

Contactos

Helene Campech
Analista
E-mail: helene.campech@hrratings.com

Pedro Latapí, CFA
Director de Instituciones Financieras / ABS
E-mail: pedro.latapi@hrratings.com

Felix Boni
Director de Análisis
E-mail: felix.boni@hrratings.com

Calificaciones

FIFOMI LP	HR A+
FIFOMI CP	HR1
FIFOMI 12	HR A+
Perspectiva	Estable

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings para FIFOMI y para la emisión con clave de pizarra FIFOMI 12 es "HR A+". El emisor o emisión con esta calificación ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantiene bajo riesgo crediticio ante escenarios económicos adversos. El signo "+" representa una posición de fortaleza relativa en la escala de calificación.

La calificación de corto plazo que determina HR Ratings para FIFOMI es "HR1". El emisor o emisión con esta calificación ofrece alta capacidad para el pago oportuno de obligaciones de deuda de corto plazo y mantiene el más bajo riesgo crediticio.

HR Ratings ratificó la calificación crediticia de largo plazo de "HR A+" y de corto plazo de "HR1" para el Fideicomiso de Fomento Minero (FIFOMI y/o la Empresa). Asimismo, HR Ratings ratificó la calificación de largo plazo de "HR A+" para la Emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios con clave de pizarra FIFOMI 12. El análisis realizado por HR Ratings incluye la evaluación de factores cualitativos y cuantitativos, así como la proyección de estados financieros bajo un escenario base y uno de estrés. La perspectiva de la calificación es Estable.

Los supuestos y resultados obtenidos en el escenario base y de estrés son:

Supuestos y Resultados: FIFOMI				Escenario Base			Escenario de Estrés		
	2010	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	2013P*	2014P	2015P
Cartera de Crédito Vigente	2,292.0	2,557.8	3,169.8	3,282.2	3,553.7	3,960.8	3,123.9	3,235.2	3,649.3
Cartera de Crédito Vencida	127.5	117.4	197.2	176.4	213.6	263.9	330.1	495.0	496.3
Margen Financiero Ajustado por Riesgo Crediticios	52.4	207.9	216.0	182.5	180.2	177.9	1.2	-6.9	155.9
Ventas Netas por Operaciones Comerciales	801.4	726.0	737.5	718.9	749.7	779.7	559.8	558.1	628.7
Gastos de Administración	-514.8	-527.4	-541.3	-558.0	-569.6	-582.3	-564.0	-575.2	-587.4
Resultado Neto Consolidado	207.1	319.2	216.3	164.7	184.0	194.8	-155.9	-201.3	9.1
Interes Mayoritario	74.7	203.5	141.1	88.6	106.8	114.6	-166.0	-187.0	0.9
MIN Ajustado	1.6%	5.8%	5.5%	4.4%	4.3%	3.9%	0.0%	-0.2%	3.6%
Margen Bruto Operación Comercial	47.3%	43.3%	43.1%	41.3%	41.6%	41.6%	35.9%	34.9%	37.4%
ROA Promedio	3.4%	5.0%	3.1%	2.3%	2.5%	2.5%	-2.2%	-2.8%	0.1%
ROE Promedio	3.8%	5.6%	3.6%	2.7%	2.9%	3.0%	-2.6%	-3.4%	0.2%
Índice de Eficiencia	52.0%	56.5%	57.5%	59.5%	57.3%	55.9%	74.6%	74.1%	68.2%
Índice de Eficiencia Operativa	15.5%	14.8%	13.8%	13.5%	13.5%	12.9%	13.8%	14.1%	13.7%
Índice de Morosidad	5.3%	4.4%	5.9%	5.1%	5.7%	6.2%	9.6%	13.3%	12.0%
Razón de Cobertura	1.6	1.4	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Índice de Capitalización Ajustado	145.3%	134.9%	118.8%	120.8%	114.6%	107.4%	122.0%	113.2%	105.3%
Razón de Apalancamiento	0.10	0.13	0.17	0.19	0.18	0.21	0.2	0.2	0.3
Cartera Vigente / Deuda neta	-3.2	-3.9	33.2	22.2	10.1	5.7	10.9	4.6	3.0

Fuente: HR Ratings con información trimestral interna e información anual dictaminada.
* Proyecciones realizadas desde el 3T13.

Los factores que influyeron en la calificación fueron:

- **Organismo paraestatal que opera a través de la Secretaría de Economía, alineando su planeación estratégica a la del Gobierno Federal.**
- **Elevada dependencia de compañías asociadas:** El resultado de ESSA representó el 60.6% de la utilidad consolidada de FIFOMI durante los últimos doce meses. Además, la operación de FIFOMI se ve fortalecida por los dividendos cobrados a BBC, equivalentes a P\$54.4m durante 2012 (vs. P\$67.8m durante 2011).
- **Fuerte deterioro en la calidad de la cartera debido a la caída de un cliente en cartera vencida:** El índice de morosidad mostró un incremento en los últimos doce meses para cerrar en 7.1% al 2T13 (vs. 5.2% al 2T12). Esto se debe al incumplimiento de un cliente que operaba en el sector hipotecario. Por otra parte, la calidad de la cartera se podría ver afectada con la nueva estrategia de colocación, la cual se enfoca principalmente en otorgar créditos directos a empresas relacionadas a la industria minera.
- **Deterioro en la rentabilidad de la Empresa:** La presión en el *spread* de tasas y el incremento en la generación de reservas dado el aumento en cartera vencida, así como la disminución en el margen bruto por operaciones comerciales, llevó a que el ROA Promedio y ROE Promedio se deterioraran, cerrando en 0.7% y 0.9%, respectivamente (vs. 6.1% y 7.0% al 2T12).
- **Niveles de solvencia de la Empresa se han mantenido en niveles de fortaleza:** A pesar de la caída en rentabilidad y el incremento en activos sujetos a riesgos el índice de capitalización ajustado y la razón de apalancamiento se mantienen en niveles de fortaleza, cerrando al 2T13 en 122.4% y 0.2x, respectivamente (124.3% y 0.1x al 2T12).
- **Precio de venta pactado previamente:** El precio de venta de la sal que se vende a Japón, equivalente a alrededor del 50.0% de las ventas, es pactado cada dos años, lo que mitiga el riesgo por la volatilidad de los *commodities*. Asimismo, para minimizar el riesgo por las fluctuaciones cambiarias, ESSA cuenta con contratos de cobertura con Banamex y Union Bank en los que se pacta la venta de dólares con un tipo de cambio previamente establecido.
- **Concentración de los clientes principales continúa en niveles elevados:** Al 2T13 los diez principales intermediarios financieros representan el 65.0% de la cartera de crédito y 0.5x a capital (vs. 58.0% y 0.4x al 2T12). Por otra parte, Japón concentra el 55.7% de las ventas totales de sal al 2T13 (vs. 42.5% al 2T12).
- **Situación de liquidez adecuada debido al bajo endeudamiento para el fondeo de cartera:** Esto lleva a que la brecha pondera a capital se ubique en 15.7% al 2T13. Asimismo, la deuda neta de FIFOMI se ubica en -P\$0.6m (vs. -P\$511.7m al 2T12), colocando la razón de cartera vigente a deuda neta en -5,117.7x al 2T13 (vs. -5.3x al 2T12) y la razón de cartera vigente a deuda neta sin consolidar en 6.6x al 2T13 (vs. -28.9x al 2T12).

La calificación crediticia de corto plazo de "HR1" se sustenta en los sólidos niveles de solvencia y liquidez que presenta FIFOMI, el cual muestra al 2T13 una razón de cartera vigente a deuda neta sin consolidar en 6.6x y una brecha ponderada a capital de 15.7%. Asimismo, la Empresa cuenta una razón de capitalización ajustada en 122.4%. Lo anterior refleja la capacidad para hacer frente a situaciones de adversidad que pudieran presentarse en el corto plazo.

Introducción

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 Fideicomiso de Fomento Minero (FIFOMI y/o la Empresa). Para mayor información sobre las calificaciones asignadas por HR Ratings a FIFOMI, se puede revisar el reporte de calificación inicial publicado por HR Ratings el 22 de junio de 2010 y los reportes de revisión anual publicados el 18 de julio de 2011 y el 20 de septiembre de 2012. Los reportes pueden ser consultados en la página web: www.hrratings.com.

Perfil de la Empresa

El Fideicomiso de Fomento Minero (FIFOMI), es un Fideicomiso Público del Gobierno Federal que se encuentra sectorizado a la Secretaría de Economía (SE). De esta manera, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) funge como fideicomitente y Nacional Financiera, Sociedad Nacional de Crédito, Institución de Banca de Desarrollo (Nafin) como fiduciaria. El objetivo de FIFOMI es el de fomentar y promover el desarrollo de la minería nacional a través del otorgamiento de créditos y asistencia técnica especializada para crear, fortalecer y consolidar proyectos y operaciones mineras.

El Fideicomiso tiene cobertura nacional a través de 14 gerencias regionales, donde cada rama cuenta con la capacidad para otorgar financiamiento y brindar capacitación y asistencia técnica a cualquier cliente minero dentro de su región. Adicionalmente, FIFOMI opera dentro de la industria de extracción, producción, venta y transportación de sal de origen marino a través de sus dos subsidiarias: Exportadora de Sal S.A. de C.V. (ESSA), de la cual controla el 51.0% de las acciones, y Baja Bulk Carriers S.A. (BBC), empresa encargada de la transportación de bienes por vía marítima, de la cual FIFOMI mantiene el 50.0% de las acciones. El único socio dentro de las dos empresas es Mitsubishi Corporation, entidad de origen japonés que controla el restante accionario dentro de ambas compañías. A nivel financiero, FIFOMI utiliza el método contable de participación en asociadas para Baja Bulk Carriers y consolidación de resultados para Exportadora de Sal.

Eventos Relevantes

Reestructura y cambio de estrategia del FIFOMI

A raíz del cambio de administración a nivel de Gobierno Federal, se llevó a cabo una reestructura a nivel interno en FIFOMI. Dicha reestructura consistió en un cambio en la administración de la Empresa, reemplazando ciertos directivos. Asimismo, la estrategia de colocación se modificó, de acuerdo a la solicitud de la Secretaría de Economía. Dicha estrategia busca que la

colocación de la cartera se focalice en apoyar a los productores de minerales y servicios que se relacionan directamente a la industria minera. Lo anterior llevaría a que se reduzca la colocación de recursos a entidades que no tienen un contacto directo con actividades específicamente de minería. Con ello, esperaríamos un cambio en cuanto a la mezcla de la cartera y los principales intermediarios para los próximos periodos.

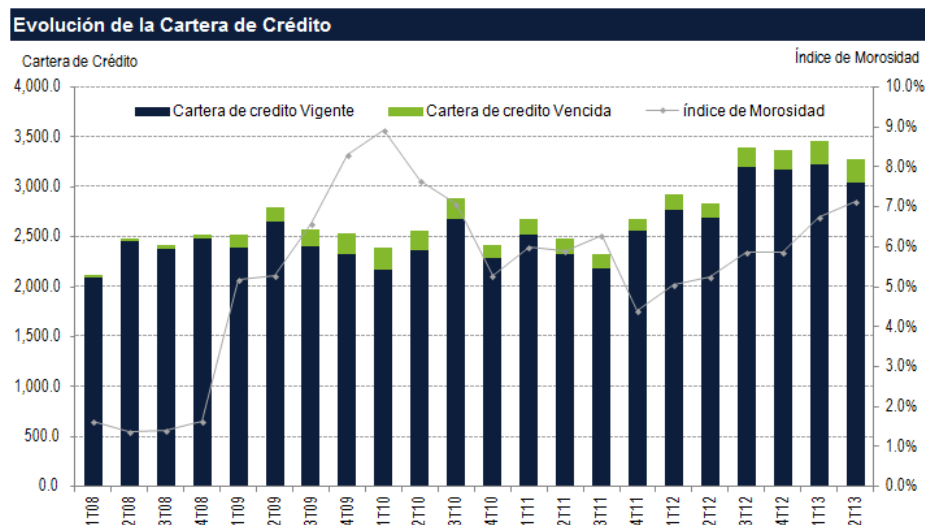
A continuación se detalla la experiencia de los nuevos funcionarios de FIFOMI:

Nombre	Puesto	Preparación Académica	Experiencia Laboral
Armando Pérez Gea	Director General	Doctor en Economía con especialidad en Finanzas Teoría Monetaria y Comercio Internacional por la Universidad de California, Los Ángeles	<ul style="list-style-type: none"> •Socio consultor de SAI Consultores •Director de Proyectos en el Banco de Desarrollo de América del Norte (NADbank) •Director de Estrategia de de Inversión en Casa de Bolsa BBVA-Bancomer •Subdirector de Planeación de Banobras
Jorge Ramón Muñozcano Sainz	Dir. De Coordinación Técnica y Planeación	Licenciado en Relaciones Comerciales por la Escuela Superior de Comercio y Administración del IPN	<ul style="list-style-type: none"> •Subdirector de Recursos Materiales y Servicios Generales de la Policía Bancaria Industrial del DF •Gerente General Internacional Proyectos y Recursos Comercializadora •Director de Fomento Industrial en el Municipio de General de Escobedo, Nuevo León
Juan Francisco Macías Estrada	Subdirector Jurídico	Licenciado en Derecho Corporativo por la Universidad Panamericana	<ul style="list-style-type: none"> •Gerente Jurídico Corporativo de Grupo Lajart •Secretario Particular del Subdirector de Crédito del FOVISSSTE en la Ciudad de México •Socio Fundador de la firma de abogados especializados en asistencia corporativa "Gómez Macías y Asoc." •Socio Fundador de las firmas de abogados "Orduña y Asoc." y de la firma "Morales y De Velasco"
Luz María Salazar Reveles	Subdirectora de Finanzas y Administración	Licenciada en Contaduría Pública por la Escuela Bancaria y Comercial	<ul style="list-style-type: none"> •Directora de Finanzas en Asesores en Procesos Administrativos •Directora de Control de Gestión y Planeación Financiera en Satélites Mexicanos •Directora de Programación y Presupuesto en la Lotería Nacional Pública •Directora de Recursos y Servicio en Ferrocarriles Nacionales de México en Liquidación
José Castillo Nájera	Subdirector Técnico	Doctor en Derecho por el Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey	<ul style="list-style-type: none"> •Director General Adjunto de Procesos Legales de la Unidad de Inteligencia Financiera de la SHCP •Abogado General y Comisionado para la Transparencia de Sedesol •Director Ejecutivo Jurídico de la Semarnat •Director General de Visitaduría de la PGR •Director General de Ejecución de Sanciones •Titular de la unidad de Asuntos Legales y de Derechos Humanos de Prevención y Readaptación Social de la SSP Federal
Alfonso Salinas Ruiz	Subdirector de Operaciones	Doctor en Economía por la Universidad de Minnesota	<ul style="list-style-type: none"> •Asesor del Coordinador General de Administración de la Presidencia de la República •Director de Evaluación de Delegaciones de la SE •Asesor del Oficial Mayor de la SE •Coordinador de Evaluación de Programas Agrícolas del Gobierno Federal de FAO-Naciones Unidas •Asesor de Proyecto de Infraestructura en NADbank

Fuente: HR Ratings con información interna de la Empresa.

Evolución de la Cartera de Crédito

Al 2T13 la cartera de crédito total de FIFOMI (Cartera de Crédito Vigente + Cartera de Crédito Vencida) se ubicó en P\$3,282.0m (vs. P\$2,840.6m al 2T12) mostrando una tasa de crecimiento de 15.5% del 2T12 al 2T13 (vs. 14.6% del 2T11 al 2T12). Sin embargo, se puede observar que este crecimiento se vio impulsado por la colocación en el 3T12 y 1T13, presentando una disminución al 2T13 en comparación con el 1T13. Este decremento se debe a que en los últimos meses FIFOMI ha estado en una etapa de reingeniería, presentando diversos cambios a nivel administrativo y enfocándose en la elaboración de la nueva estrategia para la colocación de cartera en los próximos periodos. No obstante lo anterior, se espera que la cartera de la Empresa comience a mostrar una tendencia a la alza durante los próximos meses.



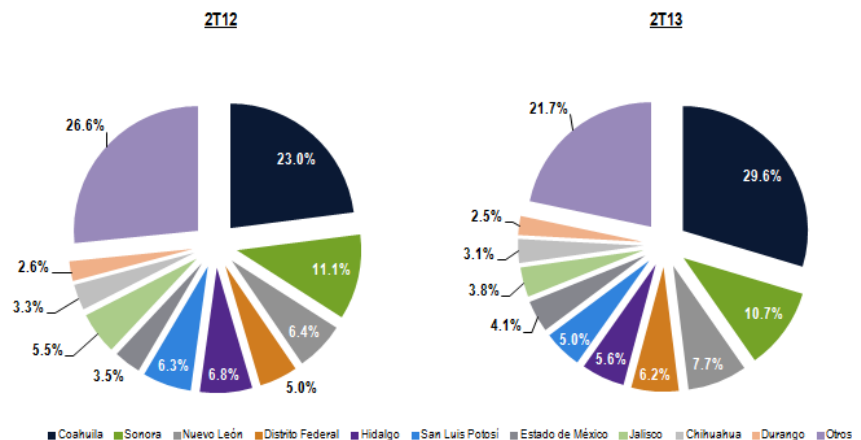
Fuente: HR Ratings con información interna de la Empresa al 2T13.

En cuanto a la calidad de la cartera de FIFOMI, el índice de morosidad (Cartera de Crédito Vencida / Cartera de Crédito Total) presentó un fuerte incremento al pasar de 5.2% al 2T12 a cerrar en 7.1% al 2T13. Lo anterior se debe a que la cartera vencida presentó un incremento de P\$85.1m, que fue derivado del incumplimiento de un cliente relacionado con la industria hipotecaria y quien cayó en cartera vencida en el mes de marzo. Sin embargo, es importante mencionar que actualmente FIFOMI se encuentra en proceso de recuperación y ejecución de garantías, así como de traspaso de cartera de crédito que el cliente mantenía fondeada con recursos de FIFOMI y que deberán de integrarse al Balance de la Empresa. Con ello esperamos que el índice de morosidad presente mejorías para los próximos meses.

Distribución de la Cartera por Estado

FIFOMI cuenta con 14 gerencias regionales (Chihuahua, Culiacán, Distrito Federal, Durango, Guadalajara, Hermosillo, León, Mérida, Monterrey, Pachuca, Puebla, San Luis Potosí, Torreón y Zacatecas) a través de las cuales cubre los 32 Estados de la República. De esta manera, el estado que concentra la mayor parte de la cartera es Coahuila con el 29.6% de la cartera total (vs. 23.0% al 2T12). La elevada concentración en este estado se debe a que Coahuila es uno de los principales estados mineros del país. En importancia le siguen Sonora, Nuevo León y el Distrito Federal con 10.7%, 7.7% y 6.2%, según corresponde (vs. 11.1%, 6.4% y 5.0% al 2T12). Sin embargo la concentración no presentó un cambio importante durante los últimos periodos.

Distribución de la Cartera Total por Estado



Fuente: HR Ratings con información interna de la Empresa al 2T13.

Concentración en Principales Acreditados

Al 2T13 los diez clientes principales de FIFOMI mantienen una elevada concentración al mantener el 65.0% de la cartera total y el 70.0% de la cartera vigente (vs. 58.0% y 61.2%, respectivamente, al 2T12). La elevada concentración de los diez clientes principales a cartera representa un riesgo para FIFOMI, ya que en caso de que alguno de estos clientes incumpla con sus obligaciones, el desempeño de la Empresa se podría ver afectada por la generación de estimaciones. Reflejo de lo anterior es lo acontecido con uno de los clientes principales, quien al 2T12 era el noveno intermediario en importancia y al incumplir con sus obligaciones y pasar a cartera vencida tuvo un impacto sobre los resultados de la Empresa. No obstante lo anterior, los diez clientes principales equivalen a 0.5x el capital mayoritario de FIFOMI al 2T13 (vs. 0.4x al 2T12), lo que se considera como un bajo riesgo.

Cliente	Saldo*	% de Cartera	% Acumulado	x Capital	x Acumulado
Cliente 1	427.5	13.0%	13.0%	0.1x	0.1x
Cliente 2	422.2	12.9%	25.9%	0.1x	0.2x
Cliente 3	300.4	9.2%	35.0%	0.1x	0.3x
Cliente 4	202.8	6.2%	41.2%	0.0x	0.3x
Cliente 5	168.9	5.1%	46.4%	0.0x	0.3x
Cliente 6	148.2	4.5%	50.9%	0.0x	0.4x
Cliente 7	147.5	4.5%	55.4%	0.0x	0.4x
Cliente 8	136.9	4.2%	59.5%	0.0x	0.4x
Cliente 9	103.9	3.2%	62.7%	0.0x	0.4x
Cliente 10	75.1	2.3%	65.0%	0.0x	0.5x
TOTAL	2,133.3	65.0%		0.5x	
vs. 2T12	1,646.6	58.0%		0.4x	

Fuente: HR Ratings con información interna de la Empresa al 2T13.

Buckets de Morosidad

Al 2T13 se puede observar que el 91.1% de la cartera de crédito vigente cuenta con cero días de atraso. El 1.0% tiene atrasos que van de uno a treinta días y el 0.6% y 0.2% se encuentran el cajón de 31 a 60 días de atraso y 61 a 90 días, respectivamente. Por otra parte, el 7.1% se mantiene como cartera vencida.

Días de Atraso	Monto*	% Cartera Total
0	2,989.4	91.1%
1 - 30	33.5	1.0%
31 - 60	18.4	0.6%
61 - 90	6.6	0.2%
Vencida	234.1	7.1%
TOTAL	3,282.0	100.0%

Fuente: HR Ratings con información interna de la Empresa al 2T13.

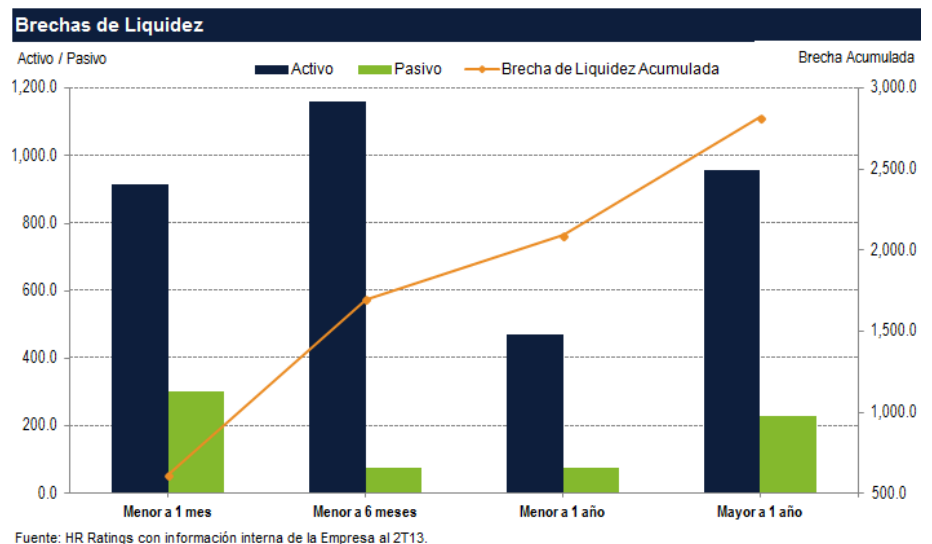
*Cifras en millones de pesos.

Herramientas de Fondeo

Actualmente FIFOMI cuenta con una línea de crédito de carácter revolvente con NAFIN por P\$500.0m, de los cuales al 2T13 cuenta con un saldo de P\$301.4m, teniendo el 39.7% de dicha línea disponible. Adicionalmente, FIFOMI cuenta con un Programa Revolvente de Certificados Bursátiles Fiduciarios de largo plazo autorizado por la Comisión Nacional Bancaria de Valores (CNBV) hasta por un monto de P\$1,000.0m o su equivalente en Unidades de Inversión (UDIs). A la fecha, únicamente se ha realizado una Emisión por P\$500.0m, con clave de pizarra FIFOMI 12, la cual ha realizado amortizaciones parciales por P\$115.4m y al día de hoy mantiene un saldo de P\$384.6m.

Brechas de Liquidez

Al analizar el perfil de vencimientos de la Empresa, se observa que este se encuentra en un nivel de fortaleza en todos los plazos, ya que los vencimientos de las obligaciones contraídas por FIFOMI son menores a los ingresos programados. De esta manera, la brecha acumulada es positiva en todo momento y la brecha ponderada a capital (Suma de la Brecha Reportada Ponderada / Capital Contable) se ubica al 2T13 en 15.7%. El sano perfil de liquidez de FIFOMI se debe a que gran parte de la cartera es fondeada con recursos propios, además de que la Empresa mantiene un importante monto en inversiones en valores.



Evolución de Empresas Subsidiarias

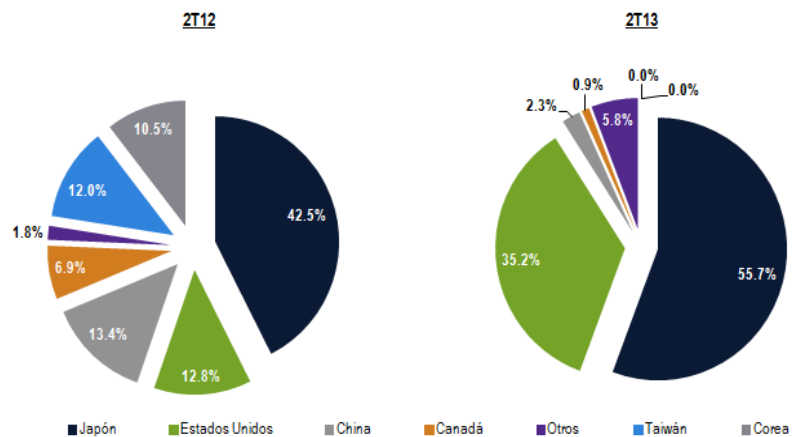
Como se mencionó anteriormente, FIFOMI cuenta con dos empresas subsidiarias: Baja Bulk Carriers y Exportadora de Sal. BBC se dedica a la traspotación de bienes y carga por vía marítima, encargándose principalmente de la traspotación de sal procesada desde Guerrero Negro, Baja California Sur a Japón, Estados Unidos, China, Taiwán, Corea y Canadá, entre otros. Sobre la participación en la asociada, al 2T13 el monto de la valuación de la participación de FIFOMI en BBC equivale a P\$138.3m, lo que representa un incremento del 30.2% con respecto al 2T12.

Por otro lado, ESSA es una empresa que se dedica a la producción y venta de sal marina, la cual se desarrolla principalmente dentro de Guerrero Negro, Baja California Sur. Las ventas de ESSA provienen de exportaciones a precios convenidos cada dos años en dólares estadounidenses lo que reduce el riesgo por volatilidad de *commodities*. Al 1S13 la utilidad neta de ESSA asciende a P\$41.6m (vs. P\$86.7m al 1S12). El decremento en la utilidad se debe a la caída en las ventas netas de sal, las cuales mostraron una

contracción de 21.1% para cerrar en P\$303.0m al 2T13 (vs. P\$383.9m al 2T12). Sin embargo, es importante mencionar que lo anterior se debe principalmente a un atraso en un embarque de sal, y debido a que el ingreso de la venta se realiza al momento que se entrega la mercancía, dicha venta fue registrada después del cierre del 2T13. No obstante, a julio de 2013 los ingresos por ventas superan los ingresos que ESSA registró a la misma fecha del año anterior, por lo que HR Ratings considera que la disminución observada al 2T13 no es una afectación generalizada para la Empresa.

En relación con la distribución de las ventas de sal, al 2T13 Japón continúa siendo el principal consumidor de sal de ESSA, al representar el 55.7% de las ventas (vs. 42.5% al 2T12), seguido de Estado Unidos con el 35.2% y China con el 2.3%, respectivamente (vs. 12.8% y 13.4% al 2T12). El cambio en la concentración en las ventas por país se debe a una reprogramación de los barcos. Sin embargo, se espera que para fin de año la distribución de las ventas se muestre similar a las observadas al cierre del 2012 (Japón con el 60.8%, Estados Unidos con el 14.6%, Taiwán con en 12.9%, Canadá con el 7.1% y el 4.6% restante distribuido entre el resto de los países).

Distribución de Ventas de Sal por País



Fuente: HR Ratings con información interna de la Empresa al 2T13.

Posición en Instrumentos Financieros Derivados

Debido a que las ventas de sal se realizan en dólares, ESSA realiza operaciones de cobertura con instrumentos financieros derivados para mitigar el riesgo por fluctuaciones cambiarias. Para esto, se cuenta con dos contratos con Banamex (un collar y una opción) y tres con Unión Bank (un forward y dos collars) por USD\$400,000.0 semanales cada uno. En dichos contratos se pacta la venta de dólares americanos con una paridad cambiaria previamente establecida. Esto le permite a ESSA conocer el precio de venta para los próximos periodos.



Fideicomiso de Fomento Minero

FIFOMI

20 de septiembre de 2013

Instituciones Financieras

HR A+

HR1

Institución	Operación	Monto Semanal*	Tipo de Cambio	Prima*
Union Bank	Forward	400,000.0	Promedio de \$13.3008	N/A
	Collar	400,000.0	Piso de \$13.60 y techo de \$14.095	N/A
	Collar	400,000.0	Piso de \$14.20 y techo de \$14.95	N/A
Banamex	Collar	400,000.0	Piso de \$13.80 y techo de \$14.395	N/A
	Opción	400,000.0	\$13.06	\$700,000.0

Fuente: HR Ratings con información interna de la Empresa al 2T13.

*Cifras en dólares.

Análisis de Riesgos Cuantitativos

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

Para el análisis de la capacidad de pago de FIFOMI, 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 de la Empresa y su capacidad para hacer frente a las obligaciones crediticias en tiempo y forma. Los supuestos y resultados obtenidos en el escenario base y de estrés se muestran a continuación:

Supuestos y Resultados: FIFOMI				Escenario Base			Escenario de Estrés		
	2010	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	2013P*	2014P	2015P
Cartera de Crédito Vigente	2,292.0	2,567.8	3,169.8	3,282.2	3,553.7	3,960.8	3,123.9	3,235.2	3,649.3
Cartera de Crédito Vencida	127.5	117.4	197.2	176.4	213.6	263.9	330.1	495.0	496.3
Margen Financiero Ajustado por Riesgo Crediticios	52.4	207.9	216.0	182.5	180.2	177.9	1.2	-6.9	155.9
Ventas Netas por Operaciones Comerciales	801.4	726.0	737.5	718.9	749.7	779.7	559.8	558.1	628.7
Gastos de Administración	-514.8	-527.4	-541.3	-558.0	-569.6	-582.3	-564.0	-575.2	-587.4
Resultado Neto Consolidado	207.1	319.2	216.3	164.7	184.0	194.8	-155.9	-201.3	9.1
Interes Mayoritario	74.7	203.5	141.1	88.6	106.8	114.6	-166.0	-187.0	0.9
MIN Ajustado	1.6%	5.8%	5.5%	4.4%	4.3%	3.9%	0.0%	-0.2%	3.6%
Margen Bruto Operación Comercial	47.3%	43.3%	43.1%	41.3%	41.6%	41.6%	35.9%	34.9%	37.4%
ROA Promedio	3.4%	5.0%	3.1%	2.3%	2.5%	2.5%	-2.2%	-2.8%	0.1%
ROE Promedio	3.8%	5.6%	3.6%	2.7%	2.9%	3.0%	-2.6%	-3.4%	0.2%
Índice de Eficiencia	52.0%	56.5%	57.5%	59.5%	57.3%	55.9%	74.6%	74.1%	68.2%
Índice de Eficiencia Operativa	15.5%	14.8%	13.8%	13.5%	13.5%	12.9%	13.8%	14.1%	13.7%
Índice de Morosidad	5.3%	4.4%	5.9%	5.1%	5.7%	6.2%	9.6%	13.3%	12.0%
Razón de Cobertura	1.6	1.4	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Índice de Capitalización Ajustado	145.3%	134.9%	118.8%	120.8%	114.6%	107.4%	122.0%	113.2%	105.3%
Razón de Apalancamiento	0.10	0.13	0.17	0.19	0.18	0.21	0.2	0.2	0.3
Cartera Vigente / Deuda neta	-3.2	-3.9	33.2	22.2	10.1	5.7	10.9	4.6	3.0

Fuente: HR Ratings con información trimestral interna e información anual dictaminada.

* Proyecciones realizadas desde el 3T13.

A continuación se detallan las características de cada uno de los escenarios planteados por HR Ratings. Asimismo, se realizó un comparativo entre lo planteado por HR Ratings en el reporte publicado el 20 de septiembre de 2012 y lo reportado por la Empresa.

Comportamiento Observado vs. Proyectado

Al comparar los resultados observados de FIFOMI al 2T13 con las proyecciones realizadas anteriormente por HR Ratings bajo un escenario base y un escenario de estrés se observan diversas diferencias. Entre dichas diferencias se observa que la cartera de crédito vencida alcanzó niveles superiores a los proyectados por HR Ratings bajo un escenario base. Esto fue principalmente, por el incumplimiento de un cliente con un monto importante de cartera. Sin embargo, se espera que en los siguientes periodos esta cartera sea recuperada y el índice de morosidad muestre niveles similares a los proyectados. Por otra parte, se aprecia que las ventas netas de sal de ESSA cerraron con una diferencia de 22.4% menos de lo que se esperaba. Sin embargo, hay que mencionar que esto derivó de un atraso en un embarque de sal y al julio de 2013 las ventas de ESSA muestran niveles superiores a los observados en julio de 2012. Lo anterior llevó a que los ingresos totales de la operación se vieran afectados, lo que a su vez presionó las métricas de rentabilidad de la Empresa, así como los índices de eficiencia y eficiencia operativa. Sin embargo, dado un menor crecimiento comparado con el esperado en la cartera de crédito de FIFOMI, el índice de capitalización ajustada mostró un mejor desempeño al esperado.

Supuestos y Resultados: FIFOMI	Resultados Observados	Escenarios Calificación 2012	
		2T13	Base 2T13P* Estrés 2T13P*
Cartera de Crédito Vigente	3,047.9	3,171.1	2,943.6
Cartera de Crédito Vencida	234.1	164.9	349.0
Ventas Netas por Operaciones Comerciales	656.6	846.3	787.5
Gastos de Administración + Depreciación	751.9	769.3	823.6
Resultado Neto Consolidado	53.3	436.0	-119.4
MIN Ajustado	3.9%	2.6%	-5.2%
Margen Bruto Operación Comercial	39.6%	45.2%	42.1%
ROA Promedio	0.7%	5.8%	-1.6%
ROE Promedio	0.9%	6.9%	-2.0%
Índice de Eficiencia	64.6%	54.5%	71.0%
Índice de Eficiencia Operativa	13.2%	12.9%	14.7%
Índice de Morosidad	7.1%	4.9%	10.6%
Razón de Cobertura	0.8	1.0	1.0
Índice de Capitalización Ajustado	122.4%	119.4%	117.4%
Razón de Apalancamiento	0.2	0.2	0.2
Cartera Vigente / Deuda neta	-5,117.7	-5.5	-12.1

Fuente: HR Ratings con información trimestral interna de la Empresa y anual dictaminada.

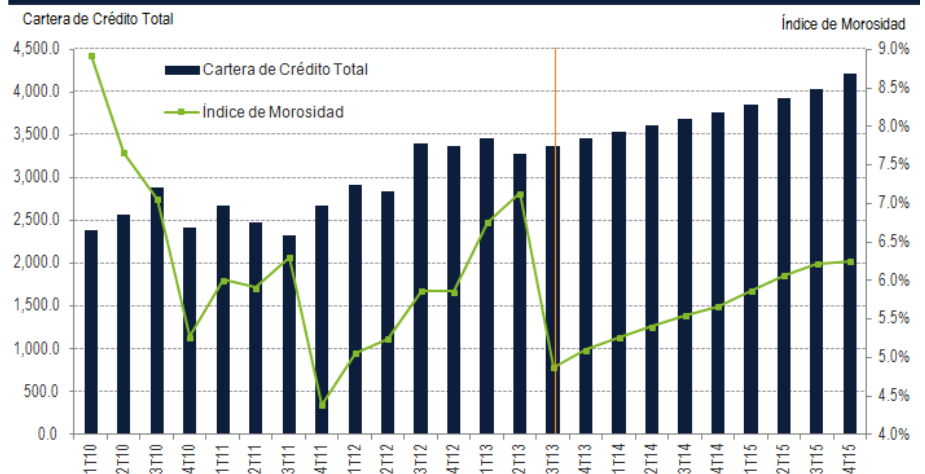
*Proyecciones realizadas desde el 2T12

Escenario Base

El escenario base proyectado por HR Ratings para FIFOMI toma en consideración un entorno macroeconómico de estabilidad, lo que permite que la Empresa se desempeñe con base en su plan de negocios. De esta manera se espera que FIFOMI cuente con la capacidad de incrementar el volumen de su cartera de crédito y recuperar la cartera con atraso. Asimismo, se espera que FIFOMI retome la estrategia de emisión de Certificados Bursátiles para fondear parte del crecimiento de la cartera de crédito. Por otra parte, se espera que las ventas de sal muestren un incremento orgánico y constante, basado en los planes de ventas y en los precios de sal ya pactados.

Al 2T13 la cartera de crédito total de FIFOMI (Cartera de Crédito Vigente + Cartera de Crédito Vencida) se ubicó en P\$3,282.0m, comparada con P\$2,840.0m al 2T12. De esta manera, la cartera de crédito total mostró una tasa de crecimiento anual de 15.5% (vs. un incremento de 14.6% del 2T11 al 2T12). Sin embargo, se observa un decremento en la cartera del 1T13 al 2T13. Esto se debe a la reestructura que tuvo la Empresa en los últimos meses, enfocándose en desarrollar el plan de trabajo de los próximos años. No obstante, se espera que en los próximos periodos la colocación de cartera incremente, derivado de la puesta en marcha del plan de trabajo de FIFOMI, por lo que se proyecta que esta muestre tasas de crecimiento anual de 2.7% del 4T12 al 4T13, 8.9% del 4T13 al 4T14 y de 12.1% del 4T14 al 4T15 (vs. 10.6% del 4T10 al 4T11 y 25.9% del 4T11 al 4T12).

Cartera de Crédito Total vs. Índice de Morosidad



Fuente: HR Ratings con información de la Empresa

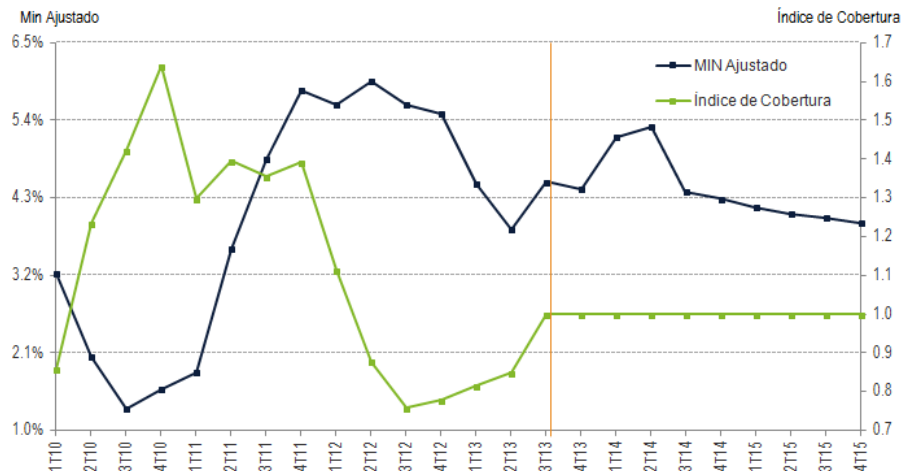
* Proyecciones realizadas a partir del 3T13 bajo un escenario base.

En cuanto a la calidad de la cartera de crédito, el índice de morosidad (Cartera de Crédito Vencida / Cartera de Crédito Total) mostró un fuerte incremento durante los últimos meses. Dicho aumento se dio principalmente

por el incumplimiento de un intermediario financiero, el cual se enfocaba al sector hipotecario y ascendía a un monto de P\$64.8m. Lo anterior llevó a que el índice de morosidad pasara de 5.2% al 2T12 a 7.1% al 2T13. Sin embargo, se espera que este crédito sea recuperado y que el índice de morosidad muestre un fuerte decremento. Lo anterior llevaría a que la métrica cierre en 5.1% al 4T13. No obstante, se proyecta un incremento orgánico en este indicador que va en línea con el aumento en la colocación de cartera proyectada para los próximos periodos. De esta manera, el índice de morosidad cerraría en 5.7% y 6.3% al 4T14 y 4T15, respectivamente (vs. 4.4% y 5.9% al 4T11 y 4T12).

Por otro lado, el índice de cobertura (Estimaciones Preventivas para Riesgos Crediticios / Cartera de Crédito Vencida) al 2T13 cerró en 0.8x (vs. 0.9x al 2T12), manteniéndose por debajo del nivel óptimo prudencial. Esto indica que en caso de ser necesario, FIFOMI no contaría con la capacidad de castigar el total de la cartera vencida por medio de las estimaciones que mantiene en Balance. Bajo un escenario base, se proyecta que la Empresa mantenga una razón de cobertura en 1.0x para el 4T13, 4T14 y 4T15. Esto a pesar de que mantener la cobertura en dichos niveles represente una mayor generación de reservas ante un incremento en cartera vencida.

MIN Ajustado vs. Razón de Cobertura (Prom. 12 meses)



Fuente: HR Ratings con información de la Empresa

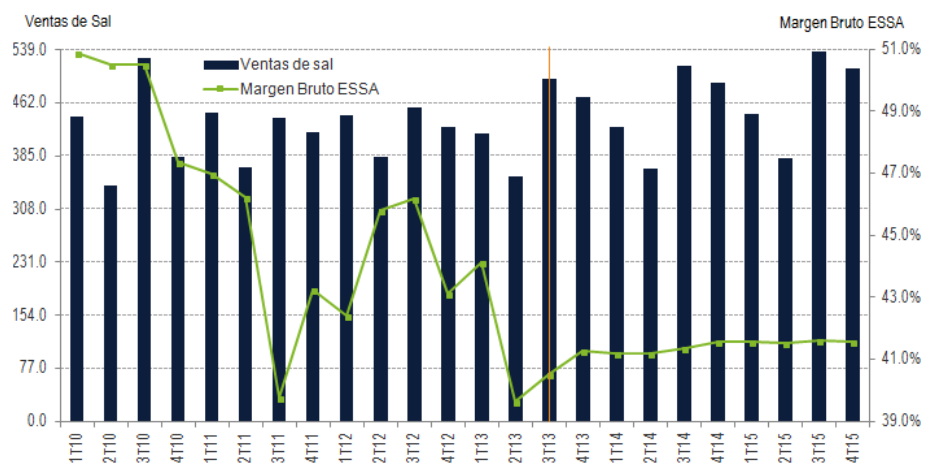
* Proyecciones realizadas a partir del 3T13 bajo un escenario base.

Durante los últimos doce meses, los pasivos con costo de FIFOMI crecieron de manera acelerada, pasando de P\$496.0m al 2T12 a P\$686.5m al 2T13, mostrando un aumento de 38.4%. Lo anterior, acompañado de un incremento en la tasa pasiva de FIFOMI, dado la Emisión de Certificados Bursátiles de largo plazo que se realizó en octubre de 2012 por un monto de P\$500.0m, llevó a que los gastos por intereses mostraran un fuerte crecimiento. Además, se observó una disminución en la tasa activa y un aumento en la generación de estimaciones preventivas para riesgos

crediticios para cubrir el incremento en la morosidad, lo que llevó a que el margen financiero ajustado por riesgos crediticios se viera presionado. Todo lo anterior ocasionó que el MIN Ajustado (Margen Financiero Ajustado por Riesgos Crediticios 12m / Activos Productivos Prom. 12m) disminuyera para llegar al 2T13 a 3.9% (vs. 6.0% al 2T12). Para los siguientes periodos proyectados, se espera que el *spread* de tasas se recupere, mostrando niveles similares al observado al cierre del 2012. Por otra parte, la disminución en el índice de morosidad llevaría a que FIFOMI libere reservas durante el 2013, beneficiando el margen financiero ajustado por riesgos crediticios, y con ello el MIN Ajustado mostraría una mejoría al cierre del 4T13, ubicándose en 4.4%. Sin embargo, el incremento en la generación de estimaciones para los siguientes periodos, llevaría a que el margen financiero crezca en menor proporción que los activos productivos de la Empresa, lo que a su vez deterioraría el MIN Ajustado para ubicarlo en 4.3% al 4T14 y 3.9% al 4T15 (vs. 5.9% al 4T11 y 5.5% al 4T12).

Al 1S13 las ventas de sal de ESSA ascienden a P\$773.8m (vs. P\$828.5 al 1S12), lo cual muestra una disminución de 6.6% comparado con el año anterior. Esto se debe principalmente al atraso en un embarque de sal, y debido a que el ingreso de la venta se realiza al momento que se termina de cargar el barco. Sin embargo, dicha venta fue registrada después del cierre del 2T13, por lo que a julio de 2013 inclusive se observa que los ingresos por ventas superan los ingresos registrados al mismo mes del año anterior. De acuerdo a ello, se espera que para los siguientes periodos las ventas se recuperen y muestren tasas de crecimiento anual de 1.5%, 3.5% y 4.0% del 4T12 al 4T13, del 4T13 al 4T14 y del 4T14 al 4T15, respectivamente (vs. -0.9% del 4T10 al 4T11 y 1.9% del 4T11 al 4T12).

Ventas Trimestrales de Sal vs. Margen Bruto



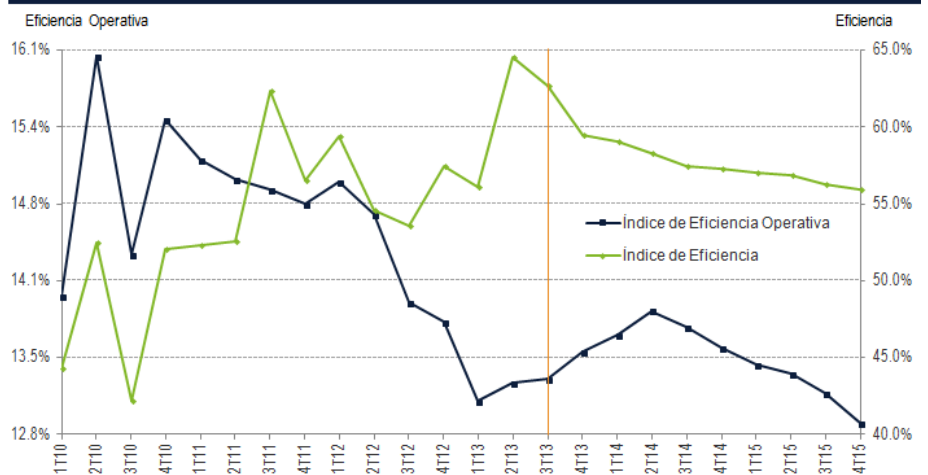
Fuente: HR Ratings con información de la Empresa

* Proyecciones realizadas a partir del 3T13 bajo un escenario base.

Por otro lado, al 2T13 el margen bruto de operaciones comerciales ((Ventas por Operaciones Comerciales – Costo por Operaciones Comerciales) / (Ventas por Operaciones Comerciales)) se ubicó en 39.6% (vs. 45.8% al 2T12). El deterioro en esta razón se debe principalmente al incremento en el costo del diesel, el cual es utilizado para la producción de sal. Para los siguientes periodos se espera que el precio del diesel se mantenga en rangos similares a los mostrados actualmente, por lo que la razón se mantendría en niveles similares a los observados en el 2T13 y se coloque en 41.3% al 4T13 y 41.6% al 4T14 y 4T15 (vs. 43.3% al 4T11 y 43.1% al 4T12).

Con relación a la gestión de los gastos de administración, se observa que el índice de eficiencia operativa (Gastos de Administración 12m / Activos Productivos Prom. 12m) ha mostrado una tendencia decreciente durante los últimos periodos. Esto como resultado de un mayor control en los gastos de administración, llevando a que el incremento en estos sea en menor proporción que el incremento en los activos productivos. De esta manera al 2T13 se ubicó en 13.2% (vs. 14.7% al 2T12). Bajo un escenario base se espera que FIFOMI muestre crecimientos similares en los gastos de administración a los mostrados en los últimos años, el cual es un crecimiento inferior al de los activos productivos de FIFOMI. De esta manera, se proyecta el indicador en 13.5%, 13.5% y 12.9% al 4T13, 4T14 y 4T15, según corresponde (vs. 14.8% al 4T11 y 13.8% al 4T12).

Índice de Eficiencia Operativa e Índice de Eficiencia (Prom. 12 meses)



Fuente: HR Ratings con información de la Empresa

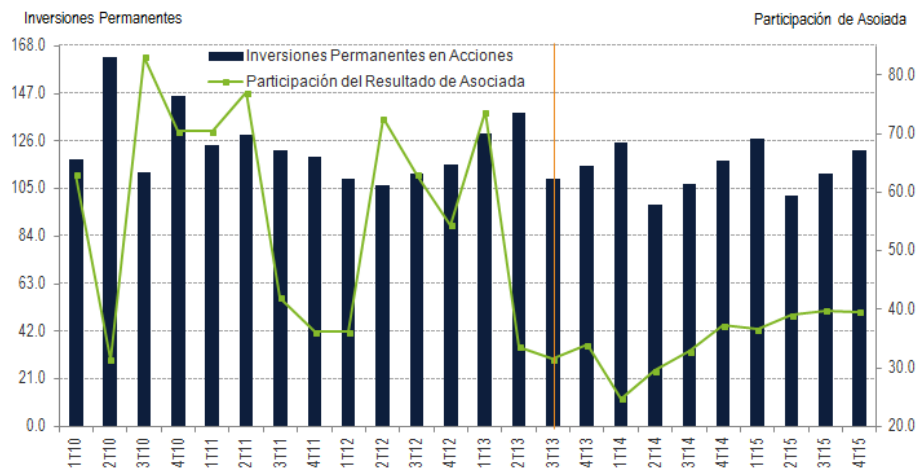
* Proyecciones realizadas a partir del 3T13 bajo un escenario base.

Sin embargo, se puede apreciar que a pesar del crecimiento orgánico que han mostrado los gastos de administración, en los últimos doce meses el índice de eficiencia (Gastos de Administración / (Ingresos Totales de la Operación)) mostró una tendencia a la alza para cerrar en 64.6% al 2T13 (vs. 54.4% al 2T12). Lo anterior se debe a un mayor gasto por intereses y a la disminución en la tasa activa. Esto en conjunto con un deterioro en el

margen bruto de operaciones comerciales, ocasionado por una disminución en el volumen de ventas de sal y un incremento en el costo del diesel. Esto dio como resultado que los ingresos fueran menores a los registrados durante el mismo periodo del 2012. Sin embargo, se espera que las ventas totales de ESSA se recuperen y el margen financiero se fortalezca como resultado de una mejoría en el *spread* de tasas, llevando a que los ingresos totales de la operación también muestren una recuperación y el crecimiento sea en mayor proporción que el incremento en los gastos de administración. Todo lo anterior colocaría el índice de eficiencia en al 4T13 en 59.5%, al 4T14 en 57.3% y al 4T15 en 55.9% (vs. 56.3% y 57.5% al 4T11 y al 4T12). No obstante la mejoría en los índices de eficiencia operativa y eficiencia, dichos indicadores continuarían en rangos deteriorados.

Actualmente, FIFOMI mantiene en Balance inversiones permanentes en acciones de BBC por un total de P\$138.3m (vs. P\$106.2m al 2T12). Lo anterior representa un incremento del 30.2% en los últimos doce meses. Por otra parte, la participación en el resultado de la Asociada 12m mostró una importante contracción para ubicarse en P\$33.6m en comparación con P\$72.6m al 2T12. Esto se debe a una disminución en el volumen de carga transportada debido a un atraso en la salida de su buque principal, registrando un menor ingreso por dicho servicio, y al incremento en el costo del diesel.

Inversiones Permanentes en Acciones vs. Participación del Resultado de Asociada



Fuente: HR Ratings con información de la Empresa

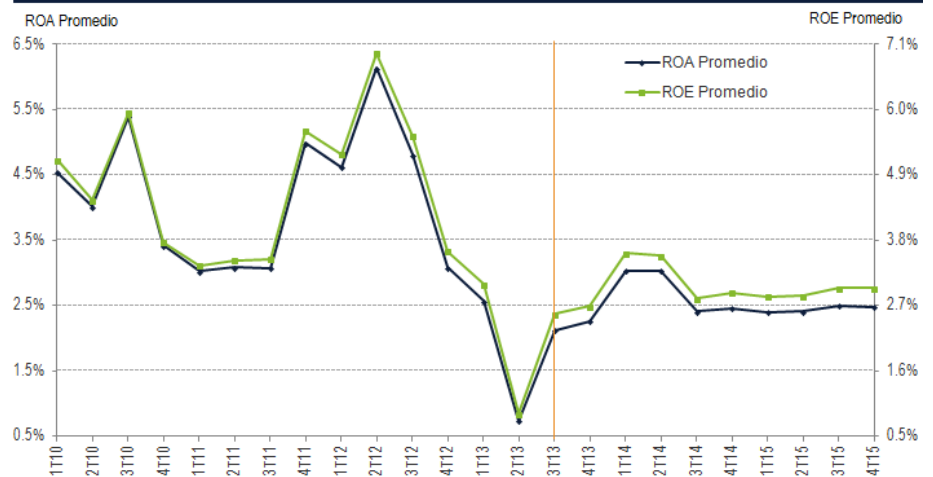
* Proyecciones realizadas a partir del 3T13 bajo un escenario base.

Para los siguientes periodos se espera que la participación del resultado de Baja Bulk Carriers se mantenga estable debido al nuevo barco contratado bajo la modalidad de "Time Charter", a través de este esquema BBC tiene a su disposición el buque para realizar viajes para transportar sal, pagando únicamente un precio denominado flete. Lo anterior permitirá incrementar el volumen de ventas y con ello la utilidad. De esta manera se espera que la

participación del resultado de la Asociada se ubique en P\$33.9m al 4T13, P\$37.2m al 4T14 y P\$39.5m al 4T15 (vs. P\$36.2m al 4T11 y P\$54.4m al 4T12).

La presión observada en el margen financiero ajustado por riesgos crediticios, ocasionado por una disminución en el *spread* de tasas y una mayor generación en de reservas, acompañado de la disminución en la ventas de sal, así como el decremento de la participación en el resultado de la Asociada y la pérdida proveniente de otros productos, ocasionó que el resultado neto consolidado de FIFOMI presentara un fuerte deterioro. Lo anterior ubicó las métricas de rentabilidad de la Empresa en niveles presionados. De esta manera, el ROA Promedio (Utilidad Neta Consolidada 12m / Activos Totales Prom. 12m) llegó al 2T13 a 0.7% (vs. 6.2% al 2T12). Por su parte, el ROE Promedio (Utilidad Neta Consolidada 12m / Capital Contable Prom. 12m) se colocó al 2T13 en 0.9% (vs. 7.0% al 2T12). Dichos niveles se ubican en niveles deteriorados para la industria en donde opera la Empresa.

ROA vs. ROE (Prom. 12 meses)



Fuente: HR Ratings con información de la Empresa

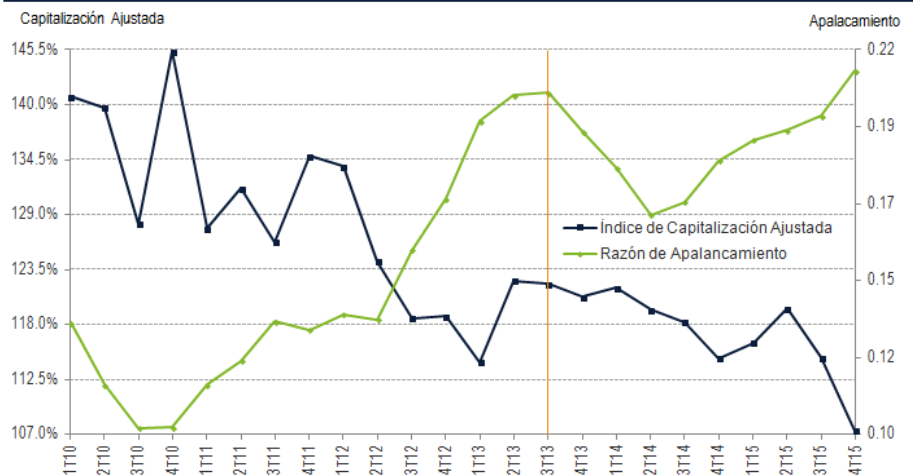
* Proyecciones realizadas a partir del 3T13 bajo un escenario base.

Como se mencionó anteriormente, a julio las ventas de sal de ESSA mostraron una recuperación, superando las ventas al mismo mes del año anterior. Esta lleva a que HR Ratings proyecte un incremento en los ingresos de las operaciones comerciales. Por otra parte, se espera que el margen financiero ajustado se estabilice en niveles superiores a los mostrados al 2T13 derivado de una mejoría en el *spread* de tasas y una mejor calidad en la cartera. Además, se considera que la operación de Baja Bulk Carriers mostraría un desempeño adecuado. Todo lo anterior permitiría que la utilidad mayoritaria incremente en mayor proporción que el Capital Contable, el cual únicamente se vería fortalecido por las utilidades generadas cada periodo. De esta manera, el ROA Promedio mostraría una mejoría para cerrar en

2.3% al 4T13, 2.5% al 4T14 y 2.5% al 4T15 (vs. 5.0% y 3.1% al 4T11 y al 4T12). Por su parte, el ROE Promedio se ubicaría en 2.7%, 2.9% y 3.0% para los mismos periodos (vs. 5.7% al 4T11 y 3.6% al 4T12). Dichos niveles se encontrarían en un rango adecuado para la operación de FIFOMI.

Una de las principales fortalezas de FIFOMI radica en los sólidos niveles de capitalización ajustada (Capital Mayoritario / Activos Sujetos a Riesgo Totales) que históricamente ha mostrado. Al 2T13 dicha métrica se ubicó en 122.4% (vs. 124.3% al 2T12). Lo anterior refleja la adecuada solvencia de FIFOMI e indica la sólida posición que tiene para hacer frente a los activos sujetos a riesgo que tiene en Balance. La disminución observada del 2T12 al 2T13 se debe al deterioro que sufrió el Capital Mayoritario, ocasionado por la minusvalía en el resultado por valuación de títulos disponibles para la venta, acompañado de la pérdida proveniente de las operaciones financieras de FIFOMI. A pesar de la constante generación de utilidades que se proyecta para los próximos periodos, dado la estabilidad en los ingresos tanto por las operaciones comerciales de ESSA, como por las operaciones financieras de FIFOMI, el fortalecimiento del capital sería en menor proporción que el crecimiento en los activos sujetos a riesgo totales proyectado. Lo anterior colocaría el índice de capitalización ajustada en 120.8% al 4T13, 114.6% al 4T14 y 107.4% al 4T15 (vs. 134.9% al 4T11 y 118.8% al 4T15). Sin embargo, esta métrica se mantendría en niveles de fortaleza aún con la disminución que se observaría, siendo una de los principales factores positivos de la Empresa.

Índice Capitalización Ajustado vs. Razón de Apalancamiento (Prom. 12 meses)



Fuente: HR Ratings con información de la Empresa

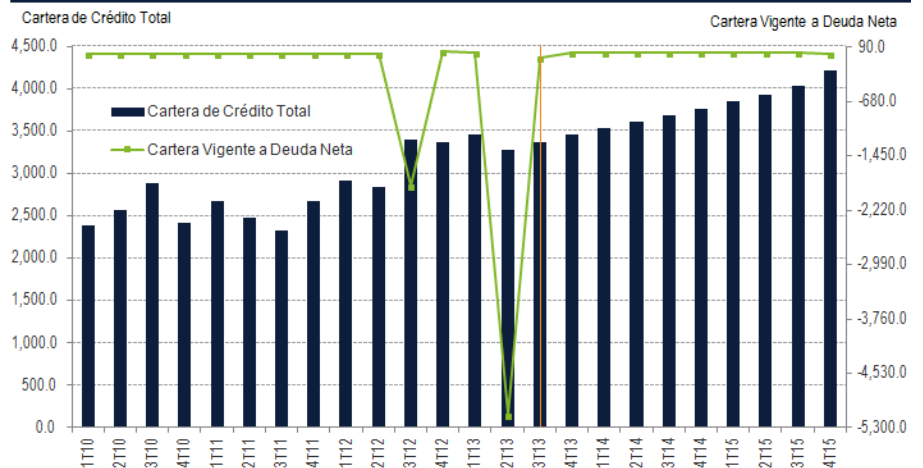
* Proyecciones realizadas a partir del 3T13 bajo un escenario base.

Por otro lado, derivado del constante crecimiento en la cartera de crédito, FIFOMI se ha visto en la necesidad de buscar fuentes de fondeo alternas a los recursos propios, lo que ha llevado a que la deuda incremente. Con ello la razón de apalancamiento (Pasivo Total Prom. 12m / Capital Contable

Prom. 12m) ha mostrado una tendencia a la alza para llegar al 2T13 a su nivel más alto, cerrando en 0.2x (vs. 0.1x al 2T12). Sin embargo, HR Ratings considera que dicha razón se ha mantenido en un rango de fortaleza, sin poner en riesgo en ningún momento al Capital Contable. Para los siguientes periodos se proyecta que la métrica fluctúe en niveles similares a los observados al cierre de 2T13 y se ubique en 0.2x al cierre del 4T13, 4T14 y 4T15 (vs. 0.1x al 4T11 y 0.2x al 4T12).

En cuanto a la razón de cartera vigente a deuda neta se puede apreciar que esta métrica se ha mantenido en un rango sano, mostrando la capacidad que tiene la Empresa para hacer frente a la deuda neta a través de la cartera de crédito vigente. De esta manera al 2T13 dicha razón se ubicó en -5,117.7x (vs. -5.3x al 2T12). El fuerte movimiento se debe al cambio en la deuda neta de FIFOMI la cual pasó de -P\$511.7m al 2T12 a -P\$0.6m al 2T13. Para los siguientes periodos se espera que la deuda neta de la Empresa incremente para poder llevar a cabo su plan de colocación de cartera. Lo anterior ubicaría la razón de cartera vigente a deuda neta en 22.2x al 4T13, 10.1x al 4T14 y 5.7x al 4T15. Sin embargo, dicha métrica continuaría en niveles de fortaleza para la industria.

Cartera de Crédito Total vs. Cartera de Crédito Vigente a Deuda Neta



Fuente: HR Ratings con información de la Empresa

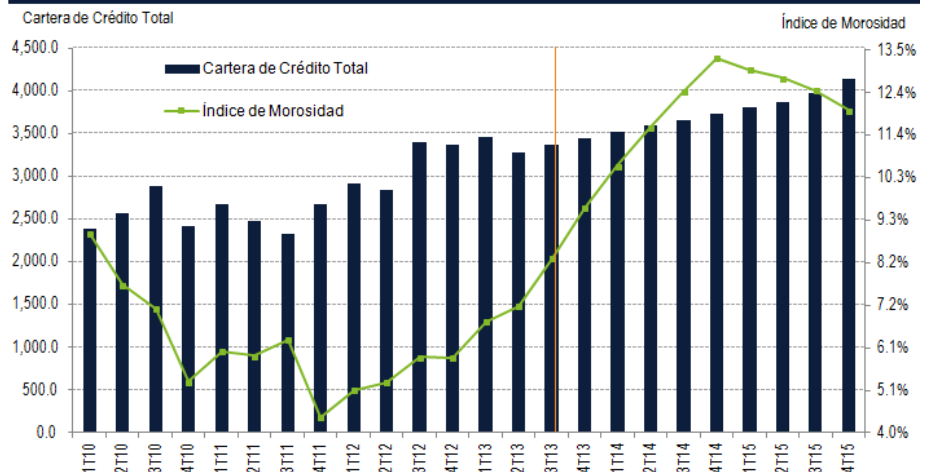
* Proyecciones realizadas a partir del 3T13 bajo un escenario base.

Escenario de Estrés

El escenario de estrés planteado por HR Ratings para la Empresa toma en consideración un entorno macroeconómico adverso que deteriora el entorno en el que operan FIFOMI, Exportadora de Sal y Baja Bulk Carriers. De esta manera se espera que aún bajo condiciones de estrés, FIFOMI buscaría llegar a su meta de originación de cartera. Sin embargo, la Empresa se vería en la necesidad de reducir su tasa activa dado la competencia a la que estaría expuesta. Asimismo, se asume que como consecuencia del deterioro en la capacidad y voluntad de pago de los acreditados, el índice de morosidad de FIFOMI se vería fuertemente deteriorado, incrementando el monto de estimaciones que tendría que generar y reduciendo los ingresos por intereses. Por otra parte, se estima una reducción en la demanda de la sal, llevando a que las ventas de sal se vean afectadas.

De acuerdo con los factores previamente mencionados, se espera que la tasa de crecimiento anual de la cartera de crédito muestre niveles similares a los del escenario base. Esto debido a que se espera que la Empresa continúe con sus planes de colocación y de esta manera minimizar el impacto negativo al que estaría expuesta bajo condiciones de adversidad. Esto llevaría que el crecimiento anual de la cartera total para 2013 sea de 2.6%, para 2014 de 8.0% y para 2015 de 11.1 (vs. 2.7% para 2013, 8.9% para 2014 y 12.1% para 2015 bajo el escenario base).

Cartera de Crédito Total vs. Índice de Morosidad



Fuente: HR Ratings con información de la Empresa.

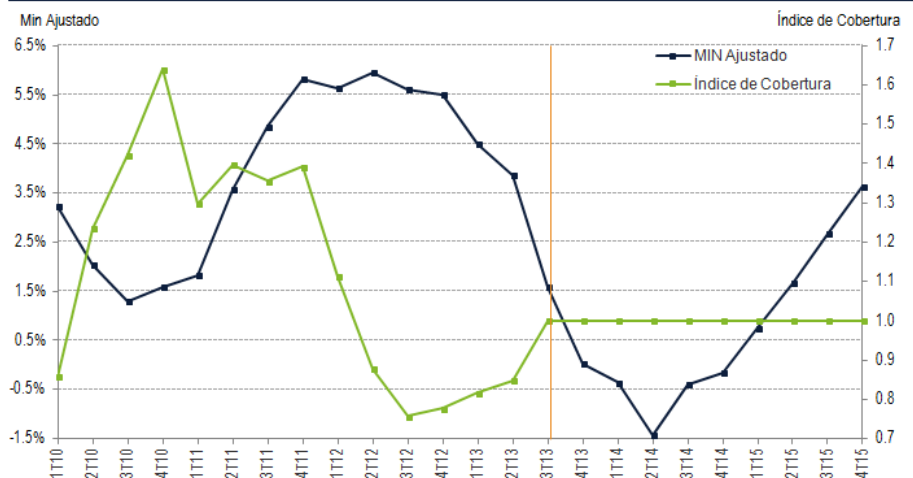
* Proyecciones realizadas a partir del 3T13 bajo un escenario de estrés.

Sin embargo, la inestabilidad económica se reflejaría directamente en el índice de morosidad, el cual mostraría un fuerte incremento dado el deterioro en la capacidad y voluntad de pago de los acreditados de FIFOMI. Por otra parte, se considera que FIFOMI se vería en la dificultad de recuperar la cartera de crédito del principal acreditado que al día de hoy mantiene

moroso. De esta forma, el índice de morosidad mostraría una tendencia creciente, alcanzando su punto más alto al cierre de 2014 y mostrando una mejoría a principios de 2015. Con ello, el índice de morosidad llegaría a 9.6% al 4T13, 13.3% al 4T14 y 12.0% al 4T15 (vs. 5.1%, 5.7% y 6.2% para los mismo periodos de un escenario económicamente estable). El incremento en dicha métrica indicaría el riesgo al que FIFOMI estaría expuesto bajo condiciones adversas.

Bajo el escenario de estrés, se espera que la generación de reservas muestre un fuerte incremento dado un mayor deterioro en la calidad de la cartera. Lo anterior, acompañado de una disminución en la tasa activa debido a la alta competencia a la que estaría expuesta la Empresa, lo que llevaría a que el margen financiero ajustado por riesgos crediticios muestre un fuerte deterioro, principalmente los primeros periodos. Por otra parte, se espera que los activos productivos muestren un crecimiento similar al del escenario base. Todo lo anterior colocaría el MIN Ajustado en 0.0% al 4T13, -0.2% al 4T14 y 3.6% al 4T15 (vs. 4.4% al 4T13, 4.3% al 4T14 y 3.9% al 4T15 bajo el escenario base).

MIN Ajustado vs. Razón de Cobertura (Prom. 12 meses)



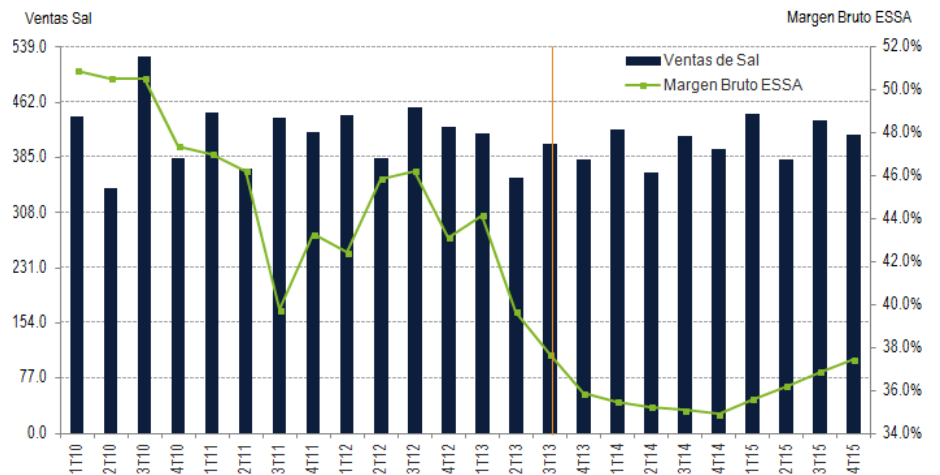
Fuente: HR Ratings con información de la Empresa.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T13 bajo un escenario de estrés.

A pesar del incremento en la cartera de crédito vencida, se asume que aún bajo condiciones desfavorables, FIFOMI mantendría la misma política para la generación de reservas y de esta manera mantener el índice de cobertura en 1.0x para todos los periodos proyectados (vs. 1.0x al 4T13, al 4T14 y al 4T15 de un escenario base). Lo anterior llevaría a que el monto de estimaciones preventivas para riesgos crediticios a generar ascienda a P\$197.3m durante el 2013, P\$227.8m durante el 2014 y P\$80.4m durante el 2015 (vs. P\$39.0m, P\$67.7m y P\$87.5m en 2013, 2014 y 2015, respectivamente).

Bajo un escenario de estrés se asume que las ventas de sal mostraría una contracción en comparación con un escenario base como resultado de una mayor oferta en el mercado. Lo anterior llevaría a que las ventas de ESSA muestren tasas anuales de crecimiento de -8.7% del 4T12 al 4T13, 2.5% del 4T13 al 4T14 y 5.0% del 4T14 al 4T15 (vs. 1.8% del 4T12 al 4T13, 3.5% del 4T13 al 4T14 y 4.0% del 4T14 al 4T15).

Ventas Trimestrales de Sal vs. Margen Bruto



Fuente: HR Ratings con información de la Empresa.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T13 bajo un escenario de estrés.

Por otra parte, se considera que a causa de la inestabilidad económica, el costo de producción incrementa. Esto ocasionaría que el margen bruto se presione, principalmente durante los primeros años y luego llegue a niveles de 35.9% al 4T13 y 34.9% al 4T14, mostrando una recuperación en 2015 y cerrando en 37.4% al 4T15 (vs. 41.3% y 41.6% y 41.6% para los mismos periodos del escenario base).

Por el lado de los gastos de administración, bajo condiciones de estrés FIFOMI se enfrentaría a la dificultad de disminuir dichos gastos debido a la necesidad de fortalecer sus procesos de seguimiento y cobranza y con esto poder contrar la morosidad. Por otro lado, se asume que ESSA también se vería en la dificultad de reducir los gastos, dado que esta necesitaría continuar con su operación para poder contrarrestar el impacto negativo ocasionado por la inestabilidad económica. Además, se considera que los ingresos de la operación también disminuirían como resultado de una contracción en la tasa activa de FIFOMI, un incremento en el costo de fondeo derivado del incremento en la tasa pasiva y una mayor necesidad de fondeo en comparación de un escenario base para colocar cartera de crédito. Todo lo anterior colocaría el índice de eficiencia en niveles deteriorados, cerrando en 74.6%, 74.0% y 68.1% al 4T13, 4T14 y 4T15, según corresponde (vs. 59.5%, 57.3% y 55.9% para los mismo periodos del escenario base).