

Ecuador
Sexto Seguimiento

**FIDEICOMISO SEGUNDA
TITULARIZACIÓN DE FLUJOS
PRONACA**

Calificación

Serie	Calif. Anterior	Calif. Actual	Último Cambio
A	AAA	AAA	--
B	AAA	AAA	--
C	AAA	AAA	--
D	AAA	AAA	--
E	AAA	AAA	--
F	AAA	AAA	--

Características de la Emisión

	Serie A	Serie B	Serie C
Monto Autoriz (USD)	8 MM	12 MM	5 MM
Monto Emitido (USD)	8 MM	12 MM	5 MM
Saldo Insoluto	4.0 MM	6.9 MM	3.5 MM
Fecha Emisión	29-ago-11	29-ago-11	29-ago-11
plazo (días)	1.170 días	1.440 días	1.890 días
Fecha Vencimiento	28-nov-14	28-ago-15	29-nov-16
Gracia Capital*	90 días	180 días	90 días
Primer pago Capital	270 días	360 días	270 días
Pago Interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago Capital	Semestral	Semestral	Semestral
Tasa Fija	6,25%	6,75%	7,00%
Cálculo Intereses	360/360	360/360	360/360

	Serie D	Serie E	Serie F
Monto Autoriz (USD)	5 MM	10 MM	10 MM
Monto Emitido (USD)	5 MM	10 MM	10 MM
Saldo Insoluto	3.6 MM	5.0 MM	7.1 MM
Fecha Emisión	29-ago-11	17-oct-11	17-oct-11
plazo (días)	2.160 días	1.170 días	1.440 días
Fecha Vencimiento	29-ago-17	17-ene-15	17-oct-15
Gracia Capital*	180 días	90 días	180 días
Primer pago Capital	360 días	270 días	360 días
Pago Interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago Capital	Semestral	Semestral	Semestral
Tasa Fija	7,25%	6,25%	6,75%
Cálculo Intereses	360/360	360/360	360/360

* Luego de la finalización del período de gracia se cuenta el plazo correspondiente para la primera amortización de capital

Contrapartes Relevantes

Originador: PRONACA
Fiduciaria: ANEFI S.A.
Estructurador Financiero: PICAVAL S.A.
Estructurador Legal: Profilegal Cía. Ltda.

Contactos

Carlos Ordóñez (593 2) 2922-426 ext. 105
cordonez@bwratings.com
 Guissela Salgado (593 2) 2922-426 ext. 106
gsalgado@bwratings.com
 Ana Zurita (593 2) 2922-426 ext. 112
azurita@bwratings.com

FECHA COMITÉ: Octubre 31, 2013

CORTE DE INFORMACIÓN: Agosto 31, 2013

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de calificación de BankWatch Ratings ha decidido mantener la calificación a las series A, B, C, D, E y F emitidas por el Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Pronaca, en "AAA", que de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores:

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

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

La calificación de la segunda titularización de flujos se fundamenta en el análisis de negocio en marcha de PRONACA, y la holgada cobertura de los flujos que ingresan directamente al respectivo Fideicomiso, para atender las obligaciones con los inversionistas.

Esta calificación también considera el bajo peso de la segunda titularización de flujos dentro del pasivo y contingentes del Originador. Por otra parte, la estructura legal de la segunda titularización, a nuestro criterio otorga al inversionista prelación sobre el derecho de cobro titularizado, respecto de otros acreedores del Originador.

Considerando que la generación de flujos del Fideicomiso para el pago a los inversionistas, depende del Originador y su comportamiento, esta calificación se soporta en el análisis de PRONACA en relación a su capacidad de pago en el largo plazo y desempeño como negocio en marcha. La calificación de la probabilidad de negocio en marcha de PRONACA y de los derechos de cobro

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



titularizados, es consistente con aquella otorgada a esta estructura.

La holgura existente entre los flujos que ingresan al Fideicomiso, y los dividendos por pagar, protege a los inversionistas de fluctuaciones importantes en la generación y/o recaudación del derecho de cobro titularizado. La cobertura mejora por la amortización de la primera titularización y el crecimiento de las ventas del Originador.

La estructura de la segunda titularización otorga a los inversionistas prelación de pago frente al resto de acreedores del Originador, respecto a los flujos que generen los derechos de cobro titularizados en el futuro. Esta titularización representa 10.7% de los pasivos y contingentes del Originador en agosto-2013, porcentaje que se considera bajo.

La cesión irrevocable de los derechos de cobro de PRONACA al Fideicomiso está definida en la escritura de constitución de este último. Esta se hace efectiva el momento en el que el derecho de cobro se genera, lo que sucede cada vez que el Originador realiza una venta de productos a Corporación Favorita, según establece y define la mencionada escritura, a partir de la fecha de constitución del Fideicomiso, y mientras este se encuentre vigente.

Desde abril-2013, Corporación Favorita acredita directamente el pago del derecho de cobro generado por las compras realizadas a PRONACA, en una cuenta a la vista de la segunda titularización. Este mecanismo independiza al Fideicomiso de la voluntad de pago del Originador, fortaleciendo la prelación de flujos existente.

Contamos con una opinión legal positiva de nuestros abogados en cuanto a la legalidad y forma de transferencia de los derechos de cobro. Los participantes relevantes en esta transacción han sido evaluados satisfactoriamente por esta calificadora.

PRESENTACIÓN DE CUENTAS

El presente análisis ha sido realizado sobre la base de la siguiente documentación:

- Estados financieros del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos PRONACA correspondientes al año 2012, auditados por Deloitte & Touche, con opinión limpia sobre la razonable presentación bajo normas NIIF de la posición financiera y sus flujos de efectivo.
- Estados financieros interinos no auditados del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos PRONACA a agosto-2013, elaborados bajo normas NIIF.

- Información complementaria del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos a agosto-2013, sobre el activo subyacente, flujos de efectivo y demás datos considerados relevantes para el análisis de la capacidad de pago de las clases emitidas.
- Estados financieros consolidados de PRONACA a diciembre-2012, auditados por Deloitte & Touche, con una opinión limpia respecto a la razonabilidad de su posición financiera y resultados, expresados según normas NIIF.
- Estados financieros individuales y consolidados de PRONACA bajo normas NIIF no auditados a agosto-2013, y proyecciones de la administración.

HECHOS RELEVANTES

Pago de series emitidas por el Fideicomiso de Titularización de Flujos Pronaca y cambio en derecho de cobro titularizado

El 17 de marzo de 2013 concluyó la amortización de las series emitidas por el primer Fideicomiso de Titularización de Flujos – PRONACA, de acuerdo a lo establecido en las respectivas tablas.

La estructura legal de la segunda titularización de flujos PRONACA establece que hasta marzo-2013 el derecho de cobro titularizado corresponde al excedente de flujos recaudados por la primera titularización, provenientes de las ventas realizadas a Corporación Favorita y Mega Santa María, además del 6% de las ventas de PRONACA (ampliable hasta 2% adicional), a clientes distintos a los comprometidos en la primera titularización.

A partir de marzo 18 de 2013, el derecho de cobro titularizado corresponde exclusivamente a las ventas de PRONACA a Corporación Favorita, cuyo pago se acredita directamente en una cuenta a la vista del Fideicomiso de la segunda titularización. En marzo-2013, tanto la Fiduciaria como el Originador instruyeron a Corporación Favorita que desde abril-2013 acredite los pagos de sus facturas en una cuenta a la vista del Fideicomiso.

EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

Títulos Emitidos

El Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Pronaca se inscribió en el Registro de Mercado de Valores el 18 de agosto de 2011, e inició la colocación de los valores de las series A, B, C y D, a través del mercado bursátil el 29 de agosto de 2011, por lo que esa fecha se convierte en la de su emisión.



En el caso de las series E y F, su fecha de emisión fue el 17 de octubre de 2011. Hasta septiembre-2011 se colocó la totalidad de las primeras cuatro series, y en febrero-2012 se terminó de colocar las series E y F.

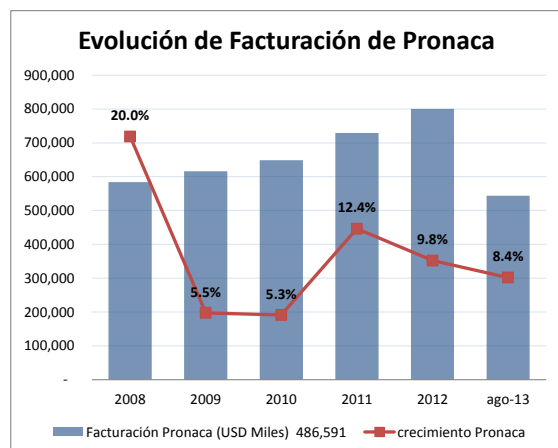
A la fecha de corte de este informe, se han pagado tres dividendos de capital de las series A, B, C, D y E; dos dividendos de capital de la serie F; ocho cupones de interés de las series A, B, C, D; y siete cupones de interés de las series E y F. Los pagos están en conformidad con la tabla de amortización, que incluye períodos de gracia de capital de 90 días para las series A, C y E, y de 180 días para las series B, D y F.

Fondos Disponibles e Inversiones

Al 31 de agosto de 2013, el Fideicomiso cuenta con recursos líquidos por USD 468.9M, de los cuales el 99.8% se encuentra en cuentas a la vista en Produbanco, y la diferencia en el Banco Central del Ecuador. Adicionalmente mantiene certificados de depósito por USD 543.4M, emitidos por el Banco del Pacífico, con vencimiento en octubre-2013. Estos recursos se mantienen para cumplir con la provisión para el próximo dividendo trimestral a pagar de todas las series emitidas. Estos recursos se mantienen para cumplir con la provisión para el próximo dividendo trimestral a pagar de todas las series emitidas.

En cumplimiento de lo previsto en su escritura, el Fideicomiso mantiene a su nombre una garantía bancaria por USD 1.1MM, otorgada por el Banco Pichincha (calificado en AAA- en escala local), para cumplir con el requerimiento del Depósito de Garantía. De acuerdo al contrato esta garantía podría reducirse en el futuro, siempre que cubra en todo momento al menos 1.5 veces el índice de desviación.

Evolución de los Flujos y Coberturas

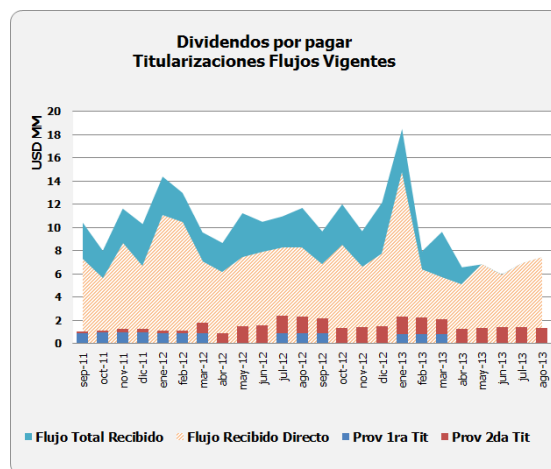


Nota: Ventas individuales de Pronaca
Fuente: Pronaca y ANEFI
Elaboración: BWR.

El gráfico anterior revela la evolución de las ventas totales de PRONACA, las que han mantenido históricamente un comportamiento creciente. Para el 2013, PRONACA proyecta un incremento de 7.6% en sus ventas totales, porcentaje conservador frente al crecimiento anual alcanzado hasta agosto.

Corporación Favorita, cuyo derecho de cobro está comprometido en esta titularización, es el cliente más importante de PRONACA, con una participación histórica estable en las ventas de la Empresa de entre 10% y 11%. La relación comercial con este cliente tiene más de 25 años y su mantenimiento en el futuro se considera altamente probable, dada la posición de liderazgo de las dos empresas.

Corporación Favorita es una compañía ecuatoriana con reconocido liderazgo como autoservicio y figura en la lista de las más importantes generadoras de ingresos y tributos. La Empresa está formada por una variedad de negocios, en su mayoría orientados a la comercialización minorista. También administra empresas dirigidas al segmento popular, con precios bajos y altos volúmenes de ventas, y otras orientadas a los sectores industrial e inmobiliario.



Flujo Recibido Directo = Recaudación directa de las ventas de Corporación Favorita (incluye Santa María hasta marzo-2013).
Flujo Total Recibido = incluye flujo directo y recaudación de PRONACA transferida a este Fideicomiso (Hasta marzo 2013 considera 6% de las ventas de PRONACA, netos de clientes comprometidos en la primera titularización).

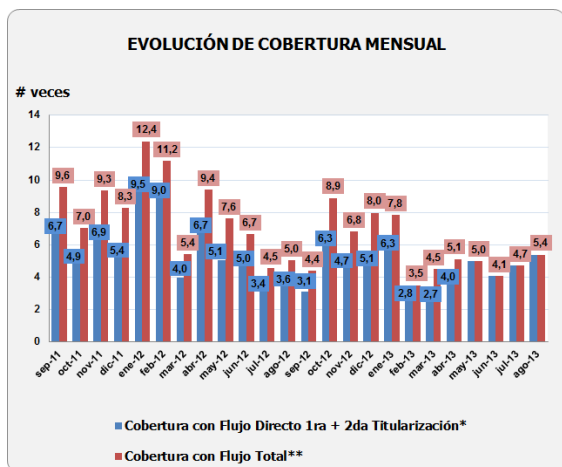
El gráfico anterior revela la relación entre el flujo recibido mensualmente por el fideicomiso de titularización, tanto en forma directa como a través de PRONACA, y los dividendos a pagar a los inversionistas de los Fideicomisos de titularización de flujos originados por la Empresa.

Hasta marzo-2013, el cálculo de la cobertura mensual histórica incluyó el saldo insoluto de las dos titularizaciones de flujos de PRONACA, y el flujo total recaudado de Corporación Favorita y Mega Santa María. Una vez cancelada la primera titularización de flujos de Pronaca, el requerimiento de flujos para el pago a los inversionistas



disminuye, y la estructura contempla el ajuste del derecho de cobro titularizado.

Desde abril-2013, Corporación Favorita acredita en forma directa el pago de las facturas emitidas a su nombre por PRONACA, en la cuenta a la vista de esta titularización. El derecho de cobro definido como Mecanismo de Garantía solamente incluye el 80% de dicha facturación, y dicho porcentaje se reduce a 10%, cuando se pague en su totalidad las series A, B, E y F. No obstante, se incluye como Mecanismo de Fortalecimiento, la diferencia (20% y 90%, respectivamente), de manera que el flujo total sirve para cubrir el pago de los valores emitidos y en circulación.



* Flujo Directo = Recaudación ventas de Corporación Favorita y Santa María acreditadas directamente en las cuentas del Primer Fideicomiso hasta marzo-2013. Desde abril-2013 el flujo directo corresponde a las recaudaciones de las ventas de PRONACA a Corporación Favorita, y esta acredita los fondos directamente al Fideicomiso de la Segunda Titularización de Flujos.

** Flujo Total = Hasta marzo-2013 incluye además del flujo directo, al valor recaudado por PRONACA y acreditado en las cuentas del Fideicomiso Segunda Titularización. Estos últimos se consideran vinculados con la voluntad de pago del Originador.

La cobertura recoge la estacionalidad en las ventas a autoservicios, especialmente en el último trimestre de cada año. La política de recaudación con autoservicios es de uno a dos meses. Adicionalmente, la cobertura histórica también varía en función del monto de los dividendos a pagarse, de acuerdo a las tablas de amortización de cada serie emitida.

La cobertura mensual de los flujos recibidos por el Fideicomiso, frente a la provisión requerida para el pago a los inversionistas, se mantiene holgada y es superior a la proyectada en el informe de calificación inicial, gracias al comportamiento positivo de las ventas de la Empresa.

La cobertura mensual se mantiene en rangos entre 4 y 5 veces, luego de la terminación del primer fideicomiso de titularización y el cambio del derecho de cobro de esta titularización.

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, y si estos no fueran suficientes, el Originador está obligado a reponerlo dentro de dos días hábiles posteriores a la fecha en que la Fiduciaria lo haya solicitado 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.

PRONACA (Originador)

La calificación de continuidad del negocio considera el posicionamiento de PRONACA y sus marcas en el mercado ecuatoriano, la participación e importancia de la empresa en la economía del país, y las tendencias y consistencia financiera de la compañía.

En nuestro criterio el riesgo de continuidad del negocio de la Empresa y de los flujos titularizados es consistente con la calificación otorgada a los valores que conforman la titularización de flujos futuros que se analiza en este estudio.

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA es una compañía del sector alimenticio dentro del campo agroindustrial, que realiza actividades relacionadas con la avicultura, porcicultura, agricultura, ganadería y pesca, en todas las etapas, esto es producción, elaboración y comercialización.

La compañía es cabeza del grupo económico de igual nombre, que reúne a empresas domiciliadas principalmente en Ecuador y Colombia, que tienen los mismos fines de producción y comercialización local e internacional de alimentos con o sin valor agregado.

En Ecuador PRONACA está considerada como una empresa líder en el sector alimenticio, siendo una de las compañías con mayor volumen de ventas a nivel nacional; adicionalmente, contribuye a la economía del país como una importante generadora de empleo.

La administración de PRONACA está dirigida por profesionales con adecuada formación técnica y, comercial, complementada por la experiencia de los accionistas y directores externos.

Como grupo, PRONACA llega al consumidor minorista a través de canales de distribución bien definidos y una fuerza comercial importante, que atiende a 75,041 clientes, entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados.



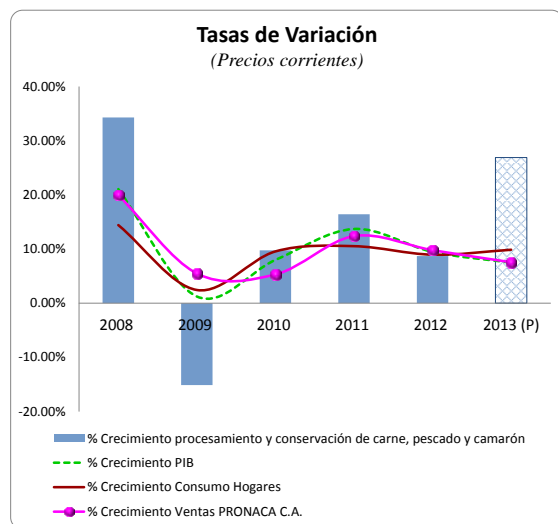
En Ecuador el Grupo mantiene en su nómina a 7793 empleados.

La compañía cuenta con un portafolio de productos diversificado. Los productos de la compañía se enfocan principalmente hacia los segmentos económicos alto y medio de la sociedad, aunque también se ofrecen presentaciones más pequeñas accesibles en precio para sectores con menos recursos, lo que ha ampliado la base de clientes.

La compañía pertenece a una industria influenciada por la volatilidad de precios de materias primas, sujetas a precios internacionales, lo cual incide en las tasas de crecimiento de EBITDA. El riesgo de volatilidad del EBITDA es compensado por una posición conservadora de deuda y mitigado por una política efectiva de administración de derivados financieros, que permite contrarrestar el efecto de los precios en el costo de ventas y sostener los márgenes del Grupo en niveles adecuados.

Si bien PRONACA financia importantes inversiones de sus empresas relacionadas, algunas de las cuales aún no llegan al punto de equilibrio o generan marginalmente, el desempeño y las políticas de capitalización implementadas han permitido mantener niveles de endeudamiento adecuados tanto en relación al patrimonio como en relación al EBITDA, brindándole al Grupo flexibilidad financiera.

RIESGO DE LA INDUSTRIA



Fuente: Banco Central del Ecuador, PRONACA C.A.

Elaboración: BWR

*Sector económico incluye: Acuicultura y pesca de camarón, pesca, procesamiento y conservación de carne, camarón, pescado y otros productos acuáticos.

La actividad de PRONACA se desarrolla dentro del segmento económico de producción, procesamiento y conservación de carne, pescado, camarón y otros productos acuáticos. Este segmento es sensible a la fluctuación de los ciclos económicos, vinculándose

de manera directa con el comportamiento del PIB nacional y la capacidad de consumo de los hogares.

Si bien la oferta del segmento incorpora productos de primera necesidad, su demanda es elástica al precio por tener productos sustitutos, notándose un menor desempeño del sector en épocas de recesión económica. El consumo de carne, pescado y marisco representa el 7% del ingreso familiar (sep.2013)¹ y contribuye con el 3% del PIB.

Las ventas de PRONACA varían en la misma dirección que las de su segmento económico, pero con menor volatilidad, gracias a la diversidad y valor agregado de sus productos, así como a su gestión comercial. El Banco Central del Ecuador proyecta un crecimiento importante del sector en el 2013, que apunta a un mayor dinamismo en la rama de pescado y mariscos, no obstante, las ventas de PRONACA se mostrarán consistentes con la desaceleración general de la economía.

El mercado en el que se desenvuelve PRONACA es competitivo y parcialmente regulado por el Gobierno en el proceso de abastecimiento de materia prima. Al no existir barreras de entrada importantes, la principal competencia proviene de empresas locales y microempresarios. La variedad e innovación de productos y presentaciones, así como la diversificación de mercados en el exterior a través de sus subsidiarias, constituyen elementos diferenciadores que mitigan el riesgo de competencia.

La producción del sector en general depende de materias primas agrícolas, cuyos precios desde el 2007 presentan una tendencia al alza principalmente a nivel internacional, y en menor medida en el ámbito local. La perspectiva en el corto plazo es que el precio de las materias primas mantenga la actual volatilidad.

Si bien esta moderada volatilidad de los precios de la materia prima y la elasticidad de la demanda de sus productos influyen en los márgenes operativos de PRONACA, la empresa mitiga estos riesgos mediante estrategias de compra de materia prima a través de opciones y futuros financieros.

Adicionalmente, la compañía ha promovido el programa denominado proveedores agrícolas integrados que les permite acceder a las cosechas de los agricultores asociados a cambio de financiamiento y/o asesoría técnica (70% del rubro proveedores se sustenta en este programa).

El posicionamiento comercial de la compañía y mantener una relación estable con proveedores

¹ INEC, IPC, Canasta básica familiar a sep.2013.



locales e internaciones, son mecanismos que contribuyen a mitigar el riesgo de abastecimiento de materias primas y los efectos de los precios en el desempeño de su gestión.

ANEFI S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS (AGENTE DE MANEJO)

ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos actúa como agente de manejo de la presente titularización de flujos. La Fiduciaria se constituyó bajo la denominación social de Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A., mediante escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994, ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, inscrita en el Registro Mercantil del mismo cantón el 29 de marzo del mismo año, con un plazo de duración de 50 años.

La empresa fue autorizada para operar como administradora de fondos y fideicomisos por parte de las Superintendencias de Compañías, mediante Resolución No. 94.1.8.AF.005 del 01 de julio de 1994. Mediante Resolución SCQ.IMV.02.006 de octubre 18 de 2002, es autorizada para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías.

En julio-2012 Produbanco da cumplimiento a las reformas a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, incorporadas en la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado, y vende la Administradora de Fondos y Fideicomisos. Los nuevos accionistas son un grupo presidido por el economista José Samaniego Ponce, que fuera Gerente General de Produfondos, el Estudio Jurídico Gonzalo Córdova Abg., ingeniero Xavier Velasco Pimentel, ingeniero Carlos Solano de la Sala, y doctor Farith Simon Campaña.

El 24 de junio de 2013, la Superintendencia de Compañías aprobó el cambio de denominación comercial de la Fiduciaria por ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos. En agosto-2013 dicho cambio se registra en el Registro Mercantil de Quito.

La Fiduciaria ha comunicado que, junto con el cambio de denominación e imagen, el objeto social de la empresa se va a concentrar en la administración de fideicomisos, encargos fiduciarios y procesos de titularización.

No se espera que este cambio tenga ningún efecto en la calidad de la administración fiduciaria, puesto que ANEFI mantiene a su personal técnico y con experiencia. Con respecto a su infraestructura tecnológica, seguirá utilizando el sistema fiduciario GESTOR, especializado en la administración de

fideicomisos, fondos de inversión, de pensiones, titularización y activos de carteras, bajo estructura parametrizable.

Consideramos que ANEFI posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar en forma adecuada la función de Administradora del Fideicomiso. La Empresa ha gestionado varias titularizaciones de flujos, lo que le otorga experiencia en este tipo de transacciones.

ESTRUCTURA DE TITULARIZACIÓN

BWR cuenta con una opinión legal positiva, respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo, y a la transferencia efectiva de propiedad sobre el derecho de cobro titularizado hacia el Fideicomiso.

La escritura de constitución del Fideicomiso establece que desde marzo 18 de 2013 el Fideicomiso debe recibir la recaudación de las ventas a Corporación Favorita directamente en la cuenta corriente del Fideicomiso. Con este mecanismo se mantiene la independencia de los flujos respecto a la voluntad de pago del Originador.

La prelación que ofrece la estructura legal a los inversionistas de esta titularización, junto con la baja participación de esta emisión en el pasivo total y contingentes del Originador (10.7% en agosto-2013), le permite tener mayor fortaleza ante escenarios elevados de estrés que las demás obligaciones de largo plazo con garantía general del Originador. Esta situación es reconocida en la calificación otorgada a la segunda titularización de flujos futuros.

PRONACA es además garante subsidiario de la titularización, por lo que, si algún momento el Fideicomiso no contara con los flujos suficientes para el pago de los pasivos con inversionistas, el Originador se compromete a transferir al Fideicomiso los recursos necesarios para este fin.

La cobertura legal del índice de desviación, que fue calculado por el estructurador financiero en 21.23%, se calcula en 3.68 veces, indicador que supera en forma holgada al requerimiento legal de 1.5 veces.

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.

PRESENCIA BURSÁTIL DEL VALOR

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 Macroeconómico

DATOS GENERALES

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

ANTECEDENTE

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

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

SECTOR REAL

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

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

Factores externos como el estancamiento o caída del precio del petróleo, una revalorización del dólar frente a las monedas de los países vecinos, la desaceleración de la economía China, nuestro principal proveedor de fondos, incidiría en limitar el crecimiento planificado del País.

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

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

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

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

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

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

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

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

SECTOR EXTERNO

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

EXPORTACIONES USD 10,173mm (mayo 2013).

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

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

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

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

SECTOR PÚBLICO

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

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO**INGRESOS**

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

Fuente: Análisis Semanal
Elaboración BWR

EGRESOS

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

Fuente: Análisis Semanal
Elaboración BWR

Tributación:

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

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

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

Gastos:

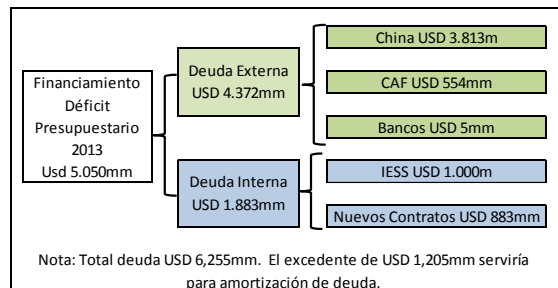
El cambio ajustado a precios constantes del 2007, da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía sean menores, lo que da mayor holgura al gasto público, para seguir creciendo.

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

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

en la matriz del presupuesto, bajaría de 25% en dic 2012 a 22.4% proyectada a dic 2013.

FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2013

Elaboración: BWR

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

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

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

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

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

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

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

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

Cartera de Crédito

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

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

Resultados USD 125 millones.

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

SECTOR PRIVADO

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

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

Actualmente están en carpeta de la Asamblea Nacional el trámite del Código del Trabajo; Ley de Aguas; Ley de Tierras; reformas tributarias, además de la aplicación de la Ley del Control del Poder del Mercado. Esta ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del Ejecutivo.

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

PERSPECTIVAS 2013

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

La política de subsidios con el nuevo presupuesto se mantiene y en lo internacional se complican las



relaciones comerciales con nuestros principales socios. Se anuncia una nueva reforma tributaria con mayores cargas impositivas.

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

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

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

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos,

no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones, por factores que afectan el sector como son: el crecimiento de los costos internos, el impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

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

Elaboración: BWR, julio, 2013.

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