



## Financiera El Comercio S.A.E.C.A.

**Contactos:** *Delfina Cavanagh, Buenos Aires; (54) 11-4981-2153; delfina\_cavanagh@standardandpoors.com; Sergio Garibian, Buenos Aires; (54) 44-4891-2119; sergio\_garibian@standardandpoors.com*

### Calificaciones Crediticias:

Escala Global (largo y corto plazo): B-/Estable/--

#### Fortalezas:

- Niveles de ingresos por comisiones superiores al promedio;
- Adecuados indicadores de calidad de activos;
- Sólida rentabilidad.

#### Debilidades:

- Alto nivel de riesgo inherente a operar en el sistema financiero de Paraguay;
- Sistemas de recaudación y cobranza aún débiles;
- Fuerte competencia en el sector;
- Desafío de mantener adecuados niveles de calidad de activos y cobertura con provisiones debido a las perspectivas de fuerte crecimiento de su cartera de crédito.

#### Fundamentos

El 14 de julio de 2008, Standard & Poor's Ratings Services asignó su calificación de crédito de contraparte de largo plazo de 'B-' a Financiera El Comercio S.A.E.C.A. (Paraguay). La tendencia es estable.

La calificación de Financiera El Comercio S.A.E.C.A. (El Comercio) refleja el relativamente alto nivel de riesgo del soberano y los riesgos intrínsecos del sistema financiero paraguayo. Asimismo incorpora nuestra opinión de que dada la rápida expansión de la compañía, los riesgos operativos podrían afectar la calidad de los activos. Contrarrestando parcialmente estas debilidades, la entidad presenta una cartera de crédito y estructura de ingresos relativamente diversificadas, una adecuada calidad de activos y una alta rentabilidad.

El desempeño operativo de El Comercio, al igual que el resto de las entidades que operan en Paraguay, enfrenta cierta presión inherente a la economía paraguaya dada su limitada flexibilidad fiscal y un sistema financiero en expansión que reporta ciertas deficiencias en el marco legal e institucional, como lo evidencian los débiles niveles de regulación y supervisión.

En los últimos cuatro años, la cartera de El Comercio presentó un crecimiento del 35% promedio anual, significativamente superior al 18,3% registrado por el sistema financiero y por otras compañías financieras. A pesar de ello, la compañía mantuvo una calidad de activos relativamente saludable presentando un ratio de cartera vencida del 2% al cierre de diciembre de 2007, indicador que compara favorablemente con los ratios de cartera vencida de la industria. Standard & Poor's considera que las políticas de administración de riesgo de la

**STANDARD  
& POOR'S**

compañía son adecuadas; sin embargo, debería implementar ciertas mejoras principalmente en lo que se refiere a los sistemas de recaudación y desembolso, de manera de mantener buenos indicadores de calidad.

La administración de riesgos operativos presenta ciertas oportunidades de mejoría para El Comercio. El desarrollo de una plataforma de tecnología informática para administrar adecuadamente su rápida expansión y emitir advertencias tempranas de riesgos operativos, es importante para una compañía que está creciendo rápidamente.

La compañía presenta niveles de rentabilidad por encima de sus pares (retorno sobre activos de 7,3% en 2007 frente a 3,9% en promedio para las compañías financieras paraguayas), explicado en gran medida por su capacidad de generar márgenes relativamente altos y su capacidad para generar ingresos por comisiones relativamente superiores al del promedio de compañías financieras; sin embargo, sus gastos operativos aún son relativamente altos. Standard & Poor's considera que los esfuerzos de El Comercio para controlar sus gastos operativos y su capacidad para incrementar la escala y las ventas cruzadas respaldarán la rentabilidad en el mediano plazo.

El Comercio tiene un nivel adecuado de capitalización (ratio de capital ajustado sobre activos de 17,1% al cierre de diciembre de 2007) para respaldar el crecimiento de su cartera en el mediano plazo, a pesar del fuerte crecimiento registrado recientemente y su activa política de pago de dividendos de aproximadamente 50% del total de sus utilidades. De todos modos, dadas las perspectivas de una significativa expansión de su cartera, la capitalización dependerá de la capacidad de la compañía para retener utilidades. Dado el perfil conservador de El Comercio y su compromiso de mantener niveles adecuados de capitalización consistentes con el riesgo que enfrenta, Standard & Poor's espera que El Comercio mantenga niveles adecuados de capitalización.

El Comercio inició operaciones en 1976, siendo la institución financiera más antigua de Paraguay. Como compañía orientada a las microfinanzas, su misión social es proveer créditos y servicios, especialmente a clientes en el sector de bajos ingresos, a fin de contribuir a reducir los niveles de pobreza en Paraguay. Si bien es una entidad relativamente pequeña dentro del sistema financiero paraguayo, es una de las principales compañías financieras con una participación de mercado de 12,7% del sub-sector de las compañías financieras al 31 de marzo de 2008.

**Tendencia**

La tendencia estable refleja nuestra expectativa de que a pesar de los riesgos operativos y soberanos aún elevados, El Comercio continuará creciendo, fortaleciendo su posición competitiva a la vez que manteniendo saludables indicadores financieros. Un deterioro significativo en la economía paraguaya, una caída en los niveles de rentabilidad y capitalización o un descenso de la calidad de los activos, resultarían en una reducción de las calificaciones. Por el contrario, una mejora en las prácticas de cobranza y de administración del riesgo operativo, así como una mejora significativa en el sistema financiero y en el riesgo soberano, podrían generar una suba de calificaciones.

**Perfil: Enfoque en microfinanzas**

Financiera El Comercio es una institución microfinanciera que opera bajo la supervisión del Banco Central de Paraguay. A pesar de ser una entidad pequeña en el sistema financiero paraguayo, la compañía ocupa el tercer lugar en términos de depósitos y el segundo en términos de préstamos al 31 de marzo de 2008 entre las 13 compañías financieras que operan en el país. Aunque se enfoca en otorgar préstamos a micro empresas y emprendedores, la entidad también ofrece una amplia gama de servicios y productos como créditos al consumo, cuentas de ahorro en dólares y en moneda local, tarjetas de crédito, divisas, transferencias en moneda local o extranjera, pagos de servicios públicos y privados. Desde julio de 2004, El Comercio es un agente oficial de Western Union en el negocio de transferencia de dinero y, tiene una participación aproximada de 65% en las transferencias de dinero de Western Union en Paraguay.

Financiera El Comercio, fundada en 1976, es la institución más antigua en Paraguay. Comenzó a operar en el segmento de pequeñas y medianas empresas (PyMEs), y de compañías grandes, sin embargo, en 1999, tras fusionarse con EFISA Financiera, la empresa re-orientó en cierta medida su estrategia y mercados objetivo, enfocándose cada vez más en el sector de las microfinanzas, aprovechando el conocimiento y experiencia de EFISA en este segmento del mercado.

Tras abrir sucursales nuevas durante 2007 y principios de 2008, al 31 de agosto de 2008 la red de la compañía contaba con 30 sucursales (incluida la casa matriz), y 14 centros de servicios ubicados en Asunción y en el interior de Paraguay.

El Comercio ha mantenido relaciones cercanas con otros representantes importantes en el sector de las microfinanzas a nivel global. A este respecto, la entidad ha participado en los Programas Globales de Crédito para la Microempresa financiados por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). También, en 2001 la compañía recibió su primer FOMIN (Fondo Multilateral de Inversiones del BID), con el fin de fortalecerse para fomentar las microempresas en Paraguay. La misión social de la institución es proporcionar créditos y servicios especialmente al estrato de ingresos bajos, a fin de contribuir a reducir la pobreza en Paraguay.

**Respaldo y propiedad: Grupo de accionistas comprometidos**

Las oficinas centrales de Financiera El Comercio se encuentran ubicadas en Asunción. El Comercio es mayormente propiedad de accionistas paraguayos, varios de los cuales forman parte de la dirección administrativa de la compañía y quienes a fines de diciembre de 2007 tenían 82,99% de las acciones. Acción Gateway Fund, una organización microfinanciera multinacional, es el mayor accionista individual con el 17,01% del total de las acciones a fines de 2007.

El Directorio está formado por un grupo de cinco miembros independientes de la gerencia de la compañía responsable de la revisión del desempeño del negocio, de establecer la estrategia corporativa y de revisar los planes y políticas. Su accionista institucional principal, Acción Gateway Fund, no toma parte de las decisiones operativas, pero evalúa periódicamente el desempeño de la compañía. Recientemente, como parte de la iniciativa RED ACCION, los miembros de MiBanco en Perú y Banco Sol en Bolivia se integraron al Directorio,

**STANDARD  
& POOR'S**

proporcionando una perspectiva externa del negocio, y al mismo tiempo aportando sus experiencias en otros países.

El Comercio tiene una participación menor (7,69%) en una compañía que administra tarjetas de crédito, Bancard S.A. y 13,42% en Pronet S.A., entidad de cobranza electrónica. Sistemas y Gestiones S.A. se creó con el fin de manejar la cobranza de los pagos de El Comercio, y es 100% de su propiedad. Asimismo posee una participación de 95% en El Comercio Envíos al Paraguay S.R.L., empresa que se dedica a la remesas de dinero.

**Estrategia: Consolidar su posición de mercado**

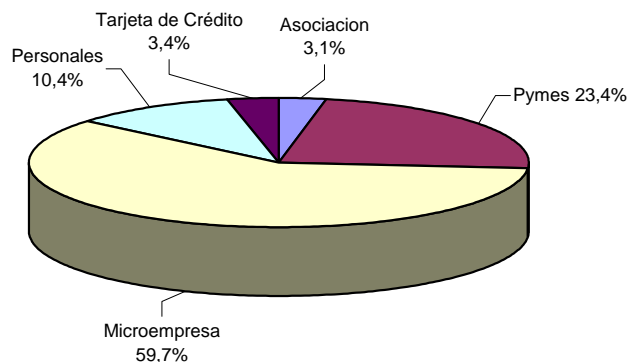
Al mismo tiempo que cumple con su misión social, El Comercio también busca obtener viabilidad financiera. Su estrategia de negocios está enfocada principalmente a microclientes rurales y agricultores, quienes representan cerca de 60% del total de la cartera, pero también atiende a clientes urbanos. Sus principales objetivos estratégicos actuales son consolidar su posición de mercado, crecer principalmente dentro del segmento de microclientes (aprovechando su base de clientes), fortalecer el cross-selling con sus clientes actuales, y garantizar la rentabilidad incorporando mejoras en su productividad en lo que se refiere a organización y tecnología. En este sentido, la entidad ha estado invirtiendo en el desarrollo de nuevos productos, nuevas estrategias de marketing, fortaleciendo su red de agencias, y reorganizando las áreas operativas buscando alcanzar una base de clientes más amplia.

Con más de treinta años en el negocio, el equipo administrativo ha mostrado su capacidad y voluntad de adaptarse a distintos contextos, redefiniendo su estrategia a fin de responder a las demandas de sus clientes, al mismo tiempo que obteniendo viabilidad financiera. A pesar de operar en un entorno de riesgo relativamente elevado debido al riesgo soberano del país, la entidad mostró capacidad de adaptarse a diferentes ciclos económicos.

A pesar de que está principalmente enfocada en los microcréditos, - de US\$1.000 en promedio-, Financiera El Comercio también acompaña el crecimiento de sus clientes una vez que se convierten en pequeñas y medianas empresas. De hecho, el crédito a las empresas pequeñas y medianas representó 23,4% del total de la cartera al cierre de diciembre de 2007, comparado con 20,6% el año anterior. De todos modos, a fin de mantener un adecuado nivel de diversificación, no se espera que este segmento supere 25% de la cartera total.

**Gráfico 1**

### Composición de la cartera Diciembre de 2007



Como se muestra en la Gráfico 1, El Comercio también ofrece créditos al consumo que al 31 de diciembre de 2007 representaban 10,4% del total de la cartera y tarjetas de crédito que si bien crecieron casi 68% durante 2007, aún representan un bajo 3,4% del total. En el negocio de las remesas, cuenta con un servicio dedicado a las transferencias de dinero nacional e internacional. Financiera El Comercio es un agente autorizado de Western Union, lo que le permite tener sub-agencias en todo el país. Respecto a dicho negocio, la entidad tiene ambiciosos planes para aumentar su cross-selling.

A fin de continuar en su proceso de consolidación y fortalecimiento de su posición competitiva, la administración reconoció la necesidad de implementar cambios, especialmente en las áreas de tecnología y organización con el objetivo de aumentar la productividad y disminuir la tasa de rotación del personal.

#### Administración del riesgo

Standard & Poor's considera que la administración de riesgos de Financiera El Comercio es adecuada y se encuentra respaldada por una satisfactoria estructura de riesgos y por un equipo administrativo independiente y bien preparado. No obstante, aún tiene que lograr ciertas mejoras principalmente en sus sistemas de cobranza y desembolso.

En términos de riesgo operativo, en línea con la mayoría de las entidades paraguayas, El Comercio no ha reconocido formalmente este riesgo. Sin embargo, cuenta con políticas y procedimientos que cubren las operaciones diarias. Anualmente, cada sucursal es sometida a auditorías internas y externas dirigidas por reguladores.

#### Riesgo crediticio

Financiera El comercio está expuesta a los riesgos intrínsecos del sistema paraguayo, básicamente en términos de calidad de activos y crecimiento de la cartera. En los últimos cuatro años, la cartera de la entidad presentó un crecimiento del 35% promedio anual,

## STANDARD & POOR'S

significativamente superior al 18.3% registrado por el sistema financiero y por otras compañías financieras, aumentando su participación de mercado. Pese a ello, ha mantenido una sólida calidad de activos, con ratios de cartera vencida que comparan favorablemente con los del resto de la industria (2% frente a 3,8% al cierre de diciembre de 2007). En adelante, El Comercio enfrentará el desafío de aumentar aún más su penetración de mercado al mismo tiempo que mantener indicadores saludables de calidad de activos.

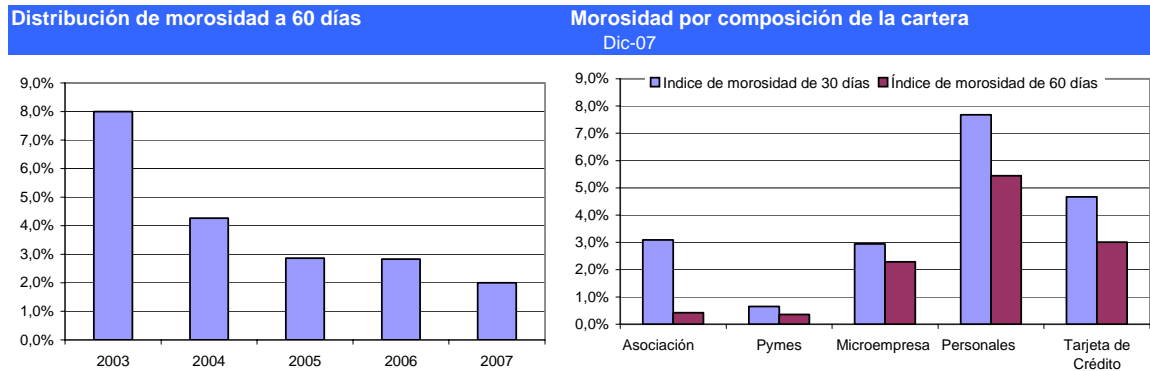
Al 31 de diciembre de 2007, la cartera de crédito de El Comercio sumaba \$174.700 millones de guaraníes paraguayos (PYG; equivalente a US\$36 millones), registrando un incremento anual de 58,1%, muy por encima del promedio del sistema para el mismo periodo (35%). El segmento de microempresas, que registró un incremento de 67,5% anual, fue el contribuyente principal para este significativo crecimiento, pasando a representar el 60% del total de la cartera.

**Tabla 1**

Estructura de activos - Diciembre 2007 - en miles			
	US\$	guaraníes	Part. %
Liquidez	8.841	42.878.317	19%
Cartera de créditos	36.029	174.741.628	76%
Inversiones	1.589	7.705.051	3%
Activos fijos	1.224	5.936.704	3%
Otros	7	31.568	0%
<b>Activos totales</b>	<b>47.689</b>	<b>231.293.269</b>	<b>100%</b>

Además, el total de la cartera representa aproximadamente 75% de los activos totales, desde un 72% que representaba un año atrás. Debido a la naturaleza del negocio con más del 60% del total de los créditos asignados a microcréditos, las concentraciones de riesgo individual son muy bajas. La entidad prácticamente no toma garantías para las operaciones de préstamo, pero algunos están respaldados por garantes. Asimismo, casi 85% de los créditos están denominados en moneda local.

Los créditos vencidos, han mostrado una tendencia descendente desde 2002, cuando alcanzaron un nivel de 15%. En línea con una mejora en el entorno macroeconómico, el ratio de cartera vencida ha mostrado una evolución positiva desde entonces reduciendo los créditos vencidos de más de 60 días a un bajo 2% del total de la cartera. El segmento de microempresas registró un ratio de morosidad bajo de 2,3%, mientras que el segmento de créditos al consumo exhibió un ratio de 5,4% a diciembre de 2007. El riesgo de concentración es bajo, con los 50 principales clientes representando 10,84% del total de la cartera al 31 de diciembre de 2007.

**Gráfico 2**

Además, el ratio de cobertura de la cartera irregular con provisiones experimentó un incremento significativo durante el 2007 debido a una política de provisionamiento más conservadora, que excede los requerimientos de la regulación. Al 31 de diciembre de 2007, las reservas para cartera vencida llegaron a 163,9% desde 72,2% reportado al 31 de diciembre de 2006.

Los procedimientos de originación y de administración se consideran adecuados. El plazo promedio de los préstamos es de 12 meses, pero generalmente se adaptan al flujo del cliente para facilitar sus pagos. El proceso de desembolso y cobranza de los préstamos que se deben seguir se encuentran suficientemente detallados y formalizados. No obstante, el sistema aún enfrenta ciertos riesgos, especialmente en términos de fraudes y errores humanos. En este sentido, El Comercio continúa realizando esfuerzos en busca de minimizar este tipo de riesgos.

**Riesgo de mercado**

El Comercio tiene una estructura bien definida y cuenta con herramientas para el adecuado seguimiento y control de los riesgos de mercado. A pesar de no contar con exigencias por parte del regulador respecto a riesgo de mercado, El Comercio cuenta con límites internos establecidos para tasas de interés, liquidez y reservas en moneda extranjera, en línea con políticas más conservadoras. La compañía usa metodologías de valor en riesgo para monitorear el riesgo de mercado, las cuales se complementan con otras herramientas no estadísticas, tales como análisis de sensibilidad.

Pese a que la mayoría de la cartera de crédito está denominada en moneda local, a fin de evitar descalces cambiarios, El Comercio cuenta con líneas de mediano plazo en moneda extranjera.

**Riesgo de liquidez**

La administración también ha adoptado un enfoque conservador sobre la liquidez. La entidad tiene una liquidez adecuada. Al 31 de diciembre de 2007, 18,5% de los activos totales eran instrumentos líquidos (principalmente efectivo, depósitos en el Banco Central de Paraguay y en

**STANDARD  
& POOR'S**

otras instituciones financieras). Los activos líquidos cubren 33,4% de los depósitos totales y 135,8% de los depósitos a la vista.

Considerando la red de distribución de la compañía y su posición de mercado relativamente fuerte, El Comercio presenta un perfil de fondeo adecuado. Los depósitos de los clientes representan la fuente de financiamiento más importante. Al 31 de diciembre de 2007, los depósitos constituían el 77% del financiamiento de terceros y las líneas de crédito representaban el 21,5%. Al igual que la cartera de créditos, la mayoría de los depósitos están denominados en moneda local (alrededor de 85% a diciembre de 2007). Los depósitos aumentaron 57,6% durante el último año, superior al crecimiento de 34,3% registrado por el sistema. Los depósitos a la vista representaron casi 25% de los depósitos totales al 31 de diciembre de 2007. El riesgo de concentración es relativamente moderado ya que los principales 10 depositantes representaban 21,2% de los depósitos totales al 31 de diciembre de 2007.

**Contabilidad**

En términos de contabilidad, Financiera El Comercio sigue las regulaciones locales que aún no cumplen plenamente con las mejores prácticas establecidas por estándares internacionales, en especial para las entidades de microempresas. Sin embargo, en línea con su política más conservadora, la entidad sigue sus propias reglas más estrictas similares a las que siguen instituciones comparables en otros países, tales como las peruanas (por ejemplo, siguen un índice de morosidad de 30 días aunque el regulador les exige solamente de 60 días).

**Rentabilidad: Estructura de ingresos relativamente bien diversificada**

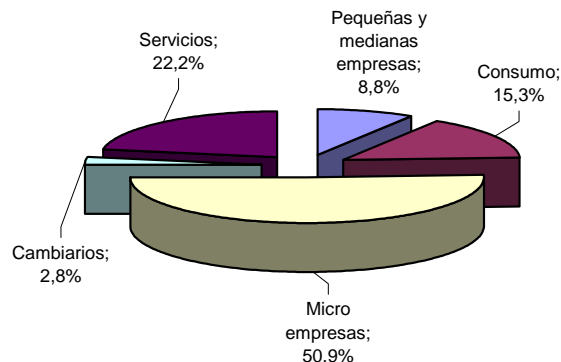
Dada la gama de productos y servicios ofrecidos por Financiera El Comercio, le ha permitido continuamente incrementar sus ingresos relacionados con servicios tanto en términos nominales como en proporción de los ingresos totales, otorgándole mayor flexibilidad financiera. La compañía presenta niveles de rentabilidad por encima de sus pares (retorno sobre activos de 7,3% en 2007 frente a 3,9% en promedio para las compañías financieras paraguayas), explicado en gran medida por su capacidad de generar márgenes relativamente altos y su capacidad para generar ingresos por comisiones relativamente superiores a los del promedio de compañías financieras. Sin embargo, debido al segmento de mercado en el que operan, sus gastos operativos son relativamente altos. Standard & Poor's considera que los esfuerzos de la compañía para controlar sus gastos operativos y su capacidad para incrementar la escala y el cross-selling respaldarán la rentabilidad en el mediano plazo.

Financiera El Comercio ha continuado mejorando su rentabilidad, presentando un ROAA de 7,3% en 2007 desde 6,7% en 2006, y situándose en segundo lugar entre las 13 compañías financieras de Paraguay. Los ingresos totales después de impuestos alcanzaron PYG14.100 millones (US\$2,9 millones) durante 2007, lo que representa un incremento de 74%, muy por encima de sus competidores (37,6%). El margen financiero neto, aunque ligeramente a la baja, todavía es elevado (16,4% para 2007) debido a su nicho de mercado y a su costo de fondeo relativamente bajo en comparación con el de sus competidores.

## Gráfico 3

## Estructura de ingresos

Dic-07



La importancia relativa de los ingresos por comisiones sobre los ingresos totales ha aumentado en los últimos cuatro años, alcanzando 22,2% en 2007 respecto del 15,3% en 2006, comparando favorablemente con sus pares en América Latina.

Dado el perfil de negocios de la entidad, enfocado principalmente en créditos de bajo monto, la entidad presenta un índice de costos operativos relativamente elevado en comparación a otras instituciones financieras que operan en otros segmentos. Los gastos operativos continuaron aumentando a una tasa de 35,4% durante 2007, en línea con el crecimiento del negocio, la red de distribución, las áreas comerciales y las campañas de marketing. Durante 2007, el ratio de gastos no financieros a ingresos alcanzó 59,9%, ligeramente superior al promedio de 58,7% obtenido en el periodo 2005-2006.

En el mediano plazo, Standard & Poor's considera que la compañía enfrenta el desafío de continuar incrementando sus operaciones en el segmento de microcréditos al mismo tiempo que mejorando su eficiencia y administrando adecuadamente el riesgo sin deteriorar su calidad de activos tradicionalmente saludable.

### Capital: Adecuado y estable para respaldar el crecimiento de la cartera

Financiera El Comercio presenta un nivel adecuado de capitalización para sostener la expansión de su cartera en el mediano plazo, a pesar del fuerte crecimiento registrado recientemente y su activa política de pago de dividendos de aproximadamente 50% del total de sus utilidades. De todos modos, dadas las perspectivas de una significativa expansión de su cartera, la capitalización dependerá de la capacidad de la compañía para retener utilidades. Al 31 de diciembre de 2007, la entidad excedió en casi 70% el capital regulatorio exigido por el Banco Central. La administración está comprometida a mantener los niveles de capitalización principalmente a través de generación de capital interno (ya que la rentabilidad ha aumentado lo suficiente para respaldar el crecimiento del financiamiento), lo que es suficiente para apoyar su estrategia de expansión. Dado el perfil conservador de El Comercio y su compromiso de

**STANDARD  
& POOR'S**

mantener niveles adecuados de capitalización consistentes con el riesgo que enfrenta, Standard & Poor's espera que El Comercio mantenga niveles adecuados de capitalización.

El nivel de capitalización de la empresa ha disminuido levemente desde 2004 debido al elevado crecimiento de su cartera. Al 31 de diciembre de 2007, el ratio de capital ajustado a activos, de acuerdo con la metodología de Standard & Poor's, alcanzó 17,1%, cifra inferior al 18,7% registrado a diciembre de 2006.

En 2005, El Comercio incorporó exitosamente a ACCION Internacional (una organización internacional dedicada al desarrollo de microfinanciamiento) a través de Acción Gateway Fund. Dicha incorporación le permite recibir contribuciones respecto a mejores prácticas de gobierno corporativo de parte de un participante ampliamente reconocido en la industria.

Publicado por Standard & Poor's, una División de The McGraw-Hill Companies, Inc. Oficinas Corporativas: 1221 Avenue of the Americas, Nueva York, NY 10020. Oficinas Editoriales: 55 Water Street, Nueva York, NY 10041. Suscripciones: (1) 212-438-7280. Copyright 2008, por The McGraw-Hill Companies, Inc. Prohibida su reproducción total o parcial, excepto con autorización. Todos los derechos reservados. La información ha sido obtenida por Standard & Poor's de fuentes consideradas confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano y/o mecánico de nuestras fuentes, Standard & Poor's no garantiza la exactitud, adecuación o integridad de cualquier información, y no se hace responsable por cualesquiera errores, omisiones, o por los resultados derivados del uso de dicha información. Las calificaciones son opiniones, no declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno.

Los servicios analíticos que provee Standard & Poor's Ratings Services ("Ratings Services") se realizan de manera independiente con el fin de conservar la imparcialidad y objetividad de las opiniones de calificación. Las calificaciones son opiniones, no declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno. Las calificaciones están basadas en información recibida por Ratings Services. Otras divisiones de Standard & Poor's podrían tener información que no está disponible para Ratings Services. Standard & Poor's ha eESTABLEcido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida durante el proceso de calificación.

Ratings Services recibe un honorario por sus servicios de calificación. Tal compensación es pagada normalmente por los emisores de los títulos o por terceras partes que participan en la consiguiente colocación de los mismos. Sin perjuicio de que Standard & Poor's se reserva el derecho de difundir la calificación, no recibe ningún honorario o comisión por hacerlo, excepto los casos de suscripciones a sus publicaciones. Información adicional sobre nuestros honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).