


**VALORES VTC-PRIMERA-
AZENDE**

Quinto Seguimiento

**PRIMERA TITULARIZACIÓN
DE FLUJOS-AZENDE**
Calificación

Serie	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
A	AA+	AA+	--
B	AA+	AA+	--

Características de la Emisión

CARACTERÍSTICAS TÍTULOS		
	Serie A	Serie B
Monto autorizado	USD 4 MM	USD 2 MM
Monto emitido (USD)	USD 4 MM	USD 2 MM
Saldo Insoluto (USD)	USD 2,6 MM	USD 833 M
Plazo total	1800 días	1080 días
Fecha Emisión	08-feb-2011	08-feb-2011
Fecha Vencimiento	08-feb-2016	08-feb-2014
Amortización Capital	Trimestral	Trimestral
Pago Interés	Trimestral	Trimestral
Tasa de interés	8,50%	7,75%
Base cálculo interés	360 días	360 días

Contrapartes Relevantes

Originador y Agente de Recaudo: Corporación Azende Cia. Ltda.

Fiduciaria: HOLDUNTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos

Estructurador Financiero: Analytica Securities C.A. Casa de Valores

Estructurador Legal: Profilegal Cía. Ltda.

Punto de Equilibrio: Un valor

Contactos

Carlos Ordóñez, CFA
(593-2) 2269-767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Guissela Salgado
(593-2) 2269-767 ext. 106
gsalgado@bwratings.com

Lorena Oliva
(593-2) 2269-767 ext. 108
loliva@bwratings.com

FECHA COMITE: Febrero 22, 2013

FECHA INFORMACIÓN: Diciembre 31, 2012

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings ha decidido mantener la calificación de las **Serie A y B** que emitió el Fideicomiso Mercantil Irrevocable "Primera Titularización de Flujos – Azende", en "AA+", que de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores:

"Corresponde al patrimonio autónomo que tiene muy buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión."

La calificación emitida es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

La calificación concedida a la titularización de flujos está ligada a la percepción de riesgo en el largo plazo del Originador, dado el mecanismo de recolección de flujos titularizados, que si bien mitiga el riesgo de su desvío, no lo elimina.

La cobertura de las obligaciones del Fideicomiso frente al flujo que ingresa mensualmente se mantiene holgada, y es superior a la incluida en el escenario base de la calificación inicial. No obstante, considerando que el agente de recaudo es el Originador, la transferencia futura de los mismos está ligada a la capacidad y voluntad de pago de este, la cual se encuentra reflejada en su calificación de riesgo de crédito de largo plazo, que actualmente es de AA+, con perspectiva negativa.

La calificación de riesgo de la presente titularización se mantendrá o cambiará en función de la calificación de riesgo de crédito de largo plazo del Originador en el futuro.

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo.

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado. La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.



PRESENTACIÓN DE CUENTAS

Para la realización del presente reporte se analizó la siguiente documentación:

- Estados financieros e Información Suplementaria a diciembre-2011 del **Fideicomiso Primera Titularización de Flujos - Azende**, examinados por Grant Thornton Dbrag Ecuador Cía. Ltda., con información comparativa a diciembre-2010, auditada por Audicomex Cía. Ltda. Los auditores externos opinan que dicha información, presenta razonablemente la situación financiera, resultados de operación, cambios patrimoniales y flujos de efectivo, con base a normas NIIF.
- Estados financieros mensuales no auditados del **Fideicomiso Primera Titularización de Flujos - Azende** actualizados a diciembre-2012, e información adicional solicitada con este corte, principalmente en relación al activo titularizado y a las contrapartes relevantes.
- Estados financieros a diciembre-2011 de **Corporación Azende**, en calidad de Originador, examinados por PKF Accountants & Business Advisers, quien emitió una opinión limpia sobre su razonable presentación, e información interina a noviembre y diciembre-2012. Los estados financieros se preparan bajo normas NIIF.
- Estados financieros e Información Suplementaria a diciembre-2011 de la **Administradora de Fondos y Fideicomisos UNIFIDA S.A.** en su calidad de Fiduciaria, examinados por Grant Thornton Dbrag Ecuador Cía. Ltda., con opinión limpia sobre su razonable presentación.
- Estados financieros a noviembre-2012 de la Fiduciaria **HOLDUNTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.** (antes UNIFIDA).
- Informe de calificación de riesgo del programa de **papel comercial de Corporación Azende**, publicado por Bankwatch Ratings en enero-2013, con datos a noviembre-2012.

HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

- La Ley de Fomento Ambiental y Optimización de los Ingresos del Estado, publicada en noviembre-2011, dispuso un incremento en el impuesto a los Consumos Especiales (ICE), tanto para bebidas alcohólicas importadas, como para aquellas de producción nacional. En el 2012, el impuesto se conformó por una tarifa fija de USD 6.08 por litro de alcohol puro. Adicionalmente, en el caso de que el precio ex fábrica o ex aduana, según corresponda, sea mayor a USD 3.6 por litro de

bebida alcohólica, se aplica también una tarifa Ad Valorem del 75% sobre dicho precio.

- La referida legislación también dispone un impuesto de USD 0.02 por cada botella plástica no retornable, embotellada localmente o importada, valor que se devolverá en su totalidad a quien recolecte, entregue y retorne las botellas, de acuerdo al reglamento emitido para el efecto. Los sujetos pasivos de dicho impuesto son las empresas embotelladoras e importadoras de bebidas contenidas en botellas plásticas no retornables.
- El 26 de diciembre de 2012 se define un incremento de la tarifa específica por litro de alcohol puro para el cálculo del ICE de bebidas alcohólicas vigente para el período 2013 a USD 6.93. La tarifa se continuará ajustando anualmente en función de la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC), para el grupo en el cual se encuentre el bien "bebidas alcohólicas", a noviembre de cada año, descontado el efecto del incremento del propio impuesto.
- En junio, 2012 se publica la Resolución N. 63 del Comité de Comercio Exterior, a través de la cual se adopta un arancel compuesto para la importación de bebidas alcohólicas, de 1% Ad-valorem más un específico de \$0.25 por grado alcohólico por litro.
- En marzo-2012, Corporación Azende perfeccionó la fusión por absorción de su empresa relacionada PLASAN, cuya actividad era la producción de envases plásticos.
- Corporación Azende y Nestlé Ecuador mantienen un contrato para la producción y distribución de Nestea, marca bien posicionada en el mercado. Las ventas de Nestea por parte de Corporación Azende arrancan en mayo-12, se posicionan en 5to. lugar dentro de las líneas que comercializa Azende, aunque su volumen de ventas se ubicó debajo de las expectativas iniciales.
- Dacorclay Cía. Ltda., subsidiaria de Corporación Azende (99.84%), es operador logístico de los productos de consumo que distribuye desde febrero-2012 (excepto en las rutas del cantón Azogues). Darcoclay se comprometió al depósito diario del efectivo y cheques en la cuenta del Fideicomiso. La Fiduciaria no ha observado excepciones en la generación de flujos del Fideicomiso de Titularización de Flujos Futuros de la Corporación Azende, originadas por tal cambio.

CORPORACIÓN AZENDE (Originador)

Los flujos futuros que pagarán las obligaciones del Fideicomiso dependen de la continuidad como



negocio en marcha del Originador. La metodología de calificación de titularizaciones ha exigido un análisis pormenorizado de Corporación Azende, para lo cual se ha considerado su última calificación de riesgo de crédito, además de la valoración del riesgo de la titularización, estructura y fortalezas frente a las obligaciones del Originador.

La calificación de la estructura del Fideicomiso de AA+ es consistente con la calificación de riesgo de crédito de Corporación Azende, aunque considera que las bondades de la estructura y fortaleza de la cobertura mitigan el impacto de la perspectiva negativa.

La calificación de la titularización de flujos futuros está ligada a la percepción de riesgo en el largo plazo del Originador, dado el mecanismo de recolección de flujos titularizados, que si bien mitiga el riesgo de su desvío, no lo elimina. La perspectiva indicada refleja la actual posición financiera de Corporación Azende, cuyos indicadores de endeudamiento y liquidez se han presionado en el último período, a partir de una contracción en la generación de resultados.

La calificación del Originador se mantiene considerando que la situación financiera actual de la empresa es coyuntural y que se espera que sus fortalezas le permitan recuperar sus resultados en el corto plazo.

La Empresa se encuentra bien posicionada en la mayor parte de los productos de su portafolio, y además posee flexibilidad en el manejo de costos y gastos variables que puede administrar de acuerdo al comportamiento del mercado.

Las ventas generales de Azende (consolidadas con Dacorclay) tuvieron un incremento anual en el 2012. Si bien la venta de licores se contrajo como efecto de una disminución general de la demanda local por factores externos, la participación de nuevos productos en el portafolio de la empresa logró compensar esta reducción.

Sin embargo, el cambio en la composición de las ventas y los costos asumidos para posicionar las nuevas marcas administradas produjeron una disminución en el margen bruto. Adicionalmente, la expansión de la carga operativa a través de la fuerza de venta y distribución, contrajo el EBITDA. Parte del incremento del gasto operativo se produjo por una expectativa de ventas de productos nuevos, que no se concretó. Bajo las nuevas proyecciones de ventas, la carga operativa está siendo reestructurada de manera que se ajuste al incremento real de las ventas. Además, el desempeño del EBITDA se vio influenciado por una mayor carga impositiva.

La disminución de los resultados en comparación a otros períodos y a la proyección inicial además obligó

a la empresa a obtener nuevo endeudamiento para afrontar la coyuntura.

La liquidez se presionó a partir de un menor EBITDA que no fue suficiente para cubrir la necesidad de inversión en activos fijos, y además por un flujo de inversión a compañías relacionadas, realizado a inicios del año.

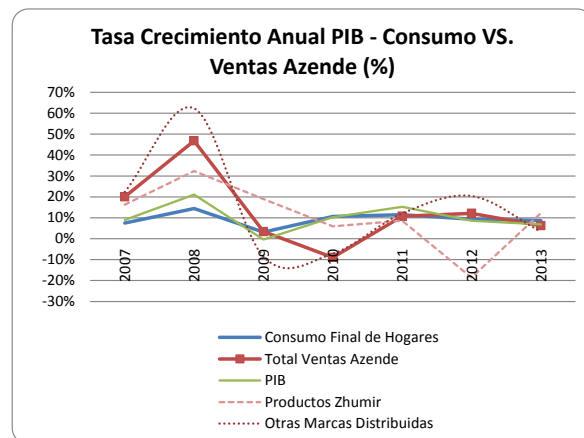
El riesgo de refinanciamiento se mitiga, al ser el Originador una empresa reconocida, participante en el mercado de valores, y con el apoyo de los accionistas, que le permite obtener líneas de crédito con relativa facilidad.

La calificación incorpora la expectativa de una rápida recuperación del EBITDA que permitiría a la empresa disminuir los índices de endeudamiento y llegar a indicadores similares a los mostrados en el 2011.

A Corporación Azende la administran profesionales con experiencia, conocimiento del negocio, y trayectoria de 45 años. La administración ha demostrado capacidad de innovar en mercados competitivos, con lo que ha podido posicionar a la empresa en los últimos años. Los accionistas participan de la dirección y mantienen políticas consistentes con la realidad de la empresa.

RIESGO DE LA INDUSTRIA

El riesgo de la industria del Originador debe ser analizado en función de los mercados que atiende y los productos que fabrica y distribuye. Primero está el mercado de productos alimenticios de consumo masivo, que representa para la compañía el mayor porcentaje de ventas (50%). Segundo estaría el sector de licores, que tiene sus propias características y regulaciones por el tipo de producto, y representa un 30% de las ventas de Azende. Por último, el sector de combustibles, dado que un 20% de las ventas de la Corporación se refiere a la comercialización de aditivos marca Shell.



Nota: Ventas de Azende de 2012 y 2013 son consolidadas con Dacorclay



Las ventas de productos de consumo masivo están relacionadas a la capacidad adquisitiva que se puede medir a través de la variable de Consumo de los Hogares, como componente del PIB. Esta ha sido una de las variables de la economía que ha presentado mayor dinamismo, sin embargo en el 2012, especialmente en el segundo semestre mostró una tendencia a desacelerarse.

Según las últimas previsiones publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), en el 2012 el Consumo de hogares creció en 9.35% (considerando precios corrientes) y se proyecta que el ritmo de incremento se desacelere en el 2013 a 8.7% de crecimiento anual, bajo una perspectiva de menor liquidez en la economía.

Las ventas del segmento de distribución de productos de consumo masivo de Corporación Azende, en su mayoría bebidas no alcohólicas, registra un ritmo de crecimiento de 20% anual en el 2012, influenciado principalmente por el ingreso de dos nuevas líneas que comenzaron a comercializarse desde este año.

De los productos distribuidos por Azende, por volumen de ventas, los más importantes son las bebidas no alcohólicas, como agua embotellada, jugos, bebidas dulces, energizantes y bebidas isotónicas. Estas últimas se manejan en un mercado altamente competitivo, con una amplia gama de productos sustitutos, que están dirigidos en mayor medida hacia un segmento económico medio alto. No son productos de primera necesidad. La demanda es sensible a movimientos de precios, al acceso de los canales de distribución, y a la presentación del producto.

Por otra parte, dentro del segmento de bebidas alcohólicas, que son producidas directamente por Azende, en el Ecuador existe un mercado que enfrenta un estancamiento en sus ventas en los últimos cuatro años, sin considerar las bebidas con grado alcohólico moderado, principalmente la cerveza.

El sector de licores está sujeto a regulaciones de consumo y a la imposición de aranceles e impuestos. Desde el año 2010, el Gobierno ha establecido horarios y días para la venta de licores. Además el producto importado está sujeto a aranceles, y el consumo local paga un impuesto a consumos especiales (ICE), que tiene porcentajes diferenciados por volumen y grado alcohólico. El sector enfrenta alta competencia, no solo por la producción local y las importaciones, sino también por productos que ingresan como contrabando al País.

Si bien el consumo de licor en el país históricamente ha sido alto y en general se ha considerado que la demanda de esta clase de bebidas es inelástica al precio, luego de los ajustes de impuestos y aranceles que hizo que suban de forma importante los precios de las bebidas, en el 2012 se observa que existe una

contracción de la demanda, influenciada por el impacto en los cambios de precios.

Pese a que el Gobierno incrementó las medidas arancelarias con intención de proteger a la industria nacional, la demanda de licores no se recuperó en el año 2012.

Sin embargo, las medidas arancelarias sí podrían estimular la demanda hacia la industria licorera local, la cual podría beneficiarse en el 2013, pues en general significa una barrera de entrada para el producto importado.

En cuanto a los lubricantes, al ser derivados del petróleo sus precios se mueven en función de la cotización internacional del crudo. Este segmento es más vulnerable a factores externos. Sin embargo, dado el crecimiento de la industria automotriz en el Ecuador en los últimos años se estima que existe una amplia demanda en relación al mantenimiento de los vehículos, que podría ser estable al menos en los volúmenes de ventas observados en los últimos dos años.

EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN

Títulos Emitidos

El 18 de enero de 2011, la Superintendencia de Compañías autorizó el proceso de titularización, y el 1 de febrero de 2011, la Bolsa de Valores aprueba la inscripción de la oferta pública de la emisión del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Futuros Azende hasta por USD 6MM. La colocación de los títulos inició el 8 de febrero de 2011, fecha que se convirtió en la de emisión de todas las series. Dicho proceso concluyó en el mismo mes.

A noviembre-2012 se han pagado siete dividendos de las series A y B. En febrero-2013 vencerá el octavo dividendo de ambas series. El peso de la titularización de flujos de Azende es de 7.26%, frente al total de pasivos y contingentes por garantías bancarias registradas por la empresa a diciembre-2012.

Fondos Disponibles e Inversiones

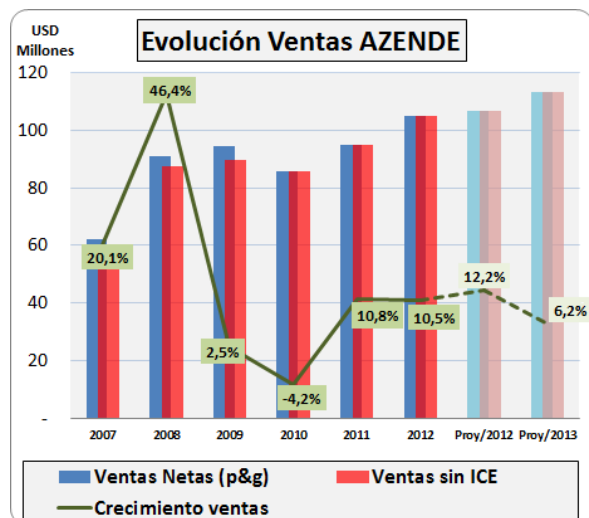
La liquidez del Fideicomiso a diciembre-2012 es de USD 1.122M, de los cuales el 72% está colocado en ocho certificados de depósito en Banco Promérica y uno de Unibanco, que vencen en febrero-2013. El restante 28% se encuentra en dos cuentas corrientes en Produbanco y el Banco Central del Ecuador.

Los recursos líquidos cubren el Depósito de Garantía de USD 351M, la provisión requerida para el pago del próximo dividendo trimestral de las dos series emitidas, que debe llegar a USD 438M, y el fondo rotativo de USD 303M. El excedente corresponde principalmente al flujo que la Fiduciaria devuelve al Originador.

ANÁLISIS DE ACTIVO SUBYACENTE

La primera fuente de pago de las obligaciones asumidas por el Fideicomiso con los inversionistas, son los flujos recaudados por el derecho de cobro futuro que se genere por las ventas de los productos (excluidos lubricantes) en las rutas de los cantones de Cuenca y Azogues.

Los flujos titularizados ingresan al Fideicomiso desde mediados de diciembre-2010, una vez que la Fiduciaria abrió la respectiva cuenta en el Probanco.

Evolución de las Ventas

Nota 1: Ventas brutas de impuestos (ICE ni IVA). De 2007 a 2009 corresponden a Jucremo

Nota 2: Con la fusión de Jucremo y Destilería Zhumir, el ICE no forma parte de las ventas ni del costo de ventas desde 2010.

Nota 3: Ventas consolidadas en 2012 Azende y Dacorclay, como distribuidor de la mayoría de los productos de consumo de AZ.

Fuente: Corporación Azende y Holduntrst

Elaboración: Bankwatch Ratings

Corporación Azende (AZ) participa en el mercado como empresa industrial productora de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, además de disponer de una cadena de distribución, que le permite la comercialización de productos de consumo masivo. Se encuentra bien posicionada, al ofertar productos de alta aceptación en el mercado, además de tener un potencial de crecimiento futuro.

La red de distribución tiene amplia cobertura, con 70,000 puntos de venta en Ecuador y 2 empresas relacionadas en el exterior. La distribución se reparte en 300 rutas categorizadas como macrorutas, según el sector geográfico y tipo de producto, y un canal independiente para distribución a locales propios o relacionados. Los productos distribuidos por AZ son de consumo masivo, con fecha de caducidad, y requerimiento de distribución y comercialización intensiva.

Dacorclay es desde 2012, el brazo comercial de AZ; quien compra inventario y lo distribuye a los distintos puntos de venta. Mantiene un sistema en el cual el 80% son canales propios y el resto corresponde a sub-distribuidores, por medio de un concepto similar al de una franquicia.

Las ventas han sido volátiles los últimos años, debido a eventos internos y externos. En el 2008, AZ modifica la composición de productos tradicionales de alimentos y bebidas con la distribución de lubricantes (Shell, Penzoi); de 2009 a 2012 influyen las fusiones de Jucremo, Destilería Zhumir y Plasan, entre otros cambios empresariales. En el 2010 optan por líneas de distribución exclusiva con mayor margen de rentabilidad, excluyendo 15 líneas.

Las ventas de AZ en el 2012, incorporan el efecto de una reducción en precios de venta, debido al margen de distribución otorgado a su subsidiaria Dacorclay, cuando asume la distribución de las líneas de consumo de la Corporación. Por este motivo, si bien las ventas de forma consolidada Azende y Dacorclay crecen en 10.5% anual, las ventas de Azende crecen únicamente 4.4% anual.

En el 2012, las ventas de productos de producción propia (principalmente licores) de AZ se contraen de forma importante, debido a los efectos de las reformas tributarias explicadas en el presente informe como Hechos Relevantes. Esta reducción pudo ser cubierta a través del crecimiento de la línea de bebidas no alcohólicas y combustibles, y de la incorporación de nuevas líneas de consumo masivo (Nestea y Redbull), aunque con un efecto de reducción del margen bruto de la Empresa. De acuerdo a las proyecciones del 2013, la Empresa estima crecer en ventas 6.2% anual, lo cual se considera factible.

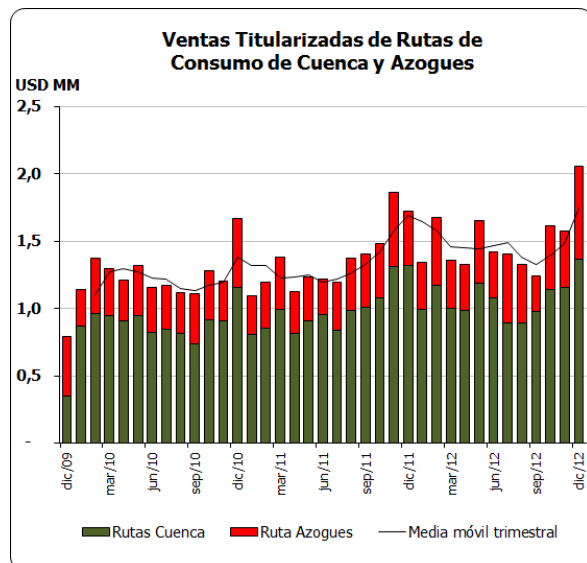
Dentro del negocio de distribución, AZ mantiene una elevada concentración en sus proveedores (los dos principales representan un poco más del 50% de las ventas), riesgo que se mitiga con la suscripción de contratos formales de distribución de mediano y largo plazo. AZ también evidenció su capacidad de incorporar productos al negocio, sustentada en la red de distribución, por cobertura geográfica, eficiencia en el servicio y generación de información estadística útil para la gestión comercial de sus clientes.

Análisis del Derecho de Cobro Titularizado

El derecho de cobro titularizado se genera cada vez que el Originador realiza una venta de productos de consumo a compradores de las rutas de distribución dentro de los cantones Cuenca y Azogues, excepto las ventas de lubricantes y grasas y las que AZ realiza a través de sus propios locales. Las rutas de Cuenca y Azogues son tradicionales para AZ (más de 20 años de atención en ambos casos), y se consideran parte del negocio central. Las ventas a estos dos sectores

geográficos representan aproximadamente 17.7% de las ventas totales en diciembre-2012.

El primer mecanismo de garantía constituye un exceso del flujo de fondos proveniente de los ingresos recaudados de la macrorruta Cuenca-Consumo y Azogues-Consumo, que tienen 31 rutas de distribución y dan acceso a más de 8000 clientes entre mayoristas y minoristas. Dacorclay, de propiedad mayoritaria de AZ, está a cargo de la distribución en todas las rutas, excepto en la provincia del Cañar. Esa ruta atiende un codistribuidor desde 2003, y mantiene garantías reales que cubren su riesgo de crédito.



Nota 1: Ventas de consumo brutas, no incluyen ventas de lubricantes ni las ventas que realiza AZ a través de sus propios locales.

Nota 2: Desde el 2012 se consideran las ventas de consumo brutas consolidadas de Azende y Dacorclay.

Fuente: Corporación Azende

Elaboración: Bankwatch Ratings

La evolución de las ventas brutas de ICE de la línea de consumo, a través de las rutas del cantón Cuenca y Azogues, excluidas las ventas de lubricantes y las de los locales propios de AZ, refleja la estacionalidad propia del negocio.

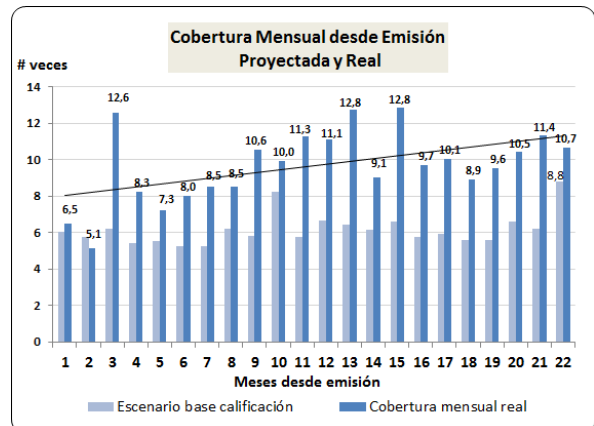
En el 2012 las ventas de las rutas antes indicadas se incrementan en 14.4% anual, respecto del 2011, porcentaje superior al incremento de las ventas totales. No obstante, debido a que Azende vende a Dacorclay, y por lo tanto su margen es menor, la facturación no consolidada de Azende crece únicamente en 10.3% anual.

Evolución de la Cobertura

La entrega de los flujos provenientes del cobro del derecho de cobro titularizado al Fideicomiso, estará siempre en función de la voluntad del Originador, respecto a honrar sus obligaciones. Esta voluntad de pago, junto con su capacidad financiera, está reflejada en la calificación de riesgo que han recibido sus

obligaciones con garantía general (AA+ en escala local, con una perspectiva negativa).

La relación entre el flujo recibido por el Fideicomiso y los dividendos pagados durante los 22 meses transcurridos desde la fecha de emisión, refleja la suficiencia de las ventas de consumo de AZ en las rutas titularizadas, para atender el compromiso asumido. La cobertura se encuentra en niveles holgados, y es en promedio mayor que el cálculo realizado en la calificación inicial.



Nota: Bajo el supuesto de la colocación total del valor autorizado de las series A y B, en todos los períodos.

Con base en las perspectivas de crecimiento de AZ se espera que las coberturas tengan una tendencia creciente a futuro.

El informe de estructuración financiera indica la metodología y el cálculo del índice de desviación de los flujos proyectados, el cual en un escenario pesimista, concluyó que sería de 11.12%, y lo incorporó en el prospecto de oferta pública. Considerando la disponibilidad de un exceso del flujo a titularizar, se contempla un depósito en garantía, que sería utilizado en caso de que no se pueda cumplir con el próximo pago trimestral de capital más intereses.

Considerando la recaudación del derecho de cobro de los últimos 12 meses, el exceso de flujos cubriría en 8.15 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero en la calificación inicial de 11.12%. En consecuencia el Fideicomiso de la Primera Titularización de Flujos Futuros de Azende, cumple holgadamente el requerimiento legal de 1.5 veces. Adicionalmente, AZ determinó como monto del depósito en garantía el valor de USD 351M, que mantiene en un certificado de depósito en Unibanco.

Además el Fideicomiso de la Primera Titularización de Flujos Futuros de Azende cuenta con una garantía subsidiaria, que operará en el caso de que en el día 65 contado desde el inicio de un período trimestral determinado, la Fiduciaria observe que el monto provisionado es inferior al 100% de la suma correspondiente al próximo cupón trimestral.



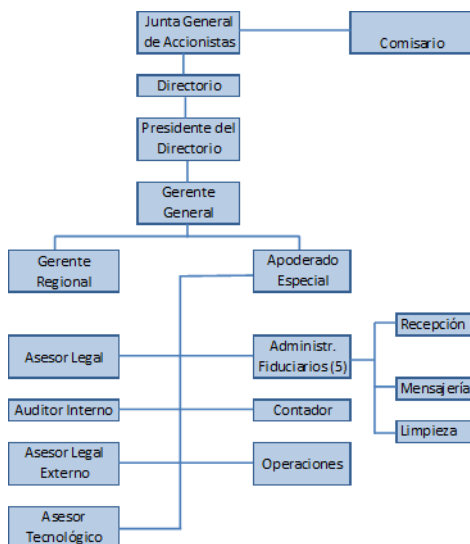
• **HOLDUNTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (Agente de Manejo)**

La Fiduciaria HOLDUNTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., actúa como Agente de Manejo de la Primera titularización de flujos futuros de Azende.

El 4 de mayo de 2012, el 99.9975% de las acciones de la Fiduciaria, anteriormente llamada UNIFIDA, se transfieren a la compañía neozelandesa HOLDUN INVESTMENT PARTNERS LTD y el 14 de agosto del mismo año se inscribe en el Registro Mercantil la reforma a los estatutos la compañía, cambiando su denominación a HOLDUNTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.

La compañía se constituyó en Quito y se rige por las leyes ecuatorianas. Su escritura pública se protocolizó ante el Notario Trigésimo Cuarto del Cantón Quito el 17 de junio de 2008, y luego fue reformada el 24 de julio de 2008. Su objetivo le faculta a actuar como agente de manejo en procesos de titularización, entre otras actividades autorizadas al amparo de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

En septiembre-2012 la Junta General Universal Extraordinaria de Accionistas de la Fiduciaria eligió como Gerente General a un nuevo profesional que se desempeña como asesor legal interno de la Empresa.



Los principales funcionarios de la institución tienen capacitación técnica y experiencia en el sistema financiero y otros sectores económicos. La Fiduciaria tiene 4 años en el mercado, y administra varios negocios fiduciarios, incluyendo procesos de titularización de flujos futuros.

HOLDUNTRUST administra la información fiduciaria en el sistema especializado Gestor Inc., con sus respectivos niveles de acceso y seguridad a los diferentes módulos del sistema. La información importante es respaldada a diario en medios ópticos y cintas magnéticas, y semanalmente se almacena en casillero de seguridad de un Banco local.

En nuestro criterio, HOLDUNTRUST posee la capacidad técnica y administrativa necesaria para actuar como Fiduciaria del presente proceso de titularización.

▪ **ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN**

BWR ha recibido una opinión legal favorable respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo.

La estructura financiera del Fideicomiso otorga a los inversionistas de la Primera titularización de flujos de Corporación Azende, prelación sobre el derecho de cobro titularizado frente a los demás acreedores del Originador. Esta prelación se hace efectiva a través del agente de recaudo de la titularización es el propio Originador.

En el informe de calificación inicial disponible en www.bankwatchratings.com se puede encontrar un resumen de la estructura de la Primera Titularización de Flujos Futuros de la Corporación Azende.

Anexo No.1

Entorno Macroeconómico

INTRODUCCION

Durante el primer semestre del 2012, se han observado síntomas de **desaceleración en la Economía**, el crecimiento económico mantenido en periodos anteriores empieza a ser más lento, sin que esto signifique que sean situaciones que no puedan ser controladas al momento.

SECTOR REAL

La tendencia del PIB en el primer semestre se muestra menor en aproximadamente 3% al crecimiento del 2011, la expectativa del gobierno es una desaceleración real del crecimiento de la Economía, que se ubicaría en 4% para fines del 2012.

El petróleo continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el consumo. A fines de abril y principios de mayo, se presentó una caída del precio del petróleo ecuatoriano, terminando en USD 84,96 promedio (USD 99.75 a diciembre 2011). Esto preocupó al Gobierno que tomó medidas que al final no se han justificado en vista de la recuperación del precio del petróleo.

La inflación a junio (0.14%), tuvo un importante descenso a 5% anual, registrando una de las tasas más bajas del año, contrastando con la de marzo que llegó a 6%. En este comportamiento tuvo que ver los precios de los alimentos, contrariamente a los precios de educación y bebidas alcohólicas que fueron las de mayor crecimiento.

El Mercado Laboral urbano muestra un leve deterioro durante el primer semestre, la tasa de desocupación fue de 5.2%, el subempleo fue de 42.9%. La ocupación total se redujo más en la industria manufacturera y el comercio tuvo un menor número de incorporaciones de nuevos trabajadores.

El salario real mantuvo una posición estable, debido a los menores niveles de inflación, que fuera afectado en el primer trimestre del año.

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios en este semestre, conservándose estables, y no se esperarían cambios hasta finales de año. La tasa pasiva referencial se mantiene en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Respecto a los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

SECTOR EXTERNO

La balanza comercial hasta mayo 2012 presenta un superávit de USD 581 millones, debido a las exportaciones de petróleo ya que de cada tres dólares exportados, dos son del petróleo. El sector no petrolero no corre la misma suerte ya que presenta un déficit de USD 3.700 millones, superior al presentado en el 2011. Estos resultados han preocupado al gobierno, que ha tomado medidas restringiendo importaciones para reducir las compras externas de bienes de consumo.

EXPORTACIONES

Hasta mayo 2012 las exportaciones crecieron 12 % llegando a USD 10.320 millones. Las exportaciones de Petróleo crecieron 20%; por volumen 7% y por precio 12%. En el caso

de las exportaciones no petroleras llegan a USD 3.925 millones, incrementando apenas 1.6%, con una caída del banano, cacao y productos elaborados. Este sector presenta un futuro poco promisorio, en vista de la falta de acuerdos comerciales con los principales países (ATPDEA y Unión Europea).

IMPORTACIONES.

Hasta mayo 2012 sumaron USD 9.378 millones, registrando un incremento de 11%. Se observa un menor crecimiento en bienes de consumo en cuanto al volumen respecto al año anterior, no así las materias primas y bienes de capital que tienen un incremento.

A mediados de junio el Gobierno dictó medidas para restringir importaciones, fijando cupos a alrededor de 100 productos.

SECTOR PÚBLICO.

El Presupuesto General del estado (PGE) a junio registró un superávit de USD 1.263 millones de dólares, influenciado por el alto precio del petróleo, cuyas ventas totalizaron USD 3.377 millones, superando en USD 588 millones a las ventas de junio 2011.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO			
	2011 ene - jun	2012 ene - jun	Variacion 2011 - 2012
TOTAL INGRESOS	8,754	11,000	25.7%
Ingresos Tributarios	4,988	6,276	25.8%
Ingresos Petroleros	2,789	3,377	21.1%
Ingresos No Tributarios	528	551	4.4%
Transferencias Corrientes	268	440	64.2%
Otros Ingresos	181	356	96.7%
TOTAL GASTOS	8,382	9,737	16.2%
Gasto Corriente	4,737	5,443	14.9%
Sueldos	2,982	3,302	10.7%
Bienes y Servicios	537	682	27.0%
transferencias Ctes	857	910	6.2%
Intereses	318	486	52.8%
Otros Gtos Corrtes.	43	63	46.5%
Gastos de Capital	3,645	4,294	17.8%
DEFICIT / SUPERAVIT	372	1,263	

Fuente: Ministerio de Finanzas

La recaudación de Impuestos, USD 6.276 millones, representa el 57% del total de ingresos con un crecimiento anual del 25.8%.

Los gastos han mantenido un crecimiento continuo (16% anual) en el primer semestre, totalizando a junio USD 9.737 millones, de estos el 52% son gastos corrientes correspondientes a sueldos y salarios.

Los gastos de capital también se han incrementado; a junio la inversión pública llegó a USD 4.294 millones, registrando USD 650 millones más que el primer semestre del 2011.

La deuda interna en mayo registra un saldo de USD 6.033 millones, con un crecimiento del 30% respecto al cierre del 2011.

TRIBUTACION

Conforme a datos del Servicio de Rentas Internas (SRI), a junio 2012, se obtuvo un crecimiento en recaudaciones del 17.5% y a USD 5.752 millones, cumpliendo en 109% la proyección fijada para el primer semestre. Este aumento se dio por el impuesto a la salida de capitales. El impuesto a la renta creció en USD 171 millones, totalizando USD 1.946 millones. El IVA creció en 11.3% o USD 270 millones adicionales, debido al consumo de los primeros meses del año.

El nuevo impuesto a la contaminación vehicular ayudó a recaudar USD 48 millones hasta junio y el impuesto a las botellas plásticas generó USD 6.6 millones.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

En el primer semestre del 2012, se registraron importantes niveles de liquidez, alimentados por un gasto público creciente que incentiva el consumo. Sin embargo hay factores que han limitado este crecimiento, como la disminución de las remesas y menor crecimiento de las exportaciones.

La oferta monetaria continúa creciendo hasta junio, pero en menor intensidad a la habitual.

Los depósitos de la banca privada suman USD 18.566 millones, registrando un aumento de USD 283 millones en el último trimestre a un menor ritmo del alcanzado en el primer trimestre del 2012. Este crecimiento ha estado respaldado por mayores captaciones de personas y hogares con USD 661 millones, contrariamente al de las empresas que disminuyeron en USD 361 millones, debido a las obligaciones tributarias y pago de utilidades y dividendos, que generan menor liquidez.

El comportamiento de los depósitos también tuvo una variación, ya que los de cuenta corriente crecieron el primer trimestre y se redujeron para el segundo, teniendo comportamiento contrario los depósitos de ahorro y de plazos.

CARTERA DE CREDITO

Esta creció en USD 721 millones en el segundo trimestre llegando a USD 14.425 millones, tanto en cartera corporativa como de personas.

La morosidad ha tenido variaciones incrementales pero mantiene niveles aún aceptables.

La Junta Bancaria ha emitido varias regulaciones, con el fin de controlar la concesión de crédito, los mismos que han tenido impacto negativo en los resultados de las Instituciones Financieras.

PERSPECTIVAS 2012

A esta altura del periodo 2012, todas las instituciones, tanto internacionales como locales han revisado sus proyecciones iniciales de crecimiento para abajo, debido a la contracción económica que atraviesan los países desarrollados y que afectan parcialmente nuestra economía.

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012				
	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
Estimaciones Iniciales	5,3%	4,8%	5,0%	4,0%
Estimaciones actuales	4,8%	4,0%	4,5%	3,85%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos.

La desaceleración del PIB al 4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 5.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares, que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aun considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de ZAMORA, deberían estar produciendo y exportando en esos años.

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendría entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de "Control de Poder de Mercado" que ya está vigente.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.



Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

Fuentes: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio; Elaboración BWR septiembre-2012.

	2008	2009	2010	2011	1S12
PIB (USD Mil 2000)	24.032	24.119	24.983	26.928	28.227
Inc. PIB (Mil.2000)%	7,24	0,36	3,60	7,78	4,80
PIB CORRIENTE (Mil USD)	54.208	52.022	57.978	67.427	73.232
Inc. PIB CORRIENTE%		-4,03%	11,45%	16,30%	8,61%
Inc. anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8,10	-3,60	7,40	5,50	4,90
Inflación Anual%	8,83	4,31	3,33	5,45	5,09
Deuda total del Gobierno / PIB%	25,34	19,67	23,40	21,21	20,35
Deuda externa del Gobierno / PIB%	19,19	14,39	15,22	14,53	14,06
Deuda interna del Gobierno / PIB%	6,15	5,28	8,18	6,68	6,16
Ingreso Sector Publico / PIB %	40,70	35,33	39,98	47,76	34,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	27,20	26,80	29,16	33,88	19,28
Inversión del Gobierno / PIB%	12,91	12,84	12,45	14,90	15,20
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	97,70	64,00	84,50	102,46*	84,96
fuente: Analisis Semanal - 2007 - 1S12 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB					