

Calificación

| | |
|-----------------------|--------|
| INFONACOT LP | HR AAA |
| INFONACOT CP | HR+1 |
| Programa Dual 2014 LP | HR AAA |
| Programa Dual 2014 CP | HR+1 |
| FNCOT 14 | HR AAA |
| FNCOT 15 | HR AAA |
| FNCOT 16 | HR AAA |
| FNCOT 16-2 | HR AAA |

Perspectiva **Estable**

Contactos

Akira Hirata

Analista
akira.hirata@hrratings.com

Claudio Bustamante

Subdirector Instituciones Financieras/ ABS
claudio.bustamante@hrratings.com

Fernando Sandoval

Director de Instituciones Financieras / ABS
fernando.sandoval@hrratings.com

Definición

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings para el INFONACOT, para el Programa Dual en su modalidad de Largo Plazo y para las emisiones con clave de pizarra FNCOT 14, FNCOT 15, FNCOT 16 y FNCOT 16-2 es de HR AAA, con Perspectiva Estable. El emisor con esta calificación, en escala local, se considera de la más alta calidad crediticia, ofreciendo gran seguridad para el pago oportuno de las obligaciones de deuda. Mantiene mínimo riesgo crediticio.

La calificación de corto plazo que determina HR Ratings para el INFONACOT y para el Programa Dual en su modalidad de Corto Plazo es de HR+1. El emisor con esta calificación, en escala local, ofrece alta capacidad para el pago oportuno de obligaciones de deuda de corto plazo y mantiene el más bajo riesgo crediticio. La calificación de HR+1 indica un instrumento con relativa superioridad dentro de la escala de calificación.

HR Ratings ratificó la calificación de LP de HR AAA con Perspectiva Estable y de corto plazo de HR+1 para el INFONACOT. Asimismo, HR Ratings ratificó la calificación de LP de HR AAA con Perspectiva Estable y de CP de HR+1 para el Programa Dual con Carácter Revolvente del INFONACOT, así como la calificación de HR AAA con Perspectiva Estable para las emisiones con clave de pizarra FNCOT 14, FNCOT 15, FNCOT 16 y FNCOT 16-2.

La ratificación de la calificación para el INFONACOT¹ se basa en se sustenta en la elevada probabilidad que el Instituto mantiene de recibir apoyo por parte del Gobierno Federal dada su relevancia estratégica. Asimismo, la adecuada administración de la cartera y el importante crecimiento en las operaciones del Instituto mantienen una generación positiva de resultados, lo que mantiene la posición de solvencia del Instituto en niveles de fortaleza. Los supuestos y resultados obtenidos en el escenario base y de estrés son:

| Supuestos y Resultados: INFONACOT | Acumulado | | | | | Escenario Base | | | Escenario Estrés | | |
|---------------------------------------|-----------|---------|----------|----------|----------|----------------|----------|----------|------------------|----------|----------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 9M15 | 9M16 | 2016P* | 2017P | 2018P | 2016P* | 2017P | 2018P |
| Cartera de Crédito Vigente | 2,301.7 | 8,965.3 | 13,215.2 | 13,089.8 | 16,055.2 | 16,456.6 | 20,232.7 | 24,313.1 | 15,894.7 | 16,540.1 | 18,077.7 |
| Cartera de Crédito Vencida | 47.3 | 186.2 | 581.1 | 496.5 | 850.6 | 911.7 | 1,010.4 | 1,221.5 | 1,228.0 | 2,820.3 | 2,808.3 |
| Resultado Neto | 1,591.0 | 1,681.6 | 1,870.2 | 1,310.0 | 1,329.9 | 1,935.5 | 2,424.2 | 2,568.6 | 1,216.4 | -3,285.3 | -2,616.7 |
| Gastos de Administración | 1,114.9 | 1,370.7 | 1,974.1 | 1,478.2 | 1,534.6 | 2,112.5 | 2,277.2 | 2,715.8 | 2,142.0 | 2,842.1 | 3,488.7 |
| Índice de Morosidad | 2.0% | 2.0% | 4.2% | 3.7% | 5.0% | 5.2% | 4.8% | 4.8% | 7.2% | 14.6% | 13.4% |
| Índice de Morosidad Ajustado | 33.5% | 8.0% | 11.3% | 11.5% | 13.3% | 12.7% | 13.1% | 12.9% | 14.9% | 29.8% | 30.9% |
| MIN Ajustado | 18.2% | 13.8% | 16.1% | 14.7% | 14.5% | 14.6% | 14.7% | 14.1% | 10.6% | -12.2% | -4.7% |
| Índice de Cobertura | 4.2 | 4.1 | 2.0 | 2.2 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| Índice de Eficiencia | 31.0% | 33.0% | 38.0% | 38.2% | 36.1% | 36.3% | 33.0% | 33.8% | 37.1% | 46.4% | 56.9% |
| Índice de Eficiencia Operativa | 17.9% | 20.1% | 15.7% | 16.5% | 13.2% | 12.9% | 11.4% | 11.3% | 13.2% | 16.3% | 18.8% |
| ROA Promedio | 20.9% | 19.1% | 13.8% | 13.1% | 11.6% | 11.2% | 11.7% | 10.4% | 7.1% | -19.0% | -14.4% |
| ROE Promedio | 56.2% | 36.4% | 28.5% | 27.4% | 23.6% | 22.7% | 22.4% | 19.3% | 14.6% | -50.6% | -74.6% |
| Índice de Capitalización | 104.2% | 54.6% | 54.5% | 51.8% | 52.2% | 54.6% | 56.3% | 57.5% | 53.4% | 33.1% | 15.2% |
| Razón de Apalancamiento | 1.7 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.7 | 4.2 |
| Razón de Cartera Vigente / Deuda Neta | 1.5 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | 2.8 | 3.0 | 2.7 | 2.2 | 1.6 |
| Flujo libre de efectivo (FLE)** | 468.5 | 3,567.1 | 2,813.0 | 1,690.3 | 1,899.7 | 2,973.4 | 2,878.9 | 3,173.1 | 2,852.3 | -584.3 | -2,361.9 |

Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información interna y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base y estrés.

**FLE = Resultado Neto - estimaciones preventivas - depreciación + cambio en otras cuentas por cobrar + cambio en otras cuentas por pagar

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son:

- **Alta probabilidad de recibir apoyo por parte del Gobierno Federal dada su relevancia estratégica para el otorgamiento de crédito al consumo a nivel nacional.**
- **Organismo paraestatal que depende de la Secretaría de Trabajo y Previsión Social (STPS), contando con miembros de la misma dentro de su Consejo Directivo.**
- **Robustos niveles de solvencia, con el índice de capitalización ubicándose en 52.2%, la razón de apalancamiento ubicándose en 1.0x y la razón de cartera vigente a deuda neta ubicándose en 2.6x al 3T16 (vs. 51.8%, 1.1x y 2.5x al 3T15).** Los sólidos niveles de capitalización y el adecuado manejo de pasivos se ven reflejados en una fuerte posición de solvencia.
- **Acotado riesgo de crédito debido a las facultades del Instituto de llevar a cabo descuentos directamente de la nómina del trabajador.** Lo anterior repercute en una calidad de cartera adecuada tomando en cuenta el modelo de negocios del Instituto, con el índice de morosidad ubicándose en 5.0% y el índice de morosidad ajustado ubicándose en 13.3% al 3T16 (vs. 3.7% y 11.5% al 3T15)
- **Sólidos niveles de rentabilidad, con el ROA Promedio y el ROE Promedio ubicándose en 11.6% y 23.6% al 3T16 (vs. 13.7% y 28.6% al 3T15).** A pesar de una disminución en la rentabilidad del Instituto ocasionada por un presionamiento en el margen financiero, los indicadores se mantienen en nivel de fortaleza, impulsando la generación de utilidades crecientes.
- **Adecuada cobertura de la cartera vencida a través de generación constante de estimaciones, con el índice de cobertura situándose en 1.6x al 3T16 (vs. 2.2x al 3T15).** La constante aplicación de castigos ha repercutido en un comportamiento decreciente del índice de cobertura; sin embargo, la constante generación de estimaciones mantiene la cartera adecuadamente cubierta.
- **Mejoría en los niveles de eficiencia, con el índice de eficiencia ubicándose en 36.1% y el índice de eficiencia operativa en 13.2% al 3T16 (vs. 38.2% y 16.5% al 3T15):** Adecuaciones a la infraestructura tecnológica realizadas el año anterior repercutieron en un mejor control de los gastos, ayudando a una mejoría en los indicadores de eficiencia.
- **Posición de liquidez de fortaleza, considerando una brecha ponderada de activos y pasivos de 160.4% al 3T16.** El Instituto cuenta con un perfil de vencimiento de activos y pasivos que fortalecen su disponibilidad de liquidez en el corto plazo.

¹ Instituto del Fondo Nacional para el Consumo de los Trabajadores (el INFONACOT y/o el Instituto).

Principales Factores Considerados

El INFONACOT es un organismo público descentralizado que fomenta el desarrollo integral de los trabajadores y el crecimiento de su patrimonio familiar. Esto a través de la promoción y el acceso a créditos y otros servicios financieros, para la obtención de bienes y servicios de alta calidad a precios competitivos. En 1974 se constituyó el contrato fiduciario que dio principio a las labores del Fondo de Fomento y Garantía para el Consumo de los Trabajadores como respuesta del Gobierno Federal a las demandas de los trabajadores a través del Congreso del Trabajo. Esto en el sentido de apoyar a la clase trabajadora con financiamiento para la adquisición de bienes y servicios. Posteriormente, el 24 de abril de 2006 se transformó la figura de fideicomiso al expedirse la Ley del Instituto del Fondo Nacional para el Consumo de los Trabajadores. De conformidad con el artículo 1° de dicha ley, el Instituto INFONACOT es un organismo público descentralizado de interés social sectorizado en la Secretaría del Trabajo y Previsión Social, con personalidad jurídica y patrimonio propio y autosuficiencia presupuestal. Actualmente el Instituto origina cartera en los 32 estados de la República Mexicana, a través de 87 sucursales divididas en 6 regiones del país. Asimismo, el Instituto ofrece una variedad importante de productos, todos para el consumo de los trabajadores de dependencias públicas y privadas, manteniendo características similares de originación.

La ratificación de la calificación del INFONACOT se basa en la fuerte posición de solvencia que mantiene a través de la constante retención de utilidades. En este sentido se puede observar que, a pesar del crecimiento acelerado de la cartera de crédito, éste ha sido correspondido por un crecimiento importante en el capital contable como resultado de la constante retención de utilidades. Esto va de acuerdo con el modelo de negocio autosustentable del INFONACOT, el cuál le permite generar suficientes utilidades para mantener su capitalización en altos niveles de fortaleza. En este sentido, cabe destacar que el Instituto llevó a cabo una capitalización de utilidades retenidas por P\$3,163.2m, pasándolas al capital contribuido. En línea con lo anterior, se puede observar que el índice de capitalización cerró al 3T16 en 52.2% (vs. 51.8% al 3T15), representando una fuerte fortaleza para la solvencia del Instituto. Asimismo, se puede apreciar que tanto la razón de apalancamiento se mantuvo en niveles similares a los observados en periodos anteriores, con la razón de apalancamiento cerrando el 3T16 en 1.0x (vs. 1.1x al 3T15), mostrando un adecuado manejo de los pasivos con costo para financiar el crecimiento de sus operaciones. Adicionalmente, cabe destacar que la razón de apalancamiento se ha mantenido en niveles estables debido a que el crecimiento en el capital contable que se mencionó anteriormente ha permitido una disposición de pasivos sin comprometer la situación de solvencia del Instituto.

Por otra parte, la cartera de crédito total continuó mostrando con una tendencia creciente a pesar de mostrar un ritmo de crecimiento menos ambicioso en comparación al año anterior; en este sentido, la cartera muestra un incremento de 24.4% al 3T16 en comparación al mismo periodo de 2015 (vs. 69.4% del 3T14 al 3T15). Esto debido a la continua afiliación de nuevos centros de trabajo, lo cual ha sido propiciado por la obligatoriedad de afiliación al Instituto a todas las empresas formales establecida en la Ley Federal de Trabajo en 2012. Adicionalmente, el INFONACOT ha llevado a cabo actividades de promoción a nivel nacional dirigidas tanto a patrones como a empleados para promover la afiliación o los productos de crédito, respectivamente. De tal manera, durante el 2016 se registraron 16,592 nuevos centros de trabajo, lo cual impulsó la colocación de cartera. Finalmente, cabe destacar que la cartera total cuenta con un plazo promedio de 20.0 meses al 3T16 (vs. 19.8 meses al 3T15). Asimismo, la tasa de

colocación promedio ponderada se ubica en 25.2%, en línea con los niveles observados al 3T15.

En relación a la calidad de la cartera, se puede observar un ligero deterioro en el índice de morosidad al ubicarse en 5.0% al 3T16 con un saldo insoluto de P\$850.6m (vs. 3.7% y P\$496.5m al 3T15). Esto debido principalmente a un deterioro orgánico de la cartera en línea con los elevados niveles de crecimiento observados. Cabe destacar que el deterioro histórico observado en el índice de morosidad se debe en parte por la implementación de una circular de la CNBV que ocasionó un cambio contable en el Instituto en el cuál todos los créditos con más de 90 días de atraso son registrados como cartera vencida mientras que anteriormente algunos créditos con atrasos mayores a 90 días no se registraban considerando las condiciones del trabajador. Sin embargo, dicho cambio contable ya había sido implementado, por lo que el deterioro en la mora observado del 3T15 al 3T16 no se explica por dicho cambio. En este sentido, cabe destacar que, por ley, el Instituto no tiene la facultad de negarle créditos a los trabajadores de centros de trabajo afiliados, por lo que cierto deterioro de la cartera es de esperarse de acuerdo al modelo de negocio del mismo. Asimismo, el INFONACOT se ha visto en la necesidad de continuar la aplicación de castigos, al ascender los castigos 12 meses a P\$1,603.8m al 3T16 (vs. P\$1,212.8m al 3T15). Lo anterior ocasionó que el índice de morosidad ajustado mostrara un incremento al ubicarse en 13.3% al 3T16 (vs. 11.5% al 3T15). Es importante comentar, que la política de castigos es consiste en castigar aquellos créditos que presenten más de 10 periodos de atraso, lo que se apega al modelo de negocio del Instituto. De la misma manera, el Instituto cuenta con una elevada capacidad de recuperación de cartera vencida, lo cual se ve reflejado en otros ingresos de la operación.

Con respecto a la cobertura de activos improductivos, se puede observar que ésta ha mostrado una tendencia decreciente como resultado del apego del Instituto a la metodología de pérdidas esperadas establecida por la CNBV², con la cual el cómputo de reservas resulta menor debido a la presencia del seguro de desempleo con el que cuentan los créditos. Sin embargo, cabe destacar que la ausencia de garantías adicionales en los créditos se ve reflejada en una continua generación de reservas. Con ello, al 3T16, el índice de cobertura se ubicó en 1.6x (vs. 2.2x al 3T15), siendo este el mínimo nivel observado desde el 3T11, manteniéndose en niveles de fortaleza, dada la capacidad que mantiene el Instituto, de cubrir la totalidad de sus activos improductivos. Adicionalmente, cabe destacar que el INFONACOT cuenta con una buena capacidad para generación de reservas, ascendiendo éstas a P\$1,402.6m al 3T16 (vs. P\$1,111.8m al 3T15), a través de su holgado margen financiero.

En cuanto a los gastos de administración, se puede apreciar un incremento natural en los mismos debido a las adecuaciones tecnológicas llevadas a cabo en los periodos analizados, al igual que al crecimiento de las operaciones, lo que ha llevado a mayores contrataciones de servicios externos. En este sentido, el Instituto registró gastos de administración 12 meses por P\$2,031.4m al 3T16, un incremento de 5.5% (vs. P\$1,924.9m del 4T14 al 3T15). Por otra parte, al analizar los ingresos totales de la operación, se puede observar una disminución en otros ingresos de la operación 12 meses, los cuales ascendieron a P\$1,686.8m al 3T16 (vs. P\$1,876.0m al 3T15). Esto debido a menores liberaciones de remanentes de los CEBURS Fiduciarios hacia el Instituto, tomando en cuenta que los ingresos por recuperación de cartera castigada se han mantenido estables. Sin embargo, la disminución en otros ingresos de la operación se ha visto compensada por márgenes financieros crecientes, lo que ha resultado en

² Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

ingresos totales de la operación crecientes. De tal manera, el adecuado control de gastos benefició a los indicadores de eficiencia, con el índice de eficiencia ubicándose en 36.1% (vs. 38.2% al 3T15). Asimismo, el índice de eficiencia operativa mostró una mejoría significativa al ubicarse en 12.9% al 3T16 (vs. 17.0% al 3T15). Lo anterior debido a que las adecuaciones que han sido llevadas a cabo en la estructura operativa y en la infraestructura de sistemas se ha visto reflejada en una mejor capacidad de control de gastos, aunado al fuerte crecimiento del volumen de cartera, representando una fortaleza operativa y financiera para el Instituto.

Analizando los indicadores de rentabilidad del Instituto, se puede observar que las utilidades netas 12 meses mostraron un crecimiento moderado de 3.4%, ascendiendo a P\$4,736.7m del 4T15 al 3T16 (vs. P\$4,581.8m del 4T14 al 3T15). Esto debido a un menor crecimiento en el margen financiero, y mayor generación de reservas. Adicionalmente, se puede observar una disminución en las tarifas y comisiones cobradas causado por menores cuotas cobradas a instituciones financieras por el uso de la infraestructura del INFONACOT como resultado de una mayor otorgación de crédito en efectivo. Adicionalmente, se puede observar que otros ingresos de la operación se vieron afectados por una menor liberación de remanentes de los CEBURS Fiduciarios en circulación hacia el Instituto. Aunado a lo anterior, los activos totales han presentado un incremento significativo, impulsados principalmente por el crecimiento de cartera, lo cual se ve reflejado en una disminución en el ROA Promedio. Asimismo, se puede apreciar que el capital contable del Instituto también ha presentado incrementos significativos debido a la constante retención de utilidades, impactando de manera similar al ROE Promedio. En línea con lo anterior, al 3T16 el ROA Promedio se ubicó en 11.6% mientras que el ROE Promedio se ubicó en 23.6% (vs. 13.7% y 28.6% al 3T15). A consideración de HR Ratings, los indicadores de rentabilidad del Instituto se mantienen en niveles de fortaleza; sin embargo, éstos se mantienen elevados, por lo que se esperaría un ajuste marginalmente a la baja conforme las operaciones del Instituto continúen creciendo.

En relación a las herramientas de financiamiento del Instituto, cabe destacar que al 3T16 el INFONACOT obtiene financiamiento a través de líneas de financiamiento bancario contratadas con tres instituciones distintas. Adicionalmente, se cuentan con programas de emisiones de CEBURS Quirografarios y Fiduciarios por un monto aprobado de P\$10,000m y P\$6,000m, respectivamente. Finalmente, el Instituto cuenta con una línea de financiamientos estructurados con un agente privado, la cual no se ha utilizado al 3T16. En general, HR Ratings considera que el Instituto cuenta con fuentes diversificadas y flexibles para obtener financiamiento.

En cuanto al costo de financiamiento, se puede observar un ligero crecimiento en el mismo al 3T16 en comparación al año anterior, con la tasa de interés promedio ponderada ubicándose en TIIE + 28.9 pbs (vs. TIIE + 25.6 pbs al 3T15). Esto debido a que las emisiones de CEBURS Quirografarios realizadas en 2016 fueron colocadas a una sobretasa mayor a la de previas emisiones, de manera que la tasa de interés promedio de las emisiones quirografarias incrementó a TIIE + 25.0 pbs (vs. TIIE + 16.0 pbs al 3T15). Sin embargo, se considera que los costos de financiamiento del instituto se mantienen en niveles adecuados, tomando en cuenta la flexibilidad de financiamiento con la que cuenta el Instituto.

Perfil de la Calificación

El presente reporte de seguimiento de calificación se enfoca en el análisis y la evaluación de los eventos relevantes sucedidos durante los últimos meses que influyen sobre la calidad crediticia del INFONACOT. Para mayor información sobre las calificaciones iniciales asignadas por HR Ratings a INFONACOT, se pueden consultar los reportes de calificación inicial publicados por HR Ratings el 21 de septiembre de 2009 y los reportes de revisión anual publicados el 1 de octubre de 2010, 24 de octubre de 2011, 20 de noviembre de 2012, 14 de noviembre de 2013, 25 de noviembre de 2014 y 23 de noviembre de 2015. Los reportes pueden ser encontrados en la página web <http://www.hrratings.com>.

Eventos Relevantes

Promoción para Afiliación de Centros de Trabajo

Como parte de la estrategia del Instituto para lograr una mayor afiliación de centros de trabajo, se llevó a cabo un plan de promoción con el propósito de difundir la obligatoriedad de afiliación a los patrones de centros de trabajo, tanto a nivel público como a empresas privadas. Dicho plan consistió en la firma de 98 convenios con confederaciones, cámaras empresariales e instituciones gubernamentales que le permitirán al INFONACOT tener presencia en las mismas para promover la afiliación vía web de dependencias y empresas. La estrategia de promoción se vio reflejada en el registro de 16,592 centros de trabajo desde el inicio del año al cierre del 3T16, aumentando de tal forma la base de originación del Instituto. En opinión de HR Ratings, el plan de promoción resulta positivo ya que resultará en una mayor afiliación de centros de trabajo, permitiéndole al Instituto una mayor colocación de créditos.

Robustecimiento de Infraestructura Tecnológica

Con el propósito de incrementar la eficiencia de los procesos de originación y manejo de cartera, se realizó un robustecimiento importante a los sistemas, de manera que los procesos de registro, originación, verificación y manejo de cartera sean realizados de manera más eficiente, además de permitir al sistema incrementar su capacidad de almacenaje de manera que pueda soportar el crecimiento de la cartera. Adicionalmente, se han llevado adecuaciones al portal de afiliación de centros de trabajo con el propósito de facilitar la incorporación de los mismos. Como resultado de lo anterior, se requerirá una menor proporción de personal del Instituto dedicado a procedimientos de control, de manera que éste podrá ser enfocado a actividades de originación y promoción, fomentando de tal forma el crecimiento de la cartera de crédito. En línea con lo anterior, las adecuaciones realizadas permitirán al INFONACOT sostener el crecimiento esperado de sus operaciones y en el volumen de su cartera. Lo anterior se traduce en una posición de fortaleza operativa para el Instituto, dado que se esperaría un mayor control del gasto, y un incremento en la eficacia en la originación y seguimiento de los créditos cedidos.

Instalación de Unidades de Trámites y Servicios

El Instituto desarrolló unidades electrónicas automáticas para realizar trámites y servicios con el propósito de que los acreditados pudieran llevar a cabo por cuenta propia trámites que antes se debían realizar directamente con empleados del Instituto. En línea con lo anterior, al 3T16 se han instalado 233 módulos en donde los acreditados pueden llevar a cabo consultas de estados de cuenta, del estatus de afiliación del centro de trabajo, de requisitos y documentación para tramitar el crédito, además de que los trabajadores podrán llenar solicitudes de crédito, llevar a cabo simulaciones de crédito, generar referencias de pago, solicitar reembolsos y tramitar aclaraciones. De tal forma, al reducir la necesidad de atención directa al cliente, el personal del INFONACOT podrá llevar a cabo mayores labores de originación, volviendo más eficientes los procesos del tren de crédito. En línea con lo anterior, al cierre del 3T16 se han instalado 233 unidades de trámites y servicios, las cuáles se encuentran distribuidas tanto en centros de trabajo como en los centros de atención del Instituto.

Introducción de la Tarjeta Banamex-Transfer

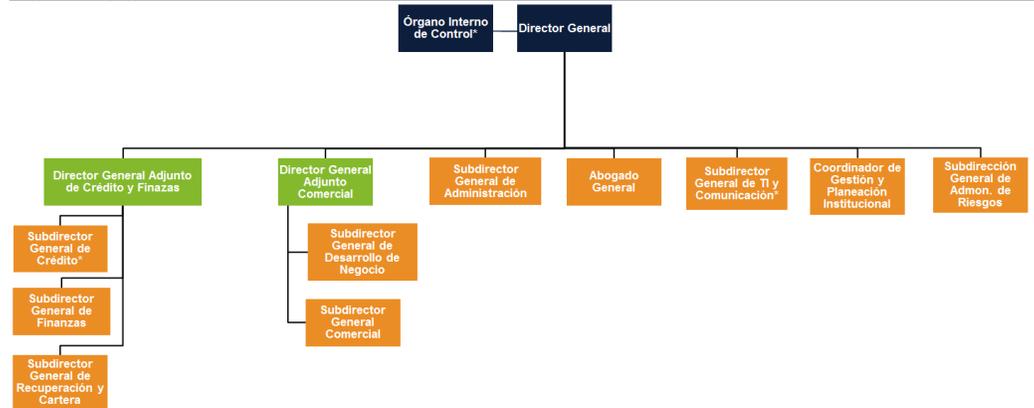
Con el propósito de facilitar la distribución de recursos a los trabajadores y de propiciar un mayor control sobre el registro de cartera, a partir de abril de 2016 se implementó un nuevo producto a través de una alianza comercial con Banamex³ llamado Banamex-Transfer, el cual consiste en la entrega de una tarjeta como medio de disposición a aquellos trabajadores que no tienen una cuenta bancaria. De tal forma, el crédito aprobado al trabajador es depositado en la tarjeta Banamex-Transfer, logrando una dispersión de recursos más eficiente, al igual que una mayor integración financiera de los acreditados.

Robustecimiento del Organigrama Organizacional

El Instituto llevó a cabo un robustecimiento dentro de su organigrama al incorporar dos nuevas subdirecciones dentro de la estructura directiva, con el fin de facilitar una distribución de responsabilidades adecuada, y acorde al perfil de cada proceso dentro de la estructura directiva. De tal manera, se instituyó la subdirección general de crédito, la cual responderá al director general adjunto de crédito y finanzas. Esto debido a la importancia que representa el área de crédito para la operación y administración de riesgos del Instituto. Por otra parte, se instituyó una Subdirección General de Tecnologías de la Información y Comunicación, la cual reportará directamente a la Dirección General del Instituto; en este sentido, dado que el plan de negocios involucra un fuerte fortalecimiento de los sistemas de información, se consideró necesario instituir un área directiva para llevar a cabo los cambios necesarios a la infraestructura tecnológica. Finalmente, se incorporó a un Titular del Órgano Interno de Control que gozará de independencia operativa, al reportar directamente a la Dirección General con el propósito de fortalecer los mecanismos de control interno. En la opinión de HR Ratings, los cambios descritos anteriormente conllevarán a una estructura corporativa de mayor fortaleza, debido a la experiencia de los participantes de cada nueva área, y a una mayor delegación de funciones operativas por parte de la subdirección de crédito.

³ Banco Nacional de México, S.A., parte del Grupo Financiero Banamex. (Banamex)

Diagrama 1. Organigrama



Fuente: HR Ratings con información interna del Instituto.
*Nuevas incorporaciones al Organigrama.

Cambios en Manuales Operativos

Adicionalmente a la constitución de comités y al robustecimiento del organigrama, se llevaron a cabo cambios tanto en el Manual de Crédito como al Manual Financiero como medida adicional para alcanzar una mejora significativa en los procesos de originación y control. En este sentido, el manual de crédito fue modificado al 3T15 con el propósito de incluir las políticas de crédito de nuevos productos ofrecidos y la automatización de ciertos procesos del tren de crédito. Por otra parte, el manual financiero fue actualizado al 1T16 para actualizar procedimientos relacionados a los gastos del Instituto, además de eliminar el Comité Interno de Inversiones. En opinión de HR Ratings, los cambios realizados a los manuales operativos repercutirán en un fortalecimiento de las operaciones del Instituto, lo cual se verá reflejado en operaciones más eficientes.

Tabla 1. Cambios a Manuales Operativos

| Manual | Cambios | Fecha de Modificación |
|-------------------|---|-----------------------|
| Manual de Crédito | - Actualización de políticas para aclaraciones y cancelaciones de crédito, liquidaciones anticipadas y envío de expedientes. - Inclusión de requisitos para afiliación de centros de trabajo. | 24 de agosto de 2015 |
| | - Inclusión de políticas para otorgamiento de crédito de apoyo a damnificados y Tarjeta Mujer FONACOT. - Automatización de cambio de estatus de centros de trabajo. | |
| Manual Financiero | - Actualización del proceso de cobranza judicial. | 28 de marzo de 2016 |
| | - Actualización de procesos de fondo de caja. - Actualización de montos por gastar del fondo fijo. | |
| | - Eliminación del Comité Interno de Inversiones. - Actualización de requisitos para el pago de reembolso a trabajadores. - Actualización del procedimiento para compensación electrónica de fondos. | |

Fuente: HR Ratings con información interna del Instituto.

Plan de Negocios

El INFONACOT pretende continuar llevando a cabo la expansión de sus operaciones y el volumen de su cartera de crédito a través de una mayor afiliación de centros de trabajo, lo cual a su vez se vería reflejado en una mayor base de trabajadores sujetos a crédito. Para lograr esto, se pretenden seguir llevando a cabo labores de promoción dirigidas a centros de trabajo a través de la participación del Instituto en cámaras empresariales y otras plataformas empresariales. Asimismo, se pretende continuar con la expansión de la base de acreditados a través del acercamiento a los trabajadores a partir del programa de promoción de kermeses y kioscos. De tal manera, el Instituto pretende continuar expandiendo su cartera, manteniendo un control adecuado de los gastos a través de implementaciones tecnológicas que le permitirán llevar a cabo los procesos con un mayor grado de eficiencia. Por otra parte, se tiene el propósito de alcanzar una afiliación de centros de trabajo cercana al 100%, por lo que se enfocará en las zonas Norte y Noroeste, siendo estas las que muestran espacio para mayor crecimiento. En relación a la estrategia de financiamiento, el Instituto se encuentra en proceso de obtener la aprobación de la SHCP⁴ para aumentar sus niveles de endeudamiento debido a la dependencia presupuestal que mantiene con la Secretaría. En este sentido, se planea llevar a cabo una nueva emisión bursátil, amparándose del programa de emisiones de largo plazo que pretende seguir utilizando. Asimismo, el Instituto pretende aumentar el nivel de bancarización de nuevos empleados a través de su producto Banamex-Transfer, que permitirá a los acreditados que no cuenten con una cuenta bancaria el tener una integración a la banca. Por último, el INFONACOT pretende continuar llevando a cabo adecuaciones a la infraestructura tecnológica, lo cual permitirá un mayor nivel de eficiencia en las operaciones. En opinión de HR Ratings, las medidas planeadas por el Instituto dentro de su plan de negocios le permitirán alcanzar los niveles de crecimiento esperados.

Comportamiento Observado vs. Proyectado

Los escenarios base y estrés proyectados por HR Ratings, incluidos en el reporte con fecha del 23 de noviembre de 2015, consideraban ciertos supuestos y resultados con el objetivo de poder plantear el plan de negocios del INFONACOT. A continuación, se muestra una tabla comparativa entre los resultados observados y los proyectados por HR Ratings en dicho reporte.

⁴ Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP)

| Tabla 2. Supuestos y Resultados: INFONACOT Cifras en millones de pesos | Resultados Observados 9M16 | Escenario Calificación 2015 | |
|---|----------------------------------|--------------------------------|-------------|
| | | Base 9M16 | Estrés 9M16 |
| Cartera de Crédito Vigente | 16,055.2 | 20,120.1 | 16,742.6 |
| Cartera de Crédito Vencida | 850.6 | 731.3 | 2,136.2 |
| Resultado Neto 12m | 1,890.1 | 2,001.7 | -3,376.6 |
| Gastos de Administración 12m | 2,031.4 | 2,633.1 | 2,941.9 |
| Estimaciones Preventivas para Riesgos Crediticios 12m | 1,702.4 | 3,059.8 | 5,719.4 |
| Índice de Morosidad | 5.0% | 3.5% | 11.3% |
| Índice de Morosidad Ajustado | 13.3% | 8.4% | 20.0% |
| MIN Ajustado | 14.5% | 17.0% | -11.5% |
| Índice de Cobertura | 1.6 | 2.2 | 2.2 |
| Índice de Eficiencia | 36.1% | 41.9% | 55.5% |
| Índice de Eficiencia Operativa | 13.2% | 14.6% | 17.1% |
| ROA Promedio | 11.6% | 11.1% | -21.4% |
| ROE Promedio | 23.6% | 26.2% | -63.4% |
| Índice de Capitalización | 52.2% | 44.2% | 22.9% |
| Razón de Apalancamiento | 1.0 | 1.4 | 2.0 |
| Razón de Cartera Vigente / Deuda Neta | 2.6 | 2.1 | 1.9 |

Fuente: HR Ratings proyecciones con información del Instituto

*Proyecciones realizadas bajo los escenarios base y de estrés proyectados en el 2015

Al comparar el desempeño financiero del Instituto con el esperado por HR Ratings, se puede identificar que la cartera de crédito total muestra un crecimiento más bajo al esperado bajo ambos escenarios. Esto debido principalmente al vencimiento de parte de créditos colocados cuando el Instituto comenzó a mostrar un crecimiento significativo de su volumen de cartera como resultado de los cambios en la Reforma Laboral y la Reforma Fiscal en 2013. Asimismo, se observa que la calidad de la cartera disminuyó ligeramente más de lo proyectado bajo un escenario base, lo cual conllevó a una mayor aplicación de castigos, presionando los niveles de cobertura. Asimismo, el MIN Ajustado se ubicó por debajo de lo esperado como resultado de una reducción en el spread de tasas causado por una reducción en la tasa de colocación que obedece al carácter del Instituto como institución de fomento; además de por un paulatino crecimiento en la tasa pasiva impulsado por el comportamiento de la TIIE. Sin embargo, la capacidad de recuperación de cartera del Instituto, además de una menor generación de reservas permitió que los ingresos totales se mantuvieran en niveles esperados. Asimismo, se puede observar que los gastos de administración se mantuvieron por debajo de los esperados bajo ambos escenarios como resultado de las adecuaciones tecnológicas y operativas que llevó a cabo el INFONACOT, las cuales permitieron un mejor control de los gastos. Esto permitió que los indicadores de eficiencia se ubicaran en niveles de fortaleza comparado con los esperados. De tal manera, la mayor generación de resultados que fue impulsada por la capacidad de recuperación de cartera y por la liberación de remanentes de la emisión bursátil fiduciaria que se encuentra vigente, combinada al control eficiente de los gastos descrito anteriormente permitió que la rentabilidad del Instituto se ubicara en niveles esperados a pesar de la disminución en el spread de tasas.

Finalmente, la mayor generación de resultados netos permitió al Instituto mantener una sólida posición de solvencia a pesar del incremento en los activos sujetos a riesgo totales, con el índice de capitalización ubicándose por encima de los niveles esperados. Finalmente, cabe destacar que la razón de apalancamiento y la razón de cartera vigente a deuda neta se ubicaron en niveles menores a los esperados, reflejando una menor disposición de pasivos con costo. En general, la sólida posición de solvencia del

Instituto, aunada a su capacidad de generación de flujos se ve reflejada en una sólida posición financiera.

Análisis de Activos Productivos y Fondo

Análisis de la Cartera

Evolución de la Cartera de Crédito

La cartera de crédito total continuó mostrando con una tendencia creciente a pesar de mostrar un ritmo de crecimiento menos ambicioso en comparación al año anterior; en este sentido, la cartera muestra un incremento de 24.4% al 3T16 en comparación al mismo periodo de 2015. (vs. 69.4% del 3T14 al 3T15). Esto debido a la continua afiliación de nuevos centros de trabajo, lo cual ha sido propiciado por la obligatoriedad de afiliación al Instituto a todas las empresas formales establecida en la Ley Federal de Trabajo en 2012. Adicionalmente, el INFONACOT ha llevado a cabo actividades de promoción a nivel nacional dirigidas tanto a patrones como a empleados para promover la afiliación o los productos de crédito, respectivamente. De tal manera, durante el 2016 se registraron 16,592 nuevos centros de trabajo, lo cual impulsó la colocación de cartera. Finalmente, cabe destacar que la cartera total cuenta con un plazo promedio de 20.0 meses al 3T16 (vs. 19.8 meses al 3T15). Asimismo, la tasa de colocación promedio ponderada se ubica en 25.2%, en línea con los niveles observados al 3T15.

Tabla 3. Características de la Cartera de Crédito

| | |
|---|----------|
| Cartera Vigente (P\$m) | 16,055.2 |
| Cartera Vencida (P\$m) | 850.6 |
| Cartera Total (P\$m) | 16,905.8 |
| Tasa de Interés Promedio | 25.2% |
| Plazo Original Promedio Ponderado (meses) | 20.0 |
| Centros de Trabajo Afiliados | 292,697 |
| Índice de Morosidad | 5.0% |
| Índice de Morosidad Ajustado | 13.3% |

Fuente: HR Ratings con información interna del Instituto al 3T16.

En relación a la calidad de la cartera, se puede observar un ligero deterioro en el índice de morosidad al ubicarse en 5.0% al 3T16 con un saldo insoluto de P\$850.6m (vs. 3.7% y P\$496.5m al 3T15). Esto debido principalmente a un deterioro orgánico de la cartera en línea con los elevados niveles de crecimiento observados. En este sentido, cabe destacar que, por ley, el Instituto no tiene la facultad de negarle créditos a los trabajadores de centros de trabajo afiliados, por lo que cierto deterioro de la cartera es de esperarse de acuerdo a la naturaleza del Instituto como institución de fomento. Asimismo, el INFONACOT se ha visto en la necesidad de continuar con la aplicación de castigos, al ascender los castigos 12 meses a P\$1,603.8m al 3T16 (vs. P\$1,212.8m al 3T15). Lo anterior ocasionó un incremento en el índice de morosidad ajustado al ubicarse en 13.3% al 3T16 (vs. 11.5% al 3T15). Cabe destacar que la política de aplicación de castigos consiste en castigar aquellos créditos que cuenten con más de 10 periodos de incumplimiento.

Sin embargo, a pesar de los niveles elevados del índice de morosidad ajustado y, por ende, de estimaciones preventivas, la capacidad de recuperación de cartera del Instituto representa una fortaleza para el mismo tomando en cuenta la facultad de descontar directamente al acreditado y a la presencia de un seguro de desempleo, el cual cubre hasta 6 pagos del crédito en caso de que el acreditado se quede sin trabajo. Es importante comentar, que el costo de este seguro está incluido en el costo inicial de instrumentación del crédito, lo que es una fortaleza cuantitativa para el Instituto.

Buckets de Morosidad

Con respecto a los buckets de morosidad, se puede observar que al 3T16, 76.7% de la cartera se mantiene vigente sin días de atraso, comparado con 71.7% al 3T15, representando una mejoría en el porcentaje de cartera sin atrasos. Posteriormente, aquellos créditos con atrasos entre 1 y 60 días representan 15.0% de la cartera total mientras que aquellos con atrasos entre 61 y 90 días acumulan 3.3% (vs. 20.7% y 4.0% al 3T15). Finalmente, la cartera vencida del Instituto, es decir, aquella con atrasos en los pagos mayores a 90 días, presentó un ligero deterioro representando 5.0% del portafolio total al 3T16 (vs. 3.7% al 3T15). En este sentido, la distribución de los buckets de morosidad se ubica en línea con el tipo de activo otorgado y con el comportamiento histórico de los mismos, por lo que no se esperaría un deterioro significativo adicional. Por tanto, HR Ratings considera que la calidad de cartera se mantiene en niveles adecuados dada la capacidad de cobranza y recuperación que exhibe el INFONACOT, limitando de tal manera el riesgo de un deterioro significativo en la cartera.

Tabla 4. Buckets de Morosidad

| Días de Atraso | Monto 3T16* | % Cartera Total | Monto 3T15* | vs. 3T15 |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| 0 | 12,971.3 | 76.7% | 9,738.2 | 71.7% |
| 1 - 60 | 2,532.3 | 15.0% | 2,810.4 | 20.7% |
| 61 - 90 | 551.6 | 3.3% | 541.2 | 4.0% |
| Más de 90 | 850.6 | 5.0% | 496.5 | 3.7% |
| TOTAL | 16,905.8 | 100.0% | 13,586.3 | 100.0% |

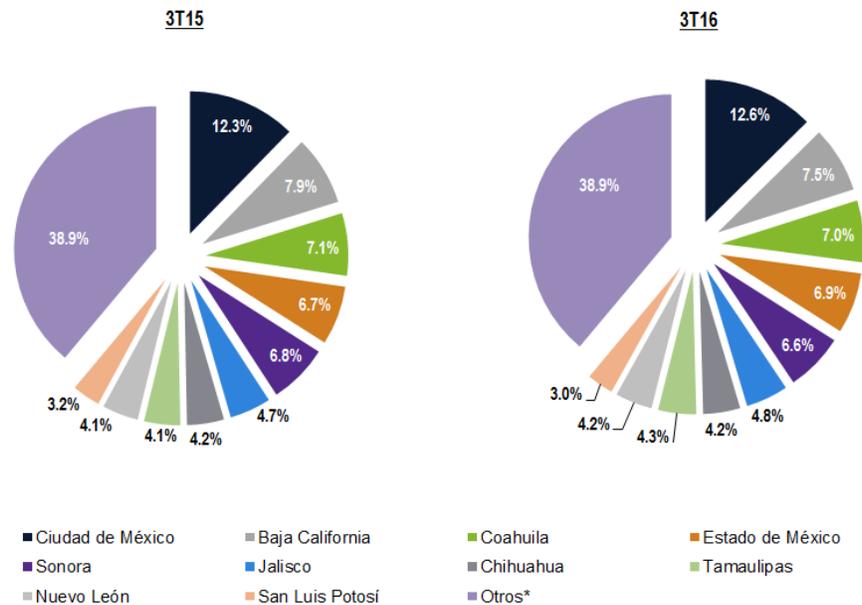
Fuente: HR Ratings con información interna del Instituto al 3T16.

*Cifras en millones de pesos.

Distribución de Cartera por Entidad Federativa

Al analizar la distribución geográfica de la cartera, se puede observar que ésta mantiene una diversificación similar a la de periodos analizados anteriormente. De tal manera la Ciudad de México mantiene la mayor participación de cartera con 12.6% al 3T16 (vs. 12.3% al 3T15). Esto debido principalmente a la cantidad de trabajadores residiendo en esta zona geográfica. Posteriormente, los estados de Baja California, Coahuila, el Estado de México y Sonora destacan con participaciones de cartera de 7.5%, 7.0%, 6.9% y 6.6%, respectivamente (vs. 7.9%, 7.1%, 6.7% y 6.8% al 3T15). Finalmente, el 59.4% restante del saldo de cartera se encuentra distribuido en los 27 restantes entidades federativas (vs. 59.2% al 3T15). En opinión de HR Ratings, la cartera de crédito del INFONACOT presenta una adecuada distribución geográfica considerando el grado de pulverización de la misma en todas las entidades de la República Mexicana.

Gráfica 1. Distribución de la Cartera Total por Zona Geográfica



Fuente: HR Ratings con información interna del Instituto.
*Otros: Resto de estados de la República Mexicana

Dependencias Principales

En relación a las dependencias principales a través de las cuales el Instituto otorga crédito a los trabajadores, se puede observar que la cartera total se encuentra pulverizada en un gran número de centros de trabajo, por lo que la concentración por dependencia resulta baja. En este sentido, las diez dependencias principales representan 6.8% de la cartera total, además de que el saldo insoluto de los mismos solamente representa 0.1x el capital contable. De tal manera, la cartera de crédito del Instituto presenta una baja sensibilidad a alguna dependencia en específico, de forma que la calidad de la cartera no se vería comprometida en caso de una eventualidad con algún centro de trabajo. En opinión de HR Ratings, la baja concentración en dependencias principales representa una fortaleza para la cartera del Instituto, limitando su exposición a riesgo de crédito.

Tabla 5. Dependencias Principales

| Cliente | Saldo* | % de Cartera | x Capital | Sector |
|----------------|---------------|--------------|-------------|---------|
| Dependencia 1 | 206.4 | 1.2% | 0.0x | Público |
| Dependencia 2 | 203.3 | 1.2% | 0.0x | Público |
| Dependencia 3 | 155.1 | 0.9% | 0.0x | Privado |
| Dependencia 4 | 107.3 | 0.6% | 0.0x | Público |
| Dependencia 5 | 99.4 | 0.6% | 0.0x | Privado |
| Dependencia 6 | 86.0 | 0.5% | 0.0x | Privado |
| Dependencia 7 | 80.4 | 0.5% | 0.0x | Privado |
| Dependencia 8 | 70.1 | 0.4% | 0.0x | Privado |
| Dependencia 9 | 69.4 | 0.4% | 0.0x | Público |
| Dependencia 10 | 67.0 | 0.4% | 0.0x | Público |
| TOTAL | 1144.4 | 6.8% | 0.1x | |

Fuente: HR Ratings con información interna del Instituto al 3T16.

*Cifras en millones de pesos.

Herramientas de Fondeo

En relación a las herramientas de financiamiento del Instituto, cabe destacar que al 3T16 el INFONACOT obtiene financiamiento a través de líneas de financiamiento bancario contratadas con tres instituciones distintas, de las cuáles dos corresponden a instituciones de banca múltiple mientras que la tercera corresponde a una institución de banca de desarrollo. Adicionalmente, se cuentan con programas de emisiones de CEBURS Quirografarios y Fiduciarios por un monto aprobado de P\$10,000m y P\$6,000m, respectivamente. Finalmente, el Instituto cuenta con una línea de financiamientos estructurados con un agente privado, la cual no se ha utilizado al 3T16. En este sentido, se puede observar que los CEBURS Quirografarios constituyen la principal fuente de financiamiento, al representar 44.7% de los pasivos con costo al 3T16 (vs. 46.7% al 3T15); esto debido a las dos emisiones realizadas en 2016 por un monto acumulado de P\$2,400m. Sin embargo, cabe mencionar que el Instituto realizó disposiciones por P\$1,000 de la línea de crédito que mantiene con la banca de desarrollo, por lo que la proporción de los pasivos bancarios aumentó ligeramente. En total, el INFONACOT cuenta con un monto autorizado de P\$23,900 en fuentes de fondeo, de las cuales ha dispuesto P\$11,400m al 3T16, por lo que se cuenta con una disponibilidad del 52.3% (vs. P\$25,650m, P\$9,950m y 61.2% al 3T15). En general, HR Ratings considera que el Instituto cuenta con fuentes diversificadas y flexibles para obtener financiamiento.

Tabla 7. Herramientas de Fondeo

| Institución | Monto* | Saldo* | % Disponible | Tasa de Interés | Vencimiento |
|--|-----------------|-----------------|--------------|--------------------------|-------------|
| Líneas Bancarias | 5,900.0 | 2,300.0 | 61.0% | TIIE + 22.0 pbs** | 9/19/2018 |
| CEBURES Quirografarios | 10,000.0 | 5,100.0 | 49.0% | TIIE + 25.0 pbs** | 4/5/2019 |
| Financiamientos Estructurados Privados | 2,000.0 | 0.0 | 100.0% | N/A | N/A |
| Financiamientos Estructurados Públicos | 6,000.0 | 4,000.0 | 33.3% | TIIE + 38.0 pbs** | 8/27/2018 |
| TOTAL | 23,900.0 | 11,400.0 | 52.3% | TIIE + 28.9 pbs** | |
| vs. 3T15 | 25,650.0 | 9,950.0 | 61.2% | TIIE + 25.6 pbs** | |

Fuente: HR Ratings con información interna del Instituto al 3T16.

*Cifras en millones de pesos.

**Tasa promedio ponderada

En cuanto al costo de financiamiento, se puede observar un ligero crecimiento en el mismo al 3T16 en comparación al año anterior, con la tasa de interés promedio ponderada ubicándose en TIIE + 28.9 pbs (vs. TIIE + 25.6 pbs al 3T15). Esto debido a que las emisiones de CEBURS Quirografarios realizadas en 2016 fueron colocadas a una sobretasa mayor a la de previas emisiones, de manera que la tasa de interés promedio de las emisiones quirografarias incrementó a TIIE + 25.0 pbs (vs. TIIE + 16.0 pbs al 3T15). Asimismo, cabe destacar que el incremento observado en la TIIE durante los periodos analizados también repercutirá en mayores costos de fondeo. Sin embargo, se considera que los costos de financiamiento del instituto se mantienen en niveles adecuados, tomando en cuenta la flexibilidad de financiamiento con la que cuenta el Instituto.

Emisiones de Certificados Bursátiles

En línea con la descripción de las herramientas de fondeo, se puede observar la presencia de emisiones bursátiles como principal fuente de financiamiento para el Instituto. De tal manera, al 3T16 existen cuatro emisiones de CEBURS Quirografarios y una emisión de CEBURS Fiduciarios vigentes. Por parte de los CEBURS Quirografarios, se cuenta con las emisiones con clave de pizarra FNCOT 14 por P\$1,700m, FNCOT 15 por P\$1,000m, FNCOT 16 por P\$1,600m y FNCOT 16-2 por P\$800m, todas realizadas al amparo del Programa Dual 2014. Mientras tanto, los CEBURS Fiduciarios vigentes cuentan con la clave de pizarra IFCOTCB 13 y fueron emitidos por P\$4,000m. Cabe destacar que durante el último año, el Programa Dual 2010 alcanzó su vencimiento, y junto con él la emisión de CEBURS Quirografarios con clave de pizarra FNCOT 13 que se había realizado por P\$1,950m. Asimismo, cabe destacar que solamente una emisión vigente alcanzará su vencimiento el próximo año, otorgando flexibilidad financiera al Instituto. En total, el INFONACOT cuenta con un monto total de P\$9,100m en pasivos bursátiles en circulación, los cuales cuentan con una tasa de interés promedio ponderada de TIIE + 30 pbs (vs. P\$8,650m a una tasa promedio ponderada de TIIE + 26 pbs al 3T15). Cabe destacar que las emisiones realizadas en 2016 fueron colocadas a una sobretasa mayor a la observada en previas emisiones, lo cual explica el incremento en la tasa de interés promedio). HR Ratings considera que el programa de emisiones del Instituto se encuentra debidamente planeado y definido acorde a las necesidades de financiamiento y fondeo.

Tabla 7. Emisiones de Certificados Bursátiles

| Clave de Pizarra | Tipo de Valor | Monto de la Emisión* | Fecha de Emisión | Fecha de Vencimiento | Plazo Remanente de la Emisión | Tasa de Interés |
|------------------|-------------------------------------|----------------------|------------------|----------------------|-------------------------------|------------------------|
| IFCOTCB 13 | Certificados Bursátiles Fiduciarios | 4,000.0 | 10/3/2013 | 10/22/2018 | 752 días | TIIE 28 + 38 pbs |
| FNCOT 14 | Certificados Bursátiles | 1,700.0 | 10/11/2014 | 10/7/2017 | 372 días | TIIE 28 + 9 pbs |
| FNCOT 15 | Certificados Bursátiles | 1,000.0 | 10/10/2015 | 10/6/2018 | 736 días | TIIE 28 + 20 pbs |
| FNCOT 16 | Certificados Bursátiles | 1,600.0 | 4/8/2016 | 4/5/2019 | 917 días | TIIE 28 + 40 pbs |
| FNCOT 16-2 | Certificados Bursátiles | 800.0 | 6/23/2016 | 6/21/2018 | 629 días | TIIE 28 + 25 pbs |
| Total | | 5,100 | | | | TIIE + 30 pbs** |

Fuente: HR Ratings con información interna del Instituto
*Cifras en millones de pesos

Instrumentos Financieros Derivados

Por otra parte, considerando que el financiamiento obtenido a través de emisiones bursátiles es colocado a tasa variable, el Instituto lleva a cabo contrataciones de

instrumentos derivados de cobertura con el propósito de reducir la sensibilidad del costo de fondeo a fluctuaciones de la tasa TIIE. De tal manera, al 3T16 se cuenta con seis instrumentos SWAP contratados con cuatro instituciones financieras distintas, de los cuales la totalidad consiste en cobertura para la tasa de interés interbancaria de equilibrio. En línea con lo anterior, la posición de derivados del instituto asciende a P\$7,400m con una tasa activa promedio ponderada de TIIE + 2.7 bps y una tasa pasiva promedio de 5.0%. A consideración de HR Ratings, los instrumentos financieros derivados con fines de cobertura reducen el riesgo del INFONACOT ante una subida importante en las tasas de interés de referencia.

Tabla 8. Instrumentos Financieros Derivados

| Contraparte | Fecha de Inicio | Fecha de Vencimiento | Instrumento | Monto* | Tasa Activa | Tasa Pasiva |
|---------------|-----------------|----------------------|-------------|----------------|-------------------------|---------------|
| Institución 1 | 12/15/2014 | 11/24/2017 | SWAP | 1,300.0 | TIIE 28 | 4.7% |
| | 7/21/2016 | 6/21/2018 | SWAP | 800.0 | TIIE 28 | 5.1% |
| | 11/15/2016 | 9/19/2018 | SWAP | 1,000.0 | TIIE 28 | 5.6% |
| Institución 2 | 11/6/2014 | 9/7/2017 | SWAP | 1,700.0 | TIIE 28 | 4.3% |
| Institución 3 | 10/8/2015 | 9/6/2018 | SWAP | 1,000.0 | TIIE 28 + 20 bps | 5.1% |
| Institución 4 | 5/6/2016 | 4/5/2019 | SWAP | 1,600.0 | TIIE 28 | 4.9% |
| TOTAL | | | | 7,400.0 | TIIE + 2.7 bps** | 5.0%** |

Fuente: HR Ratings con información interna del Instituto al 3T16.

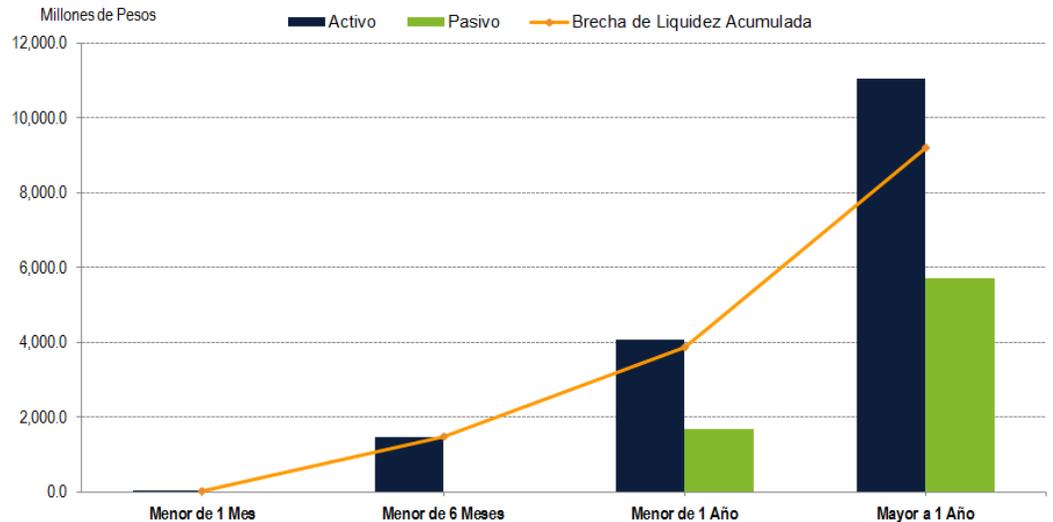
*Cifras en millones de pesos.

**Tasa promedio ponderada

Brechas de Liquidez

Al analizar el perfil de vencimientos de activos y pasivos del Instituto, se puede identificar una brecha de liquidez creciente en todos los periodos observados. Esto como resultado de que los altos niveles de capitalización han permitido al Instituto limitar su endeudamiento, financiando parte de su crecimiento a través de utilidades retenidas. Asimismo, cabe destacar que el INFONACOT cuenta con un perfil de pasivos de largo plazo, por lo que no se observan vencimientos de pasivos en el intervalo de tiempo de menos de 6 meses. Lo anterior fortalece la posición de liquidez en el corto plazo. Adicionalmente, cabe destacar que el volumen de cartera vigente supera de forma importante el saldo de los pasivos con costo, de manera que se observa una brecha acumulada de P\$9,205.5m al 3T15. En línea con lo anterior, el Instituto muestra una brecha ponderada de activos y pasivos de 160.4% y una brecha ponderada a capital de 16.8%. HR Ratings considera que el Instituto presenta una fuerte posición de liquidez, que le permitirá cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones.

Gráfica 2. Brechas de Liquidez



Fuente: HR Ratings con información interna del Instituto al 3T16.

Análisis de Riesgos Cuantitativos

El análisis de riesgos cuantitativos realizado por HR Ratings incluye el análisis de métricas financieras y efectivo disponible por el INFONACOT para determinar su capacidad de pago.

Para el análisis de la capacidad de pago del INFONACOT, HR Ratings realizó un análisis financiero bajo un escenario económico base y un escenario económico de alto estrés. Ambos escenarios determinan la capacidad de pago del Instituto y su capacidad para hacer frente a las obligaciones crediticias en tiempo y forma. Es importante comentar que, en el escenario de estrés, HR Ratings toma en consideración los principales riesgos operativos y de mercado del Instituto, llevando a que la solvencia se ubique niveles mínimos regulatorios, con el fin de analizar el máximo nivel de estrés que soporta la estructura financiera del Instituto. Los supuestos y resultados obtenidos en el escenario base y de estrés se muestran a continuación:

| INFONACOT | 2013 | | | 2014 | | | 2015 | | | Acumulado | | Escenario Base | | | Escenario Estrés | | |
|---------------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------------|-------|-------|------------------|--|--|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 9M16 | 9M16 | 2016P* | 2017P | 2018P | 2016P* | 2017P | 2018P | 2016P* | 2017P | 2018P | | | |
| Cartera de Crédito Vigente | 2,301.7 | 8,965.3 | 13,215.2 | 13,089.8 | 16,055.2 | 16,456.6 | 20,232.7 | 24,313.1 | 15,894.7 | 16,540.1 | 18,077.7 | | | | | | |
| Cartera de Crédito Vencida | 47.3 | 186.2 | 581.1 | 496.5 | 850.6 | 911.7 | 1,010.4 | 1,221.5 | 1,228.0 | 2,820.3 | 2,808.3 | | | | | | |
| Resultado Neto | 1,591.0 | 1,681.6 | 1,870.2 | 1,310.0 | 1,329.9 | 1,935.5 | 2,424.2 | 2,568.6 | 1,216.4 | -3,285.3 | -2,616.7 | | | | | | |
| Gastos de Administración | 1,114.9 | 1,370.7 | 1,974.1 | 1,478.2 | 1,534.6 | 2,112.5 | 2,277.2 | 2,715.8 | 2,142.0 | 2,842.1 | 3,488.7 | | | | | | |
| Índice de Morosidad | 2.0% | 2.0% | 4.2% | 3.7% | 5.0% | 5.2% | 4.8% | 4.8% | 7.2% | 14.6% | 13.4% | | | | | | |
| Índice de Morosidad Ajustado | 33.5% | 8.0% | 11.3% | 11.5% | 13.3% | 12.7% | 13.1% | 12.9% | 14.9% | 29.8% | 30.9% | | | | | | |
| MIN Ajustado | 18.2% | 13.8% | 16.1% | 14.7% | 14.5% | 14.6% | 14.7% | 14.1% | 10.6% | -12.2% | -4.7% | | | | | | |
| Índice de Cobertura | 4.2 | 4.1 | 2.0 | 2.2 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | | | | | | |
| Índice de Eficiencia | 31.0% | 33.0% | 38.0% | 38.2% | 36.1% | 36.3% | 33.0% | 33.8% | 37.1% | 46.4% | 56.9% | | | | | | |
| Índice de Eficiencia Operativa | 17.9% | 20.1% | 15.7% | 16.5% | 13.2% | 12.9% | 11.4% | 11.3% | 13.2% | 16.3% | 18.8% | | | | | | |
| ROA Promedio | 20.9% | 19.1% | 13.8% | 13.1% | 11.6% | 11.2% | 11.7% | 10.4% | 7.1% | -19.0% | -14.4% | | | | | | |
| ROE Promedio | 56.2% | 36.4% | 28.5% | 27.4% | 23.6% | 22.7% | 22.4% | 19.3% | 14.6% | -50.6% | -74.6% | | | | | | |
| Índice de Capitalización | 104.2% | 54.6% | 54.5% | 51.8% | 52.2% | 54.6% | 56.3% | 57.5% | 53.4% | 33.1% | 15.2% | | | | | | |
| Razón de Apalancamiento | 1.7 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.7 | 4.2 | | | | | | |
| Razón de Cartera Vigente / Deuda Neta | 1.5 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | 2.8 | 3.0 | 2.7 | 2.2 | 1.6 | | | | | | |
| Flujo libre de efectivo (FLE)** | 468.5 | 3,567.1 | 2,813.0 | 1,690.3 | 1,899.7 | 2,973.4 | 2,878.9 | 3,173.1 | 2,852.3 | -584.3 | -2,361.9 | | | | | | |

Fuente: Proyecciones de HR Ratings con información interna y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base y estrés.

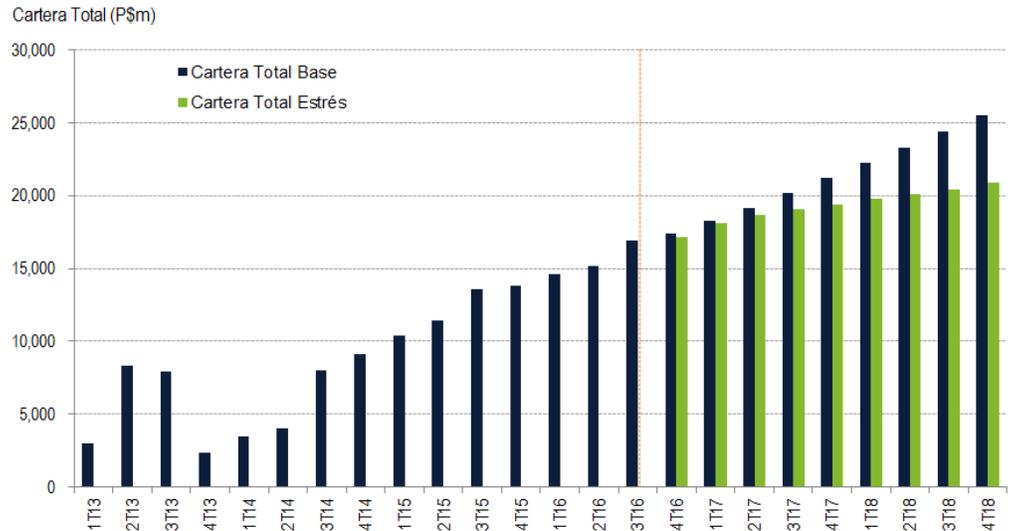
**FLE = Resultado Neto - estimaciones preventivas - depreciación + cambio en otras cuentas por cobrar + cambio en otras cuentas por pagar

Análisis Histórico y Proyectado por HR Ratings

El escenario base planteado por HR Ratings toma en consideración un entorno macroeconómico estable que impulsará el sano desempeño del Instituto, permitiéndole alcanzar los objetivos planteados en su plan de negocios. Bajo este escenario, se asume que las condiciones macroeconómicas se verán reflejadas en estabilidad en la tasa de desempleo y una menor rotación de personal, permitiéndole al Instituto la adecuada colocación y cobranza de cartera. Asimismo, se esperaría que la afiliación de centros de trabajo continuara creciendo al ritmo esperado por el Instituto. Lo anterior se vería reflejado en una generación constante de utilidades que le permitirán al INFONACOT mantener una posición financiera de fortaleza. Mientras tanto, el escenario de estrés planteado por HR Ratings considera un deterioro significativo en las condiciones macroeconómicas, lo cual se vería reflejado en una mayor tasa de desempleo y una mayor rotación de personal. Lo anterior afectaría el ritmo de crecimiento del Instituto, además de afectar la capacidad de recuperación de cartera del mismo, dado que una parte importante de los acreditados no conseguirían trabajos nuevos con facilidad. De tal manera, se esperaría un deterioro significativo en la calidad de la cartera, lo cual llevaría a pérdidas en los periodos proyectados. Por tanto, bajo un escenario económico adverso se esperaría un deterioro de las métricas financieras del Instituto, llevándolo cerca de los mínimos regulatorios en cuanto a niveles de solvencia. Sin embargo, se esperaría una ligera mejoría en 2018 conforme la situación macroeconómica se estabiliza.

Dicho lo anterior, la cartera de crédito total continuó mostrando con una tendencia creciente a pesar de mostrar un ritmo de crecimiento menos ambicioso en comparación al año anterior; en este sentido, la cartera muestra un incremento de 24.4% al 3T16 en comparación al mismo periodo de 2015 (vs. 69.4% del 3T14 al 3T15). Esto debido a la continua afiliación de nuevos centros de trabajo, lo cual ha sido propiciado por la obligatoriedad de afiliación al Instituto a todas las empresas formales establecida en la Ley Federal de Trabajo en 2012. Adicionalmente, el INFONACOT ha llevado a cabo actividades de promoción a nivel nacional dirigidas tanto a patrones como a empleados para promover la afiliación o los productos de crédito, respectivamente. De tal manera, durante el 2016 se registraron 16,592 nuevos centros de trabajo, lo cual impulsó la colocación de cartera. Finalmente, cabe destacar que la cartera total cuenta con un plazo promedio de 20.0 meses al 3T16 (vs. 19.8 meses al 3T15). Asimismo, la tasa de colocación promedio ponderada se ubica en 25.2%, en línea con los niveles observados al 3T15.

Gráfica 3. Cartera Total (Histórica, Base y Estrés)



Fuente: HR Ratings con información interna proporcionada por el Instituto y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base y estrés.

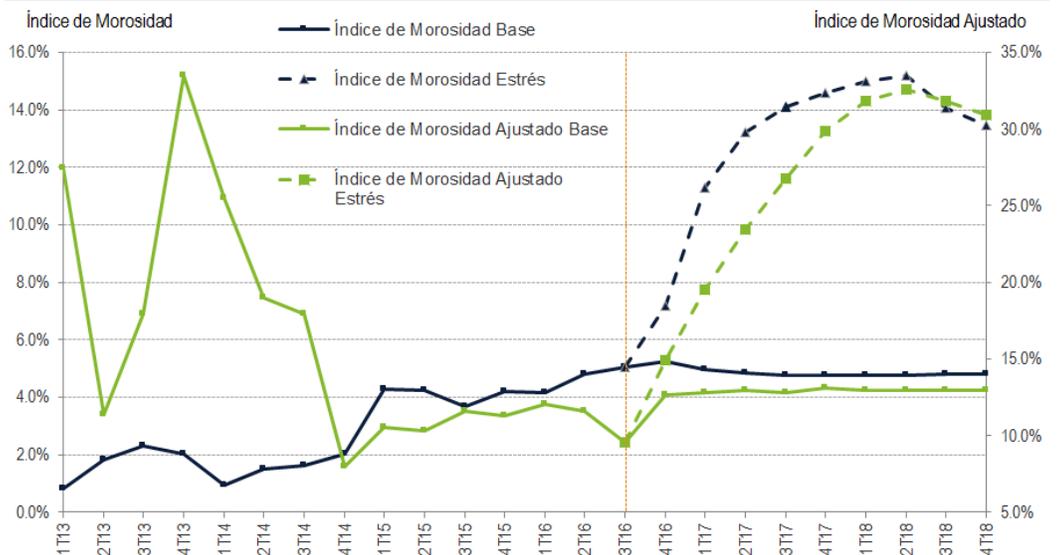
Bajo un escenario base, se esperaría que la cartera de crédito continúe mostrando crecimientos en línea con los proyectados por el Instituto en su plan de negocios; sin embargo, cabe destacar que el ritmo de crecimiento de la cartera total se esperaría que fuera menor al observado en periodos anteriores debido a que la base de centros de trabajo afiliados se encuentra en niveles elevados, por lo que el espacio para un crecimiento agresivo de la cartera se encuentra limitado. En este sentido, se esperaría un crecimiento orgánico de la cartera impulsado por los esfuerzos de promoción y la introducción de productos de crédito especializados a ciertos mercados. En línea con lo anterior, se esperaría que la cartera de crédito muestre crecimientos anuales de 25.9% al 4T16, 22.3% al 4T17 y 20.2% al 4T18, ascendiendo a montos de P\$17,368.3m, P\$21,243.1 y P\$25,534.6m, respectivamente.

Por otra parte, bajo un escenario de condiciones económicas adversas, se esperaría una menor afiliación de centros de trabajo y menor número de solicitudes de crédito por parte de los empleados derivado de la incertidumbre laboral a la cual se enfrentarían. De la misma manera, se esperaría una menor capacidad y voluntad de endeudamiento de los acreditados a los que se enfoca el Instituto, lo que impactaría de manera negativa tanto a la calidad de la cartera, como a los planes de expansión del Instituto. De tal manera, se esperaría un crecimiento promedio de la cartera total del 15.0%, con el monto de cartera total ascendiendo a P\$20,886.0m al 4T18.

En relación a la calidad de la cartera, se puede observar un ligero deterioro en el índice de morosidad al ubicarse en 5.0% al 3T16 con un saldo insoluto de P\$850.6m (vs. 3.7% y P\$496.5m al 3T15). Esto debido principalmente a un deterioro orgánico de la cartera en línea con los elevados niveles de crecimiento observados. Cabe destacar que el deterioro histórico observado en el índice de morosidad se debe en parte por la implementación de una circular de la CNBV que ocasionó un cambio contable en el Instituto en el cuál todos los créditos con más de 90 días de atraso son registrados como cartera vencida mientras que anteriormente algunos créditos con atrasos mayores a 90

días no se registraban considerando las condiciones del trabajador. Sin embargo, dicho cambio contable ya había sido implementado, por lo que el deterioro en la mora observado del 3T15 al 3T16 no se explica por dicho cambio. En este sentido, cabe destacar que, por ley, el Instituto no tiene la facultad de negarle créditos a los trabajadores de centros de trabajo afiliados, por lo que cierto deterioro de la cartera es de esperarse de acuerdo al modelo de negocio del mismo. Asimismo, el INFONACOT se ha visto en la necesidad de continuar con la aplicación de castigos, al ascender los castigos 12 meses a P\$1,603.8m al 3T16 (vs. P\$1,212.8m al 3T15). Lo anterior ocasionó que el índice de morosidad ajustado mostrara un incremento al ubicarse en 13.3% al 3T16 (vs. 11.5% al 3T15). Es importante comentar, que la política de castigos es consiste en castigar aquellos créditos que presenten más de 10 periodos de atraso, lo que se apega al modelo de negocio del Instituto. De la misma manera, el Instituto cuenta con una elevada capacidad de recuperación de cartera vencida, lo cual se ve reflejado en otros ingresos de la operación.

Gráfica 4. Índices de Morosidad (Histórico, Base y Estrés)



Fuente: HR Ratings con información interna proporcionada por el Instituto y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base y estrés.

En un escenario base planteado por HR Ratings, se esperaría que la calidad de la cartera se mantenga en niveles similares a los observados al 3T16, esto debido a que las facultades del Instituto de realizar los descuentos del crédito directamente de la nómina del empleado le permitirán mantener un adecuado nivel de cobranza. Adicionalmente, se esperarían condiciones laborales estables, traduciéndose en mayor estabilidad para los empleados de centros de trabajo afiliados, manteniendo la calidad de la cartera en línea con el modelo de negocio del Instituto. De tal manera, se esperaría que el índice de morosidad se mantenga en un nivel promedio de 5.1% en los periodos proyectados, cerrando el 4T18 en 5.0% (vs. 5.0% al 3T16). Sin embargo, debido a la política de castigar créditos con más de 10 periodos de atraso, se esperaría una constante aplicación de castigos que repercutirían en presiones para el índice de morosidad ajustado, el cual se esperaría que se ubique en un nivel promedio de 12.9% en los periodos proyectados (vs. 11.5% al 3T15), a pesar de que se esperaría que los

niveles de aplicación de castigo sean menos elevados que en periodos anteriores. Cabe destacar que, a pesar de que el índice de morosidad ajustado se ubicaría en niveles presionados, esto está considerado en el modelo de negocios del Instituto, por lo que no representaría un riesgo significativo para su desempeño financiero. Adicionalmente, es necesario mencionar que el Instituto tiene un alto nivel de recuperación de cartera vencida, mismo que es registrado en el rubro de otros ingresos. Esto debido a la capacidad que tiene el INFONACOT de identificar cuando un acreditado se incorpora a un nuevo centro de trabajo, por lo que puede resumir con la cobranza al acreditado a pesar de los periodos de atraso.

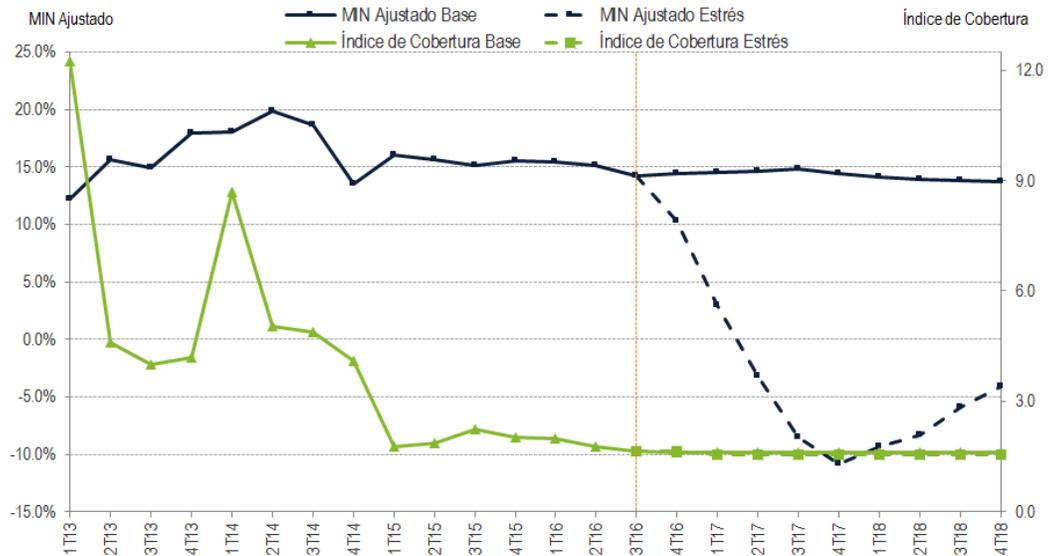
En cuanto a la calidad de la cartera bajo un escenario de alto estrés, se esperaría que un alto nivel de desempleo repercuta en la capacidad de pago de los acreditados, dado que los recursos a ser cobrados serían limitados para los mismos. De la misma manera, debido a un contexto económico deteriorado, en donde la liquidez en el mercado se observaría altamente presionada, los acreditados presentarían una baja voluntad y capacidad de pago. De tal manera, se esperaría un deterioro significativo en el índice de morosidad, el cual se esperaría que se ubique en niveles de 7.2% al 4T16, 14.6% al 4T17 y 13.4% al 3T18. Por otra parte, bajo el escenario de condiciones adversas planteado por HR Ratings se esperaría que el Instituto mantenga su política de aplicación de castigos, por lo que el índice de morosidad ajustado se vería altamente deteriorado, cerrando al 4T18 en niveles máximos de 30.9%. Con ello, el Instituto se vería en la necesidad de incrementar la necesidad de aplicación de castigos, e incrementar la generación de estimaciones a resultados, situación que presionaría de manera considerable la generación de ingresos operativos, repercutiendo directamente en la rentabilidad y solvencia del mismo.

Con respecto a la cobertura de activos improductivos, se puede observar que ésta ha mostrado una tendencia decreciente como resultado del apego del Instituto a la metodología de pérdidas esperadas establecida por la CNBV⁵, con la cual el cómputo de reservas resulta menor debido a la presencia del seguro de desempleo con el que cuentan los créditos. Sin embargo, cabe destacar que la ausencia de garantías adicionales en los créditos se ve reflejada en una continua generación de reservas. Con ello, al 3T16, el índice de cobertura se ubicó en 1.6x (vs. 2.2x al 3T15), siendo este el mínimo nivel observado desde el 3T11, manteniéndose en niveles de fortaleza, dada la capacidad que mantiene el Instituto, de cubrir la totalidad de sus activos improductivos. Adicionalmente, cabe destacar que el INFONACOT cuenta con una buena capacidad para generación de reservas, ascendiendo éstas a P\$1,402.6m al 3T16 (vs. P\$1,111.8m al 3T15), a través de su holgado margen financiero. En este sentido, en ambos escenarios planteados por HR Ratings se esperaría que el índice de cobertura se mantuviera en niveles similares a los observados al 3T16 debido a que el Instituto mantendrá sus políticas actuales de generación de reservas, de manera que bajo ambos escenarios se esperaría que el índice de cobertura se mantenga en niveles promedio de 1.6x a través de los periodos proyectados (vs. 1.6x al 3T16).

Es importante comentar, que con el fin de mantener los niveles de cobertura en 1.6x bajo un escenario de alto estrés económico, el Instituto se vería en la necesidad de generar estimaciones a resultados por P\$2,420.2m en 2016, P\$6,562.7m en el ejercicio de 2017 y P\$5,247.7m en 2018. Lo anterior repercutiría en márgenes negativos durante los ejercicios de 2017 y 2018, llevando a un deterioro considerable en la situación financiera del Instituto.

⁵ Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

Gráfica 5. MIN Ajustado (Prom. 12 meses) vs. Índice de Cobertura (Histórico, Base y Estrés)



Fuente: HR Ratings con información interna proporcionada por el Instituto y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base y estrés.

En relación al MIN Ajustado, cabe destacar que dicha métrica mostró una ligera disminución al 3T16, ubicándose en niveles de 14.5% (vs. 14.7% al 3T15). Esto debido principalmente a que el spread de tasas se presionó, cerrando en 22.1% al 3T16 (vs. 25.0% al 3T15), debido por una parte a que el Instituto llevó a cabo una reducción en su tasa activa de colocación con el propósito de ofrecer a los trabajadores financiamiento más atractivo acorde al carácter del Instituto como institución de fomento. Por otra parte, se observa un ligero incremento en el costo de fondeo debido al comportamiento de las tasas de referencia, y a las condiciones generales del mercado de renta fija actual. Adicionalmente, el Instituto ha llevado a cabo una constante generación de reservas por riesgo crediticio, impactando de manera negativa al MIN Ajustado. En opinión de HR Ratings, el MIN Ajustado se mantiene en niveles de fortaleza a pesar de la ligera disminución en la métrica, tomando en cuenta que los costos de fondeo se mantienen en niveles adecuados; sin embargo, el indicador deberá ser monitoreado en caso de que futuras presiones en el spread de tasas se llegaran a presentar.

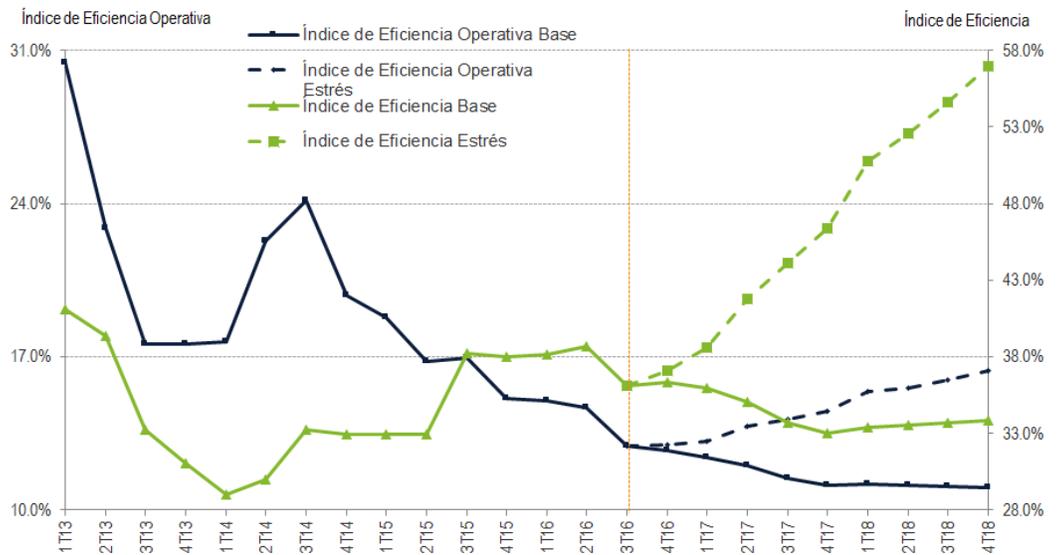
Al analizar el MIN Ajustado en un escenario favorable, se esperaría que éste se mantenga relativamente estable en el corto plazo para después mostrar una tendencia decreciente como resultado de presiones adicionales al spread de tasas. En este sentido, se esperaría que el Instituto mantenga su tasa activa de colocación en niveles similares a los observados al 3T16 debido a la estrategia de ofrecer crédito a tasas atractivas a los empleados. Asimismo, por parte de la tasa pasiva, se esperaría un incremento en la misma como resultado de las expectativas del comportamiento de las tasas de referencia de HR Ratings. Adicionalmente, cabe destacar que las nuevas emisiones de CEBURS Quirografarios fueron colocadas a una sobretasa mayor comparada con previas emisiones, lo cual contribuiría a mayores presiones dentro del spread de tasas. Por parte de la generación de estimaciones por riesgo crediticio, se esperaría que el Instituto mantenga los niveles de cobertura de los activos improductivos en línea con los observados al 3T16, lo cual repercutiría en una constante generación de

reservas que impactarían al MIN Ajustado de forma adversa. En línea con lo anterior, bajo un escenario base se esperaría que el MIN Ajustado se ubique en 14.6% al 4T16, subiendo ligeramente a 14.7% al 4T17 para ubicarse en 14.1% al 4T18 (vs. 14.7% al 3T15).

Por otra parte, bajo un escenario de condiciones económicas adversas se esperaría un deterioro más significativo en el MIN Ajustado como resultado de un crecimiento más pronunciado en la tasa pasiva debido a que las condiciones de mercado llevarán a que las condiciones de fondeo sean menos atractivas. Asimismo, bajo éste escenario se esperaría que el Instituto responda a las condiciones laborales adversas reduciendo ligeramente su tasa de colocación activa. Por último, el esfuerzo del Instituto de mantener sus niveles de cobertura se reflejaría en mayores generaciones de reservas, conllevando a márgenes financieros ajustados por riesgos crediticios negativos en los ejercicios de 2017 y 2018. Lo anterior repercutiría a que el MIN Ajustado se deteriore significativamente, llevando al indicador a ubicarse en 10.6% al 4T16, -12.2% al 4T17 y -4.7% al 4T18.

En cuanto a los gastos de administración, se puede apreciar un incremento natural en los mismos debido a las adecuaciones tecnológicas llevadas a cabo en los periodos analizados, al igual que al crecimiento de las operaciones, lo que ha llevado a mayores contrataciones de servicios externos. En este sentido, el Instituto registró gastos de administración 12 meses por P\$2,031.4m al 3T16, un incremento de 5.5% (vs. P\$1,924.9m del 4T14 al 3T15). Por otra parte, al analizar los ingresos totales de la operación, se puede observar una disminución en otros ingresos de la operación 12 meses, los cuales ascendieron a P\$1,686.8m al 3T16 (vs. P\$1,876.0m al 3T15). Esto debido a menores liberaciones de remanentes de los CEBURS Fiduciarios hacia el Instituto, tomando en cuenta que los ingresos por recuperación de cartera castigada se han mantenido estables. Sin embargo, la disminución en otros ingresos de la operación se ha visto compensada por márgenes financieros crecientes, lo que ha resultado en ingresos totales de la operación crecientes. De tal manera, el adecuado control de gastos benefició a los indicadores de eficiencia, con el índice de eficiencia ubicándose en 36.1% (vs. 38.2% al 3T15). Asimismo, el índice de eficiencia operativa mostró una mejoría significativa al ubicarse en 13.2% al 3T16 (vs. 16.5% al 3T15). Lo anterior debido a que las adecuaciones que han sido llevadas a cabo en la estructura operativa y en la infraestructura de sistemas se ha visto reflejada en una mejor capacidad de control de gastos, aunado al fuerte crecimiento del volumen de cartera, representando una fortaleza operativa y financiera para el Instituto.

Gráfica 6. Índice de Eficiencia vs. Índice de Eficiencia Operativa Prom. 12m (Histórico, Base y Estrés)



Fuente: HR Ratings con información interna proporcionada por el Instituto y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

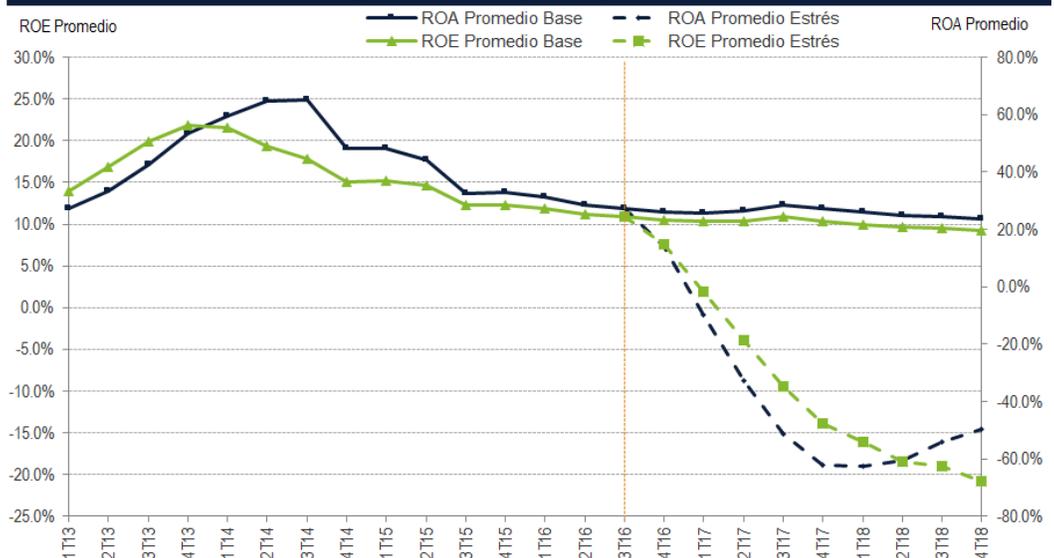
* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base y estrés.

Tomando en cuenta un escenario base, se esperaba que el Instituto mantenga un control adecuado en sus gastos debido a la reciente implementación de adecuaciones tecnológicas que le permitirán una administración de cartera más eficiente que pueda acomodar el crecimiento de los activos productivos. Asimismo, la simplificación de procesos derivada de la introducción de nuevas políticas dentro del tren de crédito ayudará a un mejoramiento en las eficiencias del Instituto. Asimismo, tomando en cuenta los planes de crecimiento del INFONACOT, se esperaba un crecimiento de mayor magnitud de los ingresos totales y de los activos productivos en relación a los gastos de administración. En línea con lo anterior, se esperaba que el índice de eficiencia muestre una mejoría, alcanzando niveles promedio de 34.4% en los periodos proyectados (vs. 36.1% al 3T15). Asimismo, el índice de eficiencia operativa debería mostrar un comportamiento similar, ubicándose en niveles promedio de 11.9% del 4T16 al 4T18 (vs. 13.2% al 4T15).

Por otra parte, bajo el escenario de estrés planteado por HR Ratings se esperaba que ambas métricas de eficiencia muestren un deterioro significativo debido a que el Instituto se vería en la necesidad de incrementar sus gastos de administración en mayor proporción debido a una adaptación más paulatina de las medidas de adecuación tecnológica y operativa. De la misma manera, se esperaba un mayor ejercicio del gasto operativo, debido al incremento en las actividades de recuperación por parte del Instituto, con el fin de contener los vencimientos esperados, e identificar a acreditados morosos. Adicionalmente, el menor crecimiento de los activos productivos y una menor generación de ingresos como resultado de un deterioro de la cartera impactarían negativamente a los indicadores de eficiencia. Siguiendo lo anterior, se esperaba que el índice de eficiencia presente un deterioro continuo, alcanzando niveles máximos de 56.9% al 4T18. Por último, se esperaba un comportamiento similar en el índice de eficiencia operativa, cerrando el 4T18 a un nivel máximo de 18.8%.

Analizando los indicadores de rentabilidad del Instituto, se puede observar que las utilidades netas 12 meses mostraron un crecimiento moderado de 3.4%, ascendiendo a P\$4,736.7m del 4T15 al 3T16 (vs. P\$4,581.8m del 4T14 al 3T15). Esto debido a un menor crecimiento en el margen financiero, y mayor generación de reservas. Adicionalmente, se puede observar una disminución en las tarifas y comisiones cobradas causado por menores cuotas cobradas a instituciones financieras por el uso de la infraestructura del INFONACOT como resultado de una mayor otorgación de crédito en efectivo. Adicionalmente, se puede observar que otros ingresos de la operación se vieron afectados por una menor liberación de remanentes de los CEBURS Fiduciarios en circulación hacia el Instituto. Aunado a lo anterior, los activos totales han presentado un incremento significativo, impulsados principalmente por el crecimiento de cartera, lo cual se ve reflejado en una disminución en el ROA Promedio. Asimismo, se puede apreciar que el capital contable del Instituto también ha presentado incrementos significativos debido a la constante retención de utilidades, impactando de manera similar al ROE Promedio. En línea con lo anterior, al 3T16 el ROA Promedio se ubicó en 11.6% mientras que el ROE Promedio se ubicó en 23.6% (vs. 13.7% y 28.6% al 3T15). A consideración de HR Ratings, los indicadores de rentabilidad del Instituto se mantienen en niveles de fortaleza; sin embargo, éstos se mantienen elevados, por lo que se esperaría un ajuste marginalmente a la baja conforme las operaciones del Instituto continúen creciendo.

Gráfica 7. ROA vs. ROE Promedio (Histórico, Base y Estrés)



Fuente: HR Ratings con información interna proporcionada por el Instituto y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base y estrés.

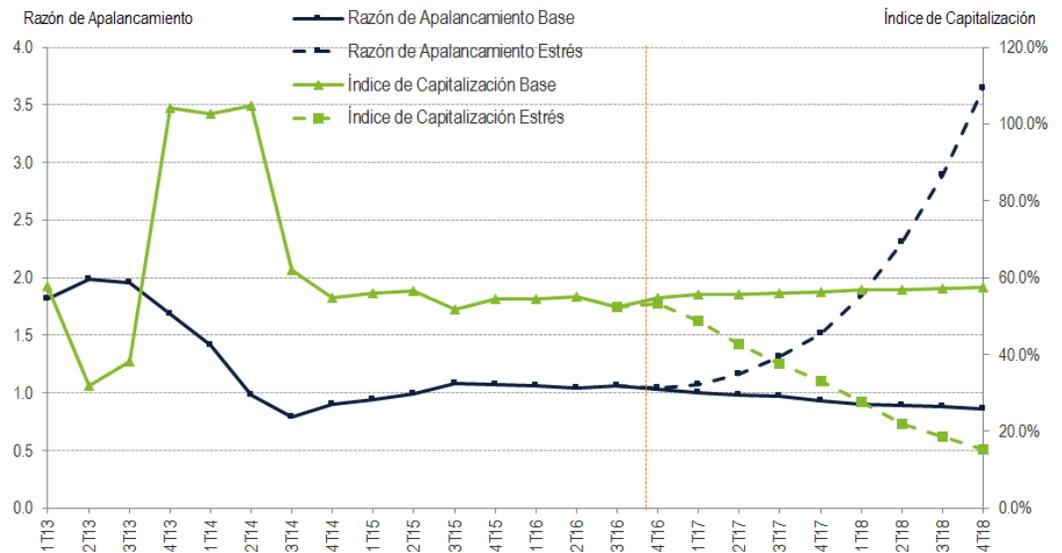
Bajo el escenario base planteado por HR Ratings, se esperaría que las métricas de rentabilidad continúen presentando una ligera tendencia decreciente como resultado de los niveles de crecimiento de los activos totales, al igual que del capital contable. En este sentido, el esperado incremento en la tasa pasiva llevaría a un menor spread de tasas, afectando el margen financiero; adicionalmente, se esperaría que las recuperaciones de cartera vencida presenten un crecimiento moderado como resultado del comportamiento adecuado de la cartera. Asimismo, se esperarían menores liberaciones de remanentes

por parte de los CEBURS Fiduciarios ya que éstos se acercan a su vencimiento, afectando los ingresos totales de la operación. Lo anterior repercutiría en un ritmo moderado de crecimiento de los resultados netos. Cabe destacar que se esperaría que el Instituto continúe llevando a cabo retención de utilidades, de manera que no existirían salidas de capital importantes. Asimismo, el crecimiento esperado en los activos totales causado por el crecimiento de cartera y la esperada retención de utilidades incrementarían el capital contable, afectando las métricas de rentabilidad. En línea con lo anterior, se esperaría que el ROA Promedio se ubique en niveles de 11.5% al 4T16, 11.9% al 4T17 y 10.6% al 4T18. Asimismo, se espera un comportamiento similar para el ROE Promedio, alcanzando niveles de 23.1% al 4T17 y 19.8% al 4T18. De tal manera, los indicadores de rentabilidad se mantendrían en rangos de fortaleza.

Por otra parte, al analizar la rentabilidad bajo un escenario económico adverso, se esperaría que un deterioro en la calidad de la cartera, una mayor generación de estimaciones y un incremento en el costo de la deuda repercuta en márgenes financieros presionados. Asimismo, se esperaría un menor nivel de recuperaciones debido a las condiciones laborales adversas, afectando los ingresos totales de la operación. Adicionalmente, se esperaría un ritmo más acelerado en los gastos de administración como resultado de mayores esfuerzos de cobranza y recuperación y de una implementación gradual de las adecuaciones tecnológicas. Lo anterior repercutiría en pérdidas netas para los ejercicios del 2017 y 2018, llevando a un deterioro significativo en los indicadores de solvencia. De tal manera, se esperaría que el ROA Promedio se ubique en niveles de 7.3% al 4T16, -18.9% al 4T17 y -14.6% al 4T18. Mientras tanto, se proyecta que el ROE Promedio se ubicaría en niveles de 15.0% al 4T16, -47.5% al 4T17 y -67.7% al 4T18. A consideración de HR Ratings, bajo el escenario de estrés planteado por HR Ratings el deterioro en la rentabilidad del Instituto repercutiría en una posición financiera deteriorada.

En cuanto a la solvencia del Instituto, se puede observar que, a pesar del crecimiento acelerado de la cartera de crédito, éste ha sido correspondido por un crecimiento importante en el capital contable como resultado de la constante retención de utilidades. Esto va de acuerdo con el modelo de negocio autosustentable del INFONACOT, el cuál le permite generar suficientes utilidades para mantener su capitalización en altos niveles de fortaleza. En este sentido, cabe destacar que el Instituto llevó a cabo una capitalización de utilidades retenidas por P\$3,163.2m, pasándolas al capital contribuido. En línea con lo anterior, se puede observar que el índice de capitalización cerró al 3T16 en 52.2% (vs. 51.8% al 3T15), representando una fuerte fortaleza para la solvencia del Instituto. Asimismo, se puede apreciar que tanto la razón de apalancamiento se mantuvo en niveles similares a los observados en periodos anteriores, con la razón de apalancamiento cerrando el 3T16 en 1.0x (vs. 1.1x al 3T15), mostrando un adecuado manejo de los pasivos con costo para financiar el crecimiento de sus operaciones. Adicionalmente, cabe destacar que la razón de apalancamiento se ha mantenido en niveles estables debido a que el crecimiento en el capital contable que se mencionó anteriormente ha permitido una disposición de pasivos sin comprometer la situación de solvencia del Instituto.

Gráfica 8. Índice de Capitalización vs. Razón de Apalancamiento Prom. 12m (Histórico, Base y Estrés)



Fuente: HR Ratings con información interna proporcionada por el Instituto y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

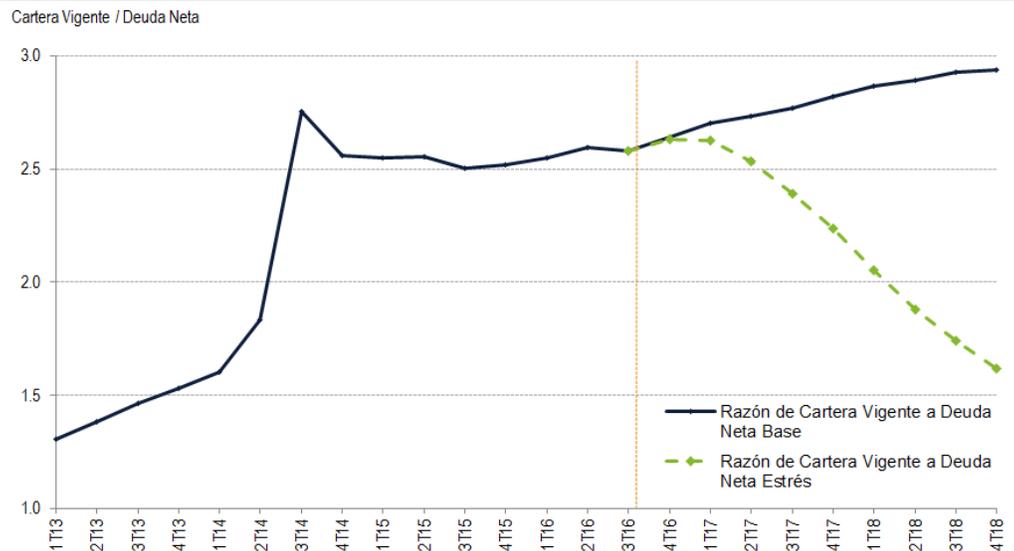
* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base y estrés.

Al analizar la posición de solvencia bajo un escenario base, se esperaría un comportamiento positivo de los indicadores similar al observado en periodos anteriores, tomando en cuenta la expectativa de que el Instituto continúe reteniendo las utilidades generadas, incrementando el capital contable de modo que éste haga frente al crecimiento esperado de la cartera de crédito. En línea con lo anterior, se esperaría que el índice de capitalización se mantenga en niveles de fortaleza al ubicarse en 54.6% al 4T16, 56.3% al 4T17 y 57.5% al 4T18. Asimismo, se esperaría que el Instituto continúe con una estrategia de financiamiento similar al actual, considerando que la variedad de herramientas de fondeo a su disposición le permitirán hacer uso adecuado de disposiciones bancarias, así como de emisiones bursátiles. De tal manera, se esperaría que la razón de apalancamiento se mantenga en un nivel promedio de 0.9x del 4T16 al 4T18 mientras que la razón de cartera vigente a deuda neta se mantendría en un nivel promedio de 2.8x en el mismo periodo. A consideración de HR Ratings, bajo un escenario base la posición de solvencia del Instituto se distingue como una fortaleza significativa en su situación financiera.

Por otra parte, bajo un escenario económico de condiciones adversas, se esperaría un debilitamiento significativo en la posición de solvencia del Instituto. Por una parte, las pérdidas observadas en los ejercicios de 2017 y 2018 repercutirían en una disminución significativa en el capital contable, de manera que el índice de capitalización se presionaría, cerrando el 4T17 en 33.1% y el 4T18 en 15.2%, alcanzando niveles cercanos a los mínimos establecidos para el sector. Por otra parte, aunado al deterioro en el capital contable, la necesidad de hacer frente a mayores gastos administrativos llevaría al Instituto a aumentar la proporción de disposiciones de pasivos con costo, de manera que la razón de apalancamiento se deterioraría a 1.5x al 4T17 y 3.6x al 4T18. De tal manera, bajo el escenario de estrés de HR Ratings, la posición de solvencia se vería fuertemente comprometida, representando esto un riesgo para la situación financiera del Instituto.

Por último, la razón de cartera a deuda neta se ha mantenido en niveles de fortaleza debido a que el Instituto mantiene niveles relativamente bajos de endeudamiento en relación a sus activos productivos. De tal manera, la métrica se ubicó en 2.6x al 3T16 (vs. 2.5x al 3T15). Esto representa una fortaleza para la situación financiera del Instituto, mostrando la capacidad de hacer frente a sus obligaciones a través de los flujos de cartera. Bajo un escenario base, se esperaría que el indicador se mantuviera en línea con los niveles observados al 3T16, manteniéndose en un nivel promedio de 2.6x a través de los periodos observados. Asimismo, bajo un escenario de condiciones económicas adversas se esperaría que la razón de cartera vigente a deuda neta se presionara como resultado de un deterioro en calidad de la cartera que afectaría en un menor monto de cartera vigente, además de que el deterioro en el capital contable del Instituto repercutiría en un mayor nivel de deuda. Sin embargo, el indicador se mantendría en niveles adecuados bajo un escenario adverso, dado que la deuda neta se encontraría adecuadamente cubierta.

Gráfica 9. Razón de Cartera Vigente a Deuda Neta (Histórica, Base y Estrés)



Fuente: HR Ratings con información interna proporcionada por el Instituto y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base.

Conclusión

De acuerdo al análisis de riesgos realizado, HR Ratings ratificó la calificación de LP de HR AAA con Perspectiva Estable y de corto plazo de HR+1 para el INFONACOT. Asimismo, HR Ratings ratificó la calificación de LP de HR AAA con Perspectiva Estable y de CP de HR+1 para el Programa Dual con Carácter Revolvente del INFONACOT, así como la calificación de HR AAA con Perspectiva Estable para las emisiones con clave de pizarra FNCOT 14, FNCOT 15, FNCOT 16 y FNCOT 16-2. Lo anterior tomando en cuenta la elevada probabilidad que el Instituto mantiene de recibir apoyo por parte del Gobierno Federal dada su relevancia estratégica. Asimismo, la adecuada administración de la cartera y el importante crecimiento en las operaciones del Instituto mantienen una generación positiva de resultados, lo que mantiene la posición de solvencia del Instituto en niveles de fortaleza. Finalmente, se espera que las operaciones del Instituto se mantengan con una tendencia creciente debido a la continua afiliación de nuevos centros de trabajo dada la obligatoriedad de afiliación de los mismos.

ANEXOS – Escenario Base

| Balance: INFONACOT (En millones de Pesos) | | Anual | | | | | | | |
|--|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--|
| Escenario Base | 2013 | 2014 | 2015 | 2016P* | 2017P | 2018P | 9M15 | 9M16 | |
| ACTIVO | 6,271.9 | 11,458.8 | 14,877.2 | 18,551.9 | 22,308.8 | 26,367.5 | 14,424.2 | 18,175.9 | |
| Disponibilidades | 58.8 | 26.0 | 10.7 | 51.4 | 60.8 | 70.4 | 104.7 | 39.0 | |
| Inversiones Temporales | 1,261.9 | 1,209.8 | 681.1 | 1,123.8 | 1,208.1 | 1,298.7 | 435.6 | 1,153.4 | |
| Total Cartera de Crédito Neto | 2,150.2 | 8,387.3 | 12,629.4 | 15,909.6 | 19,626.5 | 23,580.2 | 12,474.4 | 15,503.2 | |
| Cartera de Crédito Total | 2,349.0 | 9,151.5 | 13,796.3 | 17,368.3 | 21,243.1 | 25,534.6 | 13,586.3 | 16,905.8 | |
| Cartera de Crédito Vigente | 2,301.7 | 8,965.3 | 13,215.2 | 16,456.6 | 20,232.7 | 24,313.1 | 13,089.8 | 16,055.2 | |
| Cartera de Crédito Vencida | 47.3 | 186.2 | 581.1 | 911.7 | 1,010.4 | 1,221.5 | 496.5 | 850.6 | |
| Estim. Preventiva para Riesgos Crediticios | -198.8 | -764.2 | -1,166.9 | -1,458.8 | -1,616.7 | -1,954.4 | -1,111.8 | -1,402.6 | |
| Otros Activos | 2,801.0 | 1,835.7 | 1,556.1 | 1,467.2 | 1,413.4 | 1,418.2 | 1,409.4 | 1,480.3 | |
| Otras Cuentas por Cobrar ¹ | 1,611.5 | 297.5 | 475.8 | 808.8 | 889.7 | 978.7 | 432.8 | 777.3 | |
| Beneficios por recibir en Oper. De Bursatilización | 930.2 | 1,284.2 | 842.5 | 422.7 | 277.3 | 181.9 | 725.0 | 469.6 | |
| Inmuebles, Mobiliario y Equipo | 227.2 | 219.6 | 210.6 | 207.2 | 216.5 | 226.1 | 212.6 | 205.9 | |
| Otros Activos Misc. ² | 32.1 | 34.4 | 27.1 | 28.5 | 29.9 | 31.4 | 39.1 | 27.5 | |
| PASIVO | 2,716.0 | 6,216.0 | 7,629.1 | 9,246.3 | 10,578.8 | 12,069.0 | 7,735.3 | 9,475.8 | |
| Préstamos Bancarios y Pasivos Bursátiles | 1,953.1 | 4,961.8 | 5,956.5 | 7,257.3 | 8,363.7 | 9,599.9 | 5,960.2 | 7,415.5 | |
| Préstamos Bancarios | 0.0 | 1,302.8 | 1,302.8 | 3,023.7 | 3,441.5 | 4,348.6 | 1,302.6 | 2,304.1 | |
| Pasivos Bursátiles | 1,953.1 | 3,659.0 | 4,653.6 | 4,233.6 | 4,922.3 | 5,251.3 | 4,657.5 | 5,111.4 | |
| Operaciones con Valores y Derivadas³ | 25.6 | 20.3 | 23.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 22.4 | 0.0 | |
| Otras Cuentas por Pagar | 698.2 | 1,082.6 | 1,479.1 | 1,774.9 | 1,996.8 | 2,246.4 | 1,569.2 | 1,851.4 | |
| Acreed. Diversos y Otras ³ | 698.2 | 1,082.6 | 1,479.1 | 1,774.9 | 1,996.8 | 2,246.4 | 1,569.2 | 1,851.4 | |
| Creditos Diferidos y Cobros Anticipados** | 39.1 | 151.3 | 170.2 | 214.1 | 218.3 | 222.7 | 183.5 | 208.8 | |
| CAPITAL CONTABLE | 3,555.9 | 5,242.8 | 7,248.1 | 9,305.7 | 11,729.9 | 14,298.5 | 6,688.9 | 8,700.1 | |
| Capital Contribuido | 676.3 | 676.3 | 676.2 | 3,839.4 | 3,839.4 | 3,839.4 | 676.2 | 3,839.4 | |
| Capital Ganado | 2,879.6 | 4,566.5 | 6,571.9 | 5,466.3 | 7,890.5 | 10,459.1 | 6,012.7 | 4,860.6 | |
| Resultado de Ejercicios Anteriores | 1,183.7 | 2,774.7 | 4,594.5 | 3,301.4 | 5,236.9 | 7,661.2 | 4,594.5 | 3,301.4 | |
| Por Tenencia de Activos no Monetarios | 130.5 | 130.5 | 130.6 | 130.6 | 130.6 | 130.6 | 130.6 | 130.6 | |
| Por Valuacion de Activo Fijo | -25.6 | -20.3 | -23.3 | 98.7 | 98.7 | 98.7 | -22.4 | 98.7 | |
| Resultado Neto del Ejercicio | 1,591.0 | 1,681.6 | 1,870.2 | 1,935.5 | 2,424.2 | 2,568.6 | 1,310.0 | 1,329.9 | |
| Deuda Neta | 632.4 | 3,726.0 | 5,264.7 | 6,082.1 | 7,094.8 | 8,230.8 | 5,419.9 | 6,223.2 | |

Fuente: HR Ratings con información interna proporcionada por el Instituto y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base.

** Comisiones cobradas a devengar

¹- Otras cuentas por cobrar: saldo a favor de impuestos

²- Otros Activos: Sistemas informáticos y gastos de emisión de títulos

³- Acreedores Diversos: Obligaciones laborales, Provisiones para obligaciones diversas, Impuestos retenidos para ayuda social

| Edo. De Resultados: INFONACOT (En millones de Pesos) | Anual | | | | | | Acumulado | |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016P* | 2017P | 2018P | 9M15 | 9M16 |
| Escenario Base | | | | | | | | |
| Ingresos por Intereses | 2,209.3 | 2,184.3 | 3,639.5 | 4,499.6 | 5,558.3 | 6,619.9 | 2,634.3 | 3,260.0 |
| Gastos por Intereses y otros Financieros | 184.4 | 137.8 | 267.7 | 342.5 | 420.6 | 504.1 | 191.1 | 243.5 |
| Margen Financiero | 2,024.9 | 2,046.5 | 3,371.8 | 4,157.0 | 5,137.7 | 6,115.8 | 2,443.2 | 3,016.6 |
| Estimación Preventiva para Riesgos Crediticios | 888.1 | 1,107.4 | 1,346.4 | 1,768.9 | 2,196.6 | 2,731.2 | 1,016.5 | 1,372.4 |
| Margen Financiero Ajustado por Riesgos Crediticios | 1,136.8 | 939.1 | 2,025.4 | 2,388.1 | 2,941.0 | 3,384.6 | 1,426.7 | 1,644.1 |
| Comisiones y Tarifas Cobradas | 34.1 | 17.2 | 7.9 | 4.3 | 14.2 | 17.2 | 5.9 | 1.2 |
| Comisiones y Tarifas Pagadas | 5.6 | 8.5 | 11.2 | 14.0 | 21.3 | 25.9 | 8.3 | 9.3 |
| Otros Ingresos (Egresos) de la Operación ¹ | 1,540.6 | 2,104.5 | 1,822.2 | 1,671.2 | 1,775.1 | 1,916.3 | 1,363.9 | 1,228.5 |
| Ingresos (Egresos) Totales de la Operación | 2,705.9 | 3,052.3 | 3,844.3 | 4,049.7 | 4,709.0 | 5,292.3 | 2,788.2 | 2,864.5 |
| Gastos de Administración | 1,114.9 | 1,370.7 | 1,974.1 | 2,112.5 | 2,277.2 | 2,715.8 | 1,478.2 | 1,534.6 |
| Resultado Neto | 1,591.0 | 1,681.6 | 1,870.2 | 1,935.5 | 2,424.2 | 2,568.6 | 1,310.0 | 1,329.9 |

Fuente: HR Ratings con información interna proporcionada por el Instituto y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base.

¹Recuperación de cartera castigada y efectos de liberación de remanentes de fideicomisos

| Métricas Financieras | 2013 | 2014 | 2015 | 2016P* | 2017P | 2018P | 9M15 | 9M16 |
|--|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Índice de Morosidad | 2.0% | 2.0% | 4.2% | 5.2% | 4.8% | 4.8% | 3.7% | 5.0% |
| Índice de Morosidad Ajustado | 33.5% | 8.0% | 11.3% | 12.7% | 13.1% | 12.9% | 11.5% | 13.3% |
| MIN Ajustado | 18.2% | 13.8% | 16.1% | 14.6% | 14.7% | 14.1% | 14.7% | 14.5% |
| Índice de Cobertura | 4.2 | 4.1 | 2.0 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 2.2 | 1.6 |
| Índice de Eficiencia | 31.0% | 33.0% | 38.0% | 36.3% | 33.0% | 33.8% | 38.2% | 36.1% |
| Índice de Eficiencia Operativa | 17.9% | 20.1% | 15.7% | 12.9% | 11.4% | 11.3% | 16.5% | 13.2% |
| ROA Promedio | 20.9% | 19.1% | 13.8% | 11.2% | 11.7% | 10.4% | 13.1% | 11.6% |
| ROE Promedio | 56.2% | 36.4% | 28.5% | 22.7% | 22.4% | 19.3% | 27.4% | 23.6% |
| Índice de Capitalización | 104.2% | 54.6% | 54.5% | 54.6% | 56.3% | 57.5% | 51.8% | 52.2% |
| Razón de Apalancamiento | 1.7 | 0.9 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 1.0 |
| Razón de Cartera Vigente / Deuda Neta | 1.5 | 2.6 | 2.5 | 2.7 | 2.8 | 3.0 | 2.5 | 2.6 |
| Tasa Activa | 35.4% | 32.0% | 28.9% | 27.5% | 27.8% | 27.5% | 29.2% | 27.6% |
| Tasa Pasiva | 4.6% | 4.4% | 4.9% | 5.0% | 5.4% | 5.6% | 4.6% | 4.9% |
| Spread de Tasas | 30.7% | 27.6% | 24.1% | 22.5% | 22.4% | 21.9% | 24.6% | 22.7% |

Fuente: HR Ratings con información interna proporcionada por el Instituto y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base.

| Flujo de Efectivo: INFONACOT (En millones de Pesos) | | | | | | | Acumulado | |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Escenario Base | 2013 | 2014 | Anual 2015 | 2016P* | 2017P | 2017P | 9M15 | 9M16 |
| Resultado Neto | 1,591.0 | 1,681.6 | 1,870.2 | 1,935.5 | 2,424.2 | 2,568.6 | 1,310.0 | 1,329.9 |
| Partidas sin Impacto en el Efectivo | 988.7 | 1,107.4 | 1,346.4 | 1,768.9 | 2,196.6 | 2,731.2 | 1,016.5 | 1,372.4 |
| Provisión del Ejercicio | 100.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Estimaciones Preventivas | 888.1 | 1,107.4 | 1,346.4 | 1,768.9 | 2,196.6 | 2,731.2 | 1,016.5 | 1,372.4 |
| Estimación para Riesgos Crediticios | 888.1 | 1,107.4 | 1,346.4 | 1,768.9 | 2,196.6 | 2,731.2 | 1,016.5 | 1,372.4 |
| Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión | 18.5 | 17.5 | 17.5 | 59.3 | 7.6 | 7.9 | 33.6 | 57.5 |
| Depreciación y Amortización | 18.5 | 17.5 | 17.5 | 59.3 | 7.6 | 7.9 | 33.6 | 57.5 |
| Flujo Derivados del Resultados antes de Impuestos a la Utilidad | 2,598.2 | 2,806.5 | 3,234.1 | 3,763.7 | 4,628.4 | 5,307.7 | 2,360.1 | 2,759.9 |
| Flujos Generados o Utilizados en la Operación | -2,575.9 | -6,214.9 | -4,416.9 | -4,706.2 | -5,708.6 | -6,516.7 | -2,756.8 | -3,876.1 |
| Decremento (Incremento) en Inversiones en Valores | -346.9 | 52.1 | 528.7 | -344.0 | -84.3 | -90.6 | 774.2 | -373.5 |
| Decremento (Incremento) en Cartera de Crédito | -1,311.9 | -7,616.7 | -5,621.7 | -5,049.0 | -5,913.5 | -6,684.9 | -4,074.0 | -4,246.2 |
| Decremento (Incremento) en Otros Activos | -883.5 | 965.3 | 279.6 | 362.2 | 63.0 | 4.9 | 930.8 | 347.7 |
| Decremento (Incremento) en Otros Pasivos | -33.6 | 384.4 | 396.5 | 324.6 | 226.1 | 254.0 | -387.8 | 395.9 |
| Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación | 22.3 | -3,408.4 | -1,182.7 | -942.5 | -1,080.2 | -1,209.0 | -396.7 | -1,116.2 |
| Flujos Netos de Efectivo de Act. De Inversión | -9.2 | 361.6 | 363.0 | -317.6 | -16.9 | -17.6 | -523.0 | -314.5 |
| Adquisición de Mobiliario y Equipo | 3.4 | 7.6 | 9.0 | -3.1 | -16.9 | -17.6 | 0.0 | 0.0 |
| Otras Partidas ¹ | -12.6 | 354.0 | 354.0 | -314.5 | 0.0 | 0.0 | -523.0 | -314.5 |
| Efectivo Excedente (Requerido) para Aplicar en Act. de Financ. | 13.1 | -3,046.8 | -819.8 | -1,260.1 | -1,097.0 | -1,226.6 | -919.7 | -1,430.7 |
| Flujos Netos de Efectivo de Act. De Financiamiento | -0.4 | 3,014.0 | 1,129.8 | 1,300.8 | 1,106.4 | 1,236.1 | 998.4 | 1,459.1 |
| Financiamientos Bancarios | -0.4 | 1,308.1 | 135.2 | 2,409.1 | 1,983.0 | 3,461.0 | 998.4 | 1,459.1 |
| Financiamientos Bursátiles | 0.0 | 1,705.9 | 994.6 | 400.0 | 7,509.0 | 8,520.0 | 0.0 | 0.0 |
| Amortizaciones Bursátiles | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -1,277.9 | -6,820.3 | -8,191.0 | 0.0 | 0.0 |
| Incremento (Decremento) Neto de Efectivo | 12.7 | -32.8 | 310.0 | 40.7 | 9.4 | 9.6 | 78.7 | 28.4 |
| Efectivo y Equivalente de Efectivo al Principio del Periodo | 46.1 | 58.8 | 26.0 | 10.7 | 51.4 | 60.8 | 26.0 | 10.7 |
| Efectivo y Equivalente de Efectivo al Final del Periodo | 58.8 | 26.0 | 10.7 | 51.4 | 60.8 | 70.4 | 104.7 | 39.0 |
| Flujo Libre de Efectivo | 468.5 | 3,567.1 | 2,813.0 | 2,973.4 | 2,878.9 | 3,173.1 | 1,690.3 | 1,899.7 |

Fuente: HR Ratings con información interna proporcionada por el Instituto y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base.

**FLE = Resultado Neto - Estimación Preventiva para Riesgo Crediticio - Castigos + Depreciación y Amortización + Decremento (Incremento) en Otros Activos + Decremento (Incremento) en Otros Pasivos.

¹ Resultado por Valuación de Activo Fijo y beneficios por recibir en operaciones de bursatilización de cartera

| Flujo Libre de Efectivo (FLE) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016P* | 2017P | 2018P | 9M15 | 9M16 |
|--|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Resultado Neto | 1,591.0 | 1,681.6 | 1,870.2 | 1,935.5 | 2,424.2 | 2,568.6 | 1,310.0 | 1,329.9 |
| + Estimación Preventiva para Riesgo Crediticio | 888.1 | 1,107.4 | 1,346.4 | 1,768.9 | 2,196.6 | 2,731.2 | 1,016.5 | 1,372.4 |
| - Castigos | 1,112.0 | 589.1 | 1,097.2 | 1,477.1 | 2,038.7 | 2,393.4 | 1,212.8 | 1,603.8 |
| + Depreciación y Amortización | 18.5 | 17.5 | 17.5 | 59.3 | 7.6 | 7.9 | 33.6 | 57.5 |
| + Decremento (Incremento) en Otros Activos* | -883.5 | 965.3 | 279.6 | 362.2 | 63.0 | 4.9 | 930.8 | 347.7 |
| + Decremento (Incremento) en Otros Pasivos* | -33.6 | 384.4 | 396.5 | 324.6 | 226.1 | 254.0 | -387.8 | 395.9 |
| FLE | 468.5 | 3,567.1 | 2,813.0 | 2,973.4 | 2,878.9 | 3,173.1 | 1,690.3 | 1,899.7 |

*Promedio histórico derivado de los beneficios de las bursatilizaciones

ANEXOS – Escenario Estrés

| Balance: INFONACOT (En millones de Pesos) | Anual | | | | | | 9M15 | 9M16 |
|--|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016P* | 2017P | 2018P | | |
| Escenario Estrés | | | | | | | | |
| ACTIVO | 6,271.9 | 11,458.8 | 14,877.2 | 17,525.7 | 17,304.7 | 18,849.0 | 14,424.2 | 18,175.9 |
| Disponibilidades | 58.8 | 26.0 | 10.7 | 46.2 | 48.5 | 61.8 | 104.7 | 39.0 |
| Inversiones Temporales | 1,261.9 | 1,209.8 | 681.1 | 987.6 | 1,037.0 | 1,088.8 | 435.6 | 1,153.4 |
| Total Cartera de Crédito Neto | 2,150.2 | 8,387.3 | 12,629.4 | 15,097.7 | 14,988.9 | 16,533.2 | 12,474.4 | 15,503.2 |
| Cartera de Crédito Total | 2,349.0 | 9,151.5 | 13,796.3 | 17,122.7 | 19,360.4 | 20,886.0 | 13,586.3 | 16,905.8 |
| Cartera de Crédito Vigente | 2,301.7 | 8,965.3 | 13,215.2 | 15,894.7 | 16,540.1 | 18,077.7 | 13,089.8 | 16,055.2 |
| Cartera de Crédito Vencida | 47.3 | 186.2 | 581.1 | 1,228.0 | 2,820.3 | 2,808.3 | 496.5 | 850.6 |
| Estim. Preventiva para Riesgos Crediticios | -198.8 | -764.2 | -1,166.9 | -2,025.0 | -4,371.4 | -4,352.8 | -1,111.8 | -1,402.6 |
| Otros Activos | 2,801.0 | 1,835.7 | 1,556.1 | 1,394.2 | 1,230.3 | 1,165.3 | 1,409.4 | 1,480.3 |
| Otras Cuentas por Cobrar ¹ | 1,611.5 | 297.5 | 475.8 | 737.4 | 774.3 | 813.0 | 432.8 | 777.3 |
| Beneficios por recibir en Oper. De Bursatilización | 930.2 | 1,284.2 | 842.5 | 422.7 | 220.6 | 115.2 | 725.0 | 469.6 |
| Inmuebles, Mobiliario y Equipo | 227.2 | 219.6 | 210.6 | 206.2 | 206.6 | 207.4 | 212.6 | 205.9 |
| Otros Activos Misc. ² | 32.1 | 34.4 | 27.1 | 28.0 | 28.8 | 29.7 | 39.1 | 27.5 |
| PASIVO | 2,716.0 | 6,216.0 | 7,629.1 | 8,939.1 | 12,003.4 | 16,164.4 | 7,735.3 | 9,475.8 |
| Préstamos Bancarios y Pasivos Bursátiles | 1,953.1 | 4,961.8 | 5,956.5 | 6,990.3 | 9,872.2 | 13,833.1 | 5,960.2 | 7,415.5 |
| Préstamos Bancarios | 0.0 | 1,302.8 | 1,302.8 | 2,823.7 | 3,321.5 | 4,308.6 | 1,302.6 | 2,304.1 |
| Pasivos Bursátiles | 1,953.1 | 3,659.0 | 4,653.6 | 4,166.6 | 6,550.8 | 9,524.5 | 4,657.5 | 5,111.4 |
| Operaciones con Valores y Derivadas³ | 25.6 | 20.3 | 23.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 22.4 | 0.0 |
| Otras Cuentas por Pagar | 698.2 | 1,082.6 | 1,479.1 | 1,737.9 | 1,911.7 | 2,102.9 | 1,569.2 | 1,851.4 |
| Acreed. Diversos y Otras ³ | 698.2 | 1,082.6 | 1,479.1 | 1,737.9 | 1,911.7 | 2,102.9 | 1,569.2 | 1,851.4 |
| Creditos Diferidos y Cobros Anticipados** | 39.1 | 151.3 | 170.2 | 210.9 | 219.5 | 228.4 | 183.5 | 208.8 |
| CAPITAL CONTABLE | 3,555.9 | 5,242.8 | 7,248.1 | 8,586.6 | 5,301.3 | 2,684.6 | 6,688.9 | 8,700.1 |
| Capital Contribuido | 676.3 | 676.3 | 676.2 | 3,839.4 | 3,839.4 | 3,839.4 | 676.2 | 3,839.4 |
| Capital Ganado | 2,879.6 | 4,566.5 | 6,571.9 | 4,747.1 | 1,461.9 | -1,154.9 | 6,012.7 | 4,860.6 |
| Resultado de Ejercicios Anteriores | 1,183.7 | 2,774.7 | 4,594.5 | 3,301.4 | 4,517.8 | 1,232.5 | 4,594.5 | 3,301.4 |
| Por Tenencia de Activos no Monetarios | 130.5 | 130.5 | 130.6 | 130.6 | 130.6 | 130.6 | 130.6 | 130.6 |
| Por Valuacion de Activo Fijo | -25.6 | -20.3 | -23.3 | 98.7 | 98.7 | 98.7 | -22.4 | 98.7 |
| Resultado Neto del Ejercicio | 1,591.0 | 1,681.6 | 1,870.2 | 1,216.4 | -3,285.3 | -2,616.7 | 1,310.0 | 1,329.9 |
| Deuda Neta | 632.4 | 3,726.0 | 5,264.7 | 5,956.5 | 8,786.7 | 12,682.6 | 5,419.9 | 6,223.2 |

Fuente: HR Ratings con información interna proporcionada por el Instituto y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base.

** Comisiones cobradas a devengar

¹- Otras cuentas por cobrar: saldo a favor de impuestos

²- Otros Activos: Sistemas informáticos y gastos de emisión de títulos

³- Acreedores Diversos: Obligaciones laborales, Provisiones para obligaciones diversas, Impuestos retenidos para ayuda social

| Edo. De Resultados: INFONACOT (En millones de Pesos) | Anual | | | | | | Acumulado | |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016P* | 2017P | 2018P | 9M15 | 9M16 |
| Escenario Estrés | | | | | | | | |
| Ingresos por Intereses | 2,209.3 | 2,184.3 | 3,639.5 | 4,478.1 | 4,929.5 | 5,117.3 | 2,634.3 | 3,260.0 |
| Gastos por Intereses y otros Financieros | 184.4 | 137.8 | 267.7 | 349.2 | 495.5 | 748.6 | 191.1 | 243.5 |
| Margen Financiero | 2,024.9 | 2,046.5 | 3,371.8 | 4,128.9 | 4,434.0 | 4,368.7 | 2,443.2 | 3,016.6 |
| Estimación Preventiva para Riesgos Crediticios | 888.1 | 1,107.4 | 1,346.4 | 2,420.2 | 6,562.7 | 5,247.7 | 1,016.5 | 1,372.4 |
| Margen Financiero Ajustado por Riesgos Crediticios | 1,136.8 | 939.1 | 2,025.4 | 1,708.7 | -2,128.7 | -879.0 | 1,426.7 | 1,644.1 |
| Comisiones y Tarifas Cobradas | 34.1 | 17.2 | 7.9 | 2.7 | 6.0 | 6.2 | 5.9 | 1.2 |
| Comisiones y Tarifas Pagadas | 5.6 | 8.5 | 11.2 | 12.0 | 10.8 | 11.2 | 8.3 | 9.3 |
| Otros Ingresos (Egresos) de la Operación ¹ | 1,540.6 | 2,104.5 | 1,822.2 | 1,660.7 | 1,698.1 | 1,763.4 | 1,363.9 | 1,228.5 |
| Ingresos (Egresos) Totales de la Operación | 2,705.9 | 3,052.3 | 3,844.3 | 3,360.1 | -435.4 | 879.4 | 2,788.2 | 2,864.5 |
| Gastos de Administración | 1,114.9 | 1,370.7 | 1,974.1 | 2,142.0 | 2,842.1 | 3,488.7 | 1,478.2 | 1,534.6 |
| Resultado Neto | 1,591.0 | 1,681.6 | 1,870.2 | 1,216.4 | -3,285.3 | -2,616.7 | 1,310.0 | 1,329.9 |

Fuente: HR Ratings con información interna proporcionada por el Instituto y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base.

¹Recuperación de cartera castigada y efectos de liberación de remanentes de fideicomisos

| Métricas Financieras | 2013 | 2014 | 2015 | 2016P* | 2017P | 2018P | 9M15 | 9M16 |
|--|--------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| Índice de Morosidad | 2.0% | 2.0% | 4.2% | 7.2% | 14.6% | 13.4% | 3.7% | 5.0% |
| Índice de Morosidad Ajustado | 33.5% | 8.0% | 11.3% | 14.9% | 29.8% | 30.9% | 11.5% | 13.3% |
| MIN Ajustado | 18.2% | 13.8% | 16.1% | 10.6% | -12.2% | -4.7% | 14.7% | 14.5% |
| Índice de Cobertura | 4.2 | 4.1 | 2.0 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 2.2 | 1.6 |
| Índice de Eficiencia | 31.0% | 33.0% | 38.0% | 37.1% | 46.4% | 56.9% | 38.2% | 36.1% |
| Índice de Eficiencia Operativa | 17.9% | 20.1% | 15.7% | 13.2% | 16.3% | 18.8% | 16.5% | 13.2% |
| ROA Promedio | 20.9% | 19.1% | 13.8% | 7.1% | -19.0% | -14.4% | 13.1% | 11.6% |
| ROE Promedio | 56.2% | 36.4% | 28.5% | 14.6% | -50.6% | -74.6% | 27.4% | 23.6% |
| Índice de Capitalización | 104.2% | 54.6% | 54.5% | 53.4% | 33.1% | 15.2% | 51.8% | 52.2% |
| Razón de Apalancamiento | 1.7 | 0.9 | 1.1 | 1.0 | 1.7 | 4.2 | 1.1 | 1.0 |
| Razón de Cartera Vigente / Deuda Neta | 1.5 | 2.6 | 2.5 | 2.7 | 2.2 | 1.6 | 2.5 | 2.6 |
| Tasa Activa | 35.4% | 32.0% | 28.9% | 27.7% | 28.3% | 27.5% | 29.2% | 27.6% |
| Tasa Pasiva | 4.6% | 4.4% | 4.9% | 5.2% | 5.7% | 6.1% | 4.6% | 4.9% |
| Spread de Tasas | 30.7% | 27.6% | 24.1% | 22.5% | 22.6% | 21.5% | 24.6% | 22.7% |

Fuente: HR Ratings con información interna proporcionada por el Instituto y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base.

| Flujo de Efectivo: INFONACOT (En millones de Pesos) | Anual | | | | | | Acumulado | |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|----------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016P | 2017P | 2017P | 9M15 | 9M16 |
| Escenario Estrés | | | | | | | | |
| Resultado Neto | 1,591.0 | 1,681.6 | 1,870.2 | 1,216.4 | -3,285.3 | -2,616.7 | 1,310.0 | 1,329.9 |
| Partidas sin Impacto en el Efectivo | 988.7 | 1,107.4 | 1,346.4 | 2,420.2 | 6,562.7 | 5,247.7 | 1,016.5 | 1,372.4 |
| Provisión del Ejercicio | 100.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Estimación para Riesgos Crediticios | 888.1 | 1,107.4 | 1,346.4 | 2,420.2 | 6,562.7 | 5,247.7 | 1,016.5 | 1,372.4 |
| Partidas Relacionadas con Actividades de Inversión | 18.5 | 17.5 | 17.5 | 59.3 | 7.8 | 7.4 | 33.6 | 57.5 |
| Depreciación y Amortización | 18.5 | 17.5 | 17.5 | 59.3 | 7.8 | 7.4 | 33.6 | 57.5 |
| Flujo Derivados del Resultados antes de Impuestos a la Utilidad | 2,598.2 | 2,806.5 | 3,234.1 | 3,695.8 | 3,285.3 | 2,638.4 | 2,360.1 | 2,759.9 |
| Flujos Generados o Utilizados en la Operación | -2,575.9 | -6,214.9 | -4,416.9 | -4,377.6 | -6,156.6 | -6,577.8 | -2,756.8 | -3,876.1 |
| Decremento (Incremento) en Inversiones en Valores | -346.9 | 52.1 | 528.7 | -207.8 | -49.4 | -51.8 | 774.2 | -373.5 |
| Decremento (Incremento) en Cartera de Crédito | -1,311.9 | -7,616.7 | -5,621.7 | -4,888.4 | -6,453.9 | -6,791.9 | -4,074.0 | -4,246.2 |
| Decremento (Incremento) en Otros Activos | -883.5 | 965.3 | 279.6 | 434.1 | 164.3 | 65.9 | 930.8 | 347.7 |
| Decremento (Incremento) en Otros Pasivos | -33.6 | 384.4 | 396.5 | 284.5 | 182.4 | 200.1 | -387.8 | 395.9 |
| Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación | 22.3 | -3,408.4 | -1,182.7 | -681.8 | -2,871.3 | -3,939.4 | -396.7 | -1,116.2 |
| Flujos Netos de Efectivo de Act. De Inversión | -9.2 | 361.6 | 363.0 | -316.5 | -8.3 | -8.3 | -523.0 | -314.5 |
| Adquisición de Mobiliario y Equipo | 3.4 | 7.6 | 9.0 | -2.1 | -8.3 | -8.3 | 0.0 | 0.0 |
| Otras Partidas ¹ | -12.6 | 354.0 | 354.0 | -314.5 | 0.0 | 0.0 | -523.0 | -314.5 |
| Efectivo Excedente (Requerido) para Aplicar en Act. de Financ. | 13.1 | -3,046.8 | -819.8 | -998.3 | -2,879.6 | -3,947.7 | -919.7 | -1,430.7 |
| Flujos Netos de Efectivo de Act. De Financiamiento | -0.4 | 3,014.0 | 1,129.8 | 1,033.8 | 2,881.9 | 3,960.9 | 998.4 | 1,459.1 |
| Financiamientos Bancarios | -0.4 | 1,308.1 | 135.2 | 2,209.1 | 1,983.0 | 3,461.0 | 998.4 | 1,459.1 |
| Financiamientos Bursátiles | 0.0 | 1,705.9 | 994.6 | 333.0 | 9,942.0 | 15,095.0 | 0.0 | 0.0 |
| Amortizaciones Bursátiles | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -1,277.9 | -7,557.8 | -12,121.3 | 0.0 | 0.0 |
| Incremento (Decremento) Neto de Efectivo | 12.7 | -32.8 | 310.0 | 35.5 | 2.4 | 13.2 | 78.7 | 28.4 |
| Efectivo y Equivalente de Efectivo al Principio del Periodo | 46.1 | 58.8 | 26.0 | 10.7 | 46.2 | 48.5 | 26.0 | 10.7 |
| Efectivo y Equivalente de Efectivo al Final del Periodo | 58.8 | 26.0 | 10.7 | 46.2 | 48.5 | 61.8 | 104.7 | 39.0 |
| Flujo Libre de Efectivo | 468.5 | 3,567.1 | 2,813.0 | 2,852.3 | -584.3 | -2,361.9 | 1,690.3 | 1,899.7 |

Fuente: HR Ratings con información interna proporcionada por el Instituto y dictaminada por Prieto, Ruiz de Velasco y Cia., S.C.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T16 bajo un escenario base.

**FLE = Resultado Neto - Estimación Preventiva para Riesgo Crediticio - Castigos + Depreciación y Amortización + Decremento (Incremento) en Otros Activos + Decremento (Incremento) en Otros Pasivos.

¹ Resultado por Valuación de Activo Fijo y beneficios por recibir en operaciones de bursatilización de cartera

| Flujo Libre de Efectivo (FLE) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016P | 2017P | 2018P | 9M15 | 9M16 |
|--|---------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|
| Resultado Neto | 1,591.0 | 1,681.6 | 1,870.2 | 1,216.4 | -3,285.3 | -2,616.7 | 1,310.0 | 1,329.9 |
| + Estimación Preventiva para Riesgo Crediticio | 888.1 | 1,107.4 | 1,346.4 | 2,420.2 | 6,562.7 | 5,247.7 | 1,016.5 | 1,372.4 |
| - Castigos | 1,112.0 | 589.1 | 1,097.2 | 1,562.1 | 4,216.3 | 5,266.3 | 1,212.8 | 1,603.8 |
| + Depreciación y Amortización | 18.5 | 17.5 | 17.5 | 59.3 | 7.8 | 7.4 | 33.6 | 57.5 |
| + Decremento (Incremento) en Otros Activos* | -883.5 | 965.3 | 279.6 | 434.1 | 164.3 | 65.9 | 930.8 | 347.7 |
| + Decremento (Incremento) en Otros Pasivos* | -33.6 | 384.4 | 396.5 | 284.5 | 182.4 | 200.1 | -387.8 | 395.9 |
| FLE | 468.5 | 3,567.1 | 2,813.0 | 2,852.3 | -584.3 | -2,361.9 | 1,690.3 | 1,899.7 |

*Promedio histórico derivado de los beneficios de las bursatilizaciones

Glosario IFNB's

Cartera Total. Cartera de Crédito Vigente + Cartera de Crédito Vencida.

Deuda Neta. Disponibilidades + Inversiones Temporales – Pasivos con Costo.

Pasivos con Costo. Préstamos Bancarios + Pasivos Bursátiles.

Activos Sujetos a Riesgo/ Activos Productivos. Cartera de Crédito Total + Inversiones Temporales.

Índice de Morosidad. Cartera Vencida / Cartera Total.

Índice de Morosidad Ajustado. (Cartera Vencida + Castigos 12m) / (Cartera Total + Castigos 12m).

Índice de Cobertura. Estimaciones Preventivas para Riesgo Crediticos / Cartera Vencida.

MIN Ajustado. (Margen Financiero Ajustado por Riesgos Crediticios 12m / Activos Productivos Prom. 12m).

Índice de Eficiencia Operativa. Gastos de Administración 12m / Activos Totales Prom. 12m.

Índice de Eficiencia. Gastos de Administración 12m / Ingresos Totales de la Operación 12m.

ROA Promedio. Utilidad Neta 12m / Activos Totales Prom. 12m.

ROE Promedio. Utilidad Neta 12m / Capital Contable Prom. 12m.

Índice de Capitalización. Capital Contable / Activos sujetos a Riesgo Totales.

Razón de Apalancamiento. Pasivo Total Prom. 12m / Capital Contable Prom. 12m.

Cartera Vigente a Deuda Neta. Cartera Vigente / (Pasivos con Costo – Inversiones en Valores – Disponibilidades).

Pasivos con Costo. Préstamos Bancarios + Préstamos Bursátiles.

Tasa Activa. Ingresos por Intereses 12m / Activos Productivos Totales Prom. 12m.

Tasa Pasiva. Gastos por Intereses 12m / Pasivos Con Costo Prom. 12m.

Spread de Tasas. Tasa Activa – Tasa Pasiva.

Brecha Ponderada A/P. Suma ponderada del diferencial entre activos y pasivos para cada periodo / Suma ponderada del monto de pasivos para cada periodo.

Brecha Ponderada a Capital. Suma ponderada del diferencial entre activos y pasivos para cada periodo / Capital contable al cierre del periodo evaluado.

Flujo Libre de Efectivo. Resultado Neto + Estimaciones Preventivas para Riesgo Crediticio - Castigos + Depreciación y Amortización + Cambio en Otras Cuentas por Cobrar + Cambio en Otras Cuentas por Pagar.

HR Ratings Alta Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Dirección General de Operaciones

Álvaro Rangel +52 55 8647 3835
alvaro.rangel@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139
ricardo.gallegos@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Roberto Ballinez +52 55 1500 3143
roberto.ballinez@hrratings.com

Deuda Corporativa / ABS

Luis Quintero +52 55 1500 3146
luis.quintero@hrratings.com

Metodologías

Karla Rivas +52 55 1500 0762
karla.rivas@hrratings.com

José Luis Cano +52 55 1500 0763
jose Luis.cano@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgo

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309
rogelio.arguelles@hrratings.com

Dirección General de Cumplimiento

Claudia Ramírez +52 55 1500 0761
claudia.ramirez@hrratings.com

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134
francisco.valle@hrratings.com



México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadoradora:

Criterios Generales Metodológicos (México), Marzo 2016

Metodología de Calificación para Instituciones Financieras No Bancarias (México), Mayo 2009

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/es/metodologia.aspx

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.

| | |
|--|--|
| Calificación anterior Contraparte | HR AAA / Perspectiva Estable / HR+1 |
| Calificación anterior Programa Dual 2014 | HR AAA / Perspectiva Estable / HR+1 |
| Calificación anterior FNCOT 14 | HR AAA / Perspectiva Estable |
| Calificación anterior FNCOT 15 | HR AAA / Perspectiva Estable |
| Calificación anterior FNCOT 16 | HR AAA / Perspectiva Estable |
| Calificación anterior FNCOT 16-2 | HR AAA / Perspectiva Estable |
| Fecha de última acción de calificación: | |
| Calificación anterior Contraparte | 23 de noviembre de 2015 |
| Calificación anterior Programa Dual 2014 | 18 de julio de 2016 |
| Calificación anterior FNCOT 14 | 18 de julio de 2016 |
| Calificación anterior FNCOT 15 | 18 de julio de 2016 |
| Calificación anterior FNCOT 16 | 11 de marzo de 2016 |
| Calificación anterior FNCOT 16-2 | 20 de mayo de 2016 |
| Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación. | 1T11 – 3T16 |
| Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas | Información financiera trimestral interna y anual dictaminada por Prieto, Ruíz de Velasco y Cía, C.V. proporcionados por el Instituto. |
| Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso). | N/A |
| HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso) | N/A |

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadoradora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadoradora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, a la alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores



Credit
Rating
Agency

INFONACOT

Instituto del Fondo Nacional
para el Consumo de los Trabajadores

HR AAA
HR+1

Instituciones Financieras
22 de noviembre de 2016

generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).