

Ecuador
 Décimo Segundo Seguimiento

Primera Titularización de Flujos AZENDE

Calificación

Serie	Calificación Anterior	Calificación Actual	Último cambio
A	A+	B+	abril-2015

Descripción de la calificación:

“Corresponde al patrimonio autónomo que tiene 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

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

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

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación decidió bajar la calificación de la Serie A del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Azende, de “A+” a “B+”. La decisión de calificación considera principalmente la calificación de riesgo del Originador, por ser este el generador y recaudador de los flujos futuros que servirán para el pago de esta titularización.

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.

La calificadora considera que el riesgo de crédito del Originador es consistente con una calificación de “B+”, la cual es menor a la “A” otorgada en el seguimiento anterior. El cambio de calificación del Originador refleja una menor recuperación de la gestión operativa en 2014 respecto a lo esperado, así como nuestra expectativa de que el nivel de deuda y la presión en liquidez no puedan ser reducidas significativamente en el 2015, esto dentro de un entorno económico local menos favorable. Para el 2015, además de una todavía ajustada generación, es probable que se deban realizar desembolsos extraordinarios hacia terceros y accionistas, y al mismo tiempo se reciban menores flujos provenientes de liberación de capital de trabajo frente a lo proyectado anteriormente.

Disminución de la cobertura de la liquidez: A febrero-2015 los recursos líquidos pertenecientes al Fideicomiso, que podrían utilizarse para el pago a los inversionistas, cubren en 34.3% todos los dividendos restantes hasta el vencimiento de la serie calificada; mientras que la liquidez del semestre anterior proyectada a febrero-2015, permitía una cobertura de 50.2%. Esto se origina en el depósito de garantía, que reduce su saldo en USD 134M, en uso de la facultad prevista en la estructura de la titularización, de que este cubra al menos el 100% del próximo dividendo.

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. No obstante, en razón de que el Originador es el generador y recaudador de los flujos titularizados, en nuestro criterio el riesgo de crédito de la titularización no está independizado del de Corporación Azende.

Garantía subsidiaria: La titularización de flujos futuros se encuentra garantizada subsidiariamente por Corporación Azende.

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.

Presentación de Cuentas

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

- Estados financieros al 31 de diciembre de 2014 del **Fideicomiso Primera Titularización de Flujos -Azende** auditados por Moore Stephens, con opinión limpia sobre la razonable presentación bajo normas NIIF. En párrafo de énfasis señala que estos estados financieros auditados no incluyen el estado de resultados integrales, y se deben incorporar a los estados financieros consolidados del Constituyente del Fideicomiso.
- Estados financieros no auditados a febrero-2015 del **Fideicomiso Primera Titularización de Flujos -Azende**, elaborados bajo normas NIIF.
- Información complementaria del **Fideicomiso Primera Titularización de Flujos - Azende** a febrero-2015, 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 de rendición de cuentas al Originador de **Holduntrust Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.**, al 28 de febrero de 2015.
- Estados financieros al 31 de diciembre de 2014 de "**Corporación Azende S.A.**" auditados por OHM & Co. Auditores y Consultores, que opinan con salvedad sobre su razonable presentación, por la falta de registro de una provisión para posibles pérdidas, originada en la cuenta por cobrar a Distribuidora Profit S.A.C. de USD 1.845M y aporte para futura capitalización de USD 2.164M, que espera cobrar con la venta de un terreno por USD 600M, capitalizar la diferencia y repotenciar el negocio de su relacionada en Perú.

En párrafo de énfasis agrega que tiene cuentas por cobrar a Bebidas Interandinas S.A.C. de USD 869M, empresa que está en proceso concursal, siendo Azende acreedor preferencial con alta probabilidad de cobro. También tiene cuentas por cobrar a Inversiones Rind S.A.C de USD 460M, relacionada a la primera, ambas domiciliadas en Perú. Informa sobre el cálculo en exceso del crédito tributario por USD 261M, y la ausencia del Anexo de Operaciones con Partes Relacionadas e Informe Integral de

Precios de Transferencia, por transacciones con el exterior, regulados por el Servicio de Rentas Internas.

- Estados financieros individuales a febrero-2015 no auditados de "**Corporación Azende S.A.**", preparados de acuerdo a NIIF.
- Estados financieros consolidados a febrero-2015 de **Corporación Azende S.A. y subsidiarias**, no auditados, preparados de acuerdo a NIIF.
- Estados financieros no auditados de **Holduntrust Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.**, al 28 de febrero de 2015.

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 representadas en cifras consolidadas. Corporación Azende transfiere flujos a sus empresas relacionadas a través de inversiones o préstamos, y los costos asociados a la gestión de comercialización, distribución y cobranza se encuentran registrados en la empresa Dávila Corral & Claysbert Asociados Dacorclay Cía. Ltda., relacionada que realiza esta gestión.

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 empresarial, mantiene vínculos estratégicos, comerciales y financieros con sus empresas relacionadas, y transfiere flujos a través de inversiones o préstamos, por lo que su capacidad de pago debe determinarse principalmente con base en los estados financieros consolidados.

La calificadora considera que el riesgo de crédito de largo plazo del Originador es consistente con una calificación de "B+", la cual es menor a la "A" mantenida en el seguimiento anterior.

El cambio de calificación refleja una menor recuperación de la gestión operativa en 2014 respecto a lo esperado, así como nuestra expectativa de que el nivel de deuda y la presión en liquidez no puedan ser reducidas significativamente

en el 2015, esto dentro de un entorno económico local menos favorable. Para el 2015, además de una todavía ajustada generación, es probable que se deban realizar desembolsos extraordinarios hacia terceros y accionistas, y al mismo tiempo se reciban menores flujos provenientes de liberación de capital de trabajo frente a lo proyectado anteriormente.

Corporación Azende mantiene un negocio con altos márgenes y productos bien posicionados; no obstante, la estructura operativa, diseñada para mantener mayores volúmenes de ventas que los actuales, absorbe toda la utilidad bruta. La estrategia actual se concentra en los productos propios para impulsar sus ventas, donde existe un mayor margen, y dejar en menor volumen de venta los productos de terceros que requieren mayor capital de trabajo.

Corporación Azende tuvo en octubre-2014 una baja de la calificación de "AA-" a "A", considerando una caída en la generación operativa de la empresa, mayor a las expectativas de inicios de ese mismo año, así como en la menor liquidez existente.

Las ventas se contrajeron 44% en el 2014, luego de que finalizaran los contratos de distribución con dos de las principales marcas, que representaban 40% del volumen de ventas del originador hasta el 2013. La expectativa de que este volumen de facturación pudiera ser reemplazado durante el 2014 no se cumplió, a pesar de existir contrato firmado con un nuevo proveedor; al momento dicho contrato se encuentra en proceso legal. De cualquier manera, el incumplimiento de las expectativas, y la estructura del gasto operativo, todavía pesada, impactó en la rentabilidad y significó una pérdida neta en el balance consolidado entre Azende y Dacorclay; el comportamiento operativo presionó aún más la liquidez y resultó en un incremento de deuda que debilita de forma importante la flexibilidad financiera de la empresa, la misma que debe refinanciar los pasivos comerciales y bancarios.

La calificación otorgada en el seguimiento anterior incorporaba la expectativa de que, a nivel consolidado el Originador pudiera 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.

El ejercicio económico de 2014 arrojó una pérdida neta de USD 897M, que contrasta con nuestra expectativa que presentara un resultado modesto, pero positivo de USD 429M. Esto debido a que el Originador no pudo cumplir su expectativa de crecimiento en ventas, ni de mejora en margen bruto.

En el 2014 hubo un requerimiento de flujo para pago de dividendos e inversiones en otros negocios, lo que presionó adicionalmente los indicadores de endeudamiento. En nuestro criterio, estas decisiones, así como la decisión de liberar la reserva patrimonial facultativa en 2015, generan mayores vulnerabilidades en la empresa dentro de su situación financiera actual.

Durante los dos primeros meses del 2015, la operación continúa arrojando pérdidas. Considerando los ajustes que se encuentra realizando la empresa tanto en márgenes como en costos, esperamos que en términos consolidados el negocio genere una utilidad neta baja pero positiva en el 2015.

No obstante, la reducción esperada de la deuda en el año 2015 se estima improbable debido a nuevos desembolsos requeridos y a menores flujos provenientes de liberación de capital de trabajo frente a lo proyectado anteriormente.

Los nuevos desembolsos esperados provienen por una parte de la autorización que, de acuerdo al informe auditado, otorgó la Junta de Accionistas en febrero-2015, para el reparto de la reserva facultativa a los accionistas por un valor de USD 2'883M. De acuerdo a la Administración, de este valor USD 1.153M se compensará contra cuentas por cobrar a accionistas, USD 1.012M se pagará en cuotas mensuales dentro de 2015, USD 591M en 2016 y los restantes USD 125M en 2017. Por otro lado, es probable que el Originador deba devolver aproximadamente USD 2.1MM de anticipos recibidos, una vez que legalmente resuelva el conflicto existente con un proveedor, luego de la terminación de su relación comercial en 2014.

Con respecto al capital de trabajo neto, anteriormente se esperaba una liberación importante de flujos, pero las expectativas actuales son más conservadoras debido a la necesidad de regularizar los días de pago a proveedores, y a que en función de las proyecciones de la empresa, los días de inventarios y cuentas por cobrar continuarían en niveles elevados.

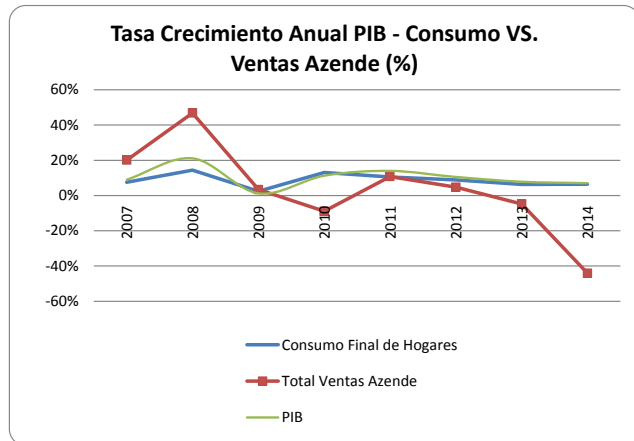
En el 2015 esperamos que la liquidez de la empresa se mantenga presionada y que la deuda financiera requiera refinanciarse en su totalidad. La empresa espera vender un terreno de su propiedad, lo cual de darse serviría para disminuir el peso de la deuda, aunque la situación de alto endeudamiento se mantendría de todas formas en este año.

Si bien el Originador mantiene sus fortalezas como líder en el mercado de licores de tipo aguardiente, la calificación actual recoge el hecho de que la capacidad de reestructurar sus pasivos dependerá

del entorno económico y financiero local, el cual muestra signos de deterioro en el presente año.

De lo antes indicado, se estima que la disminución de la deuda consolidada del Originador a niveles que le permitan recuperar su flexibilidad financiera y liquidez se daría únicamente en el mediano plazo, una vez sorteados los retos actuales y en función de las decisiones que la Administración tome a futuro.

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

Históricamente Corporación Azende participaba en el segmento de consumo con un importante porcentaje de sus venta, que eran productos de consumo masivo, donde Azende actuaba como distribuidor, cuyo comportamiento a nivel macro se lo podía comparar con el Consumo de Hogares como componente del PIB.

A partir del 2014, cuando terminan con los contratos de distribución de dos de los más importantes productos, la empresa contrae sus ventas en 44%, de forma que la tasa de variación, por estos hechos puntuales deja de ser comparable con el movimiento del PIB o del Consumo de Hogares.

De esta manera, dentro del portafolio de productos que comercializa Azende, se convierten en los más importantes los licores y bebidas no alcohólicas de marcas propias, a los que la Administración como estrategia está dando impulso y cuyo margen es más alto.

En general, al segmento de los licores se los considera de demanda inelástica, con baja sensibilidad al precio, pero donde podría influir el precio en relación al tipo de licor. En el Ecuador, desde hace algunos años, existen desincentivos al consumo de bebidas alcohólicas, como parte de las políticas del Gobierno, así existen aranceles al producto importado, impuesto a consumos

especiales (ICE), prohibición de expendio de estas bebidas los días domingos.

En marzo del 2015, se publicó la salvaguardia arancelaria del 25%, como un tributo adicional al licor importado, que funciona como una sobretasa. Los precios de la mayor parte de licores en el Ecuador, son alrededor del doble en comparación a los precios de los licores en países como Colombia y Perú. De forma que, con mayor carga impositiva que influye en el precio al consumidor, existe mayor riesgo de contrabando.

Adicionalmente, se incrementa el ICE para licores a partir del 2015. La Resolución vigente desde enero del 2015 indica que se considerará un nuevo valor de USD 7.1 como tarifa específica (USD 6.93 en 2014), por el grado alcohólico por botella, se divide para 100 y por el volumen en centímetros cúbicos. Además, existe un ICE Ad Valorem, que es el resultado de multiplicar el precio ex fábrica por el 75%.

El sector enfrenta otros riesgos, además del incremento de precios por los aranceles e impuestos, como es el contrabando y la falsificación de licores, y licoreras artesanales sin registro sanitario.

Los licores fabricados localmente, y en especial la marca de Corporación Azende que se encuentra bien posicionada, tiene ventajas comparativas frente a los licores importados que deben pagar arancel. No obstante, afronta los riesgos del sector por un porcentaje más alto de productos no regulados provenientes del contrabando.

La expectativa es que los importadores de menor volumen de bebidas alcohólicas posiblemente podrían salir del mercado, mientras que las medidas las podrían sostener los importadores que manejan mayores volúmenes y pueden sostener los márgenes y cubrir costos operativos. Los competidores locales podrían aprovechar las ventajas de precios, y en el caso de Azende, ha sido un competidor proactivo con innovación de la marca y variedad de productos. Sí se esperaría que la demanda general se desestime por el impacto arancelario.

El 40% de las ventas de Azende en el 2014 fueron bebidas alcohólicas, un 40% adicional significó la venta de bebidas no alcohólicas como agua, agua saborizada, jugos y energizantes. La mayor parte producidas por Azende, y también se incluyen bebidas que Dacorclay (empresa relacionada a Corporación Azende) distribuye directamente.

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

Las expectativas en la economía en general son de desaceleración del consumo en el año 2015, con un perspectiva de crecimiento de la economía ecuatoriana que actualmente se ubica entre 1.5% y 2%. En un escenario conservador, se espera que las empresas alcancen volúmenes de ventas muy similares a los del año 2014.

En el caso de Corporación Azende, se espera un crecimiento bajo del volumen de ventas en el 2015, no obstante, podría beneficiarse de un incremento en el margen, en caso de que pueda trasladar un aumento de precio de los licores al consumidor final, que podría ser factible en un escenario de alta competencia importada, la cual tiene influencia en precios por los aranceles.

Análisis de la Titularización

Evolución de la Emisión

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros 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 febrero-2015 Corporación Azende ha pagado en tiempo y forma dieciséis dividendos de la serie A, y mantiene por vencer cuatro dividendos trimestrales. En cuanto a la serie B, pagó en su totalidad en febrero-2014, de conformidad con la tabla de amortización.

Cobertura de la emisión con Fondos Disponibles e Inversiones

El Fideicomiso tiene efectivo y equivalentes en efectivo por USD 80.2M al 28 de febrero de 2015, de los cuales USD 79.8M están depositados en una cuenta corriente de Produbanco, que incluyen la

recaudación de los clientes y el fondo rotativo. La diferencia de USD 440 está depositada en el Banco Central del Ecuador.

Adicionalmente mantiene inversiones de renta fija de corto plazo, por USD 282.8M, distribuidas en un certificado de depósito de USD 217M del Banco Solidario, destinado al depósito en garantía de la titularización; y en una póliza de acumulación por USD 65.1M de Produbanco, como provisión de los valores semanales para el pago del siguiente dividendo.

La escritura establece que el Fideicomiso debe mantener un Depósito de Garantía, el cual ascendió a USD 351M hasta noviembre-2014, luego de lo cual se redujo periódicamente para equivaler al 100% del próximo dividendo a cancelar (USD 217M en mayo-2015).

La sumatoria de la liquidez existente a febrero-2015 por USD 363M permitiría pagar el próximo dividendo trimestral de USD 217M en mayo-2015, sin considerar las provisiones semanales que tendrán que hacerse hasta esa fecha. Luego del pago del dividendo de mayo-2015, se tendrá que restituir USD 4.3M del depósito de garantía al Originador, ajustando su saldo a USD 212.7M, equivalente al siguiente dividendo pendiente de pago a esa fecha.

Por la reducción del saldo insoluto de la serie A de la primera titularización de flujos y cancelación de la serie B, se espera que los recursos líquidos que mantenga el Fideicomiso permitan mayor cobertura. Los valores registrados como recursos líquidos (22%) e inversiones (78%) a febrero-2015, cubren en 0.84 veces dos dividendos trimestrales próximos de la serie "A" (USD 429.7M) y 43% de la deuda total. La fluctuación en la cobertura de liquidez se vincula a la acumulación de efectivo y pago de dividendos.

ANÁLISIS DE ACTIVO SUBYACENTE

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

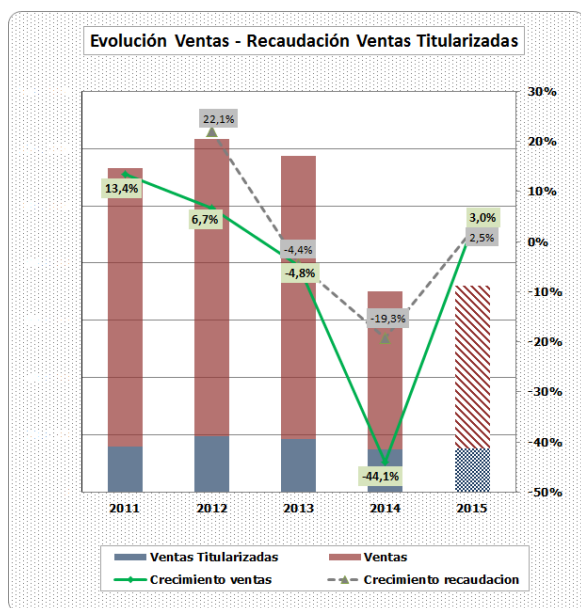
Evolución de los Flujos

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, a través de su subsidiaria Dacorclay. Ofrece productos de alta aceptación en el mercado, pero sus ventas se contraen desde 2013, por la terminación anticipada de la distribución de bebidas Gatorade, y 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 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 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 una figura similar al de una franquicia. En diciembre-2013, Azende separó las funciones de la gestión del negocio, respecto de Dacorclay Cía. Ltda.



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 de Azende y Dacorclay se consolidan.

Fuente: Estados financieros consolidados Azende y Dacorclay de 2014 no auditados, y proyecciones sensibilizadas por BWR para el 2015

Elaboración: Bankwatch Ratings

Las ventas históricamente han sido volátiles, debido al ingreso y salida de clientes importantes a los que Azende ofrece la distribución de productos, fusiones empresariales y modificaciones en su logística 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 el 2012, por la reducción en precios de venta, debido al margen de distribución otorgado a

Dacorclay, cuando asumió la distribución de sus líneas de consumo. En adición las ventas de las líneas de producción de Azende (principalmente licores), se contraen por las reformas tributarias que afectan a ese sector. Esto se cubre a través del crecimiento de las líneas de bebidas no alcohólicas, combustibles, e incorporación de nuevas líneas de consumo masivo (Nestea y Redbull), aunque con una reducción del margen bruto. Sin embargo el valor de ventas consolidadas del grupo (Azende y Dacorclay), crece 6.7% anual.

El 2013 las ventas consolidadas se reducen 4.8%, por la 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. Además Azende tuvo problemas de abastecimiento en lubricantes, y en diciembre-2013 se define el cambio de distribuidor de la línea Shell. Primax concede la subdistribución para el Austro de los lubricantes, con lo cual Azende retiene el 15% de la facturación anual que representaba esa línea en el 2013, frente a su expectativa de retener un 35%.

Azende recibió flujos de caja importantes el 2013 y 2014, que le permitieron compensar la cancelación anticipada del contrato de distribución de la línea de Gatorade. Su estimación inicial de contraer las ventas consolidadas en 16.9% para 2014, incluyendo la comercialización de nuevas líneas de negocio a inicios de año, resultó ser optimista, porque afrontó una contracción real en ventas de 44.1% anual. Para 2015, BWR estima que las ventas crezcan 3% anual. Azende considera crecer principalmente en las líneas de bebidas no alcohólicas, no espera mejoras significativas en otras líneas que comercializa, ni la integración de nuevas líneas de negocio. Cabe anotar que en tres líneas de negocio decrecerá USD 2.073M, por la terminación del contrato de distribución.

El impacto en el flujo que ingresa al fideicomiso por la recaudación del derecho de cobro titularizado, ha sido históricamente menor del que Azende afronta, por la contracción de sus ventas totales por los eventos referidos en el presente análisis, tal como la suspensión de la línea de Gatorade (octubre-2013 a febrero-2015). Es de resaltar que la recaudación del derecho de cobro titularizado no incluye el impacto en las ventas de la línea de lubricantes.

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 anualizadas representarían 26.7% de las ventas consolidadas proyectadas a febrero-2015.

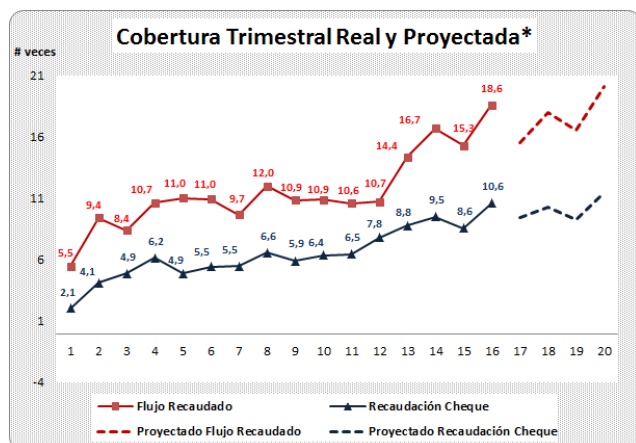
El primer mecanismo de garantía constituye un exceso del flujo recaudado, por la venta de productos de consumo en la macrorruta Cuenca-Consumo y Azogues-Consumo, que tiene 31 rutas de distribución y da acceso a más de 8.000 clientes entre mayoristas y minoristas.

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 las rutas titularizadas es mejor que el usado como escenario base en la calificación inicial. Si bien las ventas de las dos rutas titularizadas decrecen (-4.4% en 2013, y -19.3% en 2014); los dos primeros meses del 2015, estas crecen 1.4% respecto del igual periodo del año pasado. Por otra parte, el servicio de la deuda disminuye, dada la cancelación total de la serie B y la amortización del 75% del saldo de la serie A, lo 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. La capacidad de pago de la empresa es consistente con una calificación de riesgo de “A-”.



Cobertura proyectada considera el escenario de las ventas titularizadas de los últimos 12 meses.

La relación entre el flujo recibido por el Fideicomiso y los dividendos pagados durante los 48 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.

La cobertura promedio del flujo recibido del Fideicomiso en los últimos 12 meses es de 16.3 veces. Cabe anotar que 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 contracción en 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, y los pagos de capital e interés a realizarse a los inversionistas en los próximos 12 meses, cubriría en 8.44 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 febrero-2015. La primera titularización de flujos tiene un saldo de USD 800M a esa fecha.

Fecha de corte:	feb-15
Activo líquido (USD miles)	1.159,14
Activo Ajustado (USD miles)	51.327,10
Activo Total (USD miles)	59.717,06

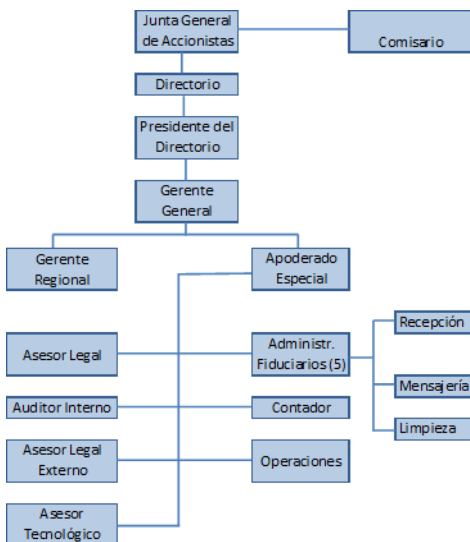
Prelación	Descripción	Pasivo + contingentes tributarios (USD M)	Pasivo Acumu. (USD M)	Cob. Activos líquidos (veces)	Cob. Activos Garantía General (veces)
1ra.	Parivos tributarios, empleados e IESS	5.309,99	5.309,99	0,22	9,67
2da.	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	7.050,72	12.360,71	0,09	4,15
3ra.	Deuda sin garantía específica de balance	15.696,63	28.057,34	0,04	1,83
TOTAL		28.057,34	28.057,34	0,04	1,83

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 de 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 4.000M
Monto emitido (USD)	USD 4.000M
Saldo Insoluto (USD)	USD 800M
Plazo total	1.800 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 8.64% de los pasivos y contingentes del Originador en febrero-2015.

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 la siguiente emisión vigente:

Emisión de Obligaciones			
Título Valor	Calificación	Calificadora	Fecha Calificación
Segunda Emisión (USD 5MM)	A+	Pacific Credit Rating	28-nov-14

BWR no es responsable por las opiniones de otras calificadoras. La emisión ha sido colocada 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	2011	2012	2013	2014
PIB Corriente	79,277	87,623	94,473	100,543
PIB Constante (2007)	60,925	64,105	67,081	69,632
Tasa de crecimiento anual PIB corriente	13.98%	10.53%	7.82%	6.43%
Tasa de crecimiento anual PIB constante	7.9%	5.2%	4.6%	3.8%

Comercio Exterior

USD Millones (FOB)	2012	2013	2014
Exportaciones	23,765	24,847	25,732
Petrólicas	13,792	14,108	13,302
No Petrólicas	9,973	10,850	12,429
Importaciones	24,182	25,979	26,459
Balanza Comercial	(441)	(1,084)	(727)

Reserva y Deuda

USD Millones	2011	2012	2013	2014
RILD	2,958	2,483	4,361	3,949
Deuda Pública Interna	4,506	7,781	9,927	12,558
Deuda Pública Externa	10,055	10,872	12,920	17,583
Deuda Privada Externa	5,258	5,145	5,717	6,512
Deuda pública	14,562	18,652	22,847	30,141
Deuda pública como % PIB	18.37%	21.29%	24.18%	29.81%

Indicadores Monetarios

USD Millones	2011	2012	2013	3T14*
Inversión Extranjera Directa	644	585	728	432
Remesas	2,672	2,467	2,450	1,855

* Dato acumulado del año

Inflación

IPC	2011	2012	2013	2014	ene-15
Tasa de Inflación Mensual	0.40%	-0.19%	0.20%		0.59%
Tasa de Inflación Anual	0.05%	4.16%	2.70%	3.59%	3.53%
Tasa de Inflación Acumulada	5.41%	4.16%	2.70%	3.59%	0.59%

Mercado Laboral

	2011	2012	2013	2014
Desempleo	5.06%	5.00%	4.86%	4.54%
Subempleo	44.04%	39.62%	43.18%	43.78%
Ocupados Plenos	50.08%	52.30%	51.67%	51.40%

Fuente: BCE
Elaboración: BWR

Contactos:

Patricia Pinto
(5932) 292 2426 ext.103
ppinto@bwratings.comSebastián Baus
(5932) 292 2426 ext.104
sbaus@bwratings.com

Fecha elaboración: marzo, 2015

La economía ecuatoriana se caracteriza por tener una estructura concentrada en ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia en 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, de la industria, y del comercio en general. Por otra parte, el bajo incentivo a la inversión extranjera directa (IED) y la estructura concentrada de la balanza comercial, representan un problema para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la oferta monetaria y por ende de la economía.

Para el año 2015, se prevé un escenario de liquidez contraída que afectará al sistema financiero y a la mayor parte de los segmentos que mueven la economía del país como consecuencia de la caída de los precios del petróleo. Actualmente el precio del crudo ecuatoriano oscila alrededor de los USD 50.

La Asamblea Nacional aprobó la proforma presupuestaria con un déficit de 4.9% del PIB y un precio del barril de crudo de USD 79.7, lo que supera en más de USD 20 el precio estimado del crudo en el mercado de futuros. El déficit fiscal se amplía a 6.2% del PIB. A pesar de que el gobierno se ha esforzado por conseguir financiamiento externo para cubrir parte de este déficit presupuestario, no queda claro ni el monto ni las condiciones del financiamiento conseguido.

Las alternativas adicionales según lo expuesto por el gobierno giran alrededor de mantener o reducir modestamente el gasto corriente y/o reducir las inversiones de capital. La reducción de estos rubros tendrá un impacto negativo importante en todos los sectores económicos.

Para compensar la balanza comercial y sostener en lo posible el gasto e inversión públicos, la estrategia del gobierno apunta a aumentar la recaudación tributaria e incrementar deuda de forma acelerada. La reducción de subsidios tendría un costo político alto que creeríamos que el gobierno no estaría dispuesto a asumir al menos por el momento.

Adicionalmente el escenario operativo del país se complica para la industria nacional, por la apreciación del dólar que implica pérdida de competitividad en las exportaciones y productos importados más baratos. Para controlar la demanda de los productos importados el Gobierno ha implementado cupos, y está implementando un sistema de salvaguardia de balanza de pagos para encarecer dichos productos. La nueva salvaguardia, contemplada por la OMC y aceptada por el período de 15 meses, se aplicará a todos los productos que no se consideren indispensables es decir a casi todos los productos de consumo, a las materias primas y productos no terminados especialmente aquellos que compitan con los nacionales y a los bienes de capital cuya importación pueda ser pospuesta por un año. Habría que analizar puntualmente el impacto que estas medidas tengan en cada industria y en cada empresa.

De lo dicho se concluye que habrá un incremento generalizado de precios tanto en productos importados como en aquellos de producción nacional, lo que junto con la apreciación del dólar afectará negativamente la competitividad de nuestros productos.

Si los precios del petróleo no se recuperan y el dólar se mantiene fuerte frente a otras monedas, el equilibrio de las finanzas públicas y del comercio exterior seguirá siendo un reto para el gobierno, tomando en cuenta que la salvaguardia es una medida temporal de quince meses.

Comercio Exterior

USD Millones (FOB)	ene-14	ene-15
Exportaciones	2,016	1,610
Petroleras	1,076	619
No Petroleras	940	991
Importaciones	2,230	2,090
Balanza Comercial	(213)	(481)

Reserva y Deuda

USD Millones	2013	2014	ene-15
RILD	4,361	3,949	3,655
Deuda Pública Interna	9,927	12,558	12,669
Deuda Pública Externa	12,920	17,583	17,646
Deuda pública	22,847	30,141	30,315
Deuda pública como % PIB	24.18%	29.81%	

Los resultados del Banco Central del Ecuador para el 2014, muestran que el PIB anual creció en 3.8%, lo que implica una desaceleración frente a periodos anteriores. La nueva estimación de otros analistas en cuanto al PIB del 2015, es que crecerá por debajo del 1.7%, lo cual parecería ser optimista en vista de las circunstancias. El crecimiento del 2014, se apoyó principalmente en un importante aumento de las exportaciones y una sostenida actividad en el consumo de hogares. El consumo de los hogares podría verse restringido en este año por la contracción del gasto y de las inversiones por parte del Gobierno, lo cual ha constituido el motor de dicho consumo y de la economía en general durante los años anteriores.

La balanza comercial a diciembre del 2014 mostró un déficit menor que la del 2013. 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 positiva anual de la balanza comercial. Comparando las cifras de enero 2014 y enero 2015, se observa que el déficit de la balanza comercial más que se duplica como consecuencia de la caída de las exportaciones petroleras y a pesar de la reducción de las importaciones.

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 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.