serie	Monto -Mill-	Calificación Anterior	Calificación Actual ^{2/}
Bonos Hipotecarios Serie C	\$1,0	scr AA	scr AA
Bonos Hipotecarios Serie D	\$1,0	scr AA	scr AA
Bonos Hipotecarios Serie E	\$1,0	scr AA	scr AA
Bonos Hipotecarios Serie F	\$1,0	scr AA	scr AA

^{2/}Ninguna de las calificaciones otorgadas varió con respecto a la anterior.

scrAA: Emisiones con muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados, que no se verían afectadas en forma significativa ante

"La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Calificadora basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en la Superintendencia General de Valores, Bolsas de Valores y puestos representante"

eventuales cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía. Nivel Muy Bueno

scr 2: Emisiones que a Corto Plazo tienen muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados. Sus factores de riesgo no se verían afectados en forma significativa ante eventuales cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía al corto plazo. Nivel Muy Bueno

Las calificaciones desde "scr AA" a "scr C" y desde "SCR 2" a "SCR 5" pueden ser modificadas por la adición del signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías.

1. RESUMEN EJECUTIVO

La Financiera Multivalores es la más pequeña entre las entidades financieras no bancarias costarricenses, según volumen de activos y consecuentemente, es la que contabiliza menores pasivos y patrimonio, en el sector.

Pese a ser la entidad con el menor patrimonio, la estructura de sus fuentes de financiamiento y los activos en los que invierte, se combinan de tal forma que la Financiera mantiene una suficiencia patrimonial superior al 40%. En general, los indicadores de capital de Multivalores, reflejan su solidez y solvencia, así como las posibilidades de crecimiento de la entidad.

Por otra parte, a lo largo del último año la Financiera mantiene indicadores de sensibilidad, estipulados en el modelo CAMELS, favorables y holgados, en lo que respecta a los riesgos de tasa en moneda nacional y extranjera. No obstante, el riesgo cambiario muestra una tendencia creciente desde octubre 2009, para colocarse por encima del 5% máximo establecido en el modelo, en marzo 2010. Entre los factores que afectan el indicador de la entidad están la exposición cambiaria y la variación esperada del tipo de cambio.

En cuanto a liquidez, desde finales del 2008 Multivalores se ha caracterizado por mantener un bajo volumen de inversiones, por lo tanto, la cobertura que brindan los activos más líquidos de la entidad a sus obligaciones ha disminuido, colocándose en una posición menos conservadora que en el 2006 y 2007, así como en niveles menores a los observados en el promedio de las entidades financieras no bancarias. Pese a ello, la estructura pasiva de la entidad le permite programar sus inversiones con mayor certidumbre de sus necesidades de liquidez. Lo anterior se refleja a su vez en los calces de plazo e indicadores de liquidez a un año y más de un año, los cuales forman parte de las razones de fondeo.

Es destacable que la entidad mantiene mayor eficiencia en el uso de activos, que el promedio del sector en el cual participa, lo que responde no sólo a que destina más del 85,00% de su activo a operaciones crediticias, sino también a la calidad de su cartera, de tal forma que no registra bienes realizables a marzo 2010 y las operaciones con mora mayor a 90 días no representan siquiera un 0,5% de la cartera. En general, los indicadores de calidad de la cartera se mantienen favorables, aún cuando para marzo 2010 se registra aumento de la proporción de cartera vencida y de los créditos de mayor riesgo respecto de marzo 2009. Asimismo, la mayor parte de sus indicadores de cartera toman posiciones favorables respecto del promedio de las entidades financieras no bancarias.

Es importante hacer hincapié en que las razones de rentabilidad de la Financiera, en su mayoría, han tendido a la baja. Específicamente para marzo 2010, los indicadores registrados son menores a los de diciembre previos, así como respecto del promedio de entidades financieras no bancarias; sin embargo, la entidad mantiene una posición más favorable que el promedio de los cinco bancos más pequeños del sistema bancario nacional, especialmente en lo que respecta a las rentabilidades del activo productivo y del patrimonio, las cuales son negativas en marzo 2010 para el BPP5.

Finalmente, es importante señalar que la entidad cumple a cabalidad con todas las condiciones del fideicomiso, que ha sido establecido como garantía de las emisiones de bonos hipotecarios.

1.1 Fortalezas

- Alto grado de suficiencia patrimonial, solvencia y capacidad de crecimiento vía endeudamiento.
- Holgados indicadores de fondeo.
- Calidad de la cartera.
- Fideicomiso de garantía hipotecaria como respaldo de las emisiones de bonos.

1.2 Retos

- Impulsar el crecimiento de la cartera de créditos.

SCRIESGO

- Continuar con el control de los créditos vencidos.
- Disminuir la exposición cambiaria y continuar con la administración del riesgo cambiario.
- Diversificar las fuentes de fondeo.
- Mejorar sus indicadores de rentabilidad.

2. PERFIL DE LA ENTIDAD

Financiera Multivalores, S.A., forma parte de las entidades financieras no bancarias, inscritas en el Banco Central de Costa Rica. Consecuentemente, su actividad es la intermediación financiera.

Su capital es cien por ciento costarricense, y sus socios son reconocidos por su experiencia en el sector empresarial y financiero del país.

Como parte de su historia, se debe mencionar que luego de una serie de cambios en su razón social, la Financiera América S.A. pasó a denominarse Financiera Hispana S.A., cuando en 1998 la familia Gutiérrez decidiera fundar una empresa financiera adquiriendo la entidad. En el 2000 la Financiera Hispana S.A. se fusionó con Multivalores S.A., esta última fundada a inicios de los ochentas. De dicha fusión prevaleció el nombre Multivalores S.A., la cual fue adquirida posteriormente por la compañía Arrendamientos San José, única accionista de la empresa; a partir de entonces la entidad se ha denominado Grupo Multivalores G.M., S.A.

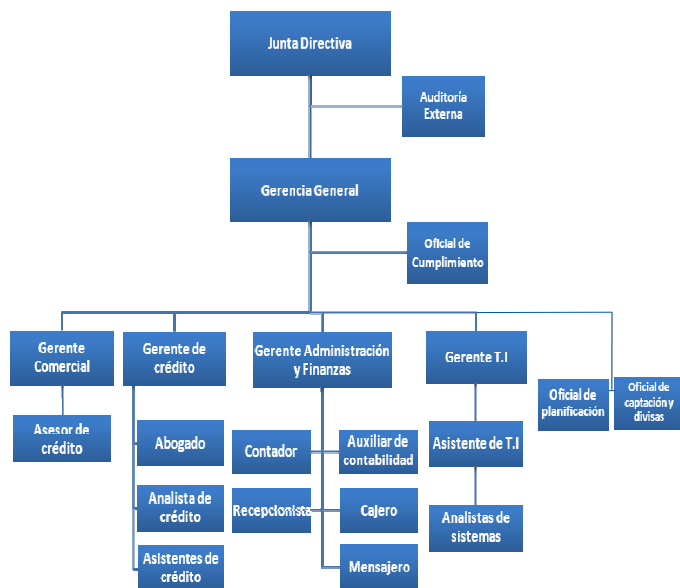
Como misión la Financiera ha establecido "... satisfacer las necesidades de financiamiento de los propietarios de su vivienda, que habitan en el Valle Central de Costa Rica. Administrar responsablemente los activos de nuestra institución ya que ellos son el respaldo para nuestros inversionistas y accionistas. Cumplir nuestra obligación con los accionistas dándoles una adecuada tasa de rentabilidad y crecimiento en la empresa". Asimismo, es la visión de la entidad que "...Financiera Multivalores llegue a ocupar una posición importante dentro del mercado nacional de crédito de vivienda, y que continúe en primer lugar entre las financieras y cooperativas en ese mercado. También queremos tener una imagen excelente dentro de la comunidad de inversionistas y ser reconocidos por la calidad de nuestra administración".

El siguiente cuadro muestra la composición de la Junta Directiva de la entidad.

Miembro	Cargo
Rodolfo Gutiérrez Carranza	Presidente
Ana María Gutiérrez Lachner	Vicepresidente
Alonso Gutiérrez Lachner	Secretario
Andrés Artiñano Odio	Tesorero

La labor de la Junta Directiva y Gerencia es apoyada por distintos comités, como son el de crédito, activos y pasivos, planificación, comité de cumplimiento y auditoría.

Estructura de gobierno corporativo



Es importante mencionar que en abril del 2010 fue aprobado el Código de Gobierno Corporativo de la entidad. Éste establece las políticas de inversión, crédito, endeudamiento, liquidez, compra, venta y canje de divisas, políticas de riesgo de tasas y riesgo cambiario, servicio al cliente, política de patrimonio, prevención del lavado de activos, políticas de tecnologías de información, de auditoría externa, recursos humanos, retribución o remuneración y de capacitación, asimismo, las políticas sobre relación con proveedores e intra-grupo, el trato con accionistas, revelación y acceso a información y políticas de prevención de conflicto de intereses, entre otras. La labor de los distintos comités también es establecida en el Código.

Por otra parte, la entidad se ha especializado en el sector de vivienda, manteniendo la facultad de ofrecer todos aquellos servicios que permite la Ley Reguladora de Empresas Financieras no Bancarias. Además de especializarse en el crédito hipotecario, la Financiera ofrece el servicio de cambio de divisas y capta recursos a través de certificados de inversión en colones y dólares, entre otros.

Actualmente, dispone de sus oficinas centrales y la colaboración de 17 funcionarios. No posee otras agencias ni cajeros automáticos.

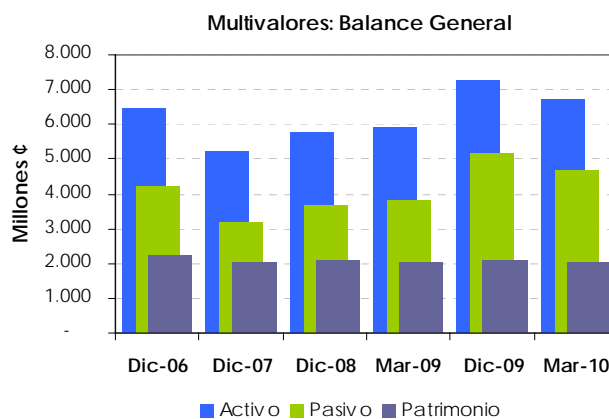
3. ANÁLISIS FINANCIERO Y DE GESTIÓN

3.1 Estructura Financiera

A lo largo del último año, el patrimonio de Financiera Multivalores ha mostrado ligeras contracciones

interanuales, mientras que el activo y pasivo registra variaciones positivas. Pese a lo anterior, la entidad continúa mostrando una estructura solvente, donde el patrimonio financia alrededor del 30,00% de los activos, además de mostrar bajos niveles de compromiso patrimonial y endeudamiento económico, indicadores que reflejan la capacidad de la entidad para continuar creciendo.

Se hace hincapié en que marzo 2010 es el primer periodo, en el último año, en el cual tanto activos como pasivos de la entidad registran una disminución trimestral, como se observa en el siguiente gráfico.

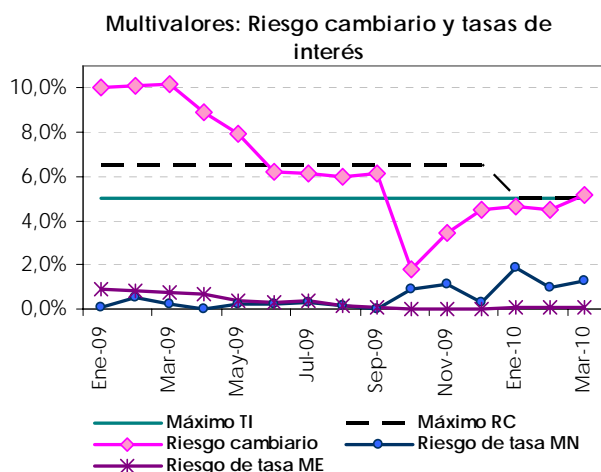


Fuente: Datos de estados financieros auditados e internos.

Por otra parte, la Financiera se caracterizó por no mantener activos fuera de Balance, hasta diciembre del 2009, periodo para el cual empieza a contabilizar cuentas contingentes por créditos pendientes de desembolsar. Dichos saldos suman ₡108,94 millones, monto que se mantiene para marzo 2010 y que representa un 2,75% de los activos totales y una exposición del patrimonio total de 8,98%, proporciones que no son consideradas como un riesgo significativo para la entidad.

En otro particular, la Financiera exhibe mejora en su exposición cambiaria, tanto en diciembre del 2009 como en marzo 2010, periodos en los cuales la relación de activos a pasivos en denominación extranjera se coloca en 1,19 y 1,17 veces, respectivamente. No obstante, estos niveles continúan denotando una estructura ligeramente dolarizada. Dado lo anterior, y a aumentos en la variación esperada en el tipo de cambio, entre los periodos de diciembre 2009 y marzo 2010, el riesgo cambiario de la Financiera ha ido en aumento sobrepasando el máximo establecido por el modelo CAMELS (5,00%), en marzo 2010.

Asimismo, el modelo establece dos indicadores adicionales de sensibilidad: el indicador de riesgo de tasa en moneda nacional y moneda extranjera. Estos dos indicadores se mantienen en posiciones favorables y holgadas respecto del límite máximo establecido de 5,00%.



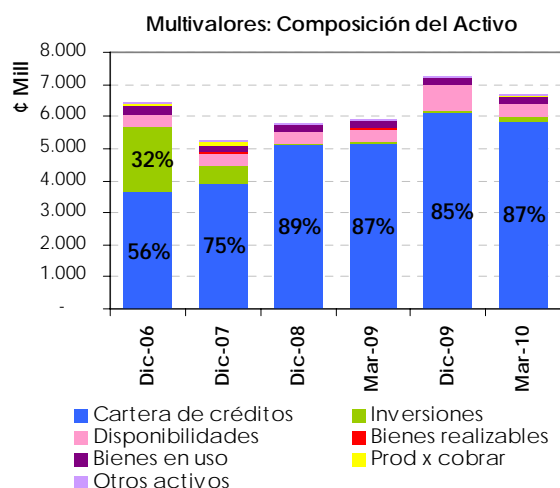
Fuente: Datos proporcionados por Multivalores.

3.2 Calidad de Activos

Multivalores registra €6.704,24 millones en activos al finalizar el primer trimestre del 2010, monto menor en un 7,00% aproximadamente, al registrado en diciembre del 2009, el cual no obstante, sigue manteniéndose por encima del registrado en marzo del 2009.

La contracción trimestral de los activos es propiciada por una reducción en la cartera directa neta, así como a la contracción de disponibilidades, las cuales se destinan en parte a inversiones y a la cancelación de pasivos.

Cabe mencionar que en forma interanual, los activos aumentan cerca de un 14,00%, impulsados por la cartera de créditos cuyo incremento en el año ronda el 14,00%, las inversiones y productos por cobrar.



Fuente: Datos de estados financieros auditados e internos.

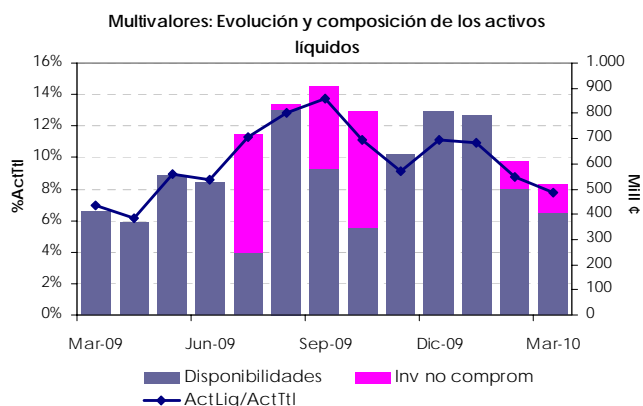
Es importante hacer hincapié en que durante los primeros tres meses del 2010, los activos improductivos de la Financiera se reducen poco más de un 30,00%, debido a la disminución de las disponibilidades de la entidad. Es destacable que Multivalores no posee bienes realizables y **SCRIESGO**

que sus créditos mayores a 90 días, la cual forma parte de los activos improductivos, se mantiene estable desde marzo del 2009 en €1,33 millones. Así las cosas, la proporción de activos improductivos, los cuales han constituido poco más del 10% del total, corresponden en un 90% aproximadamente, al conjunto de las disponibilidades y bienes en uso.

3.2.1. ACTIVOS LÍQUIDOS

Las disponibilidades e inversiones no comprometidas, son las partidas consideradas como las de mayor liquidez, dentro del balance.

Nuevamente, se hace hincapié en que la disminución de las disponibilidades en el primer trimestre del 2010, ha ocasionado una disminución de los activos más líquidos, que como se observa en el siguiente gráfico, se contrajeron alrededor de 35%, de diciembre 2009 a marzo 2010. Pese a lo cual, se debe rescatar que este tipo de activos, es superior al volumen de un año atrás, en un 27%, producto de las inversiones disponibles para la venta que se registran en el periodo.



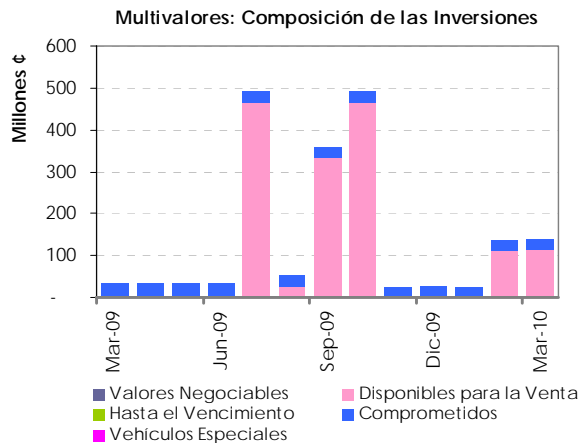
Fuente: Datos de estados financieros publicados por SUGEF.

Como se observa más adelante, en los indicadores de liquidez, el destino de un porcentaje de las disponibilidades a las inversiones, en marzo 2010, ha generado ligeros cambios en las razones de cobertura, no obstante, la contracción de las disponibilidades ha desmejorado, tanto anual como trimestralmente, la cobertura de los activos líquidos a las obligaciones.

Cabe mencionar que más de un 55% de las disponibilidades, activos considerados improductivos, obedecen principalmente al requerimiento de encaje mínimo legal (EML), el cual significó entre más de un 83,00% del total a lo largo de los últimos seis meses. Asimismo, en dicho periodo, más del 83,00% de las disponibilidades registradas se denominaron en moneda extranjera.

Por otra parte, las inversiones totales, tanto comprometidas como disponibles para la venta, suman

¢138,27 millones a marzo 2010, cinco veces el monto contabilizado en diciembre del 2009 y cuatro veces las observadas en marzo del 2009. Como se aprecia en el gráfico siguiente, en el último año la entidad no ha mostrado una tendencia clara en su política de inversión, no obstante, prevalecen los periodos en los cuales solamente se conservan las inversiones comprometidas.



Fuente: Datos de estados financieros publicados por SUGEF.

Cabe señalar que las inversiones disponibles para la venta, que ha adquirido Multivalores, han sido emitidas principalmente por entidades financieras locales, y a excepción de las inversiones realizadas en agosto 2009, octubre 2009 y marzo 2010, el 100% se ha denominado en dólares.

Finalmente, en lo que respecta a las inversiones, se debe hacer hincapié en que prevalecen los periodos en los cuales los ajustes por cambios en el valor razonable de las inversiones han sido cero. Asimismo, durante el 2009 y lo que va del 2010, prácticamente no se han estimaron pérdidas esperadas para el portafolio de inversiones, utilizando la metodología de valor en riesgo (VaR; a 21 días con un nivel de confianza del 95,00%, bajo condiciones normales del mercado), en parte debido al bajo nivel de inversiones en valores.

El siguiente resumen de indicadores, muestra con mayor detalle las participaciones de inversiones y disponibilidades como parte del activo total, así como la cobertura que en conjunto brindan a las obligaciones a la vista y a plazo con el público, entre otros pasivos. Éste último indicador se ha visto negativamente afectado por la evolución de los activos líquidos, colocándose muy por debajo del promedio de las financieras. Sin embargo, la estructura pasiva de la entidad, permite programar las inversiones acorde con el vencimiento de los pasivos, con un alto grado de certidumbre en el calce de plazos entre la recuperación de activos y vencimiento de sus pasivos, lo que resulta en una administración apropiada del riesgo de liquidez. Lo anterior se refleja en los calces de plazo y la liquidez a un año y más de un año, que se muestran más adelante.

SCRIESGO

Indicadores de liquidez

CONCEPTO	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Mar-09	Dic-09	Mar-10	FINAN Mar-10	BPP5 Mar-10
Disp./Activo(%)	5,81%	7,25%	6,02%	6,97%	11,15%	6,07%	13,80%	16,05%
Inver./ Act. Tot.	31,79%	10,58%	0,60%	0,60%	0,36%	2,06%	10,41%	17,82%
Disp.+Inv./Oblig. Vista,Plazo y Ot.	59,38%	30,40%	10,89%	12,04%	16,43%	11,96%	30,90%	38,71%

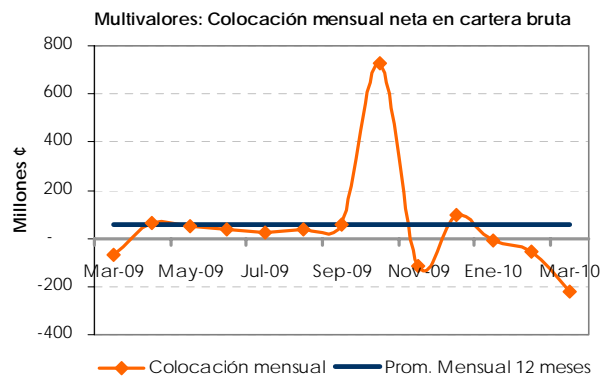
Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Datos de Estados Financieros internos y auditados.

3.2.2. CARTERA DE CRÉDITO

Consecuente con el objetivo de intermediación financieras, la cartera de créditos es el activo más importante de la entidad.

A marzo 2010, el portafolio activo suma ¢5.855,94 millones y representa alrededor del 87% del activo total. Cabe señalar que en los últimos tres meses la cartera se redujo un 5%, aproximadamente, producto de menores créditos vigentes.

Posterior a octubre del 2009, periodo en el que se otorgaron dos créditos de montos significativos, el mayor de ellos otorgado al mismo Grupo de la Financiera, la tasa de crecimiento de la colocación mensual neta, ha sido predominantemente negativa.



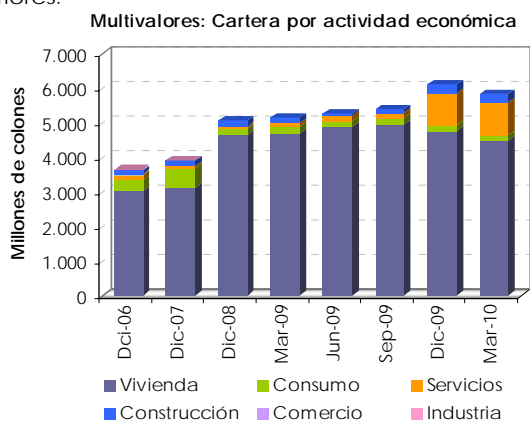
Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Datos de Balanza de Comprobación.

Es importante destacar que históricamente la cartera se ha concentrado en operaciones denominadas en moneda extranjera. En los últimos 12 meses, más del 81% del portafolio bruto se colocó en dicha denominación. Pese a ello, se hace hincapié en que la proporción mencionada ha disminuido de marzo 2009 a marzo 2010, al pasar de 94,9% a 81,7%, respectivamente, lo que a su vez ha contribuido con la mejora en la exposición cambiaria.

Del total de los créditos otorgados en moneda extranjera, en marzo 2010, 19,14% de los deudores son generadores de divisas. En los últimos dos años, esta proporción no ha superado el 26,00%. Cuanto mayor sea esta proporción, la Financiera mitiga el riesgo de crédito que puede generarse a partir de variaciones en el tipo de cambio, las cuales podrían afectar significativamente la relación

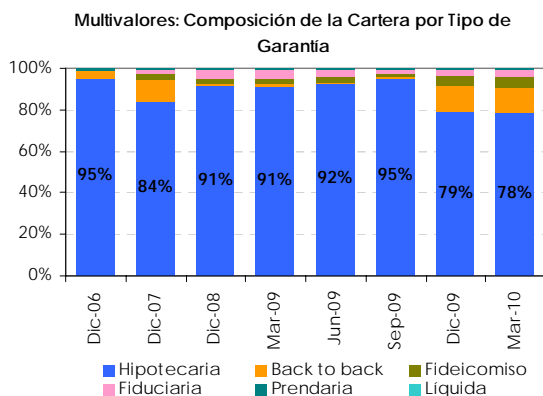
cuota/ingreso de los deudores, si éstos no son generadores de divisas.

Por otra parte, como se observa a continuación, la entidad se ha concentrado en el sector vivienda. Solamente de octubre 2009 a la fecha, se observa una mayor proporción de los saldos deudores en la actividad servicios, producto de la importante colocación realizada en octubre 2009, la cual se comentó en párrafos anteriores.



Fuente: Datos proporcionados por Multivalores.

Cabe mencionar que dicho crédito está respaldado en un 89% por una garantía líquida, de tal forma que a partir de octubre 2009 la composición del portafolio sufre un ligero cambio ante el aumento de las garantías *Back to Back*, como se muestra a continuación.



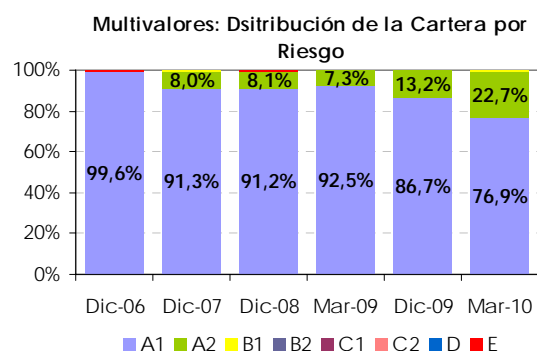
Fuente: Datos proporcionados por Multivalores.

En otro particular, la calidad de la cartera se ve reflejada en el alto porcentaje de saldos vigentes, el cual se mantiene históricamente superior al 90%, aún cuando a lo largo del 2009 y 2010 se han registrado ligeras reducciones en esta proporción. Específicamente entre diciembre 2009 y marzo 2010, los créditos vencidos disminuyeron un 2,4%, no obstante, la cartera vigente también se redujo cerca de 5%, lo que ocasiona que las operaciones vencidas pasen de representar un 7,93% en diciembre 2009 a 8,12% en marzo 2010 (4,36%, marzo 2009), como se detalla en los indicadores de calidad de cartera, resumidos más adelante.

SCRIESGO

Es importante hacer hincapié en que para el periodo bajo análisis, la Financiera solamente registra 19 operaciones vencidas, considerando incluso las que se encuentran en cobro judicial, menos que las observadas a finales del 2009. Consecuentemente, la mora mayor a 90 días, indicador considerado en el modelo CAMELS, se mantiene menor al 0,5%, posición holgada y favorable respecto del máximo considerado por el modelo como un nivel de riesgo normal (3%).

De forma complementaria, el portafolio activo de la entidad, se mantiene concentrado en saldos calificados como A1. No obstante, producto de que anual y trimestralmente dichas operaciones se redujeron, mientras que los créditos A2 y E han mostrado incrementos, la proporción de cartera en A1 ha disminuido, tal como en seguida se muestra.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Datos publicados por SUGEF.

Los siguientes indicadores muestran con mayor detalle como ha aumentado la proporción de cartera vencida y con calificaciones C-D-E, tanto anual como trimestralmente, así como la exposición en forma anual del patrimonio y estimaciones a los créditos vencidos. Sin embargo, la Financiera mantiene estimaciones que no sólo cubren las estructurales, sino también, que representan coberturas importantes para las operaciones con mora mayor a 90 días y con calificaciones más riesgosas.

Indicadores de la calidad de la cartera

CONCEPTO	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Mar-09	Dic-09	Mar-10	FINAN Mar-10	BPP5 Mar-10
Cred.Venc./Cart.	0,37%	9,22%	8,19%	4,36%	7,93%	8,12%	12,74%	1,23%
Estimac./Cred. Venc.	100,10%	3,87%	9,70%	7,22%	3,43%	3,61%	19,63%	25,67%
Cred C-D-E / Cart. Iti	0,38%	0,22%	0,54%	0,03%	0,11%	0,19%	5,48%	4,77%
Estimac./Cred. C-D-E	95,58%	161,13%	90,00%	1135,16%	248,38%	145,71%	45,86%	19,52%
Mora > 90 / Cart.	0,37%	0,00%	0,52%	0,03%	0,02%	0,02%	1,09%	0,45%
Estimac./Mora>90	100,10%	0,00%	93,93%	1220,64%	1259,48%	1291,90%	321,05%	105,67%
CredVen+Bienes/ Patrim.+Estimac	0,71%	19,08%	20,81%	12,58%	24,18%	23,58%	68,35%	18,61%
Estimac./EstEstruc.	95,48%	1476,43%	171,29%	127,81%	170,62%	144,73%	116,65%	105,35%
Cred. Dir./Obligac.	105,35%	105,93%	137,84%	142,81%	131,84%	125,05%	101,49%	290,91%

Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Datos de Estados Financieros internos y auditados.

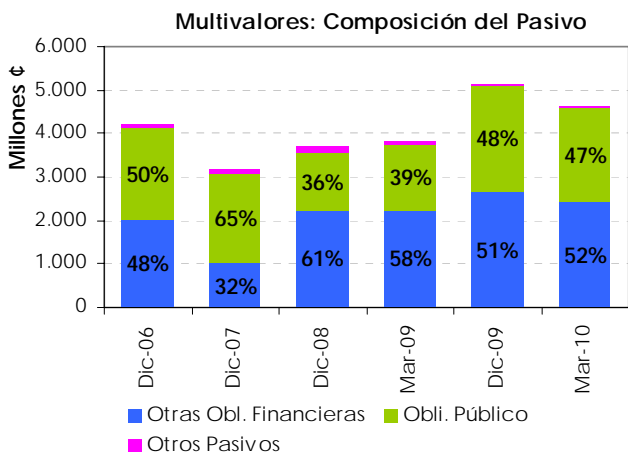
De forma complementaria, se hace hincapié en la alta exposición del patrimonio no redimible ante el crédito de mayor monto que ha sido colocado, exposición que supera el 20,00% establecido por normativa como límite máximo, desde que se pactara la operación con el Grupo Financiero, comentada en párrafos anteriores.

Adicionalmente, dicha operación implica una concentración de la cartera activa cercana a un 14%. Una alta concentración es un factor de riesgo, que podría materializarse si el cliente no honra la deuda, o bien, si es recalificado en desmejora de su categoría de riesgo. Pese a lo anterior, se considera un mitigante la garantía aportada por el cliente, la cual es un 89% líquida y 11% fiduciaria.

3.3 Fondeo

A marzo del 2010, €4.654,83 millones financian el 69% de los activos de la Financiera. El monto en mención supera al de marzo 2009 en un 21,4%, no obstante, entre diciembre 2009 y marzo 2010 el portafolio pasivo de la entidad disminuyó un 9,8%, principalmente por menores obligaciones con el público a plazo.

En términos generales, marzo 2010 es un periodo con desaceleración en el crecimiento interanual que habían venido registrando las principales partidas del Balance General, asimismo, es el primer periodo en el último año, en el cual el pasivo registra una variación negativa respecto del cierre trimestral previo.



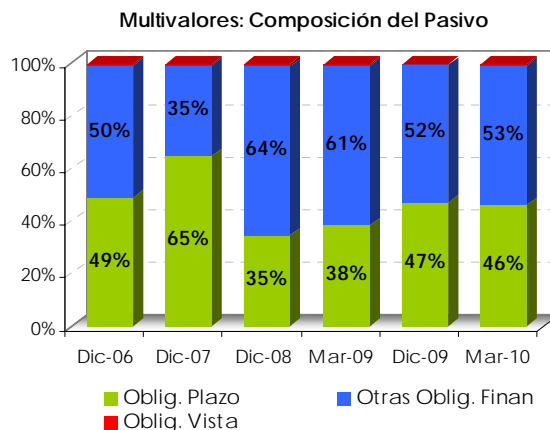
Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Datos de Balanza de Comprobación.

Como se aprecia en la gráfica, la estructura de fondeo se mantiene concentrada en los préstamos otorgados por entidades financieras internacionales, que en conjuntos con otros pasivos es catalogada como "Otras Obligaciones Financieras". En el 2009 se registraron aumentos en la representatividad de las obligaciones con el público, aspecto favorable si se busca una mayor diversificación de las fuentes de fondos y disminuir así la dependencia de las entidades financieras. Pese a que en este aspecto hay una mejora respecto de diciembre

SCRIESGO

2008, aún se mantiene una concentración importante de los recursos en los provenientes de entidades financieras.

Una mejora más clara entre el 2008 y el 2010, es la mayor proporción de recursos a plazo, sin embargo, el escenario actual no ha logrado igualar al observado a finales del 2006 y 2007.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Datos de Balanza de Comprobación.

Finalmente, a pesar de que los indicadores de fondeo, que a continuación se presentan, han disminuido en su mayoría respecto de marzo 2009 y diciembre 2008, los niveles actuales son favorables e incluso superiores a los del promedio de financieras, como es el caso de la relación de activo productivo a pasivo con costo. Asimismo, como es característico de la entidad, los calces de plazo se mantienen holgados respecto de los mínimos establecidos por normativa, y los indicadores de liquidez por su parte, reflejan un calce apropiado entre los vencimientos de pasivos y la recuperación de las inversiones, en el corto y mediano plazo.

Indicadores de fondeo

CONCEPTO	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Mar-09	Dic-09	Mar-10	FINAN Mar-10	BPP5 Mar-10
Act.Prod/Pas (#)	1,39	1,46	1,46	1,39	1,21	1,31	1,11	1,03
Cart/Oblig (#)	1,05	1,06	1,38	1,43	1,32	1,25	1,01	2,91
Calce plazos aj 1 mes	6,77	3,75	4,52	4,58	1,86	2,63		
Calce plazos aj 3 mes	2,90	1,81	1,49	2,41	1,40	1,52		
Liquidez a 1 año	1,24	1,31	1,73	1,86	1,57	1,27		
Liquidez más de 1 año	1,96	1,58	1,56	1,50	1,37	1,40		

Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Datos de Estados Financieros internos y auditados.

3.3.1. EMISIONES

Como parte de sus fuentes de fondos Multivalores dispone de emisiones de deuda en dólares, para las cuales la

Financiera ha creado un fideicomiso de garantía hipotecaria.

A marzo 2010, la entidad ha colocado solamente un 25,63% (\$1,025 millones), del total autorizado (\$4,0 millones), mediante la serie C y un 2,5% de la serie D. La primera de éstas fue colocada en su totalidad desde inicios del 2007, mientras que la segunda se ha colocado a través del mecanismo venta en ventanilla. El monto en circulación se mantiene estable desde mayo del 2008.

Por su parte, las series E y F serán colocadas de manera paulatina, según las necesidades de financiamiento de la entidad.

Principales características de las emisiones

Nombre	Serie C	Serie D	Serie E	Serie F
Moneda	US \$	US \$	US \$	US \$
Monto	\$1.000.000,0	\$1.000.000,0	\$1.000.000,0	\$1.000.000,0
Plazo	5 años	5 años	5 años	5 años
Fecha de emisión	20/03/2007	28/05/2008	25/11/2010	30/05/2011
Fecha de vencimiento	20/03/2012	28/05/2013	25/11/2015	30/05/2016
Tasa de Interés	Libor 6 meses + 2,50%	Libor 6 meses + 2,50%	Libor 6 meses + 2,50%	Libor 6 meses + 2,50%
Redención anticipada	1 año después de colocada	1 año después de colocada	1 año después de colocada	1 año después de colocada
Garantías	Fideicomiso de Garantía, Reserva de Liquidez	Fideicomiso de Garantía, Reserva de Liquidez	Fideicomiso de Garantía, Reserva de Liquidez	Fideicomiso de Garantía, Reserva de Liquidez

Fuente: Prospecto.

Las siguientes son las coberturas que brindan los activos líquidos, el patrimonio y el fideicomiso, a las distintas series. Si se considera solamente el monto actualmente colocado (\$1,025 millones), excluyendo la reserva de liquidez por dos trimestres de intereses, la cobertura del fideicomiso de garantía es de 133%, cuando el prospecto señala un mínimo de 110%, cumpliendo con lo señalado en el prospecto de las emisiones.

	Serie C	Series C y D	Series C-E	Series C-F
Emisión (en miles \$)	1.000	2.000	3.000	4.000
Activos	12.930			
Activos líquidos	1.004			
Cobertura	1,00	0,50	0,33	0,25
Patrimonio	3.953			
Cobertura	3,95	1,98	1,32	0,99
Fideicomiso	1.363			
Cobertura	136,31%	68,16%		

Fuente: Elaborado por SCRiesgo.

En seguida los activos del fideicomiso a marzo 2010.

Garantía	Monto (miles \$)	%
Saldo Hipotecas cedidas	\$1.354,74	98,30%
Efectivo	\$23,46	1,70%
Inversiones	-	-
Activos Totales	\$1.378,20	100%

Fuente: Información proporcionada por Multivalores.

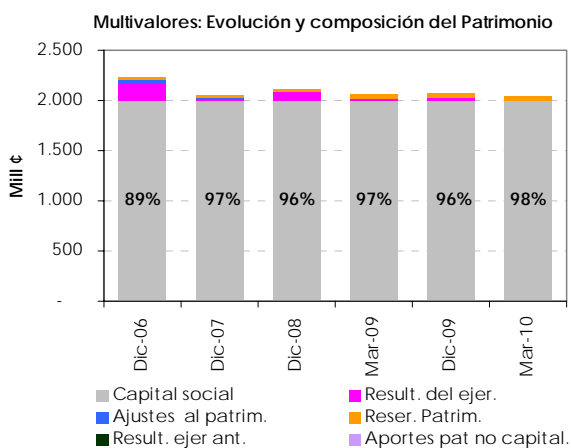
Es importante destacar que las hipotecas cedidas al fideicomiso de garantía, deben tener ciertas características que contribuyen con la calidad de esta cartera, por ejemplo, los créditos cedidos deben contar con garantía hipotecaria, cuya hipoteca es de primer grado y sobre la vivienda primaria del deudor, los préstamos deben estar denominados en dólares (misma moneda que la de los bonos de deuda), pactados a tasas variables y ajustables trimestralmente respecto de la Libor a seis meses más un premio (igual o superior al premio en las tasas de los Bonos Hipotecarios).

Asimismo, los montos originales de los créditos no deben ser inferiores a \$10.000, el *Loan To Value* (LTV) actual de las garantías no puede superar el 80,00%, los créditos hipotecarios deben contar con una póliza de vida para el deudor y póliza de incendio por el valor del inmueble, finalmente, los créditos deben estar clasificados en las categorías de riesgo A1 y A2, y por tanto mantenerse al día. Otra de las características requeridas de las operaciones es que los vencimientos de éstas sean superiores al mayor de los plazos al vencimiento de las emisiones, incluso para las no colocadas aún.

3.4 Capital

En lo que respecta al patrimonio de la Financiera, su composición denota estabilidad, dado que a lo largo del tiempo ha predominado el capital social.

No obstante, desde principios del 2009 el patrimonio se mostró ligeramente menor al del 2008, tendencia que se mantiene en marzo del 2010. Ello obedece principalmente a las menores cuantías registradas en los resultados de la entidad. Al primer trimestre del 2010, Multivalores contabiliza \$2.049,41 millones en su patrimonio.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Datos de Balanza de Comprobación.

En general, los indicadores de capital reflejan bajos niveles de apalancamiento, compromiso patrimonial y endeudamiento, incluso menores al promedio de las financieras. Asimismo, el nivel de cobertura patrimonial se

mantiene prácticamente en un 100% y la suficiencia patrimonial es superior al 40%, cuando el mínimo requerido por normativa es de 10%. Particularmente la suficiencia patrimonial es favorecida por la especialización en vivienda del portafolio, ya que las garantías reales hipotecarias afectan positivamente el cálculo del indicador.

Así las cosas, la entidad continúa mostrando un perfil de amplias posibilidades de crecimiento vía deuda.

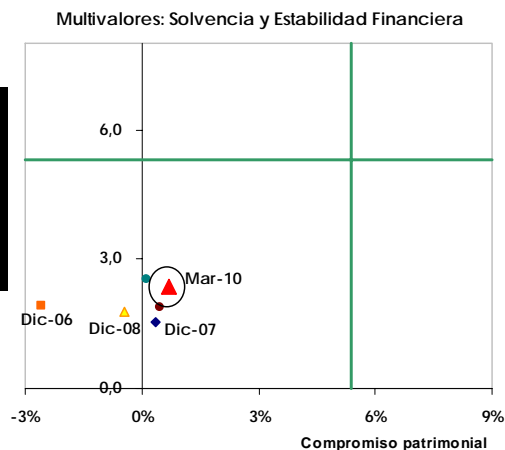
Indicadores de capital

CONCEPTO	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Mar-09	Dic-09	Mar-10	FINAN Mar-10	BPP5 Mar-10
Apal.Prod. (#)	2,24	2,48	2,32	2,48	2,70	2,94	5,22	6,10
Cob. Patr./Pasivo	50,09%	64,31%	55,33%	53,39%	39,85%	43,93%	23,31%	31,23%
Cob. Patrimonial	102,57%	99,65%	100,44%	99,53%	99,88%	99,29%	94,61%	92,54%
Suficiencia Patrimonial	76,48%	62,06%	45,06%	43,00%	46,49%	47,46%	-	-
Compromiso Patrimonial	-2,57%	0,35%	-0,44%	0,47%	0,12%	0,71%	5,39%	7,46%
Endeudamiento Económico	1,92	1,55	1,77	1,86	2,54	2,36	5,31	6,27

Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Datos de Estados Financieros internos y datos proporcionados por Multivalores.

Un análisis de solvencia y estabilidad económica, realizado a través de los valores de endeudamiento económico y compromiso patrimonial, señala que Multivalores se mantiene ubicada en niveles inferiores al promedio de las entidades financieras no bancarias, en relación a ambos indicadores.

Asimismo, el endeudamiento económico y compromiso patrimonial de la entidad, se mantienen inferiores a los niveles máximos aceptables en la actividad financiera, los cuales suelen ubicarse de 12 a 20 veces para el endeudamiento, y de 20,00% a 60,00% en el compromiso patrimonial. De tal forma, la posición actual de la entidad denota no sólo alta solvencia y estabilidad, sino también, holgura para el crecimiento.

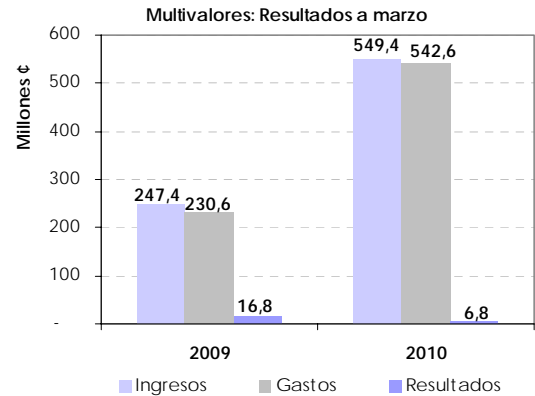


Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Datos de Estados Financieros publicados por SUGEF y Auditados.

3.5 Rentabilidad

Como parte del análisis se evalúa la eficiencia funcional de la entidad, utilizando indicadores que reflejen la rentabilidad generada por los activos, a partir de los recursos de capital disponibles para la Financiera.

En el primer trimestre del 2010, Multivalores acumuló €6,80 millones en utilidades netas, resultado menor al generado en igual periodo del año anterior, aproximadamente en un 60%.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Datos de estados financieros.

Como se resume a continuación, en el último año los gastos aumentaron en mayor proporción que los ingresos, impulsados por los egresos financieros y operativos, los cuales registraron el mayor crecimiento en términos absolutos. Así, aún con la reducción de €21,14 millones en el gasto administrativo, el resultado del periodo se vio negativamente afectado.

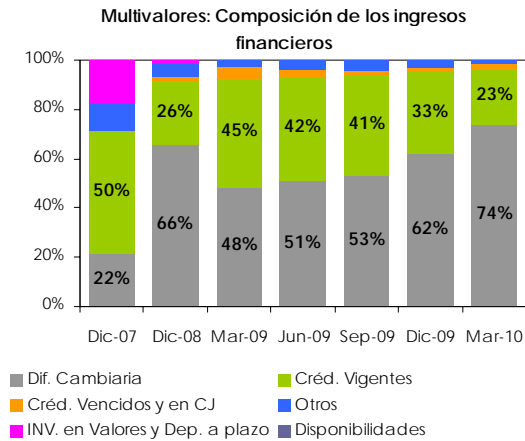
Multivalores: Estructura de gastos e ingresos (miles de €)			
Cuenta	Mar-09	Mar-10	Variación Interanual
Financieros	230.997	483.638	109,4%
Por Recuperación	9.151	165	-98,2%
Operativos	7.271	65.606	802,3%
Ingreso Total	247.419	549.408	122,1%
Financieros	134.796	465.035	245,0%
Por Deterioros	74	590	695,1%
Operativos	4.585	11.381	148,2%
Administración	83.821	62.682	-25,2%
Impuestos y Part.	7.303	2.916	100,0%
Gasto Total	230.580	542.604	135,3%
Utilidad	16.839	6.804	-59,6%

Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Datos de Estados Financieros internos.

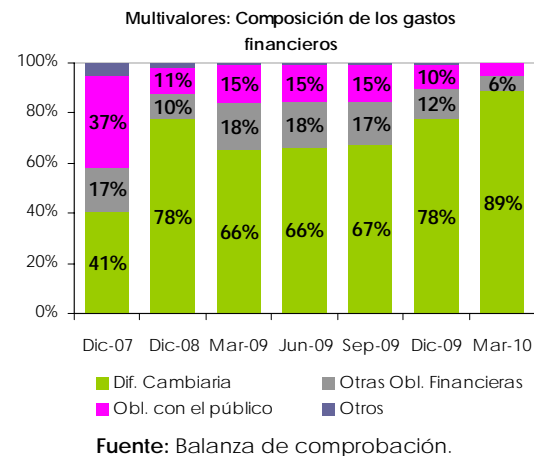
Entre marzo 2009 y 2010, acorde con la actividad de intermediación, los ingresos financieros representan más del 85% del total. Los gastos financieros por su parte, pasaron de aportar el 58,5% de los egresos totales en marzo 2009 a 85,7% en marzo del 2010, impulsados por los gastos por diferencial cambiario los cuales presentan un crecimiento interanual de 251%, mientras que los gastos

financieros por obligaciones financieras y otras, se reducen entre el 2009 y 2010.

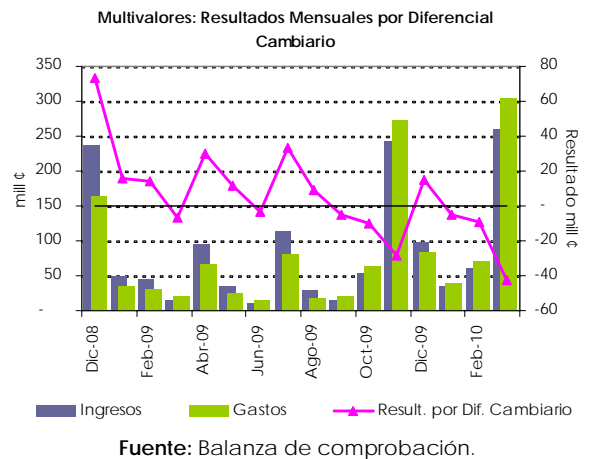
Producto de la política cambiaria y monetaria de la época, desde mediados del 2008, ingresos y gastos financieros han estado influenciados fuertemente por los efectos de diferencial cambiario. En el primer trimestre del 2010 se observa un nuevo incremento de este rubro y su aporte a los ingresos financieros.



Situación semejante se da en el caso de los gastos financieros, donde los correspondientes al diferencial cambiario han alcanzado una representatividad de 89% en marzo 2010.



El diferencial cambiario genera ganancias o pérdidas que varían según la volatilidad del tipo de cambio, por lo que podrían realizarse o no, pero siempre influyendo en el desempeño de la entidad a cada cierre financiero. Esta es una de las razones por las cuales se busca mantener una posición cambiaria con la mayor neutralidad posible. En el caso específico de Multivalores, como se observa a continuación, los resultados mensuales registrados por diferencias cambiarias en enero, febrero y marzo del 2010, han afectado negativamente a las utilidades del trimestre, dadas las pérdidas del periodo.



En el resumen de indicadores de rentabilidad se aprecia un margen de intermediación (MI) que se mantiene estable, cercano al 4,00%, lo mismo que la rentabilidad de la inversión (Rina), que indica el resultado financiero generado a partir de la inversión en activo productivo. Ambas razones se han mostrado ligeramente inferiores al promedio de las entidades financieras no bancarias.

Los indicadores restantes son menores a los observados tanto en marzo como en diciembre del 2009, así como a los registrados a finales del 2008. Las razones han sido negativamente afectadas por las menores utilidades netas que se acumularon en el primer trimestre del 2010, con respecto a igual periodo del año anterior, así como respecto de diciembre 2009¹. Adicionalmente, en marzo 2010 se generaron menores utilidades e ingresos netos operativos que en periodos previos, contribuyendo con la contracción del IONA (utilidad operativa bruta/activo total), y el rendimiento de servicios (Rserv). Paralelamente, la inversión en activo productivo promedio ha aumentado tanto respecto de marzo 2009 como de diciembre 2009.

De lo anterior se deduce que pese a la inversión en activo productivo, la efectividad del mismo para generar resultados ha disminuido. Asimismo, a través del modelo DuPont es posible también determinar que la menor rentabilidad sobre el patrimonio (Rsp), observada en marzo 2010, es producto de una menor rentabilidad del activo productivo (Rap), la cual no ha podido ser compensada mediante el aumento del nivel de apalancamiento productivo, que se observa en la entidad.

¹ En términos anualizados.

Indicadores de rentabilidad

CONCEPTO	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Mar-09	Dic-09	Mar-10	FINAN Mar-10	BPP5 Mar-10
MI	3,71%	4,44%	2,32%	3,82%	3,26%	3,74%	5,22%	4,63%
IONA	8,39%	5,78%	8,65%	6,77%	5,65%	4,18%	4,85%	4,17%
Rap	3,65%	0,37%	1,79%	1,31%	0,64%	0,45%	0,76%	-1,23%
Rsp	8,18%	0,92%	4,17%	3,24%	1,74%	1,32%	4,88%	-4,33%
Rserv	1,62%	0,90%	5,35%	2,36%	2,12%	0,20%	0,13%	-0,11%
Rf	15,44%	8,84%	9,46%	8,85%	7,99%	7,89%	12,57%	7,07%
Rina	6,96%	5,00%	3,98%	4,70%	3,81%	4,00%	4,72%	4,25%

Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Datos de Estados Financieros internos y auditados.

3.6 Gestión y Manejo

La eficiencia en el uso de activos de la entidad se ha mostrado estable en el tiempo, al oscilar alrededor del 87%, señalando que del activo total dicha proporción se invierte en activos productivos de intermediación financiera, esta relación sugiere además una asignación apropiada de los recursos, dada la actividad que desempeña la entidad. Este indicador se mantiene incluso por encima del promedio.

Por otra parte, los mayores activos productivos registrados, y el control del gasto administrativo respecto de marzo 2009, se traducen en una mejora de la rotación del gasto administrativo para marzo 2010, la cual no obstante, se mantiene menor al promedio de las entidades financieras no bancarias. Comportamiento similar muestra la rotación del activo fijo. Estos indicadores sugieren una mejora en la efectividad de la inversión en activo fijo y del gasto administrativo, para la movilización del activo productivo.

Finalmente, debido a las menores utilidades operativas que ha acumulado la entidad en el periodo, la cobertura de éstas a la carga administrativa ha disminuido ligeramente respecto de marzo 2009 y diciembre 2008, no obstante, el control del gasto ha logrado compensar en alguna medida esta desmejora en el resultado operativo, logrando que el impacto sea menor sobre el indicador. En marzo 2010 la Financiera dedica aproximadamente un 86%, de cada colón que genera en utilidades de operación, para cubrir su carga administrativa. Pese a lo anterior, la cobertura se mantiene superior a la unidad, lo que indica que la entidad es capaz de cubrir todos sus gastos y mantener un margen para la generación de utilidades.

Indicadores de Gestión y manejo

CONCEPTO	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Mar-09	Dic-09	Mar-10	FINAN Mar-10	BPP5 Mar-10
Efici uso de Act	87,96%	87,02%	87,18%	88,20%	86,65%	87,09%	83,83%	91,57%
Rot Gtos Admin. (#)	16,39	16,27	14,00	15,36	17,39	24,21	26,35	19,84
Rot Activos Fijos. (#)	18,28	19,73	19,34	21,43	23,95	26,50	95,3	202,1
Ut.Op./ Gto.Adm. (#)	1,56	1,08	1,39	1,18	1,13	1,16	1,28	0,88

Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Datos de Estados Financieros internos y auditados.

Las calificaciones otorgadas no han sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Entidades Financieras utilizada por SCRiesgo fue actualizada en el ente regulador en agosto de 2007. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en marzo de 2005. Toda la información contenida en el informe, que presenta los fundamentos de calificación, es obtenida de los emisores y suscriptores, y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.