



Ecuador
Octavo 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 | -- |

DESCRIPCIÓN DE LA CALIFICACIÓN:

“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.”

Principales participantes:

- *Originador:* PRONACA
- *Fiduciaria:* ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos
- *Estructurador Financiero:* PICAVAL S.A.
- *Estructurador Legal:* Profilegal Compañía Limitada

Analistas:

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

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

Ana Zurita
5932) 226 9767 ext. 113
azurita@bwratings.com

Fundamento de la calificación

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.

Continuidad como negocio en marcha altamente probable: La generación de flujos del Fideicomiso para pagar a inversionistas, depende del Originador y su comportamiento, por lo que 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 continuidad de negocio y de los derechos de cobro titularizados, es consistente con aquella otorgada a esta estructura.

Estructura legal otorga prelación sobre el derecho de cobro: La segunda titularización de flujos representa 5.6% de los pasivos y contingentes a agosto-2014, porcentaje que se considera bajo. La estructura legal otorga al inversionista prelación sobre los derechos de cobro titularizados en el futuro, respecto de otros acreedores.

Holgada cobertura de flujos: 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 amortización de la primera titularización y el crecimiento de las ventas del Originador.

Cesión irrevocable de los derechos de cobro: La escritura de constitución de la segunda titularización de flujos define la cesión irrevocable de los derechos de cobro, mientras esta se encuentre vigente. Esta se hace efectiva al momento en que el derecho de cobro se genera, lo que sucede cada vez que el Originador realiza una venta de productos a Corporación Favorita, según lo establecido en la respectiva escritura. 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; lo que independiza al Fideicomiso de la voluntad de pago del Originador, fortaleciendo la prelación de flujos existente.

Estructura Legal adecuada: BWR cuenta con una opinión legal positiva de sus abogados, en cuanto a la legalidad y forma de transferencia de los derechos de cobro.

Contrapartes de transacción evaluadas positivamente: Se ha evaluado de forma satisfactoria las políticas y procedimientos de originación y la administración de flujos por parte del Fideicomiso, por lo que BWR considera que este tiene la capacidad para desempeñarse de forma adecuada como administrador de flujos futuros de esta titularización. De igual forma considera que ANEFI S.A Administradora de Fondos y Fideicomisos, tiene la capacidad técnica y experiencia suficiente para un desempeño adecuado como agente de manejo.



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 ha fundamentado principalmente en los siguientes documentos e información:

- Estados financieros del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos de PRONACA correspondientes al 31 de diciembre de 2013, auditados por Deloitte & Touche, con opinión limpia sobre la razonable presentación de la posición financiera y flujos de efectivo, elaborados bajo normas NIIF.
- Estados financieros interinos no auditados del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos PRONACA al 31 de agosto de 2014, elaborados bajo normas NIIF.
- Información complementaria al 31 de agosto de 2014 del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos de PRONACA, 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 no consolidados de PRONACA a diciembre-2013, auditados por Deloitte & Touche, con una opinión limpia respecto a la razonabilidad de su posición financiera, resultados y flujos de efectivo, expresados según normas NIIF.
- Estados financieros individuales y consolidados de PRONACA interinos no auditados, elaborados bajo normas NIIF, al 31 de agosto de 2014, y proyecciones de la administración.

El análisis del riesgo de crédito del Originador se realiza considerando tanto cifras individuales como consolidadas, debido a que PRONACA C.A. como cabeza del Grupo transfiere una porción de sus flujos a empresas relacionadas a través de inversiones y/o préstamos, incluso hacia algunas empresas con las que no consolida balances. Los estados financieros y la documentación analizada son de propiedad de PRONACA C.A. y su contenido está bajo responsabilidad de sus administradores.

Análisis de la Titularización

Evolución de la Emisión

El Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos PRONACA se inscribió en el Registro de Mercado de Valores el 18 de agosto de 2011, con la finalidad de constituir un patrimonio autónomo, mediante el

cual se desarrolla el proceso de titularización de USD 50MM, basados en los flujos futuros que se generen por el 6% de las ventas de los productos que realice el Originador a favor de sus clientes.

Este 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.

Hasta agosto-2014 se han pagado cinco dividendos de capital de las series A, B, C, D y E; cuatro dividendos de capital de la serie F; doce cupones de intereses de las serie A, B, C, D; y once cupones de interés de las series E y F. Los pagos están de 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

El Fideicomiso cuenta con recursos líquidos por USD 162M al 31 de agosto de 2014, de los cuales 94.2% se encuentra en cuentas de ahorros en Produbanco, y la diferencia en una cuenta en el Banco Central del Ecuador.

En adición dispone de activos financieros, conformados de inversiones por USD 582M, 86% de renta fija y 14% de renta variable. El portafolio se sustenta en un certificado de depósito emitido por Banco Internacional de USD 250M con vencimiento en octubre-2014; tres fondos de inversión en Banco General Rumiñahui, Real y Centenario por USD 331M, que vencen en septiembre y octubre-2014; e intereses devengados de USD 799.

El efectivo y equivalentes de efectivo son de alta liquidez, y se mantienen para cumplir con la provisión de fondos para el próximo dividendo trimestral a pagar en octubre-2014, de todas las series emitidas, por USD 1.527M.

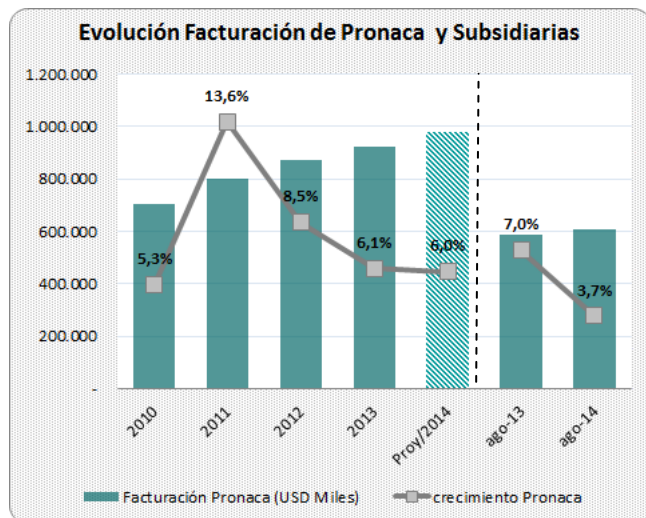
El Fideicomiso también dispone de una garantía bancaria a su nombre, por USD 1.444M, otorgada por Banco del Pichincha (calificado AAA- en escala local), para cumplir el requerimiento del Depósito de Garantía previsto en la escritura de constitución. Esta garantía se podría reducir a futuro, siempre que cubra en todo momento al menos 1.5 veces el índice de desviación.

Evolución de los Flujos

La evolución de las ventas consolidadas de PRONACA con sus subsidiarias, mantiene un comportamiento creciente. Desde 2012 dicho crecimiento se

desacelera respecto del pasado. Para 2014 la expectativa es mantener un 6% de crecimiento anual en las ventas totales, similar al porcentaje del 2013.

En agosto-2014 el incremento anual en ventas totales es 3.7%. BWR estima que se cumplirán los niveles esperados hasta el cierre del ejercicio 2014, considerando el comportamiento cíclico de las ventas del último trimestre anual de PRONACA, cuando tendrá el mayor crecimiento en la facturación.



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

Corporación Favorita es el cliente más importante de PRONACA, cuyo derecho de cobro está comprometido en la presente titularización. Esta tiene una participación histórica estable en las ventas de PRONACA, de 10% a 14%. La relación comercial con este cliente tiene más de 25 años, y su continuidad a futuro se considera altamente probable, dada la posición de liderazgo en el mercado de ambas empresas.

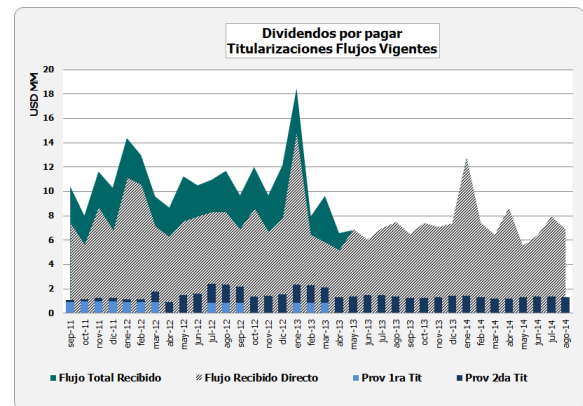
Corporación Favorita es ecuatoriana, tiene reconocido liderazgo como autoservicio, y figura entre las más importantes generadoras de ingresos y tributos. Esta Corporación se integra de una variedad de negocios, en su mayoría orientados a la comercialización minorista; administra empresas dirigidas al segmento popular, con precios bajos y altos volúmenes de ventas, y otras empresas orientadas al sector industrial e inmobiliario.

Evolución del derecho de cobro

Hasta marzo-2013, el cálculo de la cobertura mensual histórica incluyó el saldo insoluto de dos titularizaciones de flujos de PRONACA, y el flujo total recaudado de Corporación Favorita y Mega Santa María. Luego de cancelar la primera titularización de flujos futuros, el requerimiento de

flujos para el pago a los inversionistas disminuye. La estructura contempla el ajuste del derecho de cobro titularizado.

El siguiente gráfico revela la relación entre el flujo mensual recibido 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 la titularización de flujos originados por esta.



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).

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 del fideicomiso. El derecho de cobro definido como Mecanismo de Garantía incluye el 80% de la facturación, porcentaje que se reduce al 10%, cuando se pague en su totalidad las series A, B, E y F.

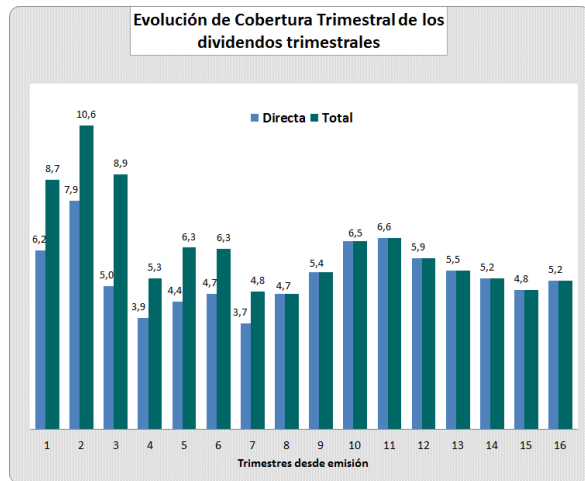
El Mecanismo de Fortalecimiento, incluye la diferencia (20% y 90%, respectivamente), de manera que el flujo total sirve para cubrir el pago de los valores emitidos y en circulación.

Evolución de la cobertura

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. La cobertura histórica también varía en función del monto de los dividendos a pagar, de acuerdo a las tablas de amortización de cada serie emitida.

La cobertura trimestral 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 trimestral promedio se mantiene superior a 5 veces, luego de la terminación del primer fideicomiso de titularización y el cambio del derecho de cobro de esta titularización.



Directa = Cobertura calculada únicamente con la recaudación de 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, que la primera acredita directamente al Fideicomiso de la Segunda Titularización de Flujos.

** Total = Cobertura que 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 consideraban vinculados con la voluntad de pago del Originador.

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 en dos días hábiles posteriores a la fecha que la Fiduciaria haya solicitado mediante carta.

Los gastos mensuales del Fideicomiso no son materiales. El costo relacionado con intereses es equitativo 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 detalla los pasivos que tendrían prelación en un escenario de liquidación, respecto de las deudas de PRONACA (balance consolidado, con datos a agosto-2014). Los títulos emitidos por la segunda titularización de flujos tienen un saldo agregado de USD 15.941M a esa fecha.

Bajo la supuesta liquidación de PRONACA, los inversionistas del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos se encontrarían en el mismo nivel de prelación que los demás pasivos sin garantía específica.

| | |
|-------------------------|---------|
| Fecha de corte | ago-14 |
| Activo Líquido (USD M) | 40.741 |
| Activo Ajustado (USD M) | 558.089 |
| Activo Total (USD M) | 653.107 |

| Prelación | Descripción | Pasivo + conting. Tributarios (USD M) | Pasivo Acum (USD M) | Cobert. Activos Líquidos (veces) | Cobert. Activo Ajustado (veces) |
|--------------|---|---------------------------------------|---------------------|----------------------------------|---------------------------------|
| 1era | Pasivos tributarios*, empleados e IESS | 60.475 | 60.475 | 0,67 | 9,23 |
| 2nda | Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria) | 62.936 | 123.411 | 0,33 | 4,52 |
| 3era | Deuda sin garantía específica de balance** | 161.205 | 284.616 | 0,14 | 1,96 |
| TOTAL | | 284.616 | 284.616 | 0,14 | 1,96 |

*En la primera prelación se incluyen contingentes tributarios.

** En la tercera prelación se incluye deuda garantizada de terceros relacionados.

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del Originador como negocio en marcha, el cual se describe en este informe. En consecuencia, el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para la presente calificación.

Según información provista por el Originador, el saldo insoluto de la presente titularización de flujos, representaría 3.42% del activo libre de gravamen de PRONACA a agosto-2014; o 13.83% si se añade el saldo insoluto del papel comercial. En consecuencia, PRONACA está dentro del 80%, establecido como límite legal.

PRONACA S.A. (Originador de Flujos Futuros)

La calificación de continuidad del negocio considera el posicionamiento de líder que PRONACA y sus marcas conservan en el sector alimenticio ecuatoriano, su tamaño e importancia en la economía del país, al ser el tercer generador de empleo y una de las compañías con mayor volumen de ventas a nivel nacional. La diversificación en clientes, proveedores, productos y mercados del exterior, contribuyen a fortalecer la posición de la empresa en el mercado y a contrarrestar a la competencia, incluida la informal.

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

La administración de PRONACA está dirigida por profesionales con adecuada formación técnica, y experiencia comercial, a lo cual se agrega la experiencia de los accionistas y directores externos, que se ve reflejada en la consistencia financiera que mantiene la compañía a la fecha de análisis.

Como grupo, PRONACA llega al consumidor minorista a través de canales de distribución bien

definidos y una fuerza comercial importante, que atiende a más de 80.000 clientes, entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados. En Ecuador el Grupo mantiene en su nómina a 7.380 colaboradores directos, PRONACA por sí sola emplea a 6.654 personas.

La compañía cuenta con un portafolio de productos diversificado que se dirige hacia todos los segmentos económicos de la población. La oferta incluye productos con presentaciones más pequeñas, accesibles en precio para los segmentos de ingreso medio y bajo, estrategia que está permitiendo ampliar la base de clientes, generando mayor presencia y penetración de mercado.

La compañía es cabeza del grupo económico de igual nombre, que reúne a empresas que tienen los mismos fines de producción y comercialización local e internacional de alimentos, con o sin valor agregado. A través de sus subsidiarias, PRONACA ha extendido sus actividades productivas y comerciales hacia Colombia, Estados Unidos, Brasil y España.

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.

El riesgo de crédito del emisor se fundamenta en la perspectiva de que bajo las actuales condiciones de mercado, el Grupo PRONACA y PRONACA de manera individual, mantendrán el desempeño positivo de su gestión operativa, bajos niveles de endeudamiento y la posición de liquidez que se ha observado históricamente.

Riesgo de la industria del Originador

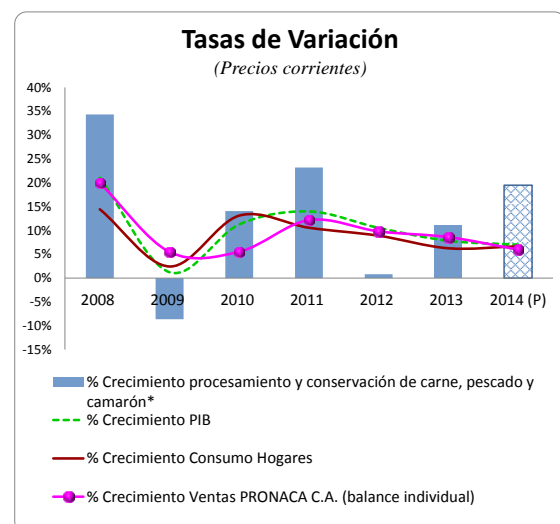
La producción y procesamiento de carne, pescado y marisco contribuye con la generación del 3% del PIB ecuatoriano y su consumo representa el 7% del

ingreso familiar¹, siendo el segundo segmento en importancia dentro de la rama de alimentos y bebidas de la canasta básica familiar, cereales y derivados ocupa el primer lugar.

En el transcurso de este año se incrementó la producción local de camarón para abastecer a los mercados externos frente a la caída que experimentó el mercado asiático, factor que impulsó al alza el precio internacional del camarón. Por el contrario, el precio del maíz mantiene una tendencia a la baja como consecuencia de una sobreoferta en Estados Unidos que es el mayor productor de esta materia prima a nivel mundial.

El segmento en el que PRONACA desarrolla su actividad operativa, es sensible a la fluctuación de los ciclos económicos, vinculándose de manera directa con el comportamiento del PIB nacional y con la capacidad de consumo de los hogares.

Gráfico 1



*Datos estimados para el sector económico, incluye: Procesamiento y conservación de carne, camarón, pescado y otros productos acuáticos, acuicultura y pesca de camarón.
 Fuente: Banco Central del Ecuador, PRONACA C.A.
 Elaboración: BWR

Si bien la oferta del segmento incorpora productos de primera necesidad, su demanda es elástica al precio ante la existencia de productos sustitutos, notándose un menor desempeño del sector en épocas de recesión económica. 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 por la gestión comercial que realiza la compañía.

¹ INEC, IPC, Canasta básica familiar a Febrero del 2014.

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.

Uno de los principales riesgos del sector proviene de la volatilidad en el precio de las materias primas, sujetas principalmente a precios internacionales y en menor medida a un control de precios en el ámbito local. Este factor influye en el costo de ventas y márgenes operativos de PRONACA, sin embargo la compañía contrarresta este riesgo mediante estrategias de compra de materia prima a través de opciones y futuros financieros.

Por otro lado, PRONACA ha promovido el programa denominado “proveedores agrícolas integrados”, el mismo que les permite acceder a las cosechas de los agricultores asociados, a cambio de financiamiento y/o asesoría técnica (52% del rubro proveedores se sustenta en este programa).

El posicionamiento comercial de la compañía y mantener una relación estable con proveedores locales e internacionales, son mecanismos que contribuyen a disminuir 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 Fideicomisos (Agente de Manejo)

ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos actúa como agente de manejo de la presente titularización de flujos futuros de PRONACA. La Fiduciaria se constituye con la nominación social de Administradora de Fondos y Fideicomisos Profundos S.A., con escritura pública otorgada en marzo 4 de 1994, ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, inscrita en el Registro Mercantil de Quito en marzo 29 de 1994, con un plazo de duración de 50 años.

La Empresa es autorizada por parte de la Superintendencia de Compañías para operar como administradora de fondos y fideicomisos, mediante Resolución No. 94.1.8.AF.005 del 01 de julio de 1994. Con Resolución SCQ.IMV.02.006 de octubre 18 de 2002, ese órgano de control le autoriza para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización.

La Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado, dispone la venta de las Administradoras de Fondos y Fideicomisos, que pertenecían a un Grupo Financiero, en julio-2012. Esta sale en esa fecha del grupo liderado por Produbanco; y los actuales accionistas son un grupo presidido por el economista José Samaniego Ponce, ex Gerente General de Profundos, Estudio Jurídico Gonzalo Córdova Abg., ingeniero Xavier Velasco Pimentel, ingeniero Carlos Solano de la Sala y doctor Farith Simon Campaña.

La Superintendencia de Compañías aprobó el cambio de denominación comercial de la Fiduciaria por ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, en junio 24 de 2013. Este acto se registra en el Registro Mercantil de Quito en agosto-2013. El cambio de denominación e imagen incluye la definición del objeto social, relativo a la administración de fideicomisos, encargos fiduciarios y procesos de titularización.

La calidad de la administración fiduciaria no se modifica, en consideración que ANEFI mantiene al personal técnico y con experiencia. En cuanto a su infraestructura tecnológica, sigue usando el sistema GESTOR, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, fondos de pensiones, titularización, y activos de cartera bajo una estructura parametrizable.

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

Descripción de la Emisión y Estructura

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, este debe recibir la recaudación de las ventas a Corporación Favorita directamente, en la cuenta corriente que mantiene a su nombre. 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 (5.6% en agosto-2014), permiten tener mayor fortaleza ante escenarios elevados de estrés, que otras obligaciones de largo plazo con garantía general del Originador. Esta

situación es reconocida en la calificación de la segunda titularización de flujos futuros.

Las características de las seis series emitidas por el Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos de PRONACA constan en el cuadro.

| | 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 | 1,3 MM | 3,4 MM | 2,5 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 | 2,7 MM | 1,7 MM | 4,3 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 |
| Autorización de la oferta pública: | Resolución No. Q.IMV.2011,3597 de agosto 16 de 2011 | | |

PRONACA es además garante subsidiario de la titularización. En consecuencia, 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 3.75 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 la calificación, disponibles en www.bankwatchratings.com se puede encontrar un resumen detallado de las características de la presente estructura.

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

PRONACA incursiona en el mercado de valores local desde 2003, cuando ha sido emisor de varios programas de papel comercial y emisiones de obligaciones, además de originador de dos procesos de titularización de flujos futuros.

Las emisiones se han colocado en su totalidad en el mercado primario, en los sectores privado e institucional, tanto en plazos cortos como largos, y su cumplimiento se ha dado en tiempo y forma. Las emisiones y originaciones vigentes se detallan a continuación:

| Año | Operación | Monto USD Miles | Fecha de aprobación SIC | Plazo (días) | Fecha de vencimiento | Calificación | Calificadora |
|------|----------------------------------|-----------------|-------------------------|--------------|----------------------|--------------|--------------|
| 2011 | Segunda Titularización de Flujos | 50.000 | 16-ago-11 | | | AAA | BWR |
| | Serie A | | | 1170 | 28-nov-14 | | |
| | Serie B | | | 1440 | 28-ago-15 | | |
| | Serie C | | | 1890 | 29-nov-16 | | |
| | Serie D | | | 2160 | 29-ago-17 | | |
| | Serie E | | | 1170 | 17-ene-15 | | |
| | Serie F | | | 1440 | 17-oct-15 | | |
| 2014 | Papel Comercial | 90.000 | 27-jun-14 | 720 | 16-jun-16 | AAA | BWR |

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

Ecuador

Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Sector Real

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

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

Comercio Exterior

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

Reserva y Deuda

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

Indicadores

Monetarios

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

Inflación

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

Mercado

Laboral

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

Fuente: BCE
Elaboración: BWR

Contacto:

Sebastián Baus

(5932) 292 2426 ext.104

La economía ecuatoriana se caracteriza por una estructura concentrada de ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia de pocos productos para el desarrollo de la economía y la falta de un Fondo de estabilización para épocas de crisis, generan mayor incertidumbre en la liquidez de la economía, la cual influye directamente en el desarrollo del Sistema Financiero. Por otra parte, el bajo incentivo a la inversión extranjera directa (IED) y el déficit de la balanza comercial no petrolera, representan un problema para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la base monetaria y por ende de la economía.

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

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

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

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

Marco Regulatorio

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

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

En general, una de las grandes preocupaciones que genera el Código es la **ambigüedad** de la redacción, que no define con claridad el alcance de varios artículos. Por otra parte, la **discrecionalidad y subjetividad** que tiene la nueva Junta para tomar decisiones limita la capacidad de análisis del impacto en el sistema financiero, debido a que deja abierta la posibilidad de decisiones subjetivas que



pueden ser tomadas según una visión **técnica o política**. Por otra parte, es incierto si el enfoque de control que defina la Junta será **vía punitiva o vía incentivos**.

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

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

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



La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor, al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaliza 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 calificador 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.