

DIVISO GRUPO FINANCIERO S.A.

Fecha de comité: 14 de julio de 2016 con EEFF ¹ al 31 de diciembre de 2015		Sector Financiero, Perú	
Instrumento Clasificado	Clasificación	Perspectiva	
Solvencia Financiera	pAA-	Estable	
Primer Programa de Bonos Corporativos e Instrumentos de Corto Plazo	pA+ p2	Estable Estable	
Equipo de Análisis			
Julio Torres Valencia itorres@ratingspcr.com	Emma Alvarez Grijalva ealvarez@ratingspcr.com	(511) 208.2530	

AA: Depósitos en entidades con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.

pA: Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en periodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.

P2: Emisiones con buena certeza en el pago oportuno. La liquidez y otros aspectos del emisor son firmes.

Las categorías de fortaleza financiera de la “A” a la “D” podrán ser diferenciadas mediante signos (+/-) para distinguir a las instituciones en categorías intermedias.

“La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos.”

Racionalidad

En comité de Clasificación de Riesgo, PCR ratifica la clasificación de “Solvencia Financiera” en AA-. Esta decisión se sostiene en el alto potencial de crecimiento de los ingresos debido a los grandes proyectos de inversión, como son la constitución de una empresa de Seguros, participación en CRAC Cajamarca y Edpyme Alternativa. Asimismo, se observa incremento de las colocaciones en la cartera administrada por su subsidiaria Financiera Credinka debido a las sinergias y mayor presencia territorial dada la fusión entre CRAC Credinka y Financiera Nueva Visión. Con respecto a los valores emitidos, Diviso cuenta con inversiones que se concentran en instrumentos financieros (valores negociables) de elevada calidad y liquidez que pueden ser realizados (vendidos) en el muy corto plazo, asimismo, por la recepción de dividendos provenientes de estos instrumentos. No obstante, cabe recalcar el deterioro en el margen operativo y neto en el último año, dado el mayor crecimiento de los costos de ventas en comparación con las ventas que no permitió cubrir los mayores gastos operativos. De esta manera, PCR hará seguimiento a la evolución de la rentabilidad y solvencia del Grupo, y de verse afectados podrá modificarse la perspectiva y/o clasificación otorgada.

Resumen Ejecutivo

La clasificación otorgada a Diviso Grupo Financiero S.A. se sustentó en lo siguiente:

- **Nuevos proyectos que involucran incrementar la participación en el sector microfinanciero, e ingresar al mercado de seguros.** Con fecha 17 de junio de 2015, la JGA aprobó la constitución de una empresa de seguros cuya denominación será “Trevia Compañía de Seguros S.A.”, que se dedicará a ofrecer seguros de desgravamen y seguros de vida. Al cierre del 2015, el Grupo está incurriendo en gastos de pre factibilidad para el futuro lanzamiento al mercado de esta entidad, dado que se prevé salga al mercado para el último trimestre del 2016. Por el lado microfinanciero, en el mes de octubre de 2015, Diviso Grupo Financiero adquirió el 25% del capital de Edpyme Alternativa S.A. Asimismo, en el mes de febrero del 2016, se procedió a ejecutar la compra de 11,427 acciones de CRAC Cajamarca, que equivalen a una participación del 83.52% en su capital social. Ello impulsa la expansión hacia el norte del país, incrementando así la presencia del Grupo Financiero.
- **Una de las principales fortalezas del Grupo Diviso son sus inversiones financieras.** El principal activo del Grupo son sus inversiones financieras, representadas a través de su Portafolio bursátil, Inversiones permanentes (Subsidiarias y Asociadas) y Fondos de Inversión Inmobiliarios. Dentro del portafolio se destaca las acciones que mantiene el Grupo en la Bolsa de Valores de Lima. Cabe mencionar que al cierre de análisis, ya no cuenta con acciones en Cavali.
- **Incremento del nivel de colocaciones aunado a una mayor cartera crítica.** Al 2S2015, la cartera de créditos netos representa un 54.00% de los activos totales del Grupo, y se sostiene en su subsidiaria Financiera Credinka, tras la fusión con Financiera Nueva Visión. Este proceso ha permitido el incremento de las colocaciones en S/.18.85 MM (+3.43%) con respecto a diciembre 2014. El crecimiento se explica por el desempeño de Financiera Credinka, dado el impulso exhibido

¹ Auditados por la firma EY.

en los segmentos de pequeña y microempresa, como consecuencia de la estrategia de captación de nuevos clientes y del mayor dinamismo de las colocaciones en el mercado rural. Adicionalmente, se ha establecido hacer seguimiento a los clientes vigentes, y recuperar antiguos. No obstante ello, la cartera administrada experimentó crecimientos en la cartera crítica y deteriorada con respecto al promedio del sector, ello en respuesta al sinceramiento de la cartera proveniente de Financiera Nueva Visión que reportaba indicadores de morosidad históricos superiores al promedio del sector. Por lo mencionado, Financiera Credinka ha tomado una serie de medidas para contrarrestar dichas situaciones.

- **Deterioro en los niveles de rentabilidad a niveles anualizados.** A diciembre 2015, las ventas crecieron en menor porcentaje que los costos de ventas, ello permitió que el resultado bruto no presente la suficiente holgura para cubrir los mayores gastos operativos procedentes principalmente por asesoría de expertos en comunicación, diseño y publicidad referentes al proceso de evaluación de la identidad corporativa; adicionalmente, por los procesos de fusión empresarial (Crac Credinka y Financiera Nueva Visión) y por los estudios de pre factibilidad de la empresa Trevia. Conllevando así a una pérdida operativa de S/.12.16 MM (año 2014: utilidad operativa de S/.3.24 MM) y una pérdida neta de S/. 15.56 MM (año 2014: Utilidad de S/.1.74 MM). Con todo ello, los márgenes operativo y neto se vieron fuertemente contraídos, impactando así en indicadores de rentabilidad negativos. El ROE y ROA se ubicaron en -6.78% y -1.18%, respectivamente. No obstante, para el 2014, el ROE fue de 0.18% y el ROA 0.98%. Ante esta situación, el Grupo ha dispuesto una serie de medidas para generar ingresos y así poder revertir los resultados negativos obtenidos al 2015.
- **Aumento del apalancamiento debido al incremento del pasivo.** Para diciembre de 2015, el pasivo total incrementó S/. 57.11 MM (+7.03% con respecto al 2014), presentando un aumento mayor que el obtenido en el patrimonio, el cual fue de S/.5.94 MM (+3.33%). El crecimiento del pasivo se sustenta principalmente en los mayores depósitos y obligaciones de Financiera Credinka, así como por un aumento de las emisiones de instrumentos de corto plazo y sobre todo por la realización de las cinco emisiones de bonos corporativos de la holding. Cabe mencionar que estos dos últimos conceptos representan el 15.2% del total de pasivos y han presentado un incremento de S/.58.00 MM con respecto al 2014. Por lo indicado, el ratio de apalancamiento fue de 4.73 veces, resultado mayor al 4.56 veces presentado a diciembre 2014.
- **Primer programa de Bonos Corporativos permitirá ordenar posición de corto plazo.** El programa pretende ordenar la posición de deuda (instrumentos de corto plazo) y oxigenar la posición corriente. En el caso particular de la emisión, ésta se va repagar con los ingresos correspondientes a la venta progresiva de la participación de Diviso Grupo Financiero en acciones de la BVL (fundamentalmente).

Aspectos Fundamentales

Reseña

Diviso Grupo Financiero S.A., (anteriormente NCF Inversiones S.A.), es una empresa holding que se dedica a invertir en valores mobiliarios emitidos por empresas nacionales y extranjeras, comprar, vender, arrendar y realizar cualquier acto jurídico sobre la adquisición de acciones, participaciones, depósitos, títulos valores, títulos de renta fija o variable, instrumentos financieros, bonos, opciones, cuotas de fondos mutuos o de inversión, instrumentos de propiedad, instrumentos de deuda o derivados, y participar en todo tipo de proyectos, ya sea de forma individual o asociada, en el país o en el extranjero. Adicionalmente, organizar y constituir todo tipo de sociedades y adquirir acciones o participaciones de otras actividades, cualquier sea su tipo o naturaleza.

Durante el año 2013, las denominaciones sociales del conglomerado y de algunas de sus subsidiarias fueron cambiadas, de tal forma que NCF² Inversiones S.A. pasó a llamarse Diviso Grupo Financiero S.A., en adelante "Diviso". El cambio de denominación social fue motivado por cuestiones de posicionamiento, ya que se pensó que 'Diviso' tendría un mejor impacto en los clientes potenciales.

Cabe comentar que NCF Inversiones S.A., constituida el 02 de diciembre del 2004, fue conformada como un conglomerado financiero mixto tras la fusión por absorción de Grupo NCF S.A., la cual fue disuelta, más no liquidada, a fin de que NCF Inversiones S.A. continuase con sus labores. Dicha fusión fue ejecutada el 27 de julio de 2011, integrándose la totalidad de los activos, pasivos y patrimonio de Grupo NCF S.A. a NCF Inversiones S.A.; y la inscripción en Registros Públicos se efectuó el 27 de octubre de 2011.

Grupo NCF S.A. fue fundada en abril del 2003, efectuándose su inscripción el 05 de mayo de ese año. Desde un comienzo, la empresa estuvo dedicada a las microfinanzas y a las inversiones en valores mobiliarios, desempeñándose así en el Sector Financiero y Mercado de Valores. Es por ello que es supervisada por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) y la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). Asimismo, la empresa lista en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) desde el 17 de septiembre de 2007.

² Negocios, Contactos y Finanzas

Subsidiarias

A diciembre de 2015, Diviso tenía participación de control en las siguientes empresas:

EMPRESA	PARTICIPACIÓN	ACTIVIDAD	INICIO DE OPERACIONES
Financiera Credinka S.A. (antes Financiera Nueva Visión S.A.)	81.69%	Entidad microfinanciera especializada en créditos a la micro y pequeña empresa, banca personal e inclusión de comunidades andinas al sistema financiero, con presencia en 12 regiones del país.	Feb 1994
Diviso Fondos SAF S.A.	99.99%	Entidad dedicada a la administración de fondos mutuos y de inversión en valores públicos y/o privados, para lo cual cuenta con la autorización de la SMV.	Mar 2008
Diviso Bolsa SAB S.A.	99.99%	Entidad que realiza labores de intermediación bursátil, para lo cual cuenta con plataformas virtuales tales como el NYSE y TSX, y con el permiso de la SMV.	Feb 2010
NCF Consultores S.A.	99.99%	Empresa dedicada a la prestación de servicios de asesoría jurídico, contable, y de soporte tecnológico, a las empresas miembros del Grupo Diviso.	Nov 2006
NFC Servicios Compartidos S.A	84.54%	Empresa tiene por finalidad prestar servicios de asesoría y consultoría en materia tributaria, legal, contable, valorización, entre otros. Presta servicios a empresas del Grupo.	Jun 2014

Fuente: Diviso Grupo Financiero S.A. / Elaboración: PCR

Diviso ya no posee participación en las empresas NCF Valores S.A., NCF Inmobiliaria S.A., y en los fondos de inversión Inmobiliaria NCF y Alpha Ciudad Satélite La Castellana NCF. Ello, dada la fusión por absorción simple de las dos primeras, aprobada en Junta General de Accionistas realizada el 14 de marzo de 2014, siendo Diviso la empresa absorbente y titular universal de las empresas absorbidas. Dicha fusión se realizó con el fin de consolidar las operaciones financieras de las subsidiarias, y de mejorar la eficiencia financiera del grupo. Por su parte, los fondos de inversión fueron enajenados por el grupo a la fecha de corte evaluada.

Adicionalmente, en el año 2014, Financiera Nueva Visión S.A. se sumó al grupo, mediante ruedas de bolsa de los días 04, 15, 16 y 28 de abril, en los que Diviso adquirió de manera directa el 73.82% de sus acciones. Al cierre de 2014 ya poseía el 99.19% de las acciones. Con ello, Diviso espera poder consolidar sus operaciones en la región sur del país. Es preciso indicar, que la financiera venía operando como edpyme hasta el 03 de octubre del 2013, fecha en la que recibió la autorización de la Superintendencia de Banca, Seguros, y AFPs (SBS) para convertirse en Financiera. La SBS dio su consentimiento para la compra de acciones mediante Resolución SBS N°2131-2014, el 07 de abril en principio para el 24.99% de las acciones, y luego con la Resolución SBS N°2281-2014, el 23 de ese mismo mes para la adquisición total del capital social de la financiera.

Se debe señalar que las acciones de Financiera Nueva Visión adquiridas por Diviso estuvieron valorizadas en S/. 30.00 MM; para cubrir dicho monto, Diviso realizó la emisión y colocación de dos instrumentos de corto plazo (ICPs), uno de ellos por un valor de S/. 15.00 MM, y el otro por S/. 10.00 MM. Cabe aclarar que la emisión de ICPs se debió fundamentalmente a un tema de plazos y no por falta de liquidez. El saldo restante fue cubierto con el préstamo de dos subsidiarias: Diviso Fondos, la cual otorgó S/. 3.00 MM, y Diviso Bolsa, con S/. 2.5 MM. Ambos préstamos fueron cancelados con los dividendos recibidos entre abril y mayo de 2014, por un valor de S/. 1.80 MM; y un mes después, con el cobro de una cuenta por cobrar valorizada en S/. 4.20 MM. Asimismo, en junio, se vendió la participación en 10 fondos de inversión inmobiliarios, recibiendo en pago en efectivo S/. 20.10 MM, los cuales, aunados al cobro de S/. 6.99 MM por una deuda previa, sirvieron para pagar los ICPs, que vencían en agosto 2014.

Con fecha 23 de diciembre de 2014, se aprobó la escisión de un bloque patrimonial de CRAC Credinka y su posterior absorción por parte de Financiera Nueva Visión, dicha escisión fue aprobada por la SBS mediante Resolución SBS N°4655-2015, emitida el 14 de agosto de 2015. Como consecuencia de esta absorción del bloque patrimonial, la Financiera Nueva Visión emitió 57,124,527 acciones comunes a favor de los accionistas de CRAC Credinka, incrementando de esta manera el capital social de la financiera. Asimismo, en Junta General de Accionistas de diciembre de 2014, se aprobó el cambio de la denominación de la financiera a su denominación actual.

El 07 de abril de 2015, mediante Junta General de Accionistas, se aprobó la fusión del patrimonio remanente de CRAC Credinka posterior de la fusión con la financiera, el cual fue absorbido a título universal por NCF Servicios Compartidos.

Finalmente, en octubre del 2015 el Grupo adquirió el 25% del capital social de Edpyme Alternativa S.A. (4,298 acciones), una entidad orientada a la intermediación financiera dirigida al sector pequeña y microempresa, el importe pagado fue de US\$ 1.67 MM. Esta operación fue aprobada por la SBS mediante Resolución SBS N°2229-2015 de fecha 20 de abril de 2015.

El 17 de junio de 2015, la JGA aprobó la constitución de una empresa de seguros cuya denominación será "Trevia Compañía de Seguros S.A." teniendo como capital mínimo S/. 15.00 MM mediante el aporte principal de Diviso Grupo Financiero.

Con fecha 25 de noviembre de 2015, Diviso celebró un contrato de compra-venta de acciones con los accionistas de Caja Rural de Ahorro y Crédito Cajamarca S.A., para la adquisición del 87.0% del capital social de la referida Caja, quedando pendiente la autorización de la SBS, la misma que se otorgó en febrero de 2016. El monto pagado por dicha adquisición en febrero de 2016 ha sido de aproximadamente S/.14.37 MM. Esta adquisición está asociada a los lineamientos referentes a incrementar su participación en el sector dado que le permitirá llegar al norte del país.

Accionariado, Directorio y Estructura Administrativa

Al segundo semestre del 2015, el capital social de Diviso estuvo representado por 398'961,356 acciones comunes, cuyo valor nominal es de S/.0.40 cada una. La participación accionaria en el capital social al 2S2015, es como sigue:

ACCIONISTAS AL 31 DE DICIEMBRE DE 2015	
Andean Equity Financial LTD.	45.86%
NCF Consultores S.A.	17.19%
Blueslide Holdings SAC	10.60%
Bleauvelt Enterprises S.A.	8.59%
Cooperativa de Ahorro y Crédito Pacifico	5.23%
Otros	12.53%
Total	100.00%

Fuente: Diviso Grupo Financiero S.A. / Elaboración: PCR

Una de las fortalezas de Diviso Grupo Financiero es contar con Directores de vasta experiencia en el sector. Es así que cada uno de ellos ha ocupado puestos de gran envergadura en grandes empresas tanto en el ámbito local como extranjero, asimismo, actualmente se desempeñan como directores de las siguientes empresas: Bolsa de Valores de Lima, Cavali, Bolsa de Productos de Chile, Procapitales, Gremco, Grupo Armco, Sider Perú, entre otros. De otro lado, durante el segundo semestre del 2015 se realizaron cambios en la composición de los miembros del Directorio, ingresando los Señores Joaquín Costa y Jorge Ouchida. Ambos cuentan con vasta experiencia empresarial ocupando puestos de gran relevancia en instituciones extranjeras. Cabe recalcar que cuatro de los siete miembros del Directorio de Diviso son directores independientes.

Por el lado de la plana gerencial, cabe mencionar que está presentando modificaciones debido a los cambios en el Grupo tras los procesos de fusiones y adquisiciones que le permiten incrementar su participación en el mercado. Al segundo semestre, la plana gerencial está compuesta de la siguiente manera.

ESTRUCTURA ORGANIZATIVA			
DIRECTORIO		PLANA GERENCIAL	
Luis Baba N.	Presidente	José F. Romero Tapia	Gerente General
José F. Romero T.	Primer Vicepresidente	Carlos F. Izaguirre Castro	Gerente de Desarrollo
Richard Ch. Webb D.	Segundo Vicepresidente	Jesús J. Espinoza Zavala	Auditor Interno
Walter G. Galdos J.	Director		
Francisco J. Tovar G.	Director		
Joaquín E. Costa.	Director		
Jorge A. Ouchida Noda.	Director		

Fuente: Diviso Grupo Financiero S.A. / Elaboración: PCR

Hechos Posteriores

El 25 de febrero de 2016, a través de la resolución SBS N° 946-2016, se autoriza a Diviso la adquisición de acciones por encima del 10% y hasta el 100% del capital social de Caja Rural de Ahorro y Crédito Cajamarca S.A. A partir de la cual se procedió a ejecutar la compra de 11,427 acciones de CRAC Cajamarca, que equivalen a una participación del 83.52% en su capital social.

Con fecha 19 de marzo del 2016 se informa a la SMV que el día 11 de marzo del 2016 se realizaron tres cambios en el accionariado, los cuales son: (i) Bleauvelt Enterprise S.A. aumenta su participación de 8.59% (diciembre 2015) a 8.61%. (ii) NCF Consultores S.A. disminuyó su participación de 17.19% a 11.65%. (iii) Maj Invest Financial Inclusion Fund II K/S (Fondo Danés cuya finalidad es invertir en empresas microfinancieras), adquiere una participación del 9.99% de las acciones de Diviso.

Gobierno Corporativo

Diviso Grupo Financiero ha sido reconocido por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), por el cumplimiento de altos estándares de Gobierno Corporativo, en los años 2008, 2013, 2014 y 2015, encargándose en éste último año a PCR la validación de la información vertida por el cliente en el cuestionario de 31 principios que la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) solicita se complete. PCR le dio un puntaje final de 96.84%, superando la valla mínima de 75% establecida según la metodología de validación de la BVL; con ello, el Grupo ha superado con éxito el primer criterio de validación. Asimismo, Diviso cumple con 81 de las 87 recomendaciones obtenidas en los 31 principios del Código de Buen Gobierno Corporativo.

El caso de Diviso fue uno de los cuatro casos emblemáticos comentados en el libro *Gobierno Corporativo para empresas peruanas, Casos de Buenas Prácticas*, publicado por el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) y la BVL como cierre del Programa de Fortalecimiento de Gobierno Corporativo, en el cual Grupo Diviso participó en el 2010.

Estrategias

Diviso Grupo Financiero tiene como visión ser uno de los principales grupos financieros del Perú; es por ello que para el año 2018, planea consolidarse como el cuarto grupo financiero del país al tener más de USD 5,000.00 MM en gestión de activos. Para lograrlo, las inversiones y el crecimiento organizacional de los próximos años estarán enfocados en el sector financiero y el mercado de capitales. Puntualmente, la estrategia comercial de Diviso está orientada en potenciar las sinergias del portafolio de productos que representan las empresas en conjunto.

Valor Razonable

Con la finalidad de proporcionar a sus accionistas información completa sobre el verdadero valor de la empresa, así como de sus subsidiarias, el holding realiza periódicamente una evaluación del valor razonable³ de todas sus empresas.

A diciembre de 2015, el indicador global de Diviso fue de 1.83 veces, inferior al obtenido a diciembre 2014 (2.01 veces). Cabe señalar que la empresa subsidiaria que registró el valor más alto fue Financiera Credinka (2.00 veces). Es de indicar que su patrimonio tiene la mayor significancia dentro del patrimonio total (valor de la participación) del grupo (62.02%). Otras empresas que presentaron ratios de capital invertido importantes fueron Costa Mar Pacifico FI (2.94 veces, 16.74% del patrimonio), secundado por Miraflores NCF FI (2.37 veces, 10.09% del patrimonio) y por Diviso Fondos (1.98 veces, 9.11% del patrimonio del grupo); las demás empresas presentaron ratios lejanos a los mencionados, pero se rescata el que estos se encuentren cerca de la unidad, salvo por el caso de NCF Servicios Compartidos (-0.22 veces).

Subsidiaria	VALOR RAZONABLE POR EMPRESAS SUBSIDIARIAS Y RELACIONADAS							
	Costo Histórico (MM \$/.)		Valor Razonable (MM \$/.)		Participación (%)		Múltiplo de capital invertido (veces)	
	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15	dic-14	dic-15
Credinka S.A.	32.59	81.70	152.6	87.36	77.95	81.69	3.65	2.00
Financiera Nueva Visión S.A.	54.88	-	59.44	-	99.19	-	1.07	-
Diviso Fondos SAF S.A.	13.1	13.10	25.84	12.82	99.99	99.99	1.97	1.98
Diviso Bolsa SAB S.A.	16.1	16.10	20.58	2.94	99.99	100.00	1.28	1.18
NCF Servicios Compartidos	-	2.07	-	0.46	-	84.54	-	1.22
NCF Consultores S.A.	-0.39	44.46	-0.15	-9.98	99.99	100.00	0.39	-0.22
Bolsa de Productos de Chile	1.52	1.52	12.78	-0.04	10.66	10.66	0.9	0.97
Edpyme Alternativa	-	5.53	-	-1.31	-	25.00	-	0.76
Otros*	16.92	22.48	154.67	37.79	-	-	2.73	2.68
TOTAL	135.81	186.96	426.65	130.05			2.01	1.83

*Refiere a dos fondos de inversión relacionados a Diviso, en los que éste invierte.

Fuente: Diviso Grupo Financiero S.A. / Elaboración: PCR

Se debe comentar que la participación de Diviso en Financiera Credinka consiste en 81.69% de las acciones adquiridas de forma directa. Cabe señalar que a la fecha de evaluación, el capital social de Financiera Credinka ascendía a S/. 104.68 MM, siendo su valor histórico de S/. 81.70 MM a ese mismo corte. La diferencia radica en el hecho de que la adquisición de acciones en Credinka se efectuó por mercado secundario desde el 2007 en adelante; asimismo, a las constantes capitalizaciones de resultados desde aquel entonces; y por último, a los incrementos de capital con nuevos aportes con prima de emisión.

Cabe mencionar que al 2S2015, el valor razonable de los instrumentos financieros menos su costo de adquisición ha originado una pérdida de S/.5.91 (pérdida de S/.7.02 MM al 31 de diciembre de 2014) que se ha reconocido en el rubro de "Cambios netos en el valor razonable de activos financieros a valor razonable con cambios en resultados" dentro del estado consolidado de resultado integrales.

Riesgos Financieros

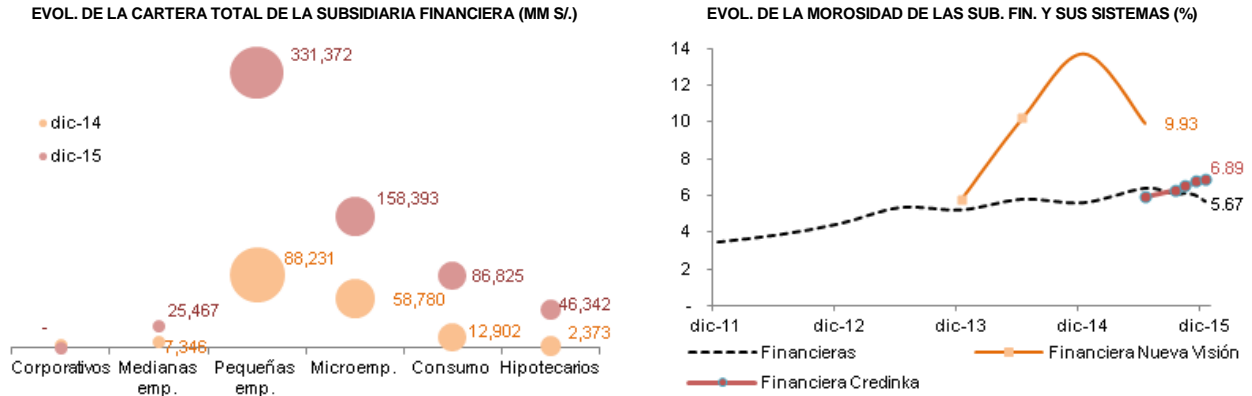
Riesgo de Crédito

El riesgo crediticio es el riesgo más significativo para el Grupo, por lo que se busca administrarlo adecuadamente, para lo cual la Gerencia ha establecido metodologías de control que proporcionan indicadores claves para administrar las exposiciones a riesgo crediticio, sobre estos indicadores se han definido los niveles de exposición adecuados para el Grupo, con aprobación del Comité de Riesgos y del Directorio; los resultados de las metodologías y el desempeño de los indicadores son monitoreados e informados periódicamente al Comité de Riesgos y al Directorio.

La exposición al riesgo crediticio de Diviso se origina por la posesión de la cartera crediticia de su subsidiaria Financiera Credinka. En ese sentido, con la finalidad de llevar a cabo una adecuada Gestión del Riesgo Crediticio, se adoptaron políticas que complementen y fortalezcan el proceso de admisión y seguimiento de los créditos, alineados a los niveles de apetito y tolerancia al riesgo aprobado por el Directorio. Estas políticas cubren las etapas de gestión del riesgo de crédito, identificación, medición, evaluación, control, tratamiento, reporte y monitoreo. Dichas etapas han sido definidas por cuantificación del riesgo de crédito con diversas metodologías y modelos, tales como el análisis de cartera; análisis de cosechas; análisis de supervivencia; matrices de transición; estimación de la probabilidad de default de la cartera de créditos; impacto del estrés de cartera; seguimiento de los niveles de requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito; seguimiento diario de la morosidad, cobertura y provisión; administración del riesgo de sobreendeudamiento; y administración del riesgo cambiario. Asimismo, se realizan análisis específicos de amortizaciones y cancelaciones por tramos de mora (para agencias y tipo de crédito); análisis de las migraciones de tipos de crédito; análisis de retención de clientes; análisis de créditos nuevos (bancaizados y no bancaizados) y recurrentes; reactivación de castigos; análisis de los prepagos y fuga de cartera por compra de deuda; análisis de mora por sectores; análisis de recuperaciones por tramos de morosidad; análisis de impacto sectorial; entre otros.

³ Múltiplo de Capital Invertido: Valor razonable / Costo histórico

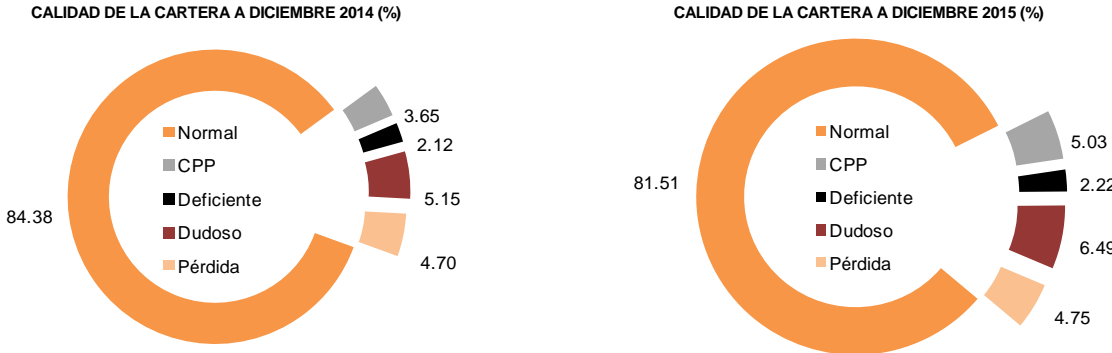
Al 2S2015, la cartera total neta de dicha entidad ascendía a S/.619.32 MM. De esta manera, el rubro Cartera de créditos, neto sostiene el 54.00% de los activos totales de Diviso, convirtiéndose en su activo más importante. Las colocaciones directas de Financiera Credinka ascendieron a S/.649.44 MM y se sostuvieron básicamente en los créditos a pequeñas empresas (51.02%), microempresa (24.39%), y consumo (13.37%). Asimismo, las colocaciones en estos segmentos presentaron un crecimiento desde setiembre a diciembre 2015 de 2.86%, 4.57% y 5.15%, respectivamente. En general, este impulso estuvo estrechamente ligado al mayor dinamismo producto de la unión de la cartera de Crac Credinka y Financiera Nueva Visión, aunado al desempeño de la fuerza de ventas, sobre todo en plazas rurales, a fin de captar clientes nuevos; así como a las estrategias de seguimiento a clientes recurrentes; y a la recuperación de antiguos.



Fuente: Diviso Grupo Financiero S.A. / Elaboración: PCR

La cartera directa de Financiera Credinka exhibió una morosidad de 6.89% mostrando un resultado superior del sub sistema de empresas financieras, que ascendió a 5.67% en el mismo corte de evaluación. Como parte de este análisis se desprende que el ratio obtenido es resultado del alto nivel de cartera atrasada proveniente de Financiera Nueva Visión y que se evidencia en un ratio de morosidad histórico siempre por encima del sistema de financieras. Asimismo, se puede inferir que el desempeño a futuro de la morosidad de Financiera Credinka obedecerá a la gestión de riesgos, que deberá buscar mantenerse al margen de la tendencia de su segmento financiero. Por su parte la cartera deteriorada⁴ registró un nivel de 9.73%, nivel que se ubicó superior al 7.04% obtenido como promedio del total de empresas financieras. A fin de mejorar los niveles de cartera deteriorada, se identificaron debilidades en el proceso de admisión, las mismas que buscarán ser controladas con diferentes medidas en la parte de evaluación.

Es preciso mencionar que antes del proceso de integración, CRAC Credinka buscaba aminorar las repercusiones negativas expuestas con la creciente morosidad del sistema de CRAC's. Como medida, la Unidad de Riesgo Crediticio, Mercado y Liquidez vino realizando seguimiento permanente y agresivo de clientes, identificación de muestras de deterioro temprano, aplicación de campañas de reprogramación y refinanciamiento, aplicación de facilidades de pago por medio de descuentos con y sin acuerdo extrajudicial, incremento de la plaza de gestores, fortalecimiento de los criterios de admisión, entre otros. Además, realizó el monitoreo del portafolio crediticio mediante el seguimiento de la cartera atrasada de forma diaria y de aquellos clientes que generan mayor impacto en el gasto de provisión a través de la "Unidad de Seguimiento". Se espera que estas medidas aplicadas mantengan su continuidad luego del proceso de integración y favorezcan los resultados futuros en términos de riesgo crediticio.



Fuente: Diviso Grupo Financiero S.A. / Elaboración: PCR

Para el cierre del 2015 las provisiones en la Financiera se situaron en S/.58.03 MM, reflejando un incremento de 5.32% con respecto a setiembre 2015 (mes de inicio de la fusión). Se entiende que este impulso tiene fundamento en el incremento de la cartera atrasada, y por ende en la clasificación regulatoria. En ese sentido, los créditos clasificados en la categoría Normal,

⁴ Equivale al Ratio de Cartera Deteriorada = Cartera Deteriorada (Atrasados + Refinanciados y Reestructurados)/Cartera Directa

luego de la integración, se ubicaron en 82.88% del total de la cartera (cierre del 2014: 84.34%⁵), por debajo del 86.86% obtenido por el promedio de empresas financieras. Así, la cartera crítica de Financiera Credinka representa el 12.44% (cierre del 2014: 11.97%), mientras que del promedio de Financieras es de 9.37%. El incremento responde al sinceramiento de la cartera proveniente de Financiera Nueva Visión que presentaba elevados niveles de morosidad antes del proceso de fusión. Con lo mencionado podemos afirmar que la empresa ha estado mostrando ineficiencias en la gestión del riesgo de crédito sobre todo al momento de la generación de la colocación, lo que permitió presentar elevados indicadores de morosidad y cartera crítica. Ante lo cual, la Gerencia de Riesgos y la Gerencia General nos indicaron que se han tomado las medidas necesarias para revertir estas situaciones y poder realizar un mejor control en la gestión del riesgo de crédito. Por otra parte, en cuanto a la cobertura de la cartera deteriorada, no se muestra holgada dado que sólo abarca un 91.85%, presentándose en desventaja con respecto al indicador del sector que fue de 123.08%, asimismo, refleja una contracción en comparación con setiembre 2015, el cual fue de 98.82%.

Como resultado, la totalidad de la cartera neta de Diviso Grupo Financiero a diciembre 2015 es de S/.569.11 MM, presentando un incremento de 3.43% con respecto a diciembre 2014 (S/.550.25 MM). Asimismo presenta un ratio de cartera atrasada de 7.86%, y un ratio de cartera deteriorada de 11.10%. El primero reflejó una leve mejora con relación al cierre de 2014 pues en dicho periodo se ubicó en 7.99%. Con respecto al segundo, este mostró deterioro dada que para el 2014 se ubicó en 10.05%.

Riesgo de Liquidez

Diviso está expuesto al cumplimiento de pagos de sus obligaciones financieras, principalmente por la emisión de los ICPs⁶, por tal razón controla su liquidez requerida mediante una adecuada gestión de los activos y pasivos, así como el control de indicadores internos de liquidez (alertas para lograr el calce entre el flujo de ingresos y pagos futuros). Cabe mencionar que se cuenta con una posición de liquidez estructural (activo disponible) que le permite afrontar posibles requerimientos de liquidez no esperados, por tal razón, se monitorea permanentemente las reservas de liquidez basada en proyecciones del flujo de caja.

Diviso cuenta con inversiones que se concentran en instrumentos financieros (valores negociables) de elevada calidad y liquidez que pueden ser realizados (vendidos) en el muy corto plazo. Una de las principales fuentes de liquidez es el cobro de dividendos en efectivo del portafolio de inversiones de Diviso, que prioriza en la selección de sus alternativas de inversión a las acciones de empresas con una adecuada Política de Dividendos.

La exposición al riesgo de liquidez, también se presenta a través de sus entidades subsidiarias, principalmente Financiera Credinka. En consecuencia, para medir el grado de exposición al riesgo de liquidez del grupo, una *proxy* son los indicadores de las subsidiarias.

Al cierre del 2015, Financiera Credinka mostró un ratio de liquidez⁷ en MN de 19.74% y se ubicó ligeramente superior al obtenido por el total de empresas financieras (19.29%). Por su parte, el ratio de liquidez en ME es de 163.10% ubicándose muy por encima del ratio obtenido por el total de empresas financieras (100.01%). Por lo expuesto, se destaca que los ratios en MN y ME han tenido un desempeño holgado con respecto a las exigencias regulatorias. El resultado de los ratios obtenidos se da en línea con la implementación de menores tasas de encaje en MN, que pasaron de 20% en mayo 2013 a 6.50% a diciembre 2015. En el caso del encaje en ME, el BCRP adoptó medidas para desincentivar el financiamiento en dólares y acelerar el proceso de desdolarización del crédito, tal es así que el encaje se ubicó en 40.07% al cierre de 2015.

En relación al Ratio de Cobertura de Liquidez (RCL), el cual tiene por objetivo asegurar un adecuado nivel de activos líquidos de alta calidad que pueden ser convertidos fácilmente en efectivo en situaciones de stress en un plazo de 30 días, la SBS ha definido como límite mínimo para el periodo 2014-2017 de 80% tanto para moneda nacional como extranjera, de 90% para el 2018 y de 100% a partir del 2019. De esta forma a diciembre de 2015, el RCL de Financiera Credinka cubre de manera holgada los límites establecidos, siendo de 118.20% MN y 150.00% en ME.

Al 2S2015, Diviso registró activos por un total de S/.1,053.85 MM, es decir S/.63.04 MM (+6.36%) más de lo alcanzado al cierre de 2014. Este movimiento estuvo avalado por el impulso en las Cuentas por Cobrar a Terceros (+87.54%, +S/.33.61 MM), Cartera de créditos neta (+3.43%, +S/.18.85 MM), Inversiones a valor razonable con cambios en resultados (+13.11%, +S/.10.32 MM), entre otros rubros que tuvieron un menor incremento. No obstante, se observó una disminución en el disponible de S/.7.30 MM (-4.50%). Respecto a esta cuenta, merece indicar que el saldo totaliza S/.155.08 MM, de los cuales S/.125.38 MM corresponden a saldos en depósitos en el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), S/.15.61 MM en Caja y Fondos Fijos, y por último S/.14.08 MM en depósitos en Bancos y otras instituciones financieras. Cabe mencionar que la disminución con respecto al 2014 se debe principalmente a la disminución en los depósitos en el BCRP, por lo cual para el cierre del 2015, el saldo incluye un depósito overnight por US\$16.00 MM, y para el 2014 se contaba con dos depósitos overnight ascendentes a US\$ 18.50 MM y otro depósito adicional de S/.5.00 MM.

Por el lado de las Cuentas por cobrar a Terceros, el aumento responde básicamente a las cuentas por cobrar originadas por la Subsidiaria NCF Consultores quien firmó dos contratos de "Transferencia de Cuotas de Participación" con personas naturales el

⁵ Según cálculos de PCR considerando la cartera Normal de Financiera Nueva Visión y CRAC Credinka. Se debe recordar que el proceso de fusión de ambas entidades se dio en el año 2015.

⁶ Instrumentos de corto plazo.

⁷ Promedio mensual de los saldos diarios de los activos líquidos (MN o ME) dividido entre el promedio mensual de los saldos diarios de los pasivos de corto plazo (MN o ME). Las instituciones financieras deben mantener un ratio mínimo de 8% en MN y de 20% en ME.

día 27 de febrero de 2015, mediante el cual vendió 2,070 cuotas de participación del fondo "Alternativas Latinas Fondos de Inversión" por US\$ 6.90 MM (equivalente a S/.21.35 MM). Estas ventas están representadas en facturas por cobrar con fecha de vencimiento hasta el 31 de julio de 2016 (fecha límite), asimismo, generan intereses a una TEA del 12% y cuentan con garantías mobiliarias. En ese sentido al 2S2015, esta operación totaliza una cuenta por cobrar en S/.25.88 MM. Otro concepto que también influye en el incremento del rubro, corresponde a depósitos en garantía restringidos que aumentan en S/.5.93 MM debido a cuatro depósitos a plazo mantenidos por el Grupo a favor de la SMV y Cavali.

El impulso de la cartera de créditos neta se debe a mayores créditos directos vigentes de la Financiera que se incrementaron en S/.18.10 MM, respaldada con garantías recibidas de clientes, que en su mayoría corresponden a hipotecas, prendas industriales, fianzas, entre otros. Cabe recalcar que los créditos refinanciados y en cobranza judicial presentaron tendencia creciente en S/.7.14 MM y S/.3.45 MM, respectivamente. Ello coadyuvó al mayor reconocimiento de provisiones para créditos de cobranza dudosa en S/.2.27 MM. Por el lado de los créditos vencidos, estos disminuyeron en S/.2.71 MM.

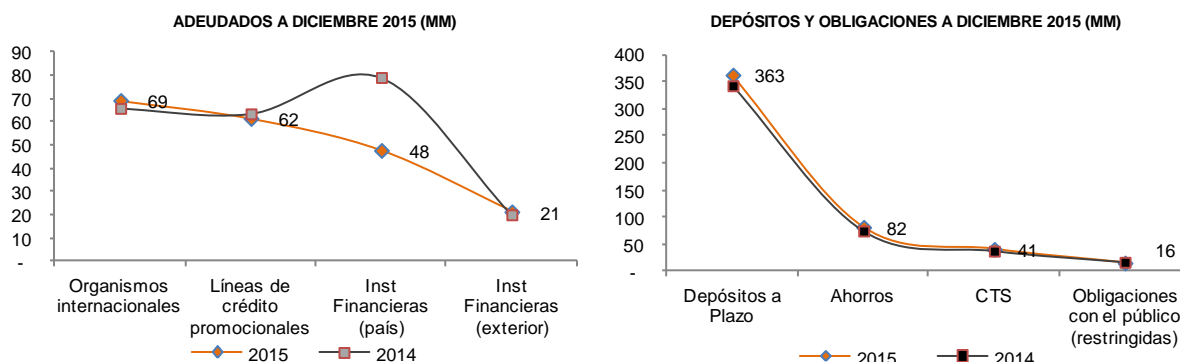
Las Inversiones a valor razonable con cambios en resultados de Diviso y de sus subsidiarias, totalizaron en S/.89.04 MM, incrementándose en S/.10.32 MM con relación al cierre de 2014. Dichas inversiones refieren en amplia medida a los fondos de inversión administrados por la subsidiaria Diviso Fondos SAF. Así, su composición está dada por: Acciones locales, Participación en Fondo de inversión, ICP's, Fondos Mutuos, entre otros. Al cierre de diciembre 2015, su incremento se explica por (i) la suscripción de 1,386 y 10,000 cuotas de participación en el Fondo de Inversión Alternativas Latinas y Fondo de Inversión en Acreencias, respectivamente (ambos administrados por Diviso Fondos SAF); siendo el valor cuota de S/.9,410.96 y de S/.100.00, respectivamente; que totalizaron al cierre de 2015 en S/14.04 MM, (ii) Incremento de inversiones en Instrumentos de Corto Plazo por S/.7.15 MM, y (iii) Crecimiento de Fondos mutuos de inversión en valores en S/.4.53 MM, que incluyen cuotas de participación suscritas en Diviso Flexible Dólares y Diviso Extra Conservador Soles. Asimismo, las acciones reflejan una contracción de S/.15.55 MM con respecto al año 2014; la composición del saldo está dado por: acciones de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) por S/.55.71 MM y de Volcan Compañía Minera por S/.0.57 MM.

Como inversiones propias del holding se cuentan las siguientes empresas y fondos de inversión:

TIPO DE INVERSION	EMPRESA	PARTICIPACION	ACTIVIDAD	INICIO OPERACION
Disponible para la venta	Miraflores NCF Fondo de Inversión	48.49%	Fondo de Inversión Inmobiliario.	dic-10
Disponible para la venta	Costa Mar Pacífico Fondo de Inversión	26.78%	Fondo de Inversión Inmobiliario.	dic-11
Inversión en Asociadas	Bolsa de Productos de Chile	10.66%	La Bolsa de Productos Agropecuarios S.A. es una sociedad anónima abierta especial, punto de encuentro entre el mundo agrícola y el financiero.	2005
Inversión en Asociadas	Edpyme Alternativa	25.00%	Institución de Microfinanzas	1992

Fuente: Diviso Grupo Financiero S.A. / Elaboración: PCR

Por el lado del pasivo corriente, este totalizó en S/. 695.55 MM, incrementando en S/.43.31 MM (+6.64%) con respecto a diciembre 2014. Ello se sustenta en los depósitos de ahorros y otras obligaciones en Financiera Credinka, que están vinculados a captaciones del público y empresas, y se ubicaron en S/.512.82 MM, siendo mayor en 6.04% (+S/.29.22 MM) con respecto al cierre de 2014. Así, el 98.57% de los depósitos fueron captados por Financiera Credinka. La composición del rubro está dada principalmente por: Depósitos a plazo, ahorros y compensación por tiempo de servicios que corresponden en 70.79%, 15.92% y 7.97%, respectivamente con respecto al total del rubro financiero. El aumento presentado refiere a mayores depósitos a plazo por S/.19.72 MM (+5.74%). Con respecto a la temporalidad de la composición de los depósitos a plazo, se observa una mayor concentración en los estipulados de 3 meses a 1 año, los cuales tienen una participación de 46.24%, y los referentes a menores de 3 meses que participan con 27.20%. Ante ello, cabe mencionar que estos últimos han presentado una adecuada gestión dada la reducción de los depósitos más exigibles (3 meses) que para el 2014 representaban el 36.52% del total.



Fuente: Diviso Grupo Financiero S.A. / Elaboración: PCR

Los adeudos y obligaciones financieros totalizaron en S/.168.51, reconocidos en el pasivo corriente, aumentando en S/.12.85 (+8.25%) con respecto a diciembre 2014. Esta variación se explica por mayores obligaciones con organismos internacionales, entre ellos Triodos Investment Management (subordinados y senior), Responsibility Global Microfinance Fund y Microfinance Enhancement Facility (MEF). Ambos conceptos responden básicamente a contratos de canalización de recursos de Financiera Credinka. Asimismo, los instrumentos de corto plazo que reflejan tasas de interés anuales entre 5.0%, 5.8%, 6.0% y 6.15% y que

presentan en su integridad vencimiento corriente, totalizaron al cierre del 2015 en S/. 84.9 MM, presentando un crecimiento del 13.1%.

Para Financiera Credinka a diciembre 2015, el calce de liquidez⁸ reporta una brecha total y acumulada positiva para la mayor parte del horizonte de 1M a 12M, no obstante se puede apreciar un calce negativo importante en moneda nacional y extranjera en el periodo de 10-12M, debido principalmente a la mayor proporción de los pasivos designados en la simulación de escenarios de estrés y plan de contingencia. Posteriormente, se observa una brecha positiva para el periodo de 12M a más en moneda nacional. En ese sentido para dicho periodo se registra una brecha total y acumulada en soles de S/. 213.67MM y S/.139.99MM.

Riesgo de tipo de cambio

La exposición al riesgo de tipo de cambio proviene de las operaciones en dólares estadounidenses que efectúa el holding. Para su gestión, el grupo ha desarrollado un modelo VAR Cambiario, que establece límites a los indicadores que miden el control y reducción de su exposición al riesgo de tipo de cambio, así como generar alertas en caso estos no se cumplan. Asimismo, tanto el holding como las empresas dentro de éste han elaborado un análisis de sensibilidad que arroja el impacto que podría generar una variación considerable del tipo de cambio sol-dólar estadounidense en la utilidad neta. Según el siguiente cuadro, si el nuevo sol se hubiera revaluado/devaluado al 2S2015 en relación con el dólar estadounidense, manteniendo todas las variables constantes, el efecto en resultados del ejercicio antes de impuestos hubiera sido la siguiente:

Años	Incremento/ Disminución en TC	Efectos en Resultados antes de impuestos (S/.Milies)
2015	+ 5%	875
	- 5%	-791
	+10%	1,848
	-10%	-1,509
2014	+ 5%	883
	- 5%	-796
	+10%	1,863
	-10%	-1,521

Diviso considera que el impacto en los resultados causado por exposición al riesgo cambiario no es importante, por lo que mantiene la política de asumir dicho riesgo y cubrir posibles pérdidas con su generación neta. Por ello, la Gerencia General no considera necesaria la adquisición de instrumentos financieros derivados para la cobertura del riesgo de tipo de cambio. Asimismo, cabe mencionar que al cierre del 2014 y 2015, el grupo tiene posición activa neta en ambas monedas. Asimismo, esta diferencia en cambio neta originó para el 2015 una ganancia de aproximadamente S/.967 mil, sin embargo, para el 2014 se obtuvo pérdida por diferencia de cambio de aproximadamente S/.556 mil.

Riesgo de Tasa de Interés

Diviso considera que, de todas sus fuentes de exposición al riesgo de tasa de interés, la principal es la relacionada a los préstamos de corto plazo ya que devengan intereses a tasas fijas sobre el valor razonable del instrumento. No obstante, Diviso considera que dicha exposición es marginal puesto que tanto las tasas de interés actuales como las proyectadas son bajas.

Por otra parte, el financiamiento mediante la captación de recursos del público se efectúa por parte de Financiera Credinka. Estos son pactados a tasas de interés fijas, las cuales se basan en las tasas de interés referenciales dictadas por el BCRP, así como alineadas con el comportamiento del mercado, y reguladas debidamente por la SBS. Diviso no actúa como inversionista especulativo para el manejo de sus inversiones de excedente de liquidez.

Diviso tiene activos colocados en instituciones financieras de primer nivel, los cuales generan intereses a tasas de mercado. De manera similar, Diviso tiene contemplado dentro de su política de financiamiento, la obtención de recursos financieros mediante operaciones de reporte e ICPs a tasas fijas y plazos mayores a los 6 meses e inferiores al año.

Nuevamente, Diviso ha aceptado afrontar directamente su exposición al riesgo de tasas de interés, por lo que no adquiere productos derivados para su cobertura.

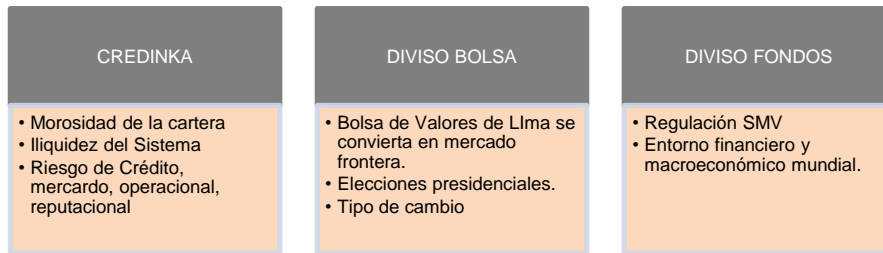
Riesgo de Precios

Diviso se encuentra expuesto al riesgo de precio debido a que sus subsidiarias Diviso Fondos SAF y Diviso Bolsa SAB, así como Diviso misma, efectúan inversiones en valores bursátiles. Para su gestión, tanto el holding como dichas empresas han hecho un esfuerzo por diversificar su portafolio a través de la aplicación de límites establecidos según su política de inversiones. Asimismo, el holding ha establecido un Comité de Inversiones, el cual está integrado por miembros designados por el Directorio, adicionalmente, siguiendo las políticas del Grupo, al menos uno de los integrantes del Comité tendrá la condición de independiente.

⁸ Fuente: Anexo N° 16-A SBS: Cuadro de liquidez por plazos de vencimiento.

Por otra parte, Diviso efectúa un análisis de sensibilidad de sus inversiones, para lo cual toma una muestra de las cotizaciones diarias de las acciones dentro de sus diversas carteras. Se evalúa el desempeño de dichas acciones en los últimos cinco años y el análisis se realiza en función a la volatilidad de la acción con respecto al S&P/BVL.

PRINCIPALES RIESGOS EN LAS EMPRESAS QUE CONFORMAN DIVISO GF



Fuente: Diviso Grupo Financiero S.A. / Elaboración: PCR

Soprote Patrimonial

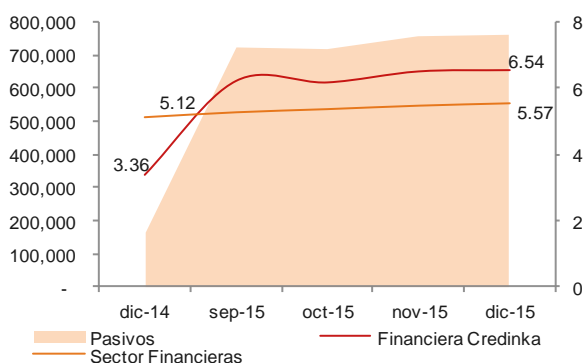
Al 2S2015, El Grupo Diviso disponía de un patrimonio de S/.184.04 MM, el cual se ha incrementado en S/.5.94 MM (+3.33%) respecto al cierre del año anterior. Ello tiene sustento en las siguientes situaciones que incrementan el patrimonio: (i) las acciones en tesorería, las cuales se presentan disminuyendo el patrimonio, y que para el cierre del 2015 presentan una contracción con respecto al 2014 (+S/.7.03 MM). (ii) El rubro descuento de emisión que totaliza en -S/.15.87, y corresponde a la diferencia entre el costo de adquisición de S/.43.30 MM y el valor nominal de estas acciones de S/.27.43 MM. Al cierre muestra disminución con respecto al año anterior (+S/.4.36 MM). (iii) Los resultados no realizados incrementaron en S/.5.27 MM debido a la mayor fluctuación de inversiones disponibles para la venta por S/.6.21 MM, neto de la menor fluctuación de inversiones en asociadas por S/.0.94 MM. Asimismo, el patrimonio se ve mermado por mayores resultados acumulados negativos al periodo de análisis que totalizaron -S/.28.91 MM (diciembre 2014: -S/.17.99 MM), esta situación se sustenta principalmente por la pérdida neta obtenida al cierre del 2015 que fue de -S/.15.56 MM. Ante ello, cabe recalcar que la pérdida total está distribuida en S/.12.88 MM y S/.2.68 MM, correspondientes a la matriz y al interés no controlador, respectivamente.

Diviso mantiene 68,582,647 acciones en tesorería a la fecha de corte (86,149,994 para diciembre 2014) y las cuales corresponden a la subsidiaria NCF Consultores S.A. mediante control indirecto. La disminución con respecto al periodo anterior se debe a la venta de 1,050,000 acciones (05.01.15) por S/.0.86 MM, y por la venta de 16,517,347 acciones (23.10.15) por S/.13.51 MM.

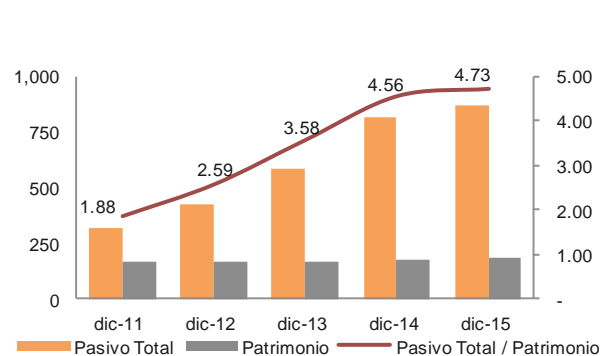
El ratio de apalancamiento fue de 4.73 veces, resultado mayor al alcanzado al cierre de 2014 (4.56 veces). Ello debido al incremento del pasivo. Cabe comentar que con respecto a los pasivos, estos tuvieron un aumento de S/.57.11 MM en comparación con diciembre 2014, siendo la Financiera Credinka quien reportó a la fecha S/.761.54 MM, muy superior al reportado a diciembre 2014 (S/.164.44 MM) tras el proceso de fusión entre CRAC Credinka y Financiera Nueva Visión; su ratio de apalancamiento fue 8.06 veces. El comportamiento de los pasivos de Diviso presenta mayor preponderancia en el corto plazo, donde se observa un incremento de S/.43.31 MM. Asimismo, el pasivo no corriente también incrementa en S/.13.79 MM (+8.60%) con respecto al cierre del 2014, ello se explica principalmente por las cinco emisiones de bonos corporativos dentro del marco de una oferta privada. Estos bonos reflejan pagos de intereses semestral con tasas de interés de 7.75%, 7.70%, 8.00% y 8.10%, y con vencimiento entre los años 2017 y 2018.

Por el lado de la fortaleza patrimonial es Financiera Credinka quien exhibe una mejor posición con respecto a todas las subsidiarias, asimismo, registra S/.116.65 MM (entre capital social y reservas), ubicándola en un nivel superior en el ratio de capital global con respecto al sector de financieras. Cabe comentar además que, el ratio de apalancamiento del grupo ha evolucionado de manera reciente en los últimos cinco años.

EVOLUCION RATIO DEUDA A CAPITAL CREDINKA (MM, %)



EVOLUCION DEL RATIO DE ENDEUDAMIENTO GRUPO DIVISO (MM, %)



Fuente: Diviso Grupo Financiero S.A. / Elaboración: PCR

En términos de patrimonio efectivo requerido para las subsidiarias del Grupo, este asciende aproximadamente a S/. 135.71 MM y que corresponde íntegramente a Financiera Credinka (para el cierre de 2014 se representó en S/.102.93 MM y S/.43.70 MM para CRAC Credinka y Financiera Nueva Visión, respectivamente). Al 31 de diciembre de 2015, el patrimonio efectivo del Grupo excede al Requerimiento de Patrimonio Efectivo en aproximadamente S/.58.46 MM. Al cierre del 2015, el Grupo viene cumpliendo con las Resoluciones SBS N° 2115-2009, N° 6328-2009, N° 14359-2009, Reglamentos para el Requerimiento de Patrimonio Efectivo por Riesgo Operacional, por Riesgo de Mercado y por Riesgo de Crédito, respectivamente, y modificatorias.

Resultados Financieros

Al 2S2015, los ingresos del Grupo Diviso totalizaron S/.610.15 MM, siendo mayor en S/.321.74 MM (+111.56%) que lo obtenido a diciembre 2014. Es de indicar que estos se sostuvieron fundamentalmente en la venta de valores negociables (a valor razonable) efectuada por Diviso Grupo Financiero y NCF Consultores, y que ascendió a S/.465.96 MM (76.37% de las ventas) logrando incrementarse en 197.12% (+S/.309.14 MM) respecto de diciembre 2014. La otra fuente de ingresos está relacionada con los ingresos financieros de Financiera Credinka (principal empresa del grupo) que registró ingresos por S/.137.80 MM es decir el 22.58% del total.

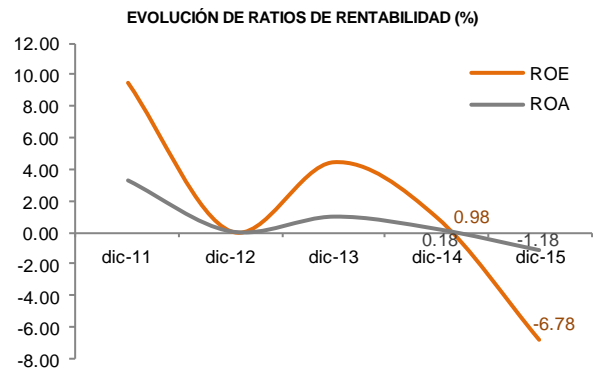
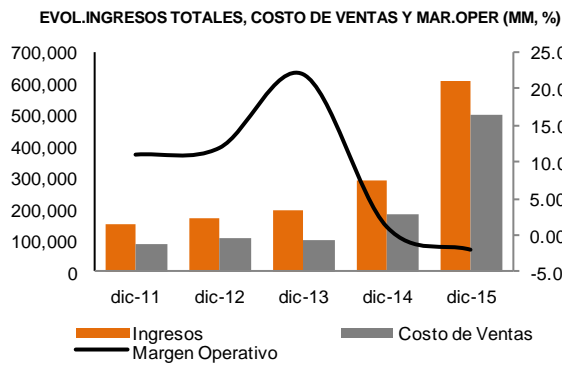
Por el lado de la Financiera, el impulso en ingresos fue de S/.90.93 MM (+194.0%) similar a lo obtenido al cierre del 2014. Este considerable crecimiento tuvo sustento fundamentalmente por la fusión entre Financiera Nueva Visión y CRAC Credinka; así, los intereses por créditos representaron el 99.35% del total y exhibieron un impulso de S/.90.67 MM (+196.08%), resultado estrechamente ligado al crecimiento de los créditos directos. Asimismo, cabe mencionar que previo a la fusión se realizó el sinceramiento de cartera de Financiera Nueva Visión que presentaba elevados indicadores de morosidad y cartera deteriorada, y también se presentó el cierre de algunas oficinas durante el 2015.

Así, la utilidad bruta totalizó S/.107.23 MM aumentando ligeramente en S/.1.45 MM (+1.37%) con respecto al 2S2014, debido al casi similar crecimiento que presentaron las ventas en comparación con el costo de ventas principalmente por las operaciones provenientes de aquellas subsidiarias que realizan operaciones con instrumentos financieros, es así que el margen que dejó las ventas de inversiones en valores con cambios en resultados fue sólo de S/.19.59 MM; ello como resultado de las ventas de acciones a un precio de mercado menor en comparación al valor de adquisición inicial (costo) de dichos instrumentos. Por lo mencionado, cabe recalcar que las operaciones provenientes de la Financiera proporcionan mayor resultado bruto. No obstante, para el corte de análisis se evidencia un descenso considerable en el margen bruto ubicándose en 7.99%, siendo para diciembre 2014 de 36.68%. En ese sentido, y considerando los incrementos en los gastos administrativos y la provisión de incobrabilidad, el resultado operativo reflejó pérdida en S/.12.16 MM, presentando deterioro en S/.15.40 MM (-475.36%) con relación al mismo corte del año anterior. Ello conllevó a que el margen operativo y neto se ubicaran en -1.99% y -2.55%, respectivamente (para el 2014 se ubicaron en 1.12% y 0.60%).

Por su parte, los gastos administrativos se situaron en S/.88.53, lo que significó un incremento de S/.14.15 MM (+19.02%), debido principalmente a: (i) mayores gastos de personal y directorio en S/.8.14 MM (primordialmente por sueldos y salarios), (ii) incremento en la depreciación y amortización de equipos e intangibles por S/.2.63 MM, y (iii) mayores servicios recibidos por terceros por S/.2.58 MM. En el caso de los mayores gastos de personal, ello se vio influenciado por el mayor gasto de personal que se dio en Financiera Credinka en razón al crecimiento de nuevos puntos de atención contemplados en el Plan de Expansión. Por otro lado, los mayores gastos por asesoría y consultoría principalmente por la fusión empresarial y el estudio de pre-factibilidad para la puesta en marcha de la Compañía de Seguros Trevia S.A. sustentaron los pagos a terceros.

Como consecuencia de lo detallado anteriormente el resultado neto reflejó pérdida de S/.15.56 MM, lo que significó un deterioro considerable con respecto al mismo periodo del año anterior (utilidad de S/.1.74 MM para el 2014). Ello fue resultado de los mayores costos de ventas que no permitió la presencia de un resultado bruto holgado para cubrir los mayores gastos de operación provenientes básicamente de los procesos de fusiones y estudios de pre factibilidad para el lanzamiento de una nueva empresa, todo ello impactó en pérdida operativa que también imposibilitó cubrir los gastos financieros y el impuesto a la renta. Por lo expuesto, se observa un debilitamiento de los indicadores de rentabilidad, mostrándose para el 2015 en pérdida. Así mismo, cabe recalcar que el EBITDA reflejó pérdida de S/.4.53 MM, frente a la utilidad alcanzada en S/.8.24 para el 2014. Lo que nos demuestra que para el 2S2015, el Grupo no ha sido capaz de generar suficientes recursos desde el propio core del negocio.

Ante lo mencionado, el Grupo ha dispuesto una serie de medidas para el año 2016 que le permitan generar recursos y poder así cumplir con las obligaciones según estas vayan venciendo. Entre las medidas más importantes tenemos: Venta de acciones de tesorería, y cobro de dividendos de subsidiarias y de la Bolsa de Valores de Lima, así como también de dividendos extraordinarios emitidos por Cavali. Asimismo, se dispondrá de los siguientes ingresos por la venta de inversiones en acciones, operaciones de absorción de NCF Consultores, entre otros, los cuales serán destinados para la realización de las operaciones propias del giro.



Fuente: Diviso Grupo Financiero S.A. / Elaboración: PCR

Instrumento Calificado

Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos de DIVISO Grupo Financiero

El programa establece la emisión de hasta por un monto máximo en circulación de S/.80.00 MM o su equivalente en dólares de los Estados Unidos de América. El Primer Programa tiene una vigencia de 6 años a partir de la primera Emisión de Bonos Corporativos (de hasta USD 2 MM). El Programa comprende una o más Emisiones de Bonos Corporativos, cuyos términos y condiciones se encuentran definidos en el prospecto marco. Los términos y condiciones de las Emisiones serán informados a los inversionistas a través de los Contratos Complementarios, los Prospectos Complementarios y/o los Avisos de Oferta correspondientes. Asimismo, cada Emisión podrá constar de una o más Series a ser definidas por las personas designadas para tal efecto por La Empresa e informadas a los inversionistas a través del Aviso de Oferta.

Es importante indicar que los recursos de repago del Primer Programa de Bonos Corporativos provendrán de la venta de activos a valor razonable de Diviso, fundamentalmente los vinculados a la BVL. De otro lado, los recursos obtenidos de la colocación de los bonos corporativos se destinarán a la sustitución de pasivos de corto plazo y nuevas inversiones. Las inversiones serán financiadas al 100% por los bonos corporativos durante el periodo 2015-2016.

Asimismo, debemos precisar que el flujo de ingresos alcanzado por la empresa (sometido al análisis de sensibilidad) no considera otras obligaciones financieras del grupo, es decir solo considera las obligaciones propias de la emisión.

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	Primer Programa
Serie	Una o más series
Monto del Programa	Hasta S/. 80,000,000.00
Plazo de emisión	Será definido en cada emisión.
Tipo de colocación	A la par, bajo la par o sobre la par dependiendo de las condiciones de mercado
Amortizaciones	Intereses pagaderos semestralmente, pago del principal al final del periodo
Emisor	DIVISO Grupo Financiero
Estructurador	DIVISO Bolsa
Representante de Obligacionistas	DIVISO Bolsa
Máximo monto de emisión	Hasta S/. 80,000,000.00
Opción de rescate	El Emisor podrá rescatar total o parcialmente los Bonos en cualquier fecha anterior a la Fecha de Redención, según sea especificado para cada emisión por el Emisor en los respectivos Contratos Complementarios y Prospectos Complementarios.
Garantía	Garantía genérica sobre el patrimonio de la Empresa
Resguardos Financieros	<ul style="list-style-type: none"> Ratio de Apalancamiento < 0.45 para todo el plazo del programa. Creación de Cuenta Escrow: En esta cuenta se depositará y se mantendrá el equivalente a un cupón de las emisiones vigentes para garantizar el pago de los intereses

Fuente: GSI / Elaboración: PCR

Con respecto al cumplimiento de covenants, para el cierre del 2015 se excedió el límite del ratio de apalancamiento, el cual considera las obligaciones adquiridas por la emisión de instrumentos de corto plazo y bonos corporativos que se encuentran en los estados financieros del holding. El indicador se situó en 0.50 veces siendo el límite 0.45 veces. Ante ello, la Gerencia comentó que si bien no existen penalidades ante el incumplimiento de resguardos financieros, para el 2016 no se contemplan nuevas emisiones y se tiene previsto cancelar en su respectiva fecha de vencimiento los ICP's emitidos, bajando dicho indicador. No obstante, PCR sugiere el monitoreo de los mismos a fin de llevar un control adecuado de las obligaciones contraídas y no comprometer otros fondos requeridos.

Al 31 de diciembre de 2015 se encuentran vigentes los siguientes programas y emisiones:

Instrumentos	Emisor	Programa	Tipo de oferta	Monto máximo	Emisión	Monto Colocado	F.Vencimiento
ICPs	Diviso G.F.	Décimo quinto	Privada	S/. 26,000,000	2da Emisión	S/. 15.0 MM	01abr.2016
ICPs	Diviso G.F.	Décimo sexto	Privada	S/. 30,000,000	1ra Emisión	S/. 10.0 MM	29.jul.2016
					2da Emisión	S/. 20.0 MM	24.sep.2016
ICPs	Diviso G.F.	Décimo séptimo	Privada	S/. 30,000,000	1ra Emisión	S/. 10.0 MM	20.oct.2016
ICPs	Diviso G.F.	Décimo octavo	Privada	S/. 30,000,000	1ra Emisión	S/. 30.0 MM	14.nov.2016
Bonos Corporativos	Diviso G.F.	Primer	Privada	S/. 80,000,000	1ra Emisión	US\$ 1.5 MM	26.sep.2017
					2da Emisión	S/. 13.0 MM	11.nov.2017
					3ra Emisión	US\$ 2.6 MM	25.may.2018
					4ta Emisión	US\$ 2.7 MM	30.sep.2018
					5ta Emisión	S/. 12.0 MM	30.abr.2018

Proyecciones

Diviso presenta un plan de expansión sustentado en el desempeño de sus tres principales pilares que son Diviso Fondos, Diviso Bolsa y Financiera Credinka (considerando su fusión con Financiera Nueva Visión). En ese sentido en el ámbito financiero la Holding prevé la venta para el año 2016 de algunos activos financieros (venta de la participación total en la BVL y liquidación de sus fondos inmobiliarios) y la incorporación de activos estratégicos vinculados al sector financiero buscando una integración corporativa (adquisición de alguna entidad microfinanciera).

Si bien la iniciativa de vender el paquete de acciones de la BVL es importante según lo comentado por Diviso, preocupa la posible re categorización del mercado bursátil peruano como mercado frontera por el proveedor de índices MSCI⁹. Esto podría entorpecer las negociaciones o devaluar el precio de las acciones de la Bolsa Peruana. En ese sentido PCR seguirá de cerca la decisión de MSCI al respecto. No obstante lo anterior, Diviso considera que la venta se daría a pesar de la decisión de MSCI sustentado en la necesidad estratégica de posicionamiento regional por parte de otras Bolsas como la mexicana y la brasilera, aunque reconoce una potencial pérdida de valor (ajuste en el precio de las acciones de la BVL).

Con respecto a la liquidez de los instrumentos a tranzar (repago de obligaciones), es de indicar que el paquete de acciones de la BVL es ilíquido; sin embargo es un paquete de acciones (8.22%) en posesión de Diviso que le da un asiento dentro del Directorio de la BVL lo que la convierte en una posición estratégica para un potencial comprador que exija participación y decisión. Los otros activos a vender son los fondos inmobiliarios Miraflores y Costa Mar Pacífico. Ambos desarrollos están ubicados al norte del país donde la oferta inmobiliaria se está expandiendo. En el caso de Costa Mar Pacífico ya ha venido buscando compradores y existe posibilidad de venta a una desarrolladora de proyectos importante. Por el lado de Miraflores, existe la posibilidad de venta por parte del Estado, puesto que el trazo de la carretera IIRSA Norte pasa por dicho proyecto por lo que se procederá con la expropiación (a valor de mercado). Diviso considera a estos activos como líquidos.

Otro aspecto importante a considerar de la emisión es el establecimiento de resguardos financieros. Para el programa se consideran dos *covenants*, el primero vinculado al apalancamiento. En ese sentido dicho ratio no podrá exceder de 0.45 veces el patrimonio durante la vigencia del programa. Al cierre de 2015 este ratio se ubica en 0.54 veces (considerando los EEFF individuales de Diviso, es decir solo a nivel de holding), para el 2014 se situó en 0.37 veces; en ese sentido, para el periodo en análisis, se presenta incumplimiento en el covenant. Ante esta situación y según lo indicado por la Gerencia, si bien ello no fue materia de penalidades para Diviso, para el 2016 no se contemplan nuevas emisiones pero si la cancelación a su vencimiento de los ICP emitidos con lo cual se cumple con dicho covenant. Por otro lado, se considera la creación de una cuenta recaudadora (*Escrow*) en donde se realizarán los depósitos equivalentes a un cupón de las emisiones vigentes para garantizar el pago de los intereses. De esta manera el Diviso pone en manifiesto su compromiso de pago con relación al programa analizado mitigando el riesgo de contraparte de la emisión.

Ya dentro del ámbito comercial se tiene previsto afianzar posicionamiento y ampliación de canales de venta de Financiera Credinka tras su lanzamiento realizado en setiembre de 2015. Asimismo, se espera establecer un cruce de productos con Diviso Fondos (fondos mutuos en MN y ME). Por otro lado, reconocer a aquellos clientes con potencial *upgrade* y poder ofrecerles una mayor gama de productos (productos cruzados).

Estas iniciativas permitirían que los ingresos de Credinka (principal subsidiaria de Diviso) pasen de S/.135.26 MM (2016) hasta los S/.173.77 MM (2018), mientras que su resultado operativo se expandiría de S/.17.78 hasta los S/.24.82 MM para el mismo lapso. Por su parte Diviso Bolsa pasaría de S/.1.63 MM a S/.2.33 MM, mientras que Diviso Fondos de S/.2.21 MM a S/.3.20 MM, ambos para el periodo 2016-2018 y considerando utilidad neta.

⁹ Morgan Stanley Capital International Index, provee índices sobre acciones, bonos y hedge funds, además es el principal proveedor de índices del mundo por cantidad de Bolsas de Valores que los emplean.

Diviso basa sus ingresos fundamentalmente en la venta de activos en cartera a valor razonable y en los dividendos que le generan sus subsidiarias. De esta manera para el 2016 se proyectó que los ingresos por venta de activos ascendieran a S/.76.38 MM, mientras que los ingresos por dividendos se ubiquen en S/.6.85 MM para ese año, y se espera que crezca en S/.11.74 MM para el año 2018. Del total de los ingresos por dividendos es Financiera Credinka la subsidiaria que registra una mayor participación registrando un estimado al 2016 del 41.78%, logrando al 2018 un 57.65% de participación de los ingresos por dividendos. Asimismo, se prevé el ingreso por préstamo de subsidiarias y la venta de capital de la subsidiaria NCF Consultores. Considerando todo lo anterior, el flujo de caja económico resulta positivo para todo el periodo de análisis (2016-2018). Y pasa de S/.40.57 MM (2015) a S/.56.58 MM (2018) alineado a la menor venta de activos en cartera.

Sobre la base de lo antes expuesto, se presentan los indicadores financieros en el contexto del escenario base, los cuales consideran los siguientes supuestos: (i) Venta total de las acciones de BVL y las cuotas de participación del fondo de inversión Alternativas Latinas para el año 2016. (ii) Venta de la participación total en los fondos NCF Miraflores y Costa Mar para el 2018. (iii) Realización de la venta del 18.5% de participación de Diviso Grupo Financiero para el 1T2016. (iv) A partir del 2016 no se realizarán emisiones de ICP y bonos corporativos, como parte de la estrategia de gestión de pasivos para dicho año; con ello, se espera disminuir la deuda de ICP el 2016 y sólo mantener los bonos corporativos. Y (v) Se espera reducir los gastos de la holding en S/50,000 anuales. Entre los más importantes.

INDICADORES ESCENARIO BASE						
Año	FCE / INTERESES		FCE / SERVICIO DE DEUDA		PROV. / MARGEN FINAN.	
2016		17.34		166		19.34%
2017		8.05		148		19.99%
2018		34.53		176		19.94%

FCE: Flujo de Caja Económico
 *Ratio correspondiente a Financiera Credinka (principal generador de dividendos del grupo)
 Fuente: DIVISO Grupo Financiero / Elaboración: PCR

Además, se considera un escenario ajustado, en donde Diviso vende el 50% del valor estimado de la venta de activos; asimismo se toma en cuenta un incremento constante del nivel de provisiones de Financiera Credinka del 20% por año, dado el sinceramiento de la cartera proveniente de Financiera Nueva Visión previo a la fusión. La disminución de la venta de activos tiene sustento en las estimaciones para el PBI (revisadas a la baja) del presente año y también consideran la volatilidad esperada para los siguientes años producto de la incertidumbre electoral.

Los impactos de las pruebas de tensión se aprecian con mayor fuerza en los niveles de cobertura, tanto a nivel de intereses como de servicio de deuda que se reducen para todo el horizonte proyectado aunque con mayor incidencia en el periodo (2016-2017). En ese sentido, el estrés sometido produce que el ratio de cobertura de servicio de deuda para los años mencionados, caiga por debajo del umbral de 1.00 veces recuperándose para el año 2018. Por otro lado el incremento de provisiones afecta el margen financiero y por ende en la utilidad de Financiera Credinka reduciendo su aporte en los dividendos de Diviso. No obstante lo anterior, los indicadores se comportan de forma adecuada no disminuyendo por debajo de la unidad (cobertura de deuda) y no excediendo el 30% (proporción provisiones margen financiero).

INDICADORES ESCENARIO MODERADO						
Año	FCE / INTERESES		FCE / SERVICIO DE DEUDA		PROV. / MARGEN FINAN.	
2016		13.08		0.80		23.21%
2017		8.05		0.67		23.99%
2018		17.19		1.14		23.93%

Fuente: DIVISO Grupo Financiero / Elaboración: PCR

Finalmente si se evalúa un escenario extremo, en donde se considera que se vende la tercera parte del valor estimado correspondiente a la venta de activos y además, se considera un incremento de las provisiones de 30%. El resultado es que todos los indicadores desmejoran con respecto del escenario base, y el intermedio. Al igual que en el escenario moderado, el ratio de cobertura de servicio de deuda se sitúa por debajo del umbral de 1.00 veces, y las provisiones tienen una mayor afectación sobre los dividendos del Grupo reduciendo el FCE ajustando indicadores de cobertura. Sin embargo es de considerar que este escenario es extremo y solo sirve para evaluar solvencia de los indicadores. A pesar de los resultados (más ajustados) no se aprecian deterioros mayúsculos a nivel de cobertura.

INDICADORES ESCENARIO EXTREMO						
Año	FCE / INTERESES		FCE / SERVICIO DE DEUDA		PROV. / MARGEN FINAN.	
2016		11.63		0.90		25.14%
2017		8.05		0.67		25.99%
2018		11.30		1.74		25.92%

Fuente: DIVISO Grupo Financiero / Elaboración: PCR

Observando en general todos los indicadores de Diviso Grupo Financiero, se aprecia que la mora se ha incrementado (Financiera Credinka), los márgenes se reducen y se registra un alto apalancamiento. Sin embargo en el caso de la Holding el flujo de caja indicaría que si puede afrontar las obligaciones provenientes de la emisión de bonos, sin embargo PCR se encuentra a la expectativa de que estos indicadores muestren visos de mejora en línea con los planes de acción del Grupo, asimismo es de destacar que se realizará el seguimiento correspondiente en el siguiente informe.

Anexo

DIVISO GRUPO FINANCIERO S.A.	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
En miles de nuevos soles					
Balance General					
Activo Corriente	419,364	509,856	644,925	829,749	885,622
Activo No Corriente	62,345	76,961	106,051	161,053	168,224
Activo Total	481,709	586,817	750,976	990,802	1,053,846
Pasivo Corriente	299,485	413,329	577,094	652,232	695,546
Pasivo No Corriente	14,765	9,950	10,078	160,464	174,257
Pasivo Total	314,250	423,279	587,172	812,696	869,803
Patrimonio	167,459	163,538	163,804	178,106	184,043
Estado de Ganancias y Pérdidas					
Ingresos Totales	150,243	169,664	193,734	288,410	610,146
Costo de Ventas	92,042	104,611	99,934	182,631	502,913
Gastos Operacionales (Adm y Ventas)	36,004	39,765	51,397	74,718	89,430
Utilidad Operativa	16,421	20,079	42,340	3,239	-12,158
Gastos Financieros	13,754	-20,351	-29,949	0	0
Utilidad Neta	15,854	135	7,281	1,744	-15,560
Solvencia					
Pasivo Total/ Patrimonio	1.88	2.59	3.58	4.56	4.73
Pasivo No Corriente/ EBITDA (12 meses)	-2.51	0.50	0.65	18.10	-38.46
Pasivo Total/ EBITDA (12 meses)	-53.51	21.08	38.06	91.65	-191.97
EBITDA y Cobertura					
RCSD	-	-	0.28	0.06	-0.03
EBITDA (del periodo)	-5,873	20,079	15,428	8,867	-4,531
Liquidez					
Liquidez General	1.40	1.23	1.12	1.27	1.27
Prueba Acida	0.64	0.53	0.42	0.43	0.45
Capital de Trabajo	119,879	96,527	67,831	177,517	190,076
Rentabilidad					
ROA (12 meses)	3.29	0.02	0.97	0.18	-0.01
ROE (12 meses)	9.47	0.08	4.44	0.98	-0.07

Fuente: Diviso Grupo Financiero S.A. / Elaboración: PCR