

Ecuador
 Décimo Seguimiento

Primera Titularización de Flujos AZENDE

Calificación

Serie	Calificación Anterior	Calificación Actual	Último cambio
A	AA (en observación)	AA -	mayo-2014

Descripción de la calificación:

“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”

Principales participantes:

- *Originador y Agente de Recaudo:* Corporación Azende Cía. Ltda.
- *Fiduciaria:* HOLDUNTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos
- *Estructurador Financiero:* Analytica Securities C.A. Casa de Valores
- *Estructurador Legal:* Profilegal Compañía Limitada
- *Punto de Equilibrio:* Un valor

Analistas:

Carlos Ordóñez
 (5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Guissela Salgado
 (5932) 226 9767 ext. 106
gsalgado@bwratings.com

Lorena Oliva
 (5932) 226 9767 ext. 108
loliva@bwratings.com

Fundamento de la calificación

Disminución de calificación: El Comité de Calificación decidió disminuir la calificación de la Serie A, emitida por el Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Azende, de AA a AA-, y quitar el estado de observación. La calificación otorgada es consistente con el actual riesgo crediticio de corto plazo del Originador, y en el largo plazo se ve apoyada adicionalmente por la cobertura que mantiene el Fideicomiso con sus recursos líquidos.

Calificación Local: 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.

Calificación sustentada en el riesgo de crédito del Originador: La calificación de la serie A está directamente relacionada a la calidad crediticia de largo plazo del Originador, puesto que Corporación Azende es la generadora y recaudadora de los flujos titularizados. Adicionalmente, el Comité de BWR ha considerado la garantía específica disponible en el Fideicomiso para pagar a los inversionistas, que otorga una mejora crediticia frente a una obligación general del Originador.

La calificación considera la caída estructural de las ventas y del EBITDA del Originador durante 2013, que presiona los indicadores de endeudamiento, liquidez, flexibilidad financiera y capacidad de pago. La expectativa de que los contratos de distribución cancelados sean remplazados por otros no se ha cumplido en los niveles esperados, y la deuda, que se redujo hacia finales del 2013, volvió a incrementarse durante el primer trimestre de 2014, a pesar de la generación de flujos operativos positivos, que financiaron nuevas inversiones.

Cobertura de flujos holgada: La holgura entre los flujos que ingresan directamente al Fideicomiso, y los dividendos por pagar protege a los inversionistas de fluctuaciones importantes en la generación o recaudación del derecho de cobro titularizado. La cobertura mejora por la cancelación de la serie B de la presente titularización, y se calcula que seguirá siendo amplia pese a la contracción esperada de las ventas del Originador. En razón que el Originador es el recaudador de los flujos titularizados, la probabilidad de recepción de estos flujos se encuentra directamente vinculada con la capacidad y voluntad de pago de Corporación Azende.

Garantía subsidiaria: La titularización de flujos futuros se encuentra garantizada subsidiariamente por Corporación Azende. Esto respalda a la estructura de la titularización, en caso que el flujo recaudado disminuya significativamente.

Estructura Legal adecuada: Contamos con una opinión legal positiva de nuestros abogados en cuanto a la legalidad y forma de transferencia de los derechos de cobro titularizados.

Contrapartes de transacción evaluadas positivamente: Se han evaluado de forma satisfactoria las principales contrapartes de la transacción. Consideramos que Holduntrust Administradora de Fondos y Fideicomisos, tiene la capacidad técnica y experiencia suficiente para desempeñarse adecuadamente como agente de manejo de la presente titularización.

Presentación de Cuentas

El presente análisis se ha fundamentado principalmente en los siguientes documentos e información:

- Estados financieros del **Fideicomiso Primera Titularización de Flujos - Azende** correspondientes al 31 de diciembre de 2013, auditados por PKF Pannel Kerr Forster, con opinión limpia sobre la razonable presentación de la situación financiera, resultado de sus operaciones y flujos de efectivo del ejercicio anual, de conformidad con las normas NIIF.
- Estados financieros no auditados a marzo-2014 del **Fideicomiso Primera Titularización de Flujos -Azende**, elaborados bajo normas NIIF.
- Información complementaria del **Fideicomiso Primera Titularización de Flujos - Azende** a marzo-2014, sobre el activo subyacente, flujos de efectivo y demás datos considerados relevantes para el análisis de la capacidad de pago de las clases emitidas.
- Informe sobre estados financieros consolidados **“Corporación Azende S.A. y Relacionadas”** a diciembre-2013, auditados por OHM & Co. Auditores y Consultores, con dictamen limpio sobre la situación financiera, desempeño financiero, y flujos de efectivo, preparados de acuerdo a NIIF. Incluye párrafo de énfasis respecto a las normas de consolidación.
- Estados financieros consolidados no auditados a marzo-2014, de **Corporación Azende S.A.**, elaborados bajo normas NIIF.
- Estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2013 de **Holduntrust Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.**, con opinión limpia respecto a la razonabilidad de su patrimonio y situación financiera, así como resultados de sus operaciones y flujos de efectivo por ese año.
- Informe de la **Junta de Obligacionistas** de Corporación Azende a marzo 27 de 2014.

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Por favor remitirse al anexo 1.

Hechos relevantes y Subsecuentes

1. En septiembre-2013, Corporación Azende llega a un acuerdo con Tesalia Springs Company S.A., para terminar anticipadamente el contrato de distribución de la bebida Gatorade. A partir de octubre-2013, ambas empresas inician el proceso de liquidación de la relación comercial, y Tesalia Springs Company S.A. se hace cargo de la distribución de ese producto en Ecuador.

En octubre-2013, considerando la importancia de esta línea para Azende, BWR bajó la calificación de la primera titularización de flujos - Azende de la serie A de “AA+ a AA”, y mantuvo la calificación de la serie B en “AA+”, porque tenía suficiente liquidez para honrarla. Adicionalmente retiró la referencia “en observación” de ambas series, considerando la baja de la calificación de riesgo de crédito del Originador.

2. El 31 de diciembre de 2013, Corporación Azende dejó de ser distribuidor exclusivo de lubricantes Shell y Pennzoil en el territorio ecuatoriano, luego de negociar con Shell Lubricants Supply LLC. El nuevo distribuidor exclusivo es Primax del Ecuador S.A., quien a su vez concedió la subdistribución a Corporación Azende para el Austro.

Por este hecho relevante, el 9 de enero de 2014 BWR puso la calificación del papel comercial y de la serie A de la primera titularización de flujos Azende “en observación”, puesto que a la fecha no tenía información financiera posterior a la analizada en agosto-2013, y la empresa no contaba con proyecciones actualizadas sobre el impacto de la salida de ambas líneas de distribución durante el 2013, ni contratos definidos de nuevos productos para distribución que las reemplacen.

3. Al fines de 2013, Corporación Azende separó las funciones y los responsables de la gestión que requiere su negocio, respecto de los de su relacionada Dávila Corral & Claysbert Asociados Dacorclay Cía. Ltda. En consecuencia liquidó empleados, e incluyó obligaciones por concepto de desahucio y jubilación patronal.

Hechos Relevantes del Sector

1. La Ley de Fomento Ambiental y Optimización de los Ingresos del Estado, dispuso un incremento en el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE), para bebidas alcohólicas importadas y de producción nacional en noviembre-2011. En 2012, el impuesto se conformó por una tarifa fija de USD 6.08 por litro de alcohol puro. En el caso que el precio ex fábrica o ex aduana, según corresponda, sea mayor a USD 3.6 por litro de bebida alcohólica, también se aplica una tarifa Ad Valorem del 75% sobre dicho precio.
2. Esa ley 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.

- En diciembre-2012 se define un incremento de la tarifa específica por litro de alcohol puro para el cálculo del ICE de bebidas alcohólicas vigente para 2013, a USD 6.93. La tarifa se continuará ajustando anualmente, con base a la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC), para el grupo de "bebidas alcohólicas", a noviembre de cada año, descontado el efecto del incremento del propio impuesto.
- La Resolución No. 63 de junio-2012 del Comité de Comercio Exterior, adopta un arancel compuesto para la importación de bebidas alcohólicas, de 1% Ad-valorem, más un específico de USD 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.

Es necesario señalar que, en vista de que Corporación Azende es la cabeza del Grupo, mantiene vínculos estratégicos, comerciales y financieros, y transfiere flujos a sus empresas relacionadas a través de inversiones o préstamos, su capacidad de pago debe determinarse con base en los estados financieros consolidados.

En este seguimiento, el Comité de Calificación decidió reducir la calificación crediticia del Originador, fundamentado en la caída estructural de sus ventas durante el año 2013 y en la consecuente disminución del EBITDA, lo cual ha venido presionando los indicadores de endeudamiento y liquidez, y por lo tanto, su flexibilidad financiera y capacidad de pago.

La expectativa de que los contratos de distribución cancelados sean remplazados por otros, no se ha cumplido en los niveles esperados, y la deuda que se redujo como se esperaba hacia finales del 2013, volvió a incrementarse durante el primer trimestre de este año, a pesar de la generación de flujos operativos positivos, que financiaron nuevas inversiones.

En el corto plazo, la posición crediticia del Originador (AA-) es mejor a su fortaleza de largo

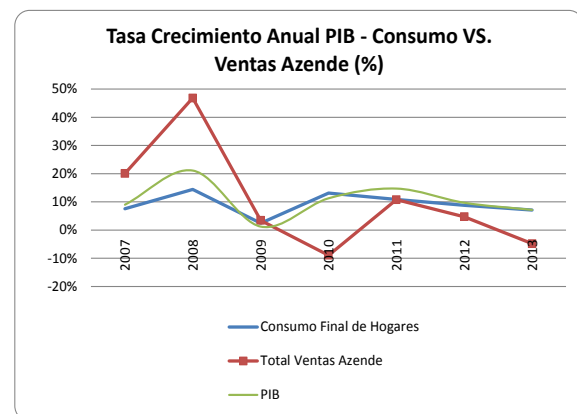
plazo, bajo la expectativa de que se mantengan los niveles actuales de liquidez, al menos durante este año, luego de la restructuración de pasivos de corto a largo plazo.

La calificación reconoce las fortalezas del negocio al tener productos propios bien posicionados, y una amplia cadena de distribución, que durante el año, y a juzgar por el desempeño del primer trimestre del 2014, tendría capacidad de incorporar nuevos productos, lo cual junto con los esfuerzos por reducir los gastos operativos, permitiría alcanzar una recuperación del EBITDA.

Por otro lado, la liquidez en este año se fortalecería ya que la variación del capital de trabajo sería positiva por la contracción del negocio y el cambio de productos a distribuirse. Se esperaría que en este año la deuda se reduzca y los indicadores tanto de deuda como de liquidez se vayan liberando. El comportamiento a mediano plazo es menos predecible, en vista de que los productos nuevos recién se están incorporando a la distribución del grupo y que algunos compromisos no están respaldados por contratos que prometan estabilidad.

Así mismo, el desempeño del Originador y del grupo a mediano plazo, dependerá de la respuesta del mercado a las nuevas estrategias y a los nuevos productos, de la consolidación de una estructura de gastos más liviana, de la definición de políticas de endeudamiento y dividendos, de las políticas de transferencia de fondos entre empresas del grupo y otras relacionadas y de las decisiones de inversión.

RIESGO DE LA INDUSTRIA



Fuente: BCE y Corporación Azende

Elaboración: BWR

*Variación de PIB en valores corrientes, variación de monto de ventas anuales de Corp. Azende.

El Originador opera en un mercado de productos de consumo masivo y bebidas alcohólicas e hidratantes. Las ventas de la empresa han tenido un comportamiento histórico similar al de la economía

en general, con excepción de los años 2010 y 2013 que muestran una contracción de ventas mayor.

La economía ecuatoriana ha desacelerado su crecimiento en los últimos dos años, luego de un período 2011 cuando alcanzó un crecimiento de 14% (PIB en valores corrientes). En el 2013 el PIB creció 7.14%, con una perspectiva estable para el 2014, período en el que se espera un crecimiento similar.

El Consumo de Hogares, como componente del PIB, fue uno de los sectores más dinámicos de la economía hasta el año 2012, esto explicado por el incremento de la masa laboral en el sector público, mayor financiamiento para bienes de consumo y en general más liquidez de la economía. En el 2013, el Consumo creció en 7.07%, ligeramente por debajo de la tasa de incremento de la economía, de igual forma la perspectiva de crecimiento se mantiene estable para el 2014.

Una de las mayores preocupaciones del Gobierno Central fue el déficit de la Balanza Comercial, que se acentuó durante el año anterior, y cuyos efectos en la liquidez de la economía pueden ser importantes en especial en un sistema dolarizado como el ecuatoriano. De esta forma, se implementaron varias medidas regulatorias para controlar en algún porcentaje el movimiento de las importaciones, lo que se tradujo en menor dinamismo en las ventas de varias empresas comerciales, durante el último trimestre del 2013 y el primer trimestre del 2014.

En el caso del mercado de licores en el Ecuador, desde el año 2010 éste 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 años las regulaciones que han impactado en precios, además, de un problema generalizado de licor adulterado en varias provincias del país, desestimuló la demanda disminuyendo las ventas del sector en 30% en el 2012, la cual no se ha recuperado en el último año.

La competencia es agresiva, no solo por la producción local de licores y por las 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, y en segmentos altos.

En cuanto a las bebidas no alcohólicas este es un mercado que también tiene alta competencia, es 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 estos 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.

Análisis de la Titularización

Evolución de la Emisión

El 18 de enero de 2011, la Superintendencia de Compañías autoriza el proceso de emisión de la primera titularización de flujos - Azende. 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 se inició el 8 de febrero de 2011, por lo que dicha fecha se convirtió en la de emisión de las dos series. El proceso de colocación de los títulos concluyó en el mismo mes.

A marzo-2014, Corporación Azende ha pagado doce dividendos de las series A y B, y mantiene por vencer ocho dividendos trimestrales de la serie A. Cabe anotar que ha cancelado la serie B en su totalidad, y que sus pagos están de conformidad con la tabla de amortización.

Cobertura de la emisión con Fondos Disponibles e Inversiones

Al 31 de marzo de 2014, el Fideicomiso cuenta con recursos líquidos por USD 236M, de los cuales el 99.8% están en cuentas corrientes de Produbanco, para recaudación de clientes y fondo rotativo, y la diferencia de 0.2%, está depositado en el Banco Central del Ecuador. De estos recursos USD 9.9M se origina en el fondo rotativo, y USD 211 son excedentes existentes para devolver al Originador en el siguiente mes.

Como activos financieros registra inversiones en siete certificados de depósito, que vencen en mayo-2014, por USD 35.1M cada uno (USD 245.7M en total), emitidos por Banco Promerica. Los recursos y disponibilidades se encuentran destinados a cubrir la provisión de fondos del próximo dividendo trimestral de la serie A, que será en mayo-2014 por USD 234M.

Acorde a lo previsto en la escritura, el Fideicomiso también mantiene a su nombre un certificado de depósito por USD 351M, con vencimiento en mayo-

2014, emitido por el Banco Solidario. Con este certificado cumple el requerimiento del Depósito de Garantía, previsto en la estructura.

En línea con la reducción del saldo insoluto de las series emitidas, los recursos líquidos que mantiene el Fideicomiso permiten mayor cobertura. Los recursos correspondientes al fondo de garantía y la provisión acumulada para el próximo pago cubren 1.29 veces los dos próximos dividendos trimestrales de la serie A. La fluctuación de la cobertura se vincula a la acumulación de efectivo y posterior pago de dividendos. El monto pendiente de pago de los ocho dividendos trimestrales, respecto del saldo actual de recursos líquidos, tendría una cobertura de 34%; la que proyectada a un año se estima se incremente al menos hasta el 50%.

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 los Flujos

Corporación Azende 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. Ofrece productos de alta aceptación en el mercado, sin embargo el potencial de crecimiento futuro se afectó por terminar anticipadamente la distribución de bebidas Gatorade y perder la distribución exclusiva de los lubricantes Shell y Pennzoil, líneas que tenían un peso significativo en la canasta de productos que la empresa distribuía.

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 el tipo de producto, y un canal independiente para distribución a locales propios o relacionados. Los productos distribuidos por Azende son de consumo masivo, con fecha de caducidad, y requerimiento de distribución y comercialización intensiva.

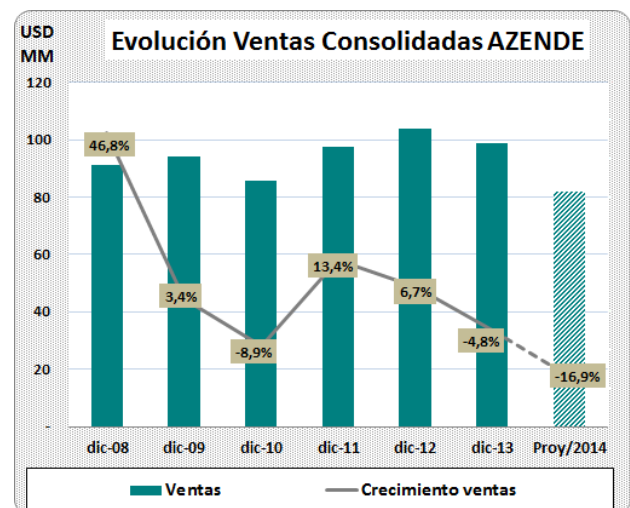
Dacorclay, subsidiaria de Azende, se convierte en el principal distribuidor de la Empresa desde 2012 (65% de las ventas). Azende factura a Dacorclay el inventario, y este lo distribuye a distintos puntos de venta. Para zonas específicas, Azende mantiene contratos con sub-distribuidores, por medio de un concepto similar al de una franquicia. En diciembre-

2013, Azende separó las funciones de la gestión del negocio, respecto de Dacorclay Cía. Ltda.

Las ventas son volátiles debido a eventos internos y externos. Desde 2013 estas comienzan a contraerse, y para 2014 esa tendencia se proyecta aún más acentuada. El 2008 registra el mayor crecimiento, porque modifica la composición de productos tradicionales de alimentos y bebidas, con la distribución de lubricantes (Shell y Penzoil). De 2009 a 2012 influyen las fusiones de Jucremo, Destilería Zhumir y Plasan, entre otros cambios empresariales. El 2010 optan por las líneas de distribución exclusiva con un mayor margen de rentabilidad, pero excluyen 15 líneas y disminuyen el volumen de ventas.

Las ventas individuales de Azende se afectan el 2012, y desaceleran su crecimiento respecto de 2011, por la reducción en los precios de venta, debido al margen de distribución otorgado a Dacorclay, cuando asume la distribución de las líneas de consumo de la Corporación. Sin embargo las ventas consolidadas del grupo (Azende y Dacorclay) crecen 6.7% anual.

En ese año, las ventas de las líneas de producción propia de Azende (principalmente licores), también se contraen de forma importante, por las reformas tributarias que afectaron al sector. Esta reducción se cubrió 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 una reducción de su margen bruto.



Nota 1: Ventas antes de IVA (hasta 2009 corresponden a Jucremo).
Nota 2: Por fusión Jucremo - Destilería Zhumir, desde 2010 el ICE no forma parte de las ventas ni del costo de ventas.
Nota 3: Desde 2012 las ventas se consolidan de Azende y Dacorclay.
Fuente: Estados financieros auditados Corporación Azende 2013
Elaboración: Bankwatch Ratings

Las ventas consolidadas se reducen 4.8% el 2013, por menor demanda del mercado de bebidas



alcohólicas en los primeros meses del año, y por el impacto de la suspensión para Azende de la distribución de la línea de bebidas Gatorade desde octubre-2013, que representaba 37% de sus ventas totales. En adición Azende tuvo problemas de abastecimiento en los lubricantes, y afrontó el cambio de distribuidor exclusivo de Shell Lubricants Supply LLC, a finales de ese año.

Azende recibe flujos importantes en el 2013 y 2014, por la compensación originada en la cancelación anticipada del contrato de distribución de Tesalia Springs Company S.A. La Empresa estima que las ventas consolidadas del grupo se reduzcan 16.9% en el 2014, a pesar de haber incorporado nuevas líneas de negocio para su comercialización desde octubre-2013 y durante los primeros meses de 2014.

Cabe destacar que en el periodo de octubre-2013 a marzo-2014, las ventas de las rutas titularizadas comparadas con igual periodo del año inmediato anterior, tuvieron una reducción de 16.3%. con respecto al mismo periodo del año precedente. Este porcentaje es similar a las proyecciones de las ventas totales, ya que se relaciona con las líneas de consumo, y no incluye lubricantes ni grasas.

En la línea de lubricantes, que representa 22% de los ingresos en 2013, Azende mantenía un contrato formal de distribución desde 2008, pero este finaliza en diciembre-2013. Sin embargo el nuevo distribuidor exclusivo Primax del Ecuador S.A., concedió la subdistribución a Corporación Azende para el Austro ecuatoriano. Azende retendrá aproximadamente 35% de la facturación anual que representaba esa línea de distribución hasta 2013, con un margen mejorado de rentabilidad, y con una reducción importante de capital de trabajo a menos del 25% del valor que requería en el 2013.

Las estimaciones del 2014 consideran que las ventas se contraigan, siendo el segmento de consumo el de mayor contribución a los ingresos. Las marcas Zhumir, Vivant y Nestea pasarían de representar 65.1% de las ventas en el 2013, a 68.3% en 2014. En la línea de lubricantes baja la participación en las ventas histórica del 22% al 7%, porque se limita su distribución al Austro. En las líneas de consumo esperan mejora la diversificación, incorporando nuevos productos de la línea del Grupo El Juri. Los productos y proveedores pequeños se destacarían con el crecimiento esperado de Ron Abuelo, Nutrileche y Energizer.

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 Azende realiza a través de sus propios locales.

Las rutas de Cuenca y Azogues son tradicionales para Azende (más de 20 años de atención en ambos casos), y se consideran parte del negocio central. Las ventas a los dos sectores geográficos han representado aproximadamente 16.1% de las ventas totales.

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 tiene 31 rutas de distribución y da acceso a más de 8.000 clientes entre mayoristas y minoristas.

Dacorclay, de propiedad mayoritaria de Azende, 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.

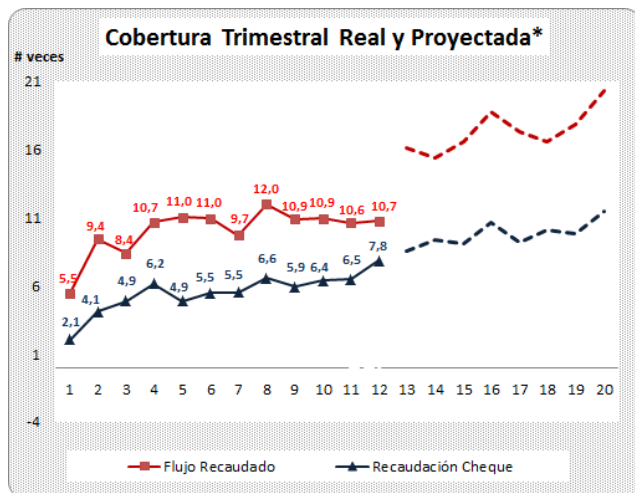
El comportamiento de las ventas en estas dos rutas, desde el inicio de la titularización ha sido mejor que el utilizado como escenario base en la calificación inicial. En el año 2013 las ventas de estas dos rutas se reducen 2.3%, con un mejor comportamiento que el de las ventas totales que decrecen 4.8% 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 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 36 meses transcurridos desde la fecha de emisión, refleja la suficiencia de las ventas de consumo de Azende 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, por lo cual el efecto de su salida en el derecho de cobro titularizado es menor. Adicionalmente, el derecho de cobro sobre las ventas de la línea de lubricantes no se encuentra titularizado, por lo que no tiene impacto en el flujo que recibirá el Fideicomiso en el futuro.



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

BWR espera que a partir del décimo tercer trimestre la cobertura se incremente de forma importante, aun con la perspectiva negativa de las ventas. Esto por cuanto el requerimiento trimestral de flujo para el pago a los inversionistas se reduce luego de la cancelación de la serie B, que se dio en febrero-2014.

La proyección graficada considera una reducción de las ventas de las rutas titularizadas de 20%, frente a las de los últimos 12 meses, considerando la salida de la línea Gatorade. Esta estimación es conservadora, considerando que la reducción de las ventas de las rutas titularizadas ha sido de 16.3% en los últimos seis meses, respecto del año pasado.

El exceso de flujo de fondos, calculado en función del 80% 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 Primera Titularización de Flujos Futuros de Azende cumple holgadamente el requerimiento legal de 1.5 veces.

El Fideicomiso cuenta además con una garantía subsidiaria otorgada por Azende, que podrá ejecutarse en caso que la Fiduciaria observe que el monto provisionado es inferior al 100% de la suma correspondiente al próximo dividendo trimestral, transcurrido el día 65, contado desde el inicio de un período trimestral determinado.

Evolución de Gastos del Fideicomiso

El Fideicomiso cuenta con un Fondo Rotativo de USD 10M, que sirve para pagar los gastos mensuales que se requieren. Dicho fondo es repuesto con cargo a los flujos que ingresan en la titularización. Si estos no fueran suficientes, el Originador está obligado a

reponerlo cuando la Fiduciaria lo solicite mediante carta. Los gastos mensuales del Fideicomiso no son materiales, frente al tamaño de la emisión y a los flujos que ingresan al mismo mensualmente.

Posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del Originador, en el caso de quiebra o liquidación

Fecha de corte	mar-14
Activo Líquido (USD M)	1.281,43
Activo Ajustado (USD M)	48.616,27
Activo Total (USD M)	54.963,75

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gta General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	6.965,32	6.965,32	0,18	6,98
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	5.579,11	12.544,43	0,10	3,88
3era	Deuda sin garantía específica de balance	19.190,77	31.735,20	0,04	1,53
TOTAL		31.735,20	31.735,20	0,04	1,53

Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

El cuadro anterior detalla los pasivos que tendrían prelación en un escenario de liquidación, respecto de las deudas de Corporación Azende, con datos a marzo-2014. La primera titularización de flujos tendría un saldo de USD 1.6MM a esa fecha.

En un escenario de liquidación de Corporación Azende, los inversionistas del Fideicomiso de la Primera Titularización de Flujos se encontrarían en el mismo nivel de prelación que los demás pasivos sin garantía específica de la Empresa.

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor u Originador como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para la calificación.

Hemos recibido la certificación por parte del Originador en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general, y su relación con las emisiones en circulación, donde se indica que cumple con los requisitos de Ley.

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.

Descripción de la Emisión y Estructura

CARACTERÍSTICAS TÍTULOS	
Serie A	
Monto autorizado	USD 4 MM
Monto emitido (USD)	USD 4 MM
Saldo Insoluto (USD)	USD 1.6 MM
Plazo total	1800 días
Fecha Emisión	08-feb-2011
Fecha Vencimiento	08-feb-2016
Amortización Capital	Trimestral
Pago Interés	Trimestral
Tasa de interés	8,50%
Base cálculo interés	360 días
Resolución SIC No.	SC. IMV.2011.104
Fecha resolución SIC	10 de enero de 2011

El cuadro detalla las características de la serie A vigente, emitida en el Fideicomiso Primera Titularización de Flujos de Azende.

BWR cuenta con 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, que es el propio Originador.

La prelación que ofrece la estructura legal a los inversionistas de esta titularización, junto con la baja participación de esta emisión en el pasivo total y contingentes del Originador (4.24%), le permite tener mayor fortaleza ante escenarios elevados de estrés que las demás obligaciones de largo plazo con garantía general del Originador. Esta situación es reconocida en la calificación otorgada a la primera titularización de flujos futuros.

Azende es además garante subsidiario de la titularización, por lo que, si algún momento el Fideicomiso no contara con los flujos suficientes para el pago de los pasivos con inversionistas, el Originador se compromete a transferir al Fideicomiso los recursos necesarios para este fin. Todos los valores emitidos en el mercado de valores en circulación representan el 14.6% de los pasivos y contingentes del Originador.

En el informe de la calificación inicial y en el primer seguimiento de calificación, disponibles en www.bankwatchratings.com, se puede encontrar un resumen con las principales características de la presente estructura.

Posicionamiento de los valores en el mercado, presencia bursátil, liquidez de los valores

Corporación Azende incursiona en el mercado de valores local desde 2009. El emisor ha cumplido en tiempo y forma con los pagos de todas sus obligaciones en mercado de valores. Las emisiones vigentes en el mercado de valores se detallan a continuación:

Papel Comercial			
Título Valor	Calificación	Calificadora	Fecha Calificación
Primera Emisión USD 3 MM	AA-	BankWatch Ratings S.A.	30-may-14
Emisión de Obligaciones			
Título Valor	Calificación	Calificadora	Fecha Calificación
Segunda Emisión USD 5 MM	AA+ en observación	Pacific Credit Rating	27-may-13
Titularización de Flujos Futuros Originados			
Título Valor	Calificación	Calificadora	Fecha Calificación
Primera Titularización Flujos Futuros AZENDE (Origenación USD 6MM)	AA-	BankWatch Ratings S.A.	30-may-14

BWR no es responsable por las opiniones de otras calificadoras.

Las emisiones han sido colocadas en su totalidad en el mercado primario, en los sectores privado e institucional, tanto en plazos cortos como medianos, y su cumplimiento se ha dado en tiempo y forma.

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.



Anexo No.1 - Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Entorno Económico

La economía ecuatoriana se caracteriza por una estructura débil de ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia de pocos productos para el desarrollo de la economía y la falta de un Fondo de estabilización para épocas de crisis, generan mayor incertidumbre en la liquidez de la economía, la cual influye directamente en el desarrollo del Sistema Financiero. Por otra parte, la estructura y tendencias de la inversión extranjera directa (IED) y la balanza comercial, representan un problema para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la base monetaria y por ende del país.

Si bien observamos que el sistema financiero ecuatoriano se ha fortalecido como un todo, el hecho de estar formado por múltiples instituciones (24 bancos privados, 5 bancos públicos, 10 financieras, 39 cooperativas, 4 mutualistas) hace que la desviación estándar de los indicadores individuales sea alta. Esto quiere decir que las instituciones con mayores fortalezas difieren sustancialmente con las instituciones con mayores debilidades.

El no tener un prestamista de última instancia formal, limita la capacidad de recupero de las entidades financieras en caso de necesitarlo. Si bien se ha creado el Fondo de Liquidez del Sistema Financiero Ecuatoriano para solventar problemas temporales de liquidez, la eficacia de éste no ha sido probada aún. La corta historia del Fondo no permite realizar un análisis sobre su capacidad de dar soporte al sistema en un escenario de crisis.

Por otra parte la baja participación de mercado de bancos extranjeros dentro del sistema, limita el soporte que podría recibirse de casa matriz en eventos de estrés.

Para mayor información sobre el entorno económico o de los diferentes sub-sistemas financieros por favor referirse a nuestra página web, www.bankwatchratings.com en la sección “Reportes Especiales”.

Marco Regulatorio

El entorno regulatorio está en desarrollo, con múltiples cambios a la normativa. En algunos casos existen dificultades en la aplicación de la legislación y la regulación.

La mayor influencia de los reguladores en el negocio genera incertidumbre en el sistema financiero; especialmente cuando algunas regulaciones han tenido como objeto imponer limitaciones y no controlar el riesgo. El control de las tasas de interés, la limitación o eliminación de algunas comisiones o servicios, la creación de nuevos impuestos, la implementación de indicadores que limitan la administración de la liquidez, generan un mayor riesgo sistémico y de operación para el sistema ecuatoriano.

Si bien no se descartan nuevas políticas Gubernamentales que limiten la generación de ingresos como ha sucedido en años anteriores, la necesidad del gobierno de contar con un sistema financiero sano y robusto para el desarrollo, nos lleva a pensar que nuevas regulaciones no influirán significativamente en la rentabilidad del sistema. En caso de nuevas restricciones pensamos estarían enfocadas en limitar la administración de la liquidez.

Por otro lado preocupa el efecto que pueda tener el nuevo Código Monetario Financiero que se espera se apruebe en el segundo semestre de este año. Las principales incógnitas tienen relación con la eliminación de algunos sub-sistemas (Financieras, Mutualistas), el direccionamiento del crédito, un mayor control de los pagos al exterior y límites a la posición externa de divisas.

Para mayor información sobre los últimos cambios regulatorios por favor referirse a nuestra página web, www.bankwatchratings.com en la sección “Reportes Especiales”.



La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2014.