

Ecuador
Décimo Primer SeguimientoPrimera Titularización
de Flujos AZENDE

Calificación

Serie	Calificación Anterior	Calificación Actual	Último cambio
A	AA-	A+	octubre-2014

Descripción de la calificación:

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

El signo incorporado en la calificación indica una posición relativa dentro de la categoría asignada y no una tendencia.

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, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Guissela Salgado, MBA
(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 bajar la calificación de la Serie A del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Azende, desde “AA-” hasta “A+”. La calificación otorgada considera la disminución de la calificación de riesgo del Originador, así como los recursos líquidos acumulados en el Fideicomiso, que cubren el saldo insoluto e intereses por pagar de la serie A, hasta su vencimiento.

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 vinculada con el riesgo de crédito del Originador: La calificación de la serie A está directamente relacionada a la calidad crediticia del Originador, que actualmente es de “A”, puesto que Corporación Azende es la generadora y recaudadora de los flujos titularizados. La disminución de la calificación del Originador se fundamenta en una caída de la generación o operativa de la empresa, mayor a las expectativas de inicios de año, así como en la menor liquidez existente a agosto-2014. También considera la expectativa que Azende pueda terminar el 2015 con un EBITDA positivo, y una generación de flujo operativo suficiente para reducir de forma importante el endeudamiento, a niveles consistentes con la calificación asignada.

Cobertura adicional de recursos líquidos: A la fecha de corte los recursos líquidos pertenecientes al Fideicomiso, y que podrían utilizarse para el pago a los inversionistas, cubren en 44.3% todos los dividendos restantes hasta el vencimiento de la serie calificada, porcentaje que se incrementará en el tiempo y que actualmente sustenta el hecho de que la calificación otorgada sea mayor a la calificación de largo plazo del Originador.

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 holgada 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.



Entorno Económico y Riesgo Sistémico

El análisis sobre entorno económico y riesgo sistémico se encuentra en el Anexo No.1 de este informe.

Hechos relevantes de la Empresa

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 serie A de la presente titularización de "AA+" a "AA", y mantuvo la calificación de la serie B en "AA+", destacando que tenía suficiente liquidez para honrarla. También se retiró la referencia "en observación" de ambas series.

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 la salida con Shell Lubricants Supply LLC. El nuevo distribuidor exclusivo es Primax del Ecuador, quien concedió la subdistribución para el Austro a Corporación Azende.

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 en esa fecha no tenía información financiera posterior a agosto-2013, ni se contaba con proyecciones actualizadas sobre el impacto de la salida de ambas líneas de distribución durante 2013, ni contratos definidos de nuevos productos en reemplazo. El 30 de mayo de 2014 se quita la observación y se disminuye la calificación de la serie A de "AA" a "AA-".

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 el 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.
3. 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.
4. 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.

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 agosto-2014 del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos -Azende, elaborados bajo normas NIIF.
- Información complementaria del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos - Azende a agosto-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.

- Informe sobre estados financieros de **"Corporación Azende S.A."** 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 párrafos de énfasis sobre falta del informe integral de precios de transferencias para fines tributarios, separación de funciones y responsables de la gestión con Dacorclay, y aclaración que el examen de los estados financieros de 2012 realizó otro auditor.
- Estados financieros consolidados no auditados a agosto-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.

Para el análisis del riesgo de crédito del Originador se analizan sus estados financieros individuales y consolidados. Cabe destacar que tanto la gestión operativa como la eficiencia del negocio del Originador, están mejor representados en cifras consolidadas. Este transfiere flujos a sus empresas relacionadas a través de inversiones o préstamos, y su capacidad de pago se determina con estados financieros consolidados.

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 la obligación contractual de transferir la recaudación del derecho de cobro titularizado al Fideicomiso, dado el mecanismo de recolección de flujos titularizados. En consecuencia, la calificación de riesgo de la titularización se encuentra vinculada a la calificación del Originador.

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, por lo que su capacidad de pago debe determinarse con base en los estados financieros consolidados.

En octubre-2014, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió bajar la calificación del Originador, fundamentada en una caída en la generación operativa de la empresa, mayor a las expectativas de inicios de año, así como en la menor liquidez existente en agosto-2014.

Corporación Azende mantiene un negocio con altos márgenes y productos bien posicionados; no obstante, desde fines del 2013 la empresa dejó de distribuir productos que representaban un alto porcentaje de sus ventas. La expectativa que Azende pudiera mitigar este impacto con nuevos contratos de distribución en el 2014, no se cumplió. La estructura de distribución y comercialización es demasiado pesada para el nivel de ventas actual, por lo cual a nivel consolidado, Azende muestra un resultado negativo a la fecha de análisis. Bajo este contexto, el emisor mantiene el reto de incrementar su volumen de negocios de forma importante, sea a través de líneas de productos propias o de terceros.

Si bien en la coyuntura actual el Originador mantiene una liquidez apretada y un resultado neto negativo, su calificación considera la expectativa que pueda terminar el 2015 con un EBITDA positivo, y una generación de flujo operativo suficiente para reducir de forma importante el endeudamiento, a niveles consistentes con la calificación asignada. Esto se conseguiría a través de las gestiones de reducción del gasto operativo que la empresa se encuentra realizando, el ajuste esperado de los niveles de capital de trabajo a niveles históricos, y un crecimiento en ventas similar al de la economía.

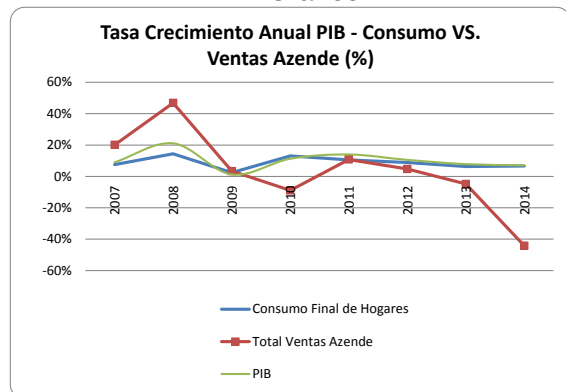
Por otro lado, no se cumplió la expectativa que el nivel de liquidez observado en el seguimiento anterior se iba a mantener, considerando que en un período de contracción de ventas, la variación de capital de trabajo podría ser positiva. Esto dado que, tanto la cartera como el inventario rotaron más lentamente, y han requerido hasta el momento flujo de efectivo para su financiamiento. De esta manera, la liquidez se contrajo en mayor medida. Adicionalmente hubo un requerimiento de flujo para pago de dividendos e inversiones en otros negocios en el 2014, que presionan aún más los indicadores de endeudamiento.

BWR considera que la calificación de 'A' del Originador recoge las fortalezas que mantiene, como su posición de líder en el mercado de licores de tipo aguardiente, la capacidad de reestructurar sus pasivos, y la posibilidad de contraer su estructura operativa hasta llegar a un nivel en el que se generen resultados positivos, y que permitan disminuir su endeudamiento en el mediano plazo.

RIESGO DE LA INDUSTRIA

Hasta el año 2013, el Originador participaba en el mercado como un productor de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, y además como un distribuidor de productos de consumo masivo, cuyo portafolio estaba constituido principalmente por bebidas no alcohólicas de una marca posicionada en el mercado, y además contaban con la distribución exclusiva de una marca de lubricantes.

Gráfico 1



Fuente: BCE y Corporación Azende

Elaboración: BWR

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

Para el año 2014, Corporación Azende concentra sus ventas en los productos propios, es decir licores en una amplia gama, y bebidas como agua y agua saborizada. En menor proporción en comparación a años anteriores, las ventas constan también de productos de terceros, entre los que están otro tipo de bebidas no alcohólicas, como jugos y energizantes.

El cambio en la composición de ventas y la eliminación de los contratos de distribución de los dos productos principales, son la causa de la caída de ventas de -44% en el 2014, observada en el gráfico 1, relación que considera los estados financieros individuales de Corporación Azende, sin consolidar el margen de las relacionadas.

La economía ecuatoriana continúa mostrando una tendencia a desacelerarse. Según la publicación de previsiones económicas del Banco Central del Ecuador (BCE), para el año 2014 se espera un crecimiento del Producto Interno Bruto en términos constantes de 6.67%, similar al crecimiento del año 2013.

En relación al Consumo de Hogares, como componente del PIB, este también muestra una desaceleración en su tasa de incremento, que para el 2014 se prevé que sea de 7.01%, tasa menor a las del año 2013, que fue 7.8%. El Consumo de hogares fue uno de los componentes más dinámicos en años anteriores, no obstante, con una liquidez menor en

la economía y una desaceleración del crédito de consumo, este baja el ritmo de participación en el PIB total.

Los productos de consumo masivo, en especial los referentes a alimentos, en general tienen un comportamiento estable y con demanda predecible.

En el caso del mercado de licores, estos manejan otros factores propios, por ser un producto sujeto a restricciones.

En el Ecuador, desde el año 2010 el sector de licores pasó a ser un segmento altamente regulado por el Gobierno. El producto está gravado tanto por el impuesto a consumos especiales, como por aranceles a licores importados. También existe regulación en el consumo por horarios, y está prohibida su comercialización los días domingos por ley.

En general, la demanda en este mercado se ha considerado inelástica, las variaciones de precios no han afectado sensiblemente a la demanda en periodos anteriores. Sin embargo, en el Ecuador en los últimos años las regulaciones han tenido un impacto en los precios de alrededor del 40%.

Uno de los efectos del incremento de los precios ha sido el aumento de la participación ilegal de licores, tanto provenientes del contrabando como licores fabricados localmente sin registro sanitario, ni autorizaciones. Se estima que una de cada tres botellas de licor comercializadas tiene un origen no legal, pese a que no existen cifras comprobadas del contrabando.

Este es un mercado de alta competencia, con una importante participación de licores importados. En general, el impacto de las políticas y regulaciones impuestas al sector ha desestimulado al consumo de bebidas alcohólicas, que ha visto reducida su demanda en los últimos años, en especial en el rango alto de licores.

El mercado de bebidas no alcohólicas, que es el segundo en importancia para el emisor, es también un segmento con alta competencia, en el que se manejan factores como precio, presentación, promoción, publicidad y distribución. Es un mercado de amplia demanda, pero con bajas barreras de entrada de forma que existen una gama amplia de 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 acceder a grandes redes de distribución, precios y presentaciones dirigidos a segmentos específicos de mercado.

Análisis de la Titularización

Evolución de la Emisión

La Superintendencia de Compañías autoriza el proceso de emisión de la Primera Titularización de Flujos - Azende el 18 de enero de 2011. 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 esa fecha se convirtió en la de emisión de las dos series. El proceso de colocación de los títulos concluyó en el mismo mes.

Hasta agosto-2014 Corporación Azende ha pagado en tiempo y forma catorce dividendos de la serie A, y mantiene por vencer seis dividendos trimestrales. En cuanto a la serie B, esta se ha pagado en su totalidad, de conformidad con la tabla de amortización, que terminaba en febrero-2014.

Cobertura de la emisión con Fondos Disponibles e Inversiones

Al 31 de agosto de 2014, el Fideicomiso cuenta con recursos líquidos por USD 118.8M, de los cuales 99.62% se depositan en la cuenta corriente de Produbanco, cuyo saldo incluye la recaudación de los clientes y el fondo rotativo de USD 10M. La diferencia (0.38%) está depositada en el Banco Central del Ecuador.

Como activos financieros registra inversiones en tres certificados de depósito, por USD 33.8M cada uno, emitidos por Banco Promérica; y en un certificado de depósito por USD 351M, emitido por Banco Solidario. Estos certificados vencen en noviembre-2014, y están expresados en US dólares. Los recursos y disponibilidades se encuentran destinados a cubrir la provisión de fondos del próximo dividendo trimestral de la serie A, que será en noviembre-2014 por USD 225.5M.

Acorde a lo previsto en la escritura, el certificado de depósito por USD 351M de Banco Solidario, le permite al Fideicomiso cumplir el requerimiento del Depósito de Garantía, previsto en la estructura. La sumatoria de esta garantía y los fondos disponibles para pagar el próximo dividendo trimestral, revelan una cobertura de 44.3% de los pagos pendientes a agosto-2014, hasta cancelar la serie A. Esta situación y la expectativa que mantenga los niveles de liquidez a futuro, permitió diferenciar la calificación de la titularización, respecto de aquella del Originador en el largo plazo, a marzo-2014.

Por la reducción del saldo insoluto de la primera titularización de flujos, los recursos líquidos que mantiene el Fideicomiso permiten mayor cobertura.

Los valores registrados como Depósito de Garantía, recursos líquidos y activos financieros, cubren 1.28 veces los dos próximos dividendos trimestrales de la serie A (USD 446.7M). La fluctuación de la cobertura se vincula a la acumulación de efectivo y posterior pago de dividendos.

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 que produce bebidas alcohólicas y no alcohólicas, y dispone de una cadena de distribución que permite la comercialización de productos de consumo masivo. Ofrece productos de alta aceptación en el mercado, pero sus ventas se contraen desde el 2013 por la terminación anticipada de la distribución de bebidas Gatorade y por la pérdida de la distribución exclusiva de los lubricantes Shell y Pennzoil, líneas que tenían un peso significativo en la canasta de productos que la empresa distribuye.

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 la 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 del grupo desde 2012. 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.

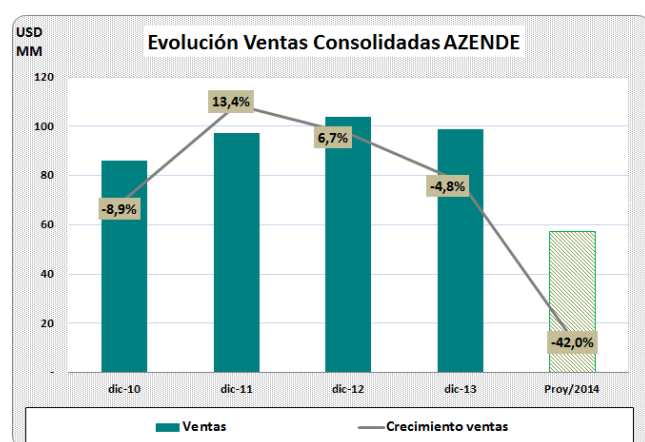
Las ventas históricamente han sido volátiles, debido al ingreso y salida de importantes clientes a los que Azende ofrece la distribución, a fusiones empresariales y a modificaciones del esquema logístico de distribución. De 2009 a 2012 influyen las fusiones de Jucremo, Destilería Zhumir y Plasan, entre otros cambios empresariales.

Las ventas individuales de Azende desaceleran su crecimiento en 2012, 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 2012, 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: Por fusión Jucremo - Destilería Zhumir, desde 2010 el ICE no forma parte de las ventas ni del costo de ventas.

Nota 2: Desde 2012 las ventas se consolidan de Azende y Dacorclay.

Fuente: Estados financieros auditados de fin de año y proyecciones ajustadas Azende y subsidiarias para 2014

Elaboración: Bankwatch Ratings

Las ventas consolidadas se reducen 4.8% en 2013, por menor demanda de bebidas alcohólicas en los primeros meses del año, y por la suspensión de la distribución de la línea de bebidas Gatorade desde octubre-2013, que representaba 37% de las ventas totales de Azende. Adicionalmente tuvo problemas de abastecimiento en los lubricantes, y en diciembre-2013 se define el cambio del distribuidor de la línea Shell.

El nuevo distribuidor exclusivo de Primax concede la subdistribución para el Austro ecuatoriano a favor de Azende; quien retendrá cerca de 35% de la facturación anual que representaba esa línea hasta 2013, con un margen mejorado de rentabilidad, y reducción de capital de trabajo a menos del 25%. Esta línea de distribución representó 22% de los ingresos de Azende en el 2013.

Azende recibe flujos de caja importantes en 2013 y 2014, debido a la compensación inherente a la cancelación anticipada del contrato de distribución de Gatorade. Azende estimó en un inicio que las ventas consolidadas del grupo decrezcan 16.9%,

sustentado en la incorporación de nuevas líneas de negocio para su comercialización desde inicios del 2014. Sin embargo esa estimación no se cumplió, y para fines de año se espera una contracción de las ventas de alrededor del 42%. La nueva proyección es consistente con el valor de las ventas anualizadas a agosto-2014, y revelan dificultades en compensar la caída de ventas con las nuevas líneas de negocio.

Desde la suspensión de la línea de Gatorade hasta el corte de este análisis (octubre-2013 a agosto-2014), las ventas de las rutas titularizadas comparadas con igual periodo del año inmediato anterior, se reducen en 19.6%; por lo que el impacto es menor para el derecho de cobro titularizado, debido a que este no incluye las líneas de lubricantes.

Con la salida de los dos importantes proveedores antes anotados, la participación de las líneas producidas directamente se incrementa. Las marcas Zhumir, Vivant y Nestea representarán 69.9% de las ventas. La línea de lubricantes bajará la participación en las ventas histórica del 22% al 3.6%, porque se limita su distribución al Austro.

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 esos sectores geográficos representan 28.7% de las ventas totales a agosto-2014.

El primer mecanismo de garantía constituye un exceso del flujo recaudado, por la venta de productos de consumo en la macroruta Cuenca-Consumo y Azogues-Consumo, que tiene 31 rutas de distribución y da acceso a más de 8.000 clientes entre mayoristas y minoristas.

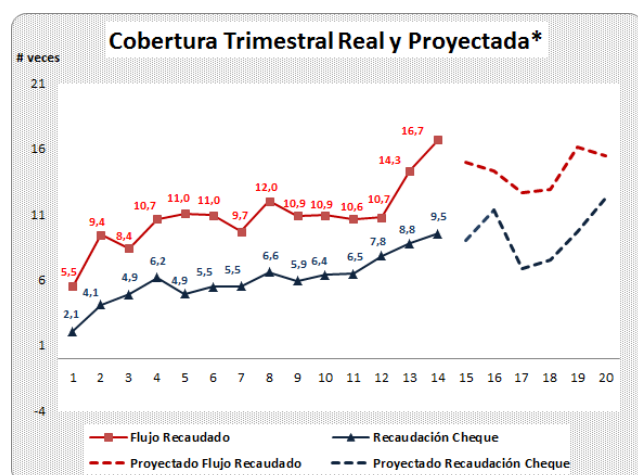
Dacorclay, de propiedad mayoritaria de Azende, está a cargo de la distribución en todas las rutas, excepto en la provincia del Cañar. Esa ruta es atendida por un codistribuidor desde 2003, y mantiene garantías reales que cubren su riesgo de crédito.

El comportamiento de las ventas en estas dos rutas, desde el inicio de la titularización fue mejor que el utilizado como escenario base en la calificación inicial. Si bien a partir del 2013, las ventas de las dos rutas titularizadas se reducen (4.4% de enero a diciembre de 2013, y 22.8% de enero a agosto de 2014, respecto del igual periodo del año pasado), la disminución del servicio de la deuda por la

cancelación total de la serie B, más que compensa esta situación.

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 "A+", que han recibido sus emisiones con garantía general en el largo plazo.



Cobertura proyectada considera un escenario de ventas inferior en 23% a las de los últimos 12 meses, y un crecimiento de 0%.

La relación entre el flujo recibido por el Fideicomiso y los dividendos pagados durante los 42 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.

Por la salida de la línea Gatorade, se proyecta la tendencia de las ventas a futuro, considerando una reducción de 23% en las rutas titularizadas, frente a las ventas de los últimos 12 meses. La cobertura del flujo recibido del Fideicomiso es de 16.7 veces a agosto-2014.

La línea Gatorade dentro de las rutas de Cuenca y Azogues, tuvo una participación más reducida que la existente a nivel nacional, por lo cual el efecto de su salida en el derecho de cobro titularizado ha sido menor.

A partir del décimo tercer trimestre la cobertura se incrementa en forma importante, a pesar de la perspectiva negativa de las ventas. Esto se da porque el requerimiento trimestral de flujo para el pago a los inversionistas se reduce, luego de cancelar la serie B en febrero-2014.

El exceso de flujo de fondos 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 8.49 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

A continuación se detallan los pasivos que tendrían prelación en un escenario de liquidación, respecto de las deudas de Corporación Azende, con datos a agosto-2014. La primera titularización de flujos tiene un saldo de USD 1.2MM a esa fecha.

Fecha de corte	ago-14
Activo Líquido (USD M)	3.239,35
Activo Ajustado (USD M)	49.088,59
Activo Total (USD M)	55.537,55

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gtia General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	4.025,60	4.025,60	0,80	12,19
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	6.901,60	10.927,20	0,30	4,49
3era	Deuda sin garantía específica de balance	19.073,75	30.000,94	0,11	1,64
TOTAL		30.000,94	30.000,94	0,11	1,64

Fuente: Corporación Azende

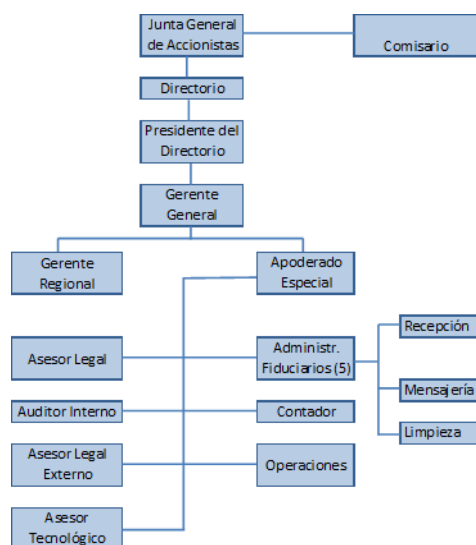
Elaboración: BWR

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. La calificación otorgada se

fundamenta en el análisis del emisor u Originador como negocio en marcha, el cual se describe en 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.

El Gerente General actual asumió su cargo en septiembre-2012; anteriormente se desempeñaba 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 el 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 1.2 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, por lo que su cumplimiento se encuentra vinculado directamente con el riesgo de crédito de la Empresa.

Azende es además garante subsidiario de la titularización, por lo que si en 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 12.2% de los pasivos y contingentes del Originador en agosto 2014.

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. La Institución ha cumplido en tiempo y forma con los pagos de todas sus obligaciones en el mercado de valores. Además de la presente titularización, la Empresa mantiene las siguientes emisiones vigentes:

Papel comercial			
Título Valor	Calificación	Calificadora	Fecha Calificación
Primera Emisión (USD 3MM)	A	BankWatch Ratings S.A.	31-oct-14
Emisión de Obligaciones			
Título Valor	Calificación	Calificadora	Fecha Calificación
Segunda Emisión (USD 5MM)	AA+ en observación	Pacific Credit Rating	22-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.

Ecuador

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Sector Real

USD Millones	2012	1T13	2013	1T14
PIB Corriente	87,623		94,473	
PIB Constante (2007)	64,106	16,353	67,055	17,156
Tasa de crecimiento anual (1)	5.22%	3.58%	4.60%	4.91%

(1) Corresponde a la variación del trimestre vigente en relación a la del mismo periodo del año anterior

Comercio Exterior

USD Millones (FOB)	2012	2013	jun-14
Exportaciones	23,765	24,958	13,379
Petroleras	13,792	14,108	7,241
No Petroleras	9,973	10,850	6,138
Importaciones	24,182	25,979	12,750
Balanza Comercial	(441)	(1,084)	621

Reserva y Deuda

USD Millones	2012	2013	jun-14
RILD	2,482.5	4,360.5	5,822.4
Deuda Pública Interna	7,780.5	9,926.6	11,295.0
Deuda Pública Externa	10,871.9	12,920.2	15,164.0
Deuda Privada Externa	5,145.0	5,716.6	5,847.5

Indicadores

Monetarios

USD Millones	2012	1T13	1T14
Inversión Extranjera Directa	582.6	210.26	133.72
Remesas	2,466.9	642.0	585.0

Inflación

IPC	2012	2013	jun-14
Tasa de Inflación Mensual	-0.19%	0.20%	0.10%
Tasa de Inflación Anual	4.16%	2.70%	3.67%
Tasa de Inflación Acumulada	4.16%	2.70%	1.90%

Mercado

Laboral

Mercado Laboral Urbano	2012	2013	jun-14
Desempleo	5.00%	4.86%	5.72%
Subempleo	39.62%	43.18%	41.15%
Ocupados Plenos	52.30%	51.67%	52.78%

Fuente: BCE

Elaboración: BWR

Contacto:

Sebastián Baus
(5932) 292 2426 ext.104
sbaus@bwratings.com

Fecha elaboración: agosto, 2014

La economía ecuatoriana se caracteriza por una estructura concentrada 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, el bajo incentivo a la inversión extranjera directa (IED) y el déficit de la balanza comercial no petrolera, representan un problema para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la base monetaria y por ende de la economía.

Al cierre del primer trimestre del 2014, el PIB inter-anual creció en 4.9%, que implica una desaceleración frente a periodos anteriores, sin embargo, mayor a las proyecciones de crecimiento promedio de Latinoamérica. La estimación de crecimiento para el 2014 por parte del Banco Central es del 4%. El crecimiento actual, se apoya principalmente en un importante crecimiento de las exportaciones en lo que va del año y una sostenida actividad en el consumo de hogares.

La balanza comercial a junio 2014 mantiene superávit por segundo mes consecutivo. La desaceleración del crecimiento de importaciones, influenciado por las medidas de restricción implementadas el año pasado, y el crecimiento de exportaciones, dado principalmente por el aumento internacional del precio del camarón, apoyaron la tendencia de la balanza comercial positiva.

En lo que va del año, la inflación y desempleo muestran tendencia a incrementarse. Así, la inflación anual a julio-2014 llega a 4.11%, que representa una tasa de variación mensual de 0.44 puntos porcentuales. Por su parte el desempleo a junio-2014 alcanza el 5.72% que representa una variación trimestral de 0.14 puntos porcentuales. El nivel actual de desempleo es el más alto desde el segundo trimestre del 2011.

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

BWR considera que la aprobación del **Código Monetario Financiero** significará que en el mediano plazo existan modificaciones importantes a la estructura del sistema financiero ecuatoriano. El impacto real de muchos de los cambios se estima no será evidenciado en el corto plazo, debido al tiempo que tomará la creación de normativa secundaria que determine la parte operativa de los cambios expuesto en el Código.

La definición final de la normativa secundaria puede cambiar radicalmente la percepción de riesgo del sistema financiero y de la economía. Mientras más tiempo demore la transición entre la normativa actual hacia el nuevo Código, potencialmente podría aumentar la percepción del riesgo sistémico.

En general, una de las grandes preocupaciones que genera el Código es la **ambigüedad** de la redacción, que no define con claridad el alcance de varios artículos. Por otra parte, la **discrecionalidad y subjetividad** que tiene la nueva Junta para tomar decisiones limita la capacidad de análisis del impacto en el sistema financiero, debido a que deja abierta la posibilidad de decisiones subjetivas que pueden ser tomadas según una visión **técnica o política**. Por otra parte, es incierto si el enfoque de control que defina la Junta será **vía punitiva o vía incentivos**.



En conclusión, el riesgo que se genere en el Sistema Financiero y la economía ecuatoriana dependerá de la arbitrariedad de las decisiones que a futuro la Junta pueda tomar. El riesgo fundamental sería la inseguridad jurídica por la capacidad de cambiar las reglas del juego en cualquier momento.

Consideramos que el Código en el corto plazo no representa un riesgo importante en el sistema financiero ecuatoriano, sin embargo, los impactos se podrán revisar conforme se expida la normativa secundaria y el Código tenga una sociabilización mayor a nivel nacional. Por ende, consideramos que el impacto del nuevo Código en la economía ecuatoriana en el corto plazo es limitado; no obstante, a futuro los riesgos podrían incrementarse, en especial en relación a la liquidez, si el Gobierno no encuentra fuentes de fondeo para el gasto de inversión proyectado o si los ingresos generados por el petróleo se reducen sustancialmente.

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”.



La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y 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 proporcionados por terceros no son 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 información 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 inversor 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.