



Ecuador
Noveno Seguimiento

Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos PRONACA

Calificación

Serie	Calif. Anterior	Calif. actual	Último cambio
B	AAA	AAA	--
C	AAA	AAA	--
D	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

MBA Guissela Salgado
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 3.45% de los pasivos y contingentes a febrero-2015, 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 de las series A y E, así como por un crecimiento constante de las ventas del Originador.

Cesión irrevocable de los derechos de cobro: La escritura de constitución de la segunda titularización de flujos de PRONACA define la cesión irrevocable de los derechos de cobro, mientras esta se encuentre vigente. La cesión 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.

Corporación Favorita acredita directamente el pago del derecho de cobro generado por las compras realizadas a PRONACA, en una cuenta a la vista del Fideicomiso de la segunda titularización desde abril-2013; 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

Los estados financieros y la documentación analizada son de propiedad de PRONACA, y su contenido está bajo responsabilidad de sus administradores. El presente análisis se fundamenta principalmente en los siguientes documentos e información:

- Estados financieros del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos de PRONACA al 31 de diciembre de 2014, auditados por la firma PriceWaterhouseCoopers, con opinión limpia sobre la razonable presentación del estado de situación financiera, estado de cambios en el patrimonio y de flujos de efectivo, elaborados bajo normas NIIF. En un párrafo de énfasis, señala la obligación que los estados financieros del Fideicomiso, que no tienen estado de resultados integrales, se incorporen a los estados financieros consolidados del Originador.
- Estados financieros interinos no auditados del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos PRONACA al 28 de febrero de 2015, elaborados bajo normas NIIF.
- Información complementaria al 28 de febrero de 2015 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 series emitidas.
- Estados financieros no consolidados de PRONACA a diciembre-2014, 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 consolidados de PRONACA y subsidiarias a diciembre-2014, 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 28 de febrero de 2015, y proyecciones de la administración.
- Estados financieros de ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos

auditados por PriceWaterhouse Coopers, al 31 de diciembre de 2014, con una opinión limpia sobre su razonable presentación.

El análisis del riesgo de crédito del Originador se realiza considerando tanto cifras individuales como consolidadas, debido a que PRONACA 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.

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.

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.

El Fideicomiso ha pagado todo el capital e intereses de la serie A, que venció en noviembre-2014; así como de la serie E, que venció en enero-2015. En adición ha pagado seis dividendos de capital e intereses de las series B, C y D; cinco dividendos de capital e intereses de la serie F; además de ocho amortizaciones de intereses adicionales de las serie B, C, D y F. Los pagos están de conformidad con la tabla de amortización, que incluye períodos de gracia de capital de 90 días para las serie C, y 180 días para las series B, D y F.

Fondos Disponibles e Inversiones

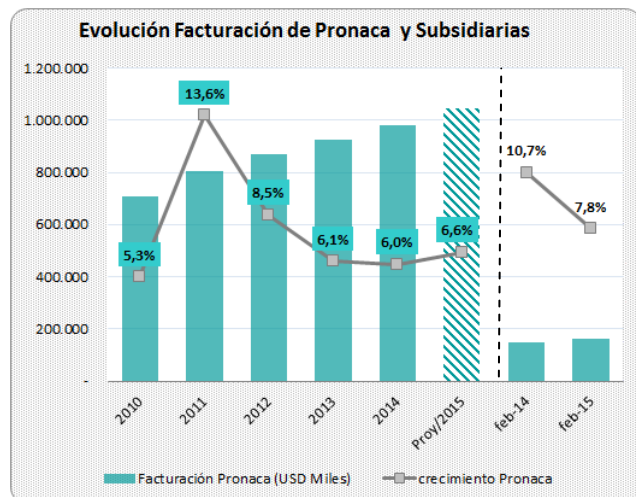
El Fideicomiso cuenta con fondos disponibles por USD 23.7M al 28 de febrero de 2015, de los cuales 95.9% se encuentran en una cuenta de ahorros en Produbanco, y 4.1% se depositan en una cuenta corriente en el Banco Central del Ecuador.

Los activos financieros suman USD 674M y se componen de inversiones con vencimiento a corto plazo: 8.8% en dos fondos de inversión de alta disponibilidad; y 91.2% en cinco certificados de depósito por USD 615.3M. Tanto los emisores como los depositarios privados, tienen calificaciones globales de riesgo públicas de AA+ o superiores, en escala local.

Los recursos líquidos se mantienen principalmente para cumplir con la provisión de fondos para el próximo dividendo trimestral de la serie F y el cupón de interés de la serie E, a parse en abril-2015. Las series vigentes B, C y D tienen vencimientos en mayo-2015 por USD 605M.

La estructura de la segunda titularización de flujos de PRONACA contempla mantener como Depósito en Garantía, una reserva en dinero, o una garantía bancaria incondicional y de cobro inmediato, cuyo valor sea al menos el equivalente a 1.5 veces el índice de desviación. A febrero-2015, este corresponde a una garantía bancaria contratada por el Constituyente a favor del Fideicomiso, por USD 1.600M, otorgada por Banco Pichincha (calificado AAA- en escala local), para cumplir el requerimiento de Depósito de Garantía, previsto en la escritura de constitución.

Evolución de los Flujos:



Nota: Ventas de Pronaca y Subsidiarias (estado consolidado de resultado integral)
Fuente: Pronaca y ANEFI
Elaboración: BWR.

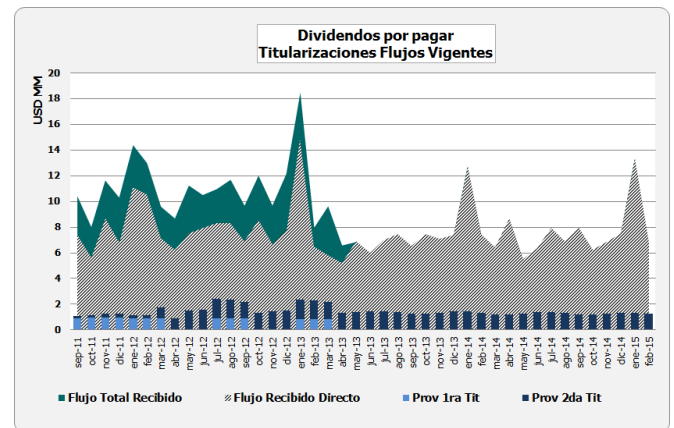
De la evolución de las ventas consolidadas de PRONACA y sus subsidiarias se desprende un crecimiento constante, aunque este se desacelera desde 2012. Para el 2015, la expectativa es un crecimiento anual de las ventas consolidadas de 6.6% anual, menor al 7.8% que se aprecia a febrero-2015, frente al mismo período del año anterior.

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, que va 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 un empresa ecuatoriana, con reconocido liderazgo como autoservicio, que

figura entre las más importantes generadoras de ingresos y tributos del país. Esta corporación se integra de 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 al sector industrial e inmobiliario.

Evolución del derecho de cobro:



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, neto de clientes comprometidos en la primera titularización).

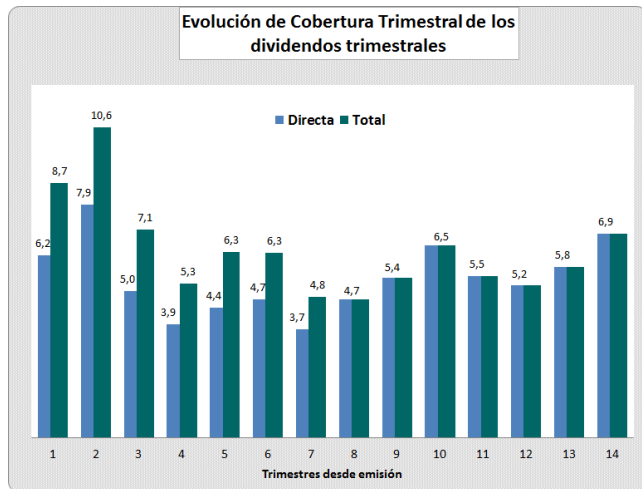
El cálculo de la cobertura mensual incluye el saldo insoluto de las dos titularizaciones de flujos de PRONACA, y el flujo total recaudado de Corporación Favorita y Mega Santa María hasta marzo-2013. Luego de cancelar la primera titularización de flujos futuros en esa fecha, el requerimiento de flujos para el pago a los inversionistas disminuye y por este motivo, la estructura ajusta también el derecho de cobro titularizado.

El gráfico revela la relación entre el flujo mensual recibido por el Fideicomiso de la titularización, tanto en forma directa, como a través de PRONACA, y los dividendos a pagar a favor de los inversionistas de la titularización de flujos originados por esta empresa.

Desde abril-2013, Corporación Favorita acredita en forma directa en la cuenta a la vista del Fideicomiso, el pago de las facturas emitidas a su nombre por PRONACA. El derecho de cobro definido como Mecanismo de Garantía, incluye el 80% de la facturación; porcentaje que se reducirá al 10%, cuando pague en su totalidad las series B y F, toda vez que a la fecha ya ha cancelado las series A y E.

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

Evolución de la cobertura:



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.

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 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 se mantiene en un promedio superior a 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 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 individual con datos a febrero-2015). Los títulos emitidos por la segunda titularización de flujos tienen un saldo de USD 8.844M 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	feb-15
Activo Líquido (USD M)	39,617
Activo Ajustado (USD M)	537,437
Activo Total (USD M)	637,393

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	86,719	86,719	0.46	6.20
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	106,919	193,638	0.20	2.78
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	55,987	249,625	0.16	2.15
TOTAL		249,625	249,625	0.16	2.15

*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 1.97% del activo libre de gravamen de PRONACA a febrero-2015; o 12.9% si se añade el saldo insoluto del papel comercial; muy por debajo 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 y productos y la posibilidad de abastecer a otros 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 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.

La administración de PRONACA está dirigida por profesionales con adecuada formación técnica y comercial, complementada por la experiencia de los accionistas y directores externos, lo cual se ve reflejado 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 alrededor de 83,141 clientes, entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados. En Ecuador el Grupo mantiene en su nómina a 8,172 colaboradores directos, PRONACA por sí sola emplea a 7,608 personas.

La compañía tiene un portafolio amplio de productos, alrededor de 800, que se comercializan bajo 26 marcas diferentes. La oferta incluye productos con presentaciones más pequeñas, accesibles en precio para los segmentos de ingreso medio y bajo de la población, 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. Por diferentes coyunturas estos mercados no se encuentran totalmente operativos a la fecha de análisis, pero tienen una expectativa de crecimiento futuro.

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 inversiones de sus empresas relacionadas, algunas de las cuales aún no llegan al punto de equilibrio o generan marginalmente, su desempeño financiero, las

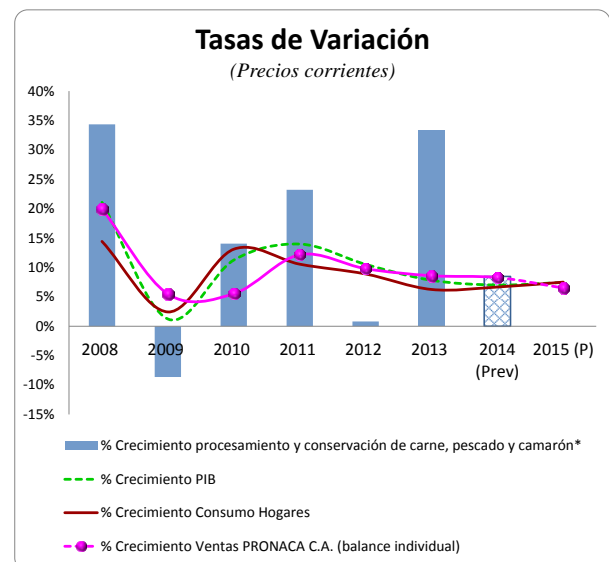
políticas de capitalización implementadas y un reparto conservador de dividendos han permitido mantener niveles de endeudamiento adecuados tanto en relación al patrimonio como en relación al EBITDA, brindándole al Grupo flexibilidad financiera y buena capacidad de pago.

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 una posición de liquidez adecuada.

Los indicadores de liquidez de los años 2015 y 2016 se presionarán a nivel de flujo de caja libre por las mayores inversiones en CAPEX, sustentadas en el mayor impulso a la línea de valor agregado (embutidos y congelados principalmente) y la ampliación de la producción en la línea de aves y cerdos.

A esto se suma una salida extraordinaria de flujo que servirá para cubrir contingencias laborales, nuevas pérdidas en inversiones y glosas tributarias. No obstante, el Emisor ha demostrado históricamente su capacidad para refinanciar su deuda de corto plazo gracias al posicionamiento que mantiene en el mercado y su buena percepción como sujeto de crédito en el sistema financiero local e internacional.

Riesgo de la industria del Originador



*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

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. La producción y procesamiento de carne, pescado y marisco contribuye con la generación del 3.6% del PIB ecuatoriano y su consumo representa casi el 8% 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.

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. No existen proyecciones públicas disponibles del desempeño del sector para el año 2015, sin embargo PRONACA prevé un crecimiento en ventas acorde con el comportamiento del PIB.

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 posibilidad de potenciar sus 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.

El posicionamiento comercial de la compañía y la preservación de una relación estable con proveedores locales e internacionales, son mecanismos que contribuyen a disminuir el riesgo de desabastecimiento de materias primas y los efectos de los precios en el desempeño de su gestión. En ese sentido, 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. El riesgo de desabastecimiento está siendo mitigado adicionalmente con la importación de materias primas sustitutas.

El precio internacional 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. Por el contrario, en el transcurso de este año se incrementaron las exportaciones de camarón aprovechando el alza del precio debido a la caída que experimentó el mercado asiático.

Las salvaguardias impuestas por el Gobierno a algunas partidas de productos importados podrían favorecer la línea de cárnicos y de nutrición animal de PRONACA pero afectar a ciertos productos del segmento de valor agregado que son importados.

La devaluación de las monedas colombiana y peruana genera ventajas de producción y exportación en ambos mercados. No obstante, la principal barrera de entrada al mercado ecuatoriano es la capacidad instalada y la distribución. PRONACA procura incrementar su participación en toda la cadena de valor de los productos que comercializa y generar diferentes canales de distribución hacia el consumidor final.

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 Produfondos 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, dispuso 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

¹ INEC, IPC, Canasta básica familiar a marzo del 2015.

economista José Samaniego Ponce, ex Gerente General de Produfondos, 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 la propiedad, sobre el derecho de cobro titularizado hacia el Fideicomiso.

La escritura de constitución del Fideicomiso establece que desde marzo 18 de 2013, 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 (3.45% en febrero-2015), le 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 de PRONACA.

Las características de las series emitidas por el Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos de

PRONACA, que están vigentes a febrero-2015, constan en el siguiente cuadro:

CARACTERÍSTICAS TÍTULOS				
	Serie B	Serie C	Serie D	Serie F
Monto Autoriz (USD)	12 MM	5 MM	5 MM	10 MM
Monto Emitido (USD)	12 MM	5 MM	5 MM	10 MM
Saldo Insoluto	1,7 MM	2 MM	2,3 MM	2,9 MM
Fecha Emisión	29-ago-11	29-ago-11	29-ago-11	17-oct-11
plazo (días)	1.440 días	1.890 días	2.160 días	1.440 días
Fecha Vencimiento	28-ago-15	29-nov-16	29-ago-17	17-oct-15
Gracia Capital*	180 días	90 días	180 días	180 días
Primer pago Capital	360 días	270 días	360 días	360 días
Pago Interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago Capital	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Tasa Fija	6,75%	7,00%	7,25%	6,75%
Cálculo Intereses	360/360	360/360	360/360	360/360
Autorización de la orenia pública:	Resolución No.Q.IMV.2011,3597 de agosto 16 de 2012			

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 3.88 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 originación que están vigentes a febrero-2015 se detallan a continuación:

Año	Operación	Valor USD Miles	Fecha de Aprobación SIC	Plazo (días)	Fecha de vencimiento	Calificación	Califica dora
2011	Segunda Titularización de Flujos	50.000	16-ago-11				
	Serie B			1440	28-nov-14	AAA	BWR
	Serie C			1890	28-ago-15	AAA	BWR
	Serie D			2160	29-ago-17	AAA	BWR
	Serie F			1440	17-oct-15	AAA	BWR
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	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
Petroleras	13,792	14,108	13,302
No Petroleras	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.com

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

Fecha elaboración: abril, 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 calificadoradora 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.