


**VALORES VTC-PRIMERA-  
AZENDE**

Octavo Seguimiento

**PRIMERA TITULARIZACIÓN  
DE FLUJOS-AZENDE**
**Calificación**

Serie	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
A	AA+ (en observación)	AA	oct-2013
B	AA+ (en observación)	AA+	oct-2013

**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 2.0 MM	USD 333 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**

Patricia Pinto  
(593-2) 2269-767 ext. 103  
[ppinto@bwratings.com](mailto:ppinto@bwratings.com)

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

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

**FECHA COMITE:** octubre 09, 2013

**FECHA INFORMACIÓN:** agosto, 2013

**RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN**

Luego de analizar la información relevante respecto al Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Flujos – Azende”, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings ha decidido disminuir la calificación de la **Serie A** de “AA+” a “AA”, mantener la calificación de la serie B en “AA+”, y retirar la observación a dichas calificaciones.

De acuerdo con la Ley de Mercado de Valores, dichas calificaciones corresponden *“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.”*

El signo incorporado a la calificación de la serie B no implica una tendencia sino una ubicación relativa dentro de la misma categoría.

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 disminución de calificación de la serie A refleja la baja de la calificación de riesgo de crédito del Originador, decidida por la calificadoradora el 9 de octubre del presente año.

En el caso de la serie B, la calificación se mantiene considerando que la estructura mantiene una liquidez suficiente para cubrir el 86% de los flujos requeridos por la titularización hasta su vencimiento, lo cual le otorga mayor independencia frente al riesgo de crédito del Originador.

Con respecto al derecho de cobro titularizado, se espera que, aun con la reducción de las ventas del Originador, la cobertura de las obligaciones del Fideicomiso frente al flujo que ingresa mensualmente se mantenga holgada. No obstante, al ser el Originador el recaudador de los flujos titularizados, esta obligación contractual está ligada a su riesgo de crédito de largo plazo.

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.



La presente titularización se encuentra garantizada subsidiariamente por Corporación Azende, lo que fortalece la estructura en caso que el flujo recaudado disminuya significativamente.

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

### **PRESENTACIÓN DE CUENTAS**

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

- Comunicación de Corporación Azende fechada 23 de septiembre del 2013, donde se informa de la terminación anticipada del contrato de distribución de la bebida Gatorade.
- Estados financieros e Información Suplementaria del **Fideicomiso Primera Titularización de Flujos – Azende** a diciembre-2011 y diciembre-2012, examinados por Grant Thornton Ecuador. 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 agosto-2013, e información adicional solicitada con este corte, principalmente en relación al activo titularizado y a las contrapartes relevantes.
- Estados financieros consolidados a diciembre-2012 de **Corporación Azende y su subsidiaria Dacorclay**, examinados por la empresa Pricewaterhousecoopers, quien emitió una opinión limpia sobre su razonable presentación bajo normas NIIF. Estados financieros directos y demás información relevante del Originador a agosto-2013.
- Estados financieros e Información Suplementaria a diciembre-2012 de la empresa **HOLDUNTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.**, en su calidad de Fiduciaria, examinados por Grant Thornton Dbrag Ecuador Cía. Ltda., con opinión limpia sobre su razonable presentación bajo normas NIIF.
- Estados financieros a junio-2013 de la Fiduciaria **HOLDUNTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.**
- Informe de calificación de riesgo del programa de **papel comercial de Corporación Azende**, publicado por Bankwatch Ratings en octubre-2013, con datos a agosto-2013.

### **HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES**

#### **Hechos Relevantes de Corporación Azende**

El día 23 de septiembre de 2013 recibimos una comunicación de Corporación Azende en la que se indica que había llegado a un acuerdo con la compañía Tesalia Springs Company S.A., para terminar anticipadamente el contrato de distribución de la bebida Gatorade.

El acuerdo contempla la compra por parte de Tesalia Springs Company S.A. de los derechos a favor de Corporación Azende S.A. derivados del mencionado contrato de distribución por un valor equivalente al beneficio económico neto que representaba el cumplimiento del contrato hasta su vencimiento.

A partir del 1 de octubre de 2013, ambas empresas iniciarán un corto proceso de liquidación de la relación comercial por el cual, a partir de esa misma fecha, Tesalia Springs Company S.A. se hará cargo de la distribución del mencionado producto.

Debido a la importancia de esta línea para Corporación Azende (cerca del 32% de sus ventas a nivel nacional en 2012 y 37% a agosto-2013), este hecho ameritó que el 25 de septiembre del mismo año se pusiera la calificación de la presente titularización y del programa de papel comercial emitido por la Empresa en observación, hasta poder analizar con mayor profundidad su efecto en el riesgo de crédito de Corporación Azende, de sus emisiones y titularizaciones. Este informe de calificación considera las implicaciones de este hecho relevante en la capacidad de pago de la presente titularización de flujos.

#### **Hechos Relevantes del Sector**

- 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.

### **CORPORACIÓN AZENDE (Originador)**

Los flujos futuros que pagarán las series emitidas por la titularización dependen de la capacidad de generación del Originador y de su voluntad de honrar su obligación contractual de transferir la recaudación del derecho de cobro titularizado al Fideicomiso, dado el mecanismo de recolección de flujos titularizados. Por este motivo, la calificación de riesgo de la presente titularización se encuentra ligada a la calificación de largo plazo del Originador, que actualmente es de AA.

El 9 de octubre de 2013 el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió disminuir la calificación de riesgo de la Empresa de "AA+" a "AA", y retirar la perspectiva negativa y la observación a dicha calificación.

La decisión del Comité de Calificación incorpora el efecto de la cancelación anticipada del contrato de distribución de la bebida Gatorade en el mes de septiembre 2013, que representa el 37% de las ventas hasta agosto del 2013. Esto significará una contracción del negocio a futuro y un replanteamiento de la estrategia y búsqueda de nuevas líneas de productos que, según las proyecciones, no llegarán a compensar el volumen de ventas que representaba Gatorade en el corto y mediano plazo. Es decir, la actual capacidad de la Compañía de generación de resultados operativos en el corto plazo ha disminuido en comparación a las expectativas planteadas en seguimientos anteriores.

La calificación del Originador considera el flujo que este recibirá como compensación por la cancelación anticipada del contrato, que sería dirigido a cancelar parte de su deuda, lo cual le permitiría llegar a índices

de endeudamiento menores a los actuales y acordes a la categoría de calificación vigente.

Adicionalmente se toman en cuenta las fortalezas de la empresa en relación a ser un negocio flexible y con marcas propias posicionadas en un mercado competitivo, apoyadas por una red de distribución a nivel nacional.

Dichas fortalezas le permitirán a la Compañía seguir generando resultados y flujos que aunque más pequeños, serían suficientes para en el tiempo recuperar la flexibilidad financiera histórica, la cual se contrajo a partir del segundo semestre del 2012 como resultado de diversos factores del entorno y de decisiones de negocio.

### **RIESGO DE LA INDUSTRIA**

Corporación Azende es una empresa que se dedica a la distribución de productos de consumo masivo en tres ramas principales: licores, bebidas no alcohólicas y lubricantes. Desde este punto de vista, a nivel macroeconómico se puede comparar el comportamiento de sus ventas con las variaciones del producto interno bruto (PIB) en general, y en específico, con el consumo de hogares, como variable del PIB.

Como se aprecia en el gráfico anterior, hasta el año 2009 las ventas de Azende muestran relación con el movimiento de estas variables, aunque con tasas más altas de crecimiento. A partir del año 2010, las variaciones en las tasas de crecimiento de las ventas de Azende están afectadas por diversos factores específicos de cada producto y mercado, y dejan de ser comparables con la variación del consumo en general.

Se debe mencionar que Azende no distribuye artículos de primera necesidad; no obstante, son productos de alta aceptación y venta generalizada.

En el caso del mercado de licores en el Ecuador, desde el año 2010 este pasó a ser un segmento altamente regulado por el Gobierno. Se han implementado políticas de aranceles a licores importados, impuestos al consumo local, horarios y días para el expendio.

En general, la demanda en este mercado se ha considerado inelástica, las variaciones de precios no han afectado sensiblemente a la demanda en períodos anteriores. Sin embargo, en el Ecuador en los últimos dos años las regulaciones que han impactado significativamente en precios desestimularon la demanda, disminuyendo las ventas del sector en 30% en el 2012.

En el 2013 la demanda en el país se recupera lentamente, las marcas más grandes y mejor posicionadas han podido sostenerse en el mercado,



frente a otras que tienden a desaparecer. La competencia es agresiva, no solo por la producción local e importaciones, sino también porque existe una porción de mercado que consume productos provenientes del contrabando. Si bien no hay una cifra exacta del volumen de ventas de este tipo, los productores consideran que su incidencia es importante, sobre todo a partir de los incrementos de precios.

En relación al segmento de bebidas no alcohólicas, en el que participa Azende con productos propios e importados, este es un mercado con alta competencia, sensible al precio y a la promoción publicitaria. Se estima que tiene bajas barreras de entrada y esto hace que cada vez existan más marcas y tipos de productos en un mercado relativamente pequeño.

En este caso, la demanda ha mostrado baja fidelidad a marcas, los competidores con mayor capacidad son los que pueden manejar amplias redes de distribución, precios y presentaciones dirigidos a segmentos específicos de mercado en segmentos económicos medios y altos.

Finalmente, el mercado de lubricantes en Ecuador maneja también niveles altos de competencia, aunque existen marcas líderes que son reconocidas por la calidad y están bien posicionadas. En los segmentos económicos medios y altos son menos sensibles a variaciones de precios, que al ser producto importado puede darse en función de variaciones en los precios del petróleo.

En función del crecimiento de la industria automotriz en el Ecuador en los últimos años se estima que existe una amplia demanda en relación al mantenimiento de vehículos, que podría ser estable al menos en los volúmenes de ventas observados en los últimos dos años.

En resumen, la empresa emisora se desenvuelve en mercados con alta competencia, sensibles a cambios en precios, a la accesibilidad de productos en las redes de distribución, a la promoción, y en el caso de licores a las regulaciones tributarias y de consumo de alcohol.

## **EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN**

### **Títulos Emitidos**

El 18 de enero de 2011 la Superintendencia de Compañías autoriza 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, por lo que dicha fecha se convirtió en la de emisión de todas las series. El proceso concluyó en el mismo mes.

A agosto-2013 se han pagado diez dividendos de las series A y B, quedando por realizar 10 pagos trimestrales de la primera serie, y únicamente dos de la segunda.

### **Cobertura existente de la emisión con fondos disponibles e inversiones**

A la fecha de corte el Fideicomiso mantiene fondos disponibles e inversiones por USD 178M y USD 538M respectivamente, los cuales se encuentran destinados principalmente a cubrir las provisiones para el pago del próximo dividendo trimestral de las series emitidas (USD 187M) y el Depósito de Garantía (USD 351M).

Conforme el saldo insoluto de las series emitidas se reduce, los recursos líquidos que mantiene el Fideicomiso pueden cubrir un porcentaje mayor del saldo por pagar de las dos series.

Es importante indicar que la liquidez existente cubre el 86% de los dos próximos dividendos trimestrales de ambas series, con lo cual se cancelaría la serie B. En otras palabras, el pago de la serie B tendría un amplio nivel de cobertura, aun si los flujos titularizados se redujeran sustancialmente. A pesar de la fluctuación que tiene la cobertura por la acumulación de efectivo y posterior pago de dividendos, no se espera que la cobertura disminuya de este porcentaje.

En el caso de la serie A, esta todavía tiene 10 dividendos vigentes. Comparando el monto de capital e interés pendiente de pago de ambas series con el saldo actual de recursos líquidos, la cobertura aplicable a la serie A únicamente sería de 27.8%.

## **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.

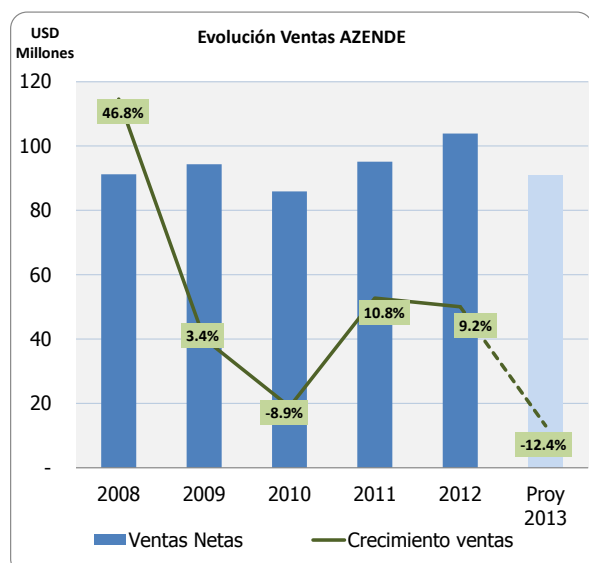
### **Evolución de las Ventas**

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 dos 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.

Desde 2012 Dacorclay, subsidiaria de Corporación Azende, se convierte en el principal distribuidor de la Empresa (65% de las ventas). AZ factura a Dacorclay el inventario y este último lo distribuye a los distintos puntos de venta. Adicionalmente, para zonas específicas AZ mantiene contratos con unos pocos sub-distribuidores, por medio de un concepto similar al de una franquicia.



**Nota 1:** Ventas antes de IVA. Hasta 2009 corresponden a Jucremo.

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

**Nota 3:** Desde el 2012 se reportan las ventas consolidadas de Azende y Dacorclay.

Fuente: Corporación Azende y Holduntrst

Elaboración: Bankwatch Ratings

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, Penzoil); 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.

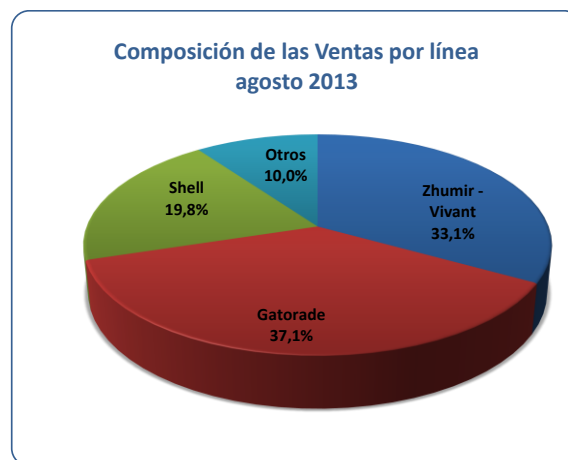
Las ventas individuales en dólares de AZ se ven afectadas en el 2012 por una reducción en precios de venta, debido al margen de distribución otorgado a Dacorclay, cuando asume la distribución de las líneas de consumo de la Corporación. No obstante, de forma consolidada, las ventas de AZ crecen en 9.2% anual.

En el 2012, las ventas de productos de producción propia (principalmente licores) de AZ se contraen de forma importante, por 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.

Hasta agosto-2013 las ventas consolidadas se reducen en 7.6% de forma anualizada, debido a un reducido dinamismo de mercado en los primeros tres meses del año para la línea de bebidas alcohólicas y problemas coyunturales de abastecimiento en lubricantes y otra línea de bebidas no alcohólicas, que habrían sido solucionados.

A esto se suma la cancelación de la distribución de la línea de bebidas Gatorade, efectiva desde octubre de 2013, la cual representaba alrededor del 32% de las ventas totales del 2012 y 37% de las ventas de los primeros ocho meses del 2013. Si bien por dicha cancelación la Corporación recibirá en el corto plazo un flujo importante como compensación, la Empresa espera que las ventas de los años 2013 y 2014 se reduzcan en 12.4% y 19.8%, respectivamente, considerando la incorporación ya negociada de dos nuevas líneas de negocio, que se indica como hecho subsecuente que empezaron a comercializarse en octubre de este año.



Fuente: Corporación Azende

Elaboración: BWR

En la línea de lubricantes, AZ mantiene un contrato formal de distribución desde el año 2008. Cabe indicar que el derecho de cobro de esta línea no se encuentra titularizado.

Las demás ventas de la Empresa responden a la línea de productos propios y a proveedores más pequeños, por lo cual dentro de la línea de consumo habría mayor diversificación luego de la salida de Gatorade.

### 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 macroruta 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 es atendida por un codistribuidor desde 2003, y mantiene garantías reales que cubren su riesgo de crédito.

El comportamiento de las ventas en estas dos rutas desde el inicio de la titularización hasta la fecha ha sido mejor que el utilizado como escenario base en la calificación inicial.

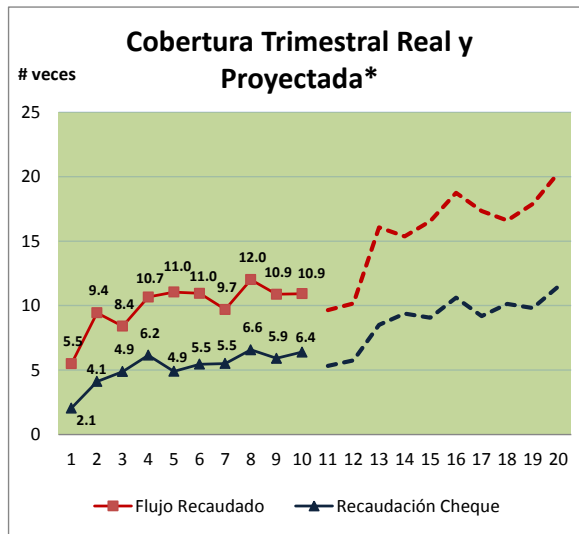
En los primeros ocho meses del 2013 las ventas de estas dos rutas se reducen en 1.17% de forma anualizada, mostrando un comportamiento mejor al de las ventas totales.

### 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 de AA que han recibido sus emisiones con garantía general.

La relación entre el flujo recibido por el Fideicomiso y los dividendos pagados durante los 30 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 mayor que la del escenario base utilizado en la calificación inicial.

Es importante indicar que dentro de las rutas Cuenca y Azogues, la línea Gatorade tiene una participación más reducida que lo observado a nivel nacional (15.8% en las ventas a septiembre-2013), por lo cual el efecto de su salida en el derecho de cobro titularizado sería menor.



\* Cobertura proyectada considera un escenario de ventas inferior en 20% a las de los últimos 12 meses, y un crecimiento de 0%.

Como se aprecia en el gráfico anterior, se espera que la cobertura se mantenga en niveles holgados, y se incremente de forma importante a partir de marzo-2014, por el vencimiento de la serie B. Dicha proyección considera una reducción de las ventas de las rutas titularizadas de 20%, frente a las conseguidas en los últimos 12 meses, considerando la salida de la línea Gatorade a partir de octubre-2013.

El exceso de flujo de fondos, calculado en función de la recaudación del derecho de cobro de los últimos 12 meses transcurridos, y los pagos de capital e interés a realizarse a los inversionistas en los próximos 12 meses, cubriría en 8.4 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero en la calificación inicial (11.12%). En consecuencia el Fideicomiso de la Primera Titularización de Flujos Futuros de Azende, cumple holgadamente el requerimiento legal de 1.5 veces.

Por último, el Fideicomiso cuenta con una garantía subsidiaria otorgada por AZ, que podrá ejecutarse en caso de que en, transcurrido 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 dividendo 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.

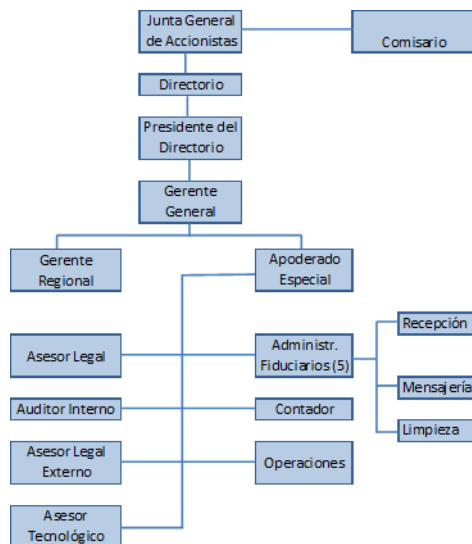
El 4 de mayo de 2012, el 99.9975% de las acciones de la Fiduciaria, anteriormente llamada UNIFIDA, se transfieren a la compañía neozelandesa HOLDUN



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 cinco 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.

### POSICIONAMIENTO DEL TÍTULO EN EL MERCADO

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil. En todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

### 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](http://www.bankwatchratings.com) se puede encontrar un resumen de la estructura de la Primera Titularización de Flujos Futuros de la Corporación Azende.



## ANEXO 1

## ENTORNO ECONÓMICO

## DATOS GENERALES

	2011	2012	2013 prev. *
Inc. PIB (Año base 2007) %	7.50	5.01	4.05
PIB CORRIENTE ( Mill USD)	77,832	84,682	90,326
Inc. PIB CORRIENTE%	14.78%	8.80%	6.66%
Inflación Anual %	5.41	4.16	3.93%
Total Ingresos	18,600	20,405	25,454
Total Gastos	22,342	24,642	30,515
Deficit / Superavit	(3,742)	(4,237)	(5,061)
Deuda Gobierno **	14,552	18,694	20,197
Deuda Interna **	4,506	7,781	7,866
Deuda externa **	10,046	10,913	12,331
Deuda total del Gobierno / PIB%	18.6%	25.0%	22.36
Deuda externa del Gobierno / PIB%	12.8%	14.9%	13.65
Deuda interna del Gobierno / PIB%	5.8%	11.0%	8.71
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	99.75	91.82	96.39
Precio Programado Petroleo		79.3	84.9
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	23.5%	20.6%	21.4%
Fuentes: Análisis Semanal Fuente Banco Central			
Debe tomarse en cuenta que la deuda menor a 360 días el Gobierno no la contabiliza como tal			
** Datos a marzo 2013			
* Presupuestp del Estado para 2013			

## ANTECEDENTE

A la fecha de este reporte, la Asamblea Nacional aprobó la proforma presupuestaria para el 2013, la que fuera enviada por el Ejecutivo con carácter de urgente el 5 de julio 2013.

Conforme dicta la Constitución de la Republica, en año de elecciones, es el nuevo gobierno el que debe efectuar el presupuesto, explicando por qué se presentó, transcurrido ya el primer semestre del año 2013. Se espera que en los próximos meses se anuncie la proforma para el 2014.

## SECTOR REAL

**Producto Interno Bruto (PIB):** Las proyecciones para el 2013, de acuerdo a la proforma, indican un crecimiento del 4.05%, porcentaje inferior al alcanzado en el 2012 que fue 5.1%. La desaceleración, a pesar del incremento del presupuesto en 24%, obedece a que gran parte del monto de gastos es corriente y una reducción en el crecimiento de la construcción.

Algunos estimados de Organizaciones Multinacionales son menos alentadores, así el Banco Mundial proyecta que la economía crecería en 3.8%; la CEPAL menciona una desaceleración de 1.2%, para llegar a 3.5%; en todos los casos, las proyecciones apuntan a una desaceleración de la Economía.

Factores externos como el estancamiento o caída del precio del petróleo, una revalorización del dólar frente a las monedas de los países vecinos, la desaceleración de la economía China, nuestro principal proveedor de

fondos, incidiría en limitar el crecimiento planificado del País.

Las manufacturas ofrecen un importante aporte al crecimiento (5.8%) para el 2013, siendo uno de los mayores aumentos de los últimos años, con un aporte del 12.6% del PIB.

Se estima que La construcción crecerá el 6%, porcentaje bastante inferior al alcanzado en el 2011 de 21.6% y 2012 de 14%, sin embargo, mantiene un aporte significativo de 11.1% del PIB.

El petróleo y la refinación, tendrán un componente de 11.3%, del PIB. En el primer semestre del 2013 el precio de crudo del oriente terminó en USD 97.45 el barril, registrando un alza respecto de diciembre 2012 de USD 5.63.

Se considera que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2013, lo cual generaría mayores retos al Gobierno, por la dependencia que tiene la economía en el petróleo y el hecho de que los gastos continúan aumentando en mayor proporción a los ingresos.

La inflación a mayo del 2013, mantiene un comportamiento a la baja, es así, que llega a 3.01%, inferior a la registrada en mayo 2012, que fue de 4.85%. En el presupuesto para el 2013, se proyecta la inflación en 3.9%, que no se presenta difícil de alcanzar, de continuar la actual trayectoria.

**El Mercado Laboral:** La tasa de desempleo, respecto a diciembre 2012, disminuyó en 0.14%, tanto a nivel urbano como rural, situándose a junio 2013 en 4.9%.

**El salario básico** unificado para el 2013 es de USD 318.00, con un incremento del 8.9%, (USD 292.00 a junio 2012).

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

## SECTOR EXTERNO

La balanza comercial a mayo 2013, presenta un déficit acumulado de USD 287 millones FOB, mayor al obtenido a mayo 2012, que fue positivo en (USD 581 millones). Esta diferencia se da debido a una mayor exportación gracias a los altos precios del petróleo en el 2012, (USD 101.68 a mayo 2012; USD 96.39 a mayo 2013), en volumen se mantuvieron casi iguales, con una diferencia menor para este periodo 2013 de 207m barriles.



### EXPORTACIONES USD 10,173mm (mayo 2013).

Las exportaciones anuales disminuyeron en -1.43%. Las petroleras suman USD 6,385.2 mm disminuyendo en -11.64% (incluidos los derivados). Las exportaciones petroleras representan el 55.46% del total.

Las exportaciones no petroleras suman USD 4,530.62mm; en valores monetarios se incrementan en 15.12%. Las exportaciones no tradicionales incrementan su participación frente a las tradicionales, aunque los productos con mayor participación, del total exportado, siguen siendo el banano (10.37%), el camarón (6.2%), los productos de mar (5.9%) y las flores (3.7%).

### IMPORTACIONES USD 10,435.84 mm, (mayo 2013).

A mayo 2013 las importaciones se incrementan en 7.17% en términos monetarios, sin que se registren crecimientos significativos en los diferentes rubros importados excepto en los bienes de consumo que disminuyen en monto (-4.59%). Los otros rubros conservan una participación del total general similar al año anterior, así tenemos materias primas (31.36%), bienes de capital (27%) y los combustibles y lubricantes, que crecen en 13.92% y su participación sube a 23% de las importaciones.

### SECTOR PÚBLICO

El Presupuesto General del Estado (PGE) proyectado a diciembre 2013 registra un crecimiento de 24.7% con un déficit de USD 5,061 millones. El crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos. Se espera que el precio del petróleo, el cual alimenta el presupuesto, se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja. La disminución en el crecimiento de China, la situación reprimida de Europa, la paralización de la refinería de Esmeraldas, entre otros factores, tendría incidencia negativa en los ingresos petroleros del País.

### PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

#### INGRESOS

	2011	2012	2013 pres	Variación 2012/2013
TOTAL INGRESOS	18,600	20,405	25,454	24.7%
TRIBUTARIOS	9,426	10,362	12,793	23.5%
PETROLEROS	7,341	8,401	8,690	3.4%
NO TRIBUTARIOS	1,234	1,130	2,946	160.7%
Transf Corrientes	422	89	1,025	1051.0%
Otros, autogestion.	177	423	-	

Fuente: Análisis Semanal  
Elaboración BWR

### EGRESOS

	2011	2012	2013 presp	Variación 2012/2013
TOTAL EGRESOS	22,342	24,642	30,515	23.8%
Gasto Corriente	14,966	16,699	19,347	15.9%
- Sueldos	6,519	7,547	7,884	4.5%
- Bienes y servicios	5,396	5,996	8,138	35.7%
- Transferencias y otros gastos	2,312	2,352	2,678	13.9%
Financieros	740	804	647	-19.5%
Gasto de Capital	7,376	7,943	11,168	40.6%

Fuente: Análisis Semanal  
Elaboración BWR

### Tributación:

La recaudación de impuestos ha mantenido un crecimiento continuo, a mayo se reporta un 13.8% respecto al 2012 y la tendencia ha sido persistente durante los últimos seis años.

El impuesto al Valor Agregado IVA, que de alguna manera mide la actividad económica, ha tenido un incremento del 15.6%, de acuerdo a lo planificado con el SRI.

El ISD o impuesto a la salida de divisas ha tenido un incremento importante, debido al aumento de la tasa de recaudación de 2 al 5%, convirtiéndose en el tercer impuesto en importancia.

### Gastos:

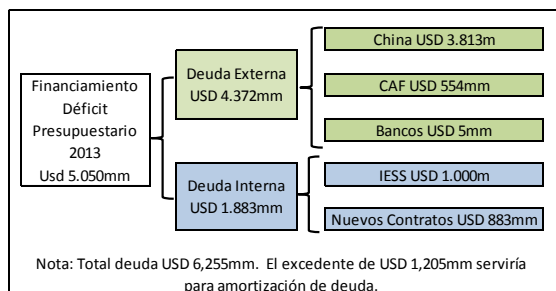
El cambio ajustado a precios constantes del 2007, da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía sean menores, lo que da mayor holgura al gasto público, para seguir creciendo.

El comportamiento expansivo del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje está en gastos corrientes (63.4%), sin que se sienta un re direccionamiento de la política del Gobierno, en este aspecto.

Los créditos recibidos tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a marzo 2013 la deuda total suma USD 20,197 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,866 millones y deuda externa de USD 12,331 millones registrando un incremento de diciembre 2012 a marzo 2013 del 12.36%. El porcentaje de la deuda PIB, por efectos del cambio en la matriz del presupuesto, bajaría de 25% en dic 2012 a 22.4% proyectada a dic 2013.



## FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2013

Elaboración: BWR

## SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Las regulaciones y leyes emitidas en el 2012, han empezado a influir en los resultados del Sistema Financiero, especialmente en cuanto a las tendencias y modalidades de crédito y a la obtención de utilidades, las mismas que de acuerdo a las expectativas, se han reducido substancialmente.

El sistema financiero Bancos (junio 2013), registra **activos brutos por USD 29,410 millones**, con un crecimiento anual de 9.2% y en el lado de los pasivos **USD 25,286 millones**, con un crecimiento de 9.2%.

Las **captaciones del público** llegaron a **USD 22,529 millones**, con un crecimiento anual de 9.3%; la cartera a junio 2013 registra un valor de **USD 16,618 millones**, con un incremento de 10.5% frente a junio 2012.

El Sistema continúa creciendo de forma importante, pero la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores debiendo tomar en cuenta el crecimiento de la **cartera en riesgo (cartera vencida más la que no devenga intereses)**, que en este periodo fue de 15.2%.

La **morosidad** muestra una tendencia creciente en el sistema (3.07%), en parte explicada por crecimientos agresivos en los últimos años, especialmente en el segmento de consumo.

La **cobertura de provisiones a total cartera**, en este semestre, comparado con el año anterior, vemos que se ha fortalecido subiendo de 5.98% a 6.54%, debido a un mayor gasto de provisión en el periodo.

La oferta monetaria continúa creciendo, pero en menor intensidad que la habitual.

### Cartera de Crédito

El sistema financiero bancos continúa el crecimiento de su cartera en USD 1,582mm, respecto a junio 2012.

Se mantiene como principal rubro la cartera comercial 47%, seguida por cartera de consumo 35%; cartera de vivienda 8.3%; cartera micro empresarial 7.7%. La cartera de crédito educativo es aún muy pequeña.

## Resultados USD 125 millones.

A junio del 2013, el Sistema Bancos Privados tiene una caída anual de USD 63.6 millones de utilidad equivalente a un decrecimiento de 33.8%. El sistema de Cooperativas tiene un pequeño incremento del 1.7%, las financieras un decrecimiento del 34.2% sin tomar en cuenta Diners Club; no sucede igual con los bancos Públicos que tienen un incremento del 38% (en parte influenciado por utilidades generadas por Banco Pacífico a la CFN).

## SECTOR PRIVADO

Se espera que el 2013 sea un complejo año fiscal, por las mismas palabras del Presidente Correa, lo cual ha dado paso a que el gobierno de ciertas manifestaciones de apertura y acercamiento a la empresa privada. Un gesto importante fue la actitud con los empresarios en su viaje a Alemania, incluyéndoles a estos como parte de su agenda, sin embargo, existen mensajes contradictorios con la renuncia al ATPDEA, manteniendo el entorno para la inversión privada más incierto y desfavorable.

Varias leyes que serán tramitadas en este año, mantienen la incertidumbre en los empresarios, tomando en cuenta que este gobierno se ha declarado de rasgo socialista, hace prever que las reformas tendrán el mismo alcance, limitando y reduciendo los resultados de las empresas y la confianza de estas para nuevas inversiones.

Actualmente están en carpeta de la Asamblea Nacional el trámite del Código del Trabajo; Ley de Aguas; Ley de Tierras; reformas tributarias, además de la aplicación de la Ley del Control del Poder del Mercado. Esta 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.

Las restricciones antes anotadas, el incremento de costos laborales y las deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales, lo cual limita el crecimiento potencial de las exportaciones.

## PERSPECTIVAS 2013

Se esperaría que continúe la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.

La política de subsidios con el nuevo presupuesto se mantiene y en lo internacional se complican las relaciones comerciales con nuestros principales socios. Se anuncia una nueva reforma tributaria con mayores cargas impositivas.

Las expectativas de incentivar o conseguir mayor inversión extranjera no son muy prometedoras.



Se espera que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público, soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2013, no así en los siguientes años.

La paralización de la refinería de Esmeraldas, que no se dio en el 2012, se haría en 2013, lo cual explicaría en parte la desaceleración esperada de la economía y reduciría los ingresos para el Estado.

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, por factores que afectan el sector como son: el crecimiento de los costos internos, el 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.

**Fuentes:** Banco Central del Ecuador, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio, diario HOY, Revista Lideres.

**Elaboración:** BWR, julio, 2013.

**Corte de información:** marzo-junio 2013, proyección a diciembre 2013.