

Ecuador
 Calificación Inicial

PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FYBECA – Valores VTC- FYBECA

Calificación

Serie	Calif. Inicial
A	AAA

Características de la Emisión

CARACTERÍSTICAS TÍTULOS	
	Serie A
Monto Emisión Autoriz.(USD)	12.5MM
Fecha Emisión	Ver Nota *
plazo (días)	1,800 días
Pago Interés	Trimestral
Pago Capital	Trimestral
Tasa Fija	7.50%
Cálculo Intereses	360/360

*La serie A se encuentra dividida en 10 subseries, cada una de las cuales puede tener distinta fecha de emisión.

Contrapartes Relevantes

Originador: Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. FARCOMED (en adelante FARCOMED).

Fiduciaria: Unifida S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos.

Agente Pagador: Unifida S.A.

Estructurador Financiero: Analytica Securities C.A. Casa de Valores

Estructurador Legal: Profilegal Cía. Ltda.

Punto de Equilibrio: Un valor

Contactos

Patricia Pinto
 (593 2) 2922-426 ext. 103
pintop@bwratings.com

Carlos Ordóñez, CFA
 (593 2) 2922-426 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Ana Zurita
 (593 2) 2922-426 ext. 113
azurita@bwratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El comité de calificación de BankWatch Ratings ha decidido otorgar a los valores VTC-FYBECA que emitirá el Fideicomiso “Primera Titularización de Flujos Fybeka”, la calificación de 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, 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.

Esta calificación se fundamenta tanto en el riesgo de continuidad del negocio del Originador y del derecho de cobro titularizado, como en la estructura legal del Fideicomiso que les da prelación efectiva a los inversionistas de esta titularización sobre los flujos que se generen en el futuro por tal derecho. La proyección de los flujos que ingresarán al Fideicomiso muestra una holgada cobertura que permitiría cumplir con el servicio de esta deuda en tiempo y forma aun en escenarios elevados de estrés.

La calificación de continuidad del negocio de FARCOMED es consistente con la calificación otorgada a esta titularización, y es más alta que su calificación de riesgo de crédito, que se encuentra en una escala alta de inversión. Este análisis incorpora la probabilidad de que el Originador continúe como empresa en marcha, aún en un escenario de estrés elevado, donde tuviera que reestructurar otras deudas de su balance.

Consideramos que esta probabilidad es elevada en el caso de FARCOMED, considerando su posicionamiento de mercado, bajo la marca Fybeka, y su importancia para la economía

FECHA COMITÉ: Junio 06, 2012

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.



nacional al ser una fuente importante de empleo e impuestos. Se considera de igual forma que las ventas futuras con tarjeta de crédito Diners en las regionales cuyo derecho de cobro se titulariza tienen la misma fortaleza que el negocio global del Originador.

Los flujos que se generarán en la recolección del derecho de cobro muestran una fortaleza frente al riesgo de crédito del Originador, puesto que al ser acreditados directamente por Diners Club del Ecuador en la cuenta del Fideicomiso, estos se encuentran independizados de su voluntad de pago. El bajo peso de los valores por emitirse dentro del pasivo total de FARCOMED permite que esto se refleje dentro de la calificación otorgada a esta estructura.

Se espera que el derecho de cobro sobre las ventas pagadas con tarjeta de crédito Diners en los locales Fybeca de las regionales Guayas y Austro generen en su conjunto flujos superiores en más de 4 veces a los requeridos para honrar los dividendos de la serie a emitirse, lo que permitiría a la estructura soportar disminuciones significativas en la facturación del Originador.

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. La cesión irrevocable de los derechos de cobro de FARCOMED al Fideicomiso está definida en la escritura del Fideicomiso, donde se establece de manera expresa que la misma se producirá en el momento mismo en el que el Originador realice las venta a clientes en las Farmacias Fybeca ubicadas en las regionales Guayas y Austro, y estos hagan el pago mediante la utilización de la tarjeta de crédito Diners Club. En el caso de la regional Austro, deberá cumplirse adicionalmente una condición de disminución de cobertura.

Los participantes relevantes en esta transacción han sido evaluados satisfactoriamente por esta Calificadora.

▪ ENTORNO ECONÓMICO

Ver anexo 1.

▪ RIESGO SECTORIAL

Ver anexo 2.

▪ PRESENTACIÓN DE CUENTAS

La realización del presente informe se basa principalmente en la siguiente documentación recibida:

- Contrato del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Fybeca

- Informe de estructuración financiera de este proceso de titularización
- Flujos históricos y proyectados de las ventas de FARCOMED y del derecho de cobro a titularizar a abril-2012. Información adicional considerada relevante sobre el proceso de titularización, y las distintas contrapartes de este proceso, con la misma fecha de corte.
- Estados financieros de FARCOMED de los años 2005, 2006 y 2007, auditados por PriceWaterHouseCoopers bajo Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC). Estados financieros del 2008 y 2009 auditados por Deloitte & Touche bajo normas NEC. Estados financieros del 2010 y 2011 auditados por Deloitte & Touche bajo normas NIIF. Estados financieros directos de FARCOMED a marzo y abril de 2012. Información adicional relevante solicitada al Originador a abril-2012.
- Estados financieros proyectados de FARCOMED para los años 2012 al 2017.
- Estados financieros consolidados de la Corporación GPF al 2011, auditados por Deloitte & Touche, bajo normas NIIF.

▪ CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

FARCOMED origina el presente proceso de titularización con el objetivo de captar recursos en el mercado de valores que serán utilizados para reestructurar sus pasivos, obtener capital de trabajo y realizar inversiones.

Con este objetivo, el patrimonio de propósito exclusivo emitirá valores de contenido crediticio llamados "VTC-FYBECA", por hasta USD 12.5 MM, en una sola serie cuyas características se encuentran resumidas en la primera página de este informe.

La serie A se encontrará dividida en diez subseries con características similares: A1, A2, A3, A4, A5, A6, A7, A8, A9 y A10. Cada subserie tendrá una fecha de emisión determinada de acuerdo a su primera colocación en el mercado de valores.

El repago de la emisión provendrá principalmente de las recaudaciones de las ventas futuras con tarjeta de crédito Diners Club que se realicen en los locales de Fybeca ubicados en las regionales Guayas y Austro. La primera regional está conformada por las provincias de Guayas, El Oro y



Santa Elena, y la segunda por las provincias de Azuay y Loja.

■ ANÁLISIS DE LA TITULARIZACIÓN

Estructura Legal y prelación sobre los flujos titularizados.

Hemos recibido de parte de nuestros abogados externos una opinión favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo.

La cesión irrevocable de los derechos de cobro de FARCOMED al Fideicomiso está definida en la escritura del mismo, donde se establece que esta se producirá en el momento mismo en el que el Originador realice la venta a sus clientes en las Farmacias Fybeca ubicadas en las regionales Guayas y Austro, y estos hagan el pago mediante la utilización de la tarjeta de crédito Diners Club. En el caso de la regional Austro, deberá cumplirse adicionalmente una condición de disminución de cobertura, explicada en párrafos posteriores de este informe.

Diners deberá acreditar directamente en la cuenta del Fideicomiso los recursos recaudados correspondientes al derecho de cobro titularizado, siendo dicha instrucción modificable únicamente por el agente de manejo de esta titularización. Esta característica de la escritura independiza al Fideicomiso de la voluntad de pago del Originador.

Por último, la emisión representará un bajo porcentaje del pasivo total de FARCOMED (12.7% a abril-2012), lo que permitiría que en un escenario de estrés elevado el Originador pueda negociar con otros acreedores una reestructuración de su deuda, manteniendo al mismo tiempo la operatividad normal de su negocio y reflejando por ende la prelación efectiva de esta titularización sobre otros pasivos de FARCOMED.

A través de la escritura de constitución del Fideicomiso, el Originador declara bajo juramento:

- Que el derecho de cobro y los recursos en efectivo aportados y que se aporten a futuro al Fideicomiso, se encuentran y se encontrarán libres de todo tipo de gravamen, prohibición de enajenar, limitación de dominio o posesión. También declara que no existe, ni existirá impedimento alguno para transferirlo al Fideicomiso, en los términos y condiciones estipulados en el Contrato de Constitución del Fideicomiso;
- Que no existe, ni existirá impedimento ni limitación alguna para transferir los recursos en efectivo y el derecho de cobro al Fideicomiso;

- Que la constitución del Fideicomiso tiene un objeto lícito y una causa lícita, y que el Originador no tiene intención de irrogar perjuicios a terceros con esta constitución;
- Que la información legal y financiera presentada y que a futuro se presente a la Fiduciaria, a los asesores y consultores contratados para el desarrollo de la Titularización, a la Superintendencia de Compañías, a las Bolsas de Valores, a las Casas de Valores, a la Calificadora de Riesgos, a los inversionistas, y al público en general, es fidedigna, real y completa. En tal sentido, el representante legal del Originador y el Originador como tal, según sea aplicable, serán civil y penalmente responsables, de conformidad con la Ley, por cualquier falsedad u omisión intencional contenida en tal información;
- Que la celebración del contrato del Fideicomiso y el cumplimiento de las obligaciones que asume el Originador no viola ni constituye un incumplimiento de: (i) cualquier disposición de los estatutos sociales; (ii) cualquier convenio, contrato, resolución u orden de la cual el Originador sea parte; o, (iii) cualquier ley, reglamento o normativa que le sea aplicable al Originador; y,
- Que, además de la autorización ya conferida por la Junta General de Accionistas del Originador, la cual se encuentra en pleno vigor y efecto, no se requiere autorización o aprobación adicional alguna de ningún órgano adicional del Originador para celebrar el contrato de constitución del Fideicomiso, ni para cumplir o llevar a cabo las obligaciones asumidas a través de aquel, las cuales son legales, válidas, vinculables y exigibles en contra del Originador de conformidad con sus términos respectivos.

Riesgo de Crédito y de Continuidad del Negocio del Originador

La metodología de calificación de titularizaciones de flujos futuros requiere de un análisis de la continuidad del Originador como negocio en marcha, puesto que los flujos futuros que pagarán las obligaciones del Fideicomiso dependen del mismo. Partiendo de este análisis se realiza una valoración del riesgo de la titularización, considerando además la fortaleza que le brinda la estructura frente a las obligaciones generales de FARCOMED, como Originador del presente proceso de Titularización.

La calificación de continuidad del negocio se fundamenta en el posicionamiento de mercado que tiene FARCOMED, bajo la marca Fybeca, y en la



importancia que esta compañía representa para la economía nacional al ser una fuente importante de empleo e impuestos. Estos factores aportan para que en un escenario de estrés elevado, el valor de la empresa como negocio en marcha supere al valor de realización de sus activos fijos, creando incentivos para que los acreedores reestructuren la deuda aun luego de incumplir en algunas de sus obligaciones financieras.

FARCOMED es un comercio maduro que opera en el mercado ecuatoriano por 82 años consecutivos y actualmente posee una importante red comercial conformada por 84 farmacias a nivel nacional. La compañía conserva su liderazgo en el mercado por su participación en ventas como Grupo Empresarial Corporación Grupo Fybeca (GPF) y emplea a cerca de 4500 empleados, de los cuales 1800 pertenecen a FARCOMED. Su gestión se apoya en sistemas de distribución y logística para abastecer a su amplia red comercial con una cartera diversificada de productos y servicios bajo estándares establecidos de atención al cliente.

La empresa nace como un negocio familiar que es administrado actualmente por la tercera y cuarta generación, sin embargo la compañía cuenta con un protocolo familiar que establece condiciones de contratación. El Directorio está conformado por los principales accionistas pero también por miembros externos que tienen experiencia en el mercado empresarial - corporativo. La plana directiva y gerencial está integrada por profesionales que administran el negocio técnicamente y que cuentan con prestigio en los principales círculos financieros.

El entorno operativo en el que se desenvuelve FARCOMED es competitivo y regulado, dos factores que limitan la capacidad de establecer libremente los precios en el mercado. Estos factores sin embargo, constituyen también barreras de entrada para cadenas grandes. Por otro lado, si bien el comportamiento de la industria farmacéutica tiene correlación directa con el desempeño macroeconómico, es menos sensible que otras industrias por tratarse de productos de primera necesidad. El crecimiento esperado para la industria farmacéutica es importante para los próximos años aunque a menores tasas que los últimos cinco años.

La calificación interna asignada al Originador por riesgo de crédito, sobre la que se fundamenta la calificación de continuidad del negocio, está dentro de una escala alta de inversión. El análisis de FARCOMED como negocio en marcha permitió otorgar tanto al negocio en marcha como a la titularización una calificación más alta que la calificación de riesgo de crédito del originador. Esta calificación incorpora la alta capacidad de la

empresa para generar flujos y retornos que se respaldan en la marca “Fybeca” que está bien posicionada en un mercado que cuenta con importantes barreras de entrada.

El comportamiento del EBITDA varía dependiendo de la decisión de la compañía de abastecer o no el inventario de las empresas del Grupo, lo cual le reporta menores márgenes. En los próximos años se prevé que tanto el margen bruto como el EBITDA operativo mantendrán un crecimiento más estable gracias a la política de disminución de ventas a relacionadas. Adicionalmente se espera la continuidad de las ventas al consumidor final y la recurrencia en la generación de otros ingresos operativos.

El margen EBIT de la compañía se presiona en el 2011 y en los primeros meses del año 2012 debido a que por disposición legal se estableció la gratuidad de la afiliación y renovación de tarjetas de crédito. Esta medida ocasionó un incremento importante de usuarios de tarjetas de descuento, lo cual incidió directamente en el margen bruto de la empresa y por otro lado provocó una disminución de ingresos operativos. Se esperaría que esta disposición no afecte los márgenes futuros de la empresa en la medida en que FARCOMED logre incrementar el volumen de transaccionalidad a través de canales de bajo costo y que no requieran inversiones importantes en activo fijo. Por otro lado se han racionalizado los descuentos limitando los mismos a algunos productos.

El requerimiento de capital de trabajo ha sido generalmente cubierto con la misma generación de flujos operativos de la empresa que han sido suficientes incluso para pagar dividendos en efectivo a los accionistas. No obstante, las inversiones en CAPEX, la inversión en acciones en empresas relacionadas y/o la implementación de nuevos locales han debido ser financiadas mediante fuentes externas que han sido en un 90% de corto plazo y que han provenido de bancos locales.

Las inversiones en CAPEX se incrementaron en el 2011 debido a la construcción del nuevo edificio corporativo lo que implicó un requerimiento mayor de deuda en este año. En el 2012 y 2013 se continuará con una fuerte inversión en activos fijos debido a la adquisición de nuevas bodegas que serán arrendadas a PROVEFARMA. Para los próximos años las inversiones en CAPEX podrían ser cubiertas con los recursos que provendrían del giro del negocio. La compañía garantiza las operaciones crediticias de su principal relacionada mediante una porción menor de sus activos; se espera que estas garantías se reduzcan en el tiempo a medida que Econofarm crezca y pueda justificar sus líneas de crédito con flujos o garantías propias.



Lo dicho en el párrafo anterior implicaría que luego de este año los indicadores de endeudamiento/EBITDA regresen al menos a niveles históricos y que en relación al patrimonio no superen los niveles actuales, lo cual está incorporado en la calificación de riesgo de crédito del Originador.

FARCOMED mantiene importantes recursos en caja e inversiones de corto plazo que respaldan el pago a proveedores y favorecen sus índices de liquidez. No existe una política de reparto de dividendos como tal pues generalmente se ha realizado en función de las políticas de endeudamiento y liquidez que tenga la empresa para cada período.

Riesgo de continuidad del derecho de cobro titularizado

La generación de los flujos que requiere el Fideicomiso dependerá en el futuro tanto de la continuidad del negocio del Originador como del derecho de cobro titularizado. El primero se abordó en el apartado anterior y el segundo se analiza en los párrafos siguientes.

La generación del derecho de cobro titularizado depende principalmente a) del mantenimiento de las ventas de FARCOMED en sus locales ubicados en las regionales Guayas y Austro, y b) de la evolución de la utilización de la tarjeta Diners como forma de pago dentro de dichas regionales.

La regional Guayas comprende las provincias de Guayas, El Oro y Santa Elena, y es la segunda en importancia luego de Quito, mostrando una participación ligeramente creciente respecto a las otras zonas geográficas donde vende la Empresa (28.43% a abril-2012).

La regional Austro le sigue en importancia, agrupando el 7.37% de las ventas del primer cuatrimestre del 2012. Esta regional cuenta con 11 locales en Cuenca y dos en Loja.

FARCOMED mantiene como parte de sus objetivos estratégicos incrementar su participación en la regional Guayas, lo que se ha reflejado en los últimos años en inversiones importantes en esta zona, principalmente en el incremento y/o mejora de locales de la marca Fybeca. Esta regional actualmente agrupa 31 locales, y se proyecta que se incrementen en los siguientes años.

Consideramos que la continuidad de las ventas en estas regionales en el futuro es altamente probable, y están directamente vinculadas a la continuidad del Originador como empresa en marcha.

De forma similar, se considera que la continuidad del negocio de Diners como medio de pago es consistente con la calificación de la estructura.

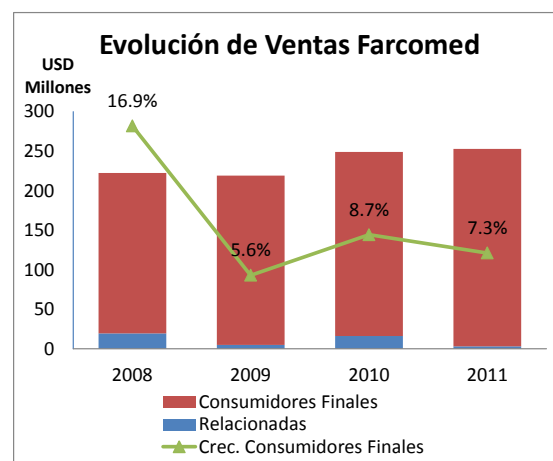
Diners Club del Ecuador, único emisor de esta tarjeta en el País, presenta fortalezas destacables en cuanto a su importancia para la economía ecuatoriana, su posicionamiento dentro del mercado de emisión y adquirencia de tarjetas de crédito, y su rentabilidad, la cual ha sido consistentemente superior a la mayoría de instituciones del sistema financiero ecuatoriano.

Adicionalmente, FARCOMED mantiene desde el 2011 un convenio con Diners y Banco Pichincha, que fortalece la relación comercial entre ambas empresas y se ha reflejado en una mayor participación en las ventas con tarjeta de crédito en los locales Fybeca.

Ventas y Flujos Históricos

FARCOMED realiza la comercialización tanto de medicinas como de una amplia variedad de productos de consumo masivo a través de sus 86 locales Fybeca a nivel nacional, repartidos en cuatro regionales: regional Quito, regional Guayas, regional Austro y regional Manabí.

Hasta el 2007 FARCOMED centralizaba la compra de los productos del Corporación GPF, al que pertenece, pero a partir del 2008 cada empresa del Grupo maneja sus compras locales. La información analizada en este informe corresponde a las ventas de FARCOMED a consumidores finales.



Fuente: FARCOMED

Elaboración: Bankwatch Ratings.

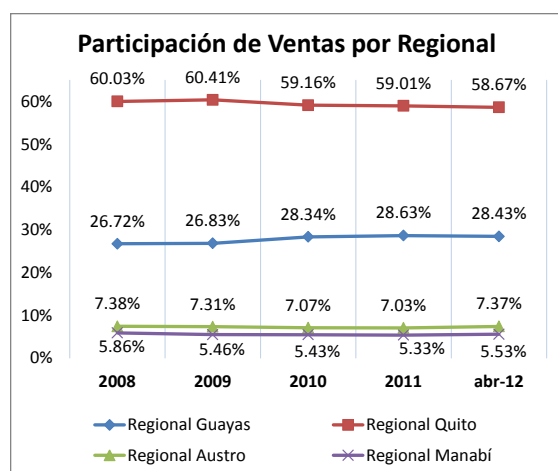
En el gráfico anterior se puede visualizar el comportamiento de ventas de FARCOMED a consumidores finales, las que han mantenido un desempeño positivo en los últimos años. El crecimiento obtenido en el 2009, frente al del consumo final de los hogares ecuatorianos en ese año (4.5%), refleja la menor elasticidad del mercado de medicinas, que representa aproximadamente el 57% de las ventas de la Empresa.



Para el año 2012, FARCOMED espera conseguir un crecimiento en ventas de 10.4%, porcentaje que se encuentra en línea con el crecimiento del mercado farmacéutico estimado por la firma especializada Internacional Marketing Services (IMS). En el primer cuatrimestre del año la Empresa ha superado esta expectativa, consiguiendo un incremento en sus ventas de 12.8% respecto al mismo período del año anterior. Para los años subsiguientes, FARCOMED proyecta un crecimiento promedio de 7.3%.

Las ventas trimestrales muestran una ligera estacionalidad, registrándose en promedio el 52% de las mismas en el segundo semestre de cada año.

La regional Quito es responsable de casi el 60% de ventas de FARCOMED, seguido por la regional Guayas que gana lentamente mayor participación (28.43% a abril-2012 frente a 26.72% a diciembre-2008.) En el siguiente gráfico se aprecia la evolución de la participación de cada regional en las ventas del Originador.

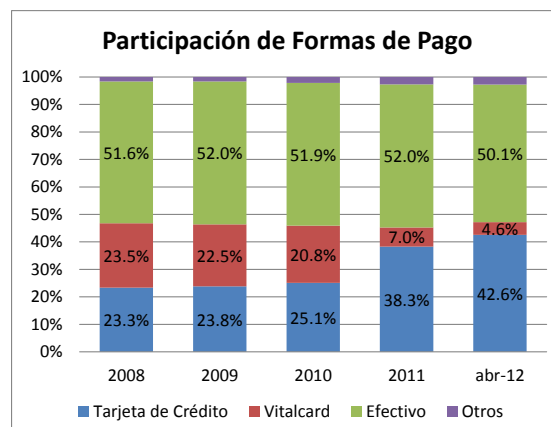


Fuente: FARCOMED

Elaboración: Bankwatch Ratings.

Ventas con Tarjeta de Crédito

Cerca de la mitad de las ventas se realiza con tarjetas de crédito, entre las que destacan Diners, Visa y Mastercard, en ese orden. Si bien hasta el año 2010 la tarjeta Vitalcard, emitida por FARCOMED, tenía una participación muy importante, en el 2011 FARCOMED realiza un convenio con Diners y Banco Pichincha para traspasarles el negocio financiero de esta tarjeta. A través del convenio, todos los tarjetahabientes de Diners y de Visa y MasterCard Banco Pichincha acceden a los mismos beneficios que los afiliados VitalCard.



Fuente: FARCOMED

Elaboración: Bankwatch Ratings.

La contracción de Vitalcard ha incrementado la participación de la mayoría de tarjetas de crédito, aunque de forma especial de Diners, que incrementa su participación de 23% (2010) a 44% en el primer cuatrimestre de 2012. Este último porcentaje es superior a la participación de la tarjeta Diners en el mercado ecuatoriano de tarjetas de crédito, que de acuerdo a su facturación se estima en 37% para el año 2011.

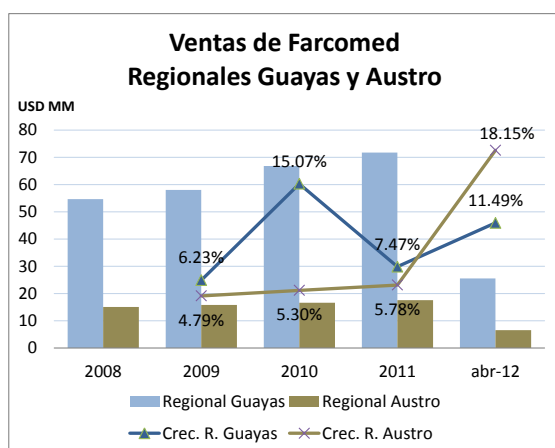
La aprobación en octubre-2011 de la Ley de Regulación y Control del Poder de Mercado, que prohíbe cobrar por la emisión y renovación de tarjetas de afiliación, quita incentivos para que FARCOMED vuelva a emitir una tarjeta propia de afiliación que compita con las otras formas de pago.

Evolución del Derecho de Cobro Titularizado y Cobertura de la Emisión

La principal fuente de repago de la presente titularización será la recaudación de las ventas realizadas en los locales de Fybeca ubicados dentro de las regionales Guayas y Austro, y pagados con la tarjeta de crédito Diners.

Es importante aclarar que la recaudación de las ventas con tarjeta de crédito Diners de la regional Austro ingresará al Fideicomiso, únicamente si en algún momento los flujos recibidos de 12 semanas cubren en menos de dos veces las provisiones requeridas para el pago de los inversionistas en el mismo período. No obstante, considerando que la Fiduciaria tiene la facultad legal de solicitar directamente a Diners la acreditación de dichos flujos, una vez cumplida la condición anterior, el análisis de cobertura considera también los flujos de esta regional.

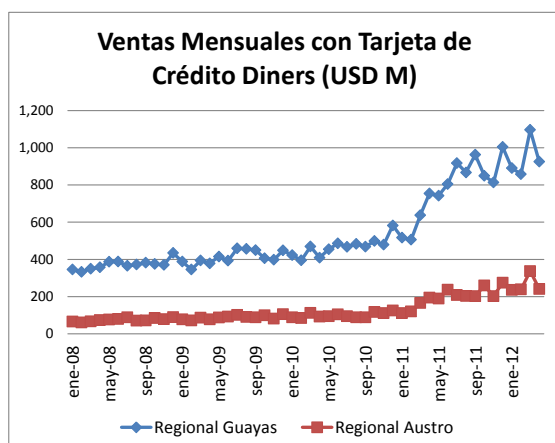
Las ventas de estas regionales mantienen una tendencia a incrementarse, en línea con las ventas totales de la Empresa, y apoyadas con las inversiones realizadas por la Empresa en los últimos años.



Fuente: FARCOMED

Elaboración: Bankwatch Ratings

Al igual que lo visto a nivel nacional, las ventas con la tarjeta de crédito Diners en estas dos regionales, crecen con mayor impulso a partir del segundo trimestre del 2011, al ejecutarse el convenio antes explicado.



Nota: Ventas no incluyen IVA.

Fuente: FARCOMED

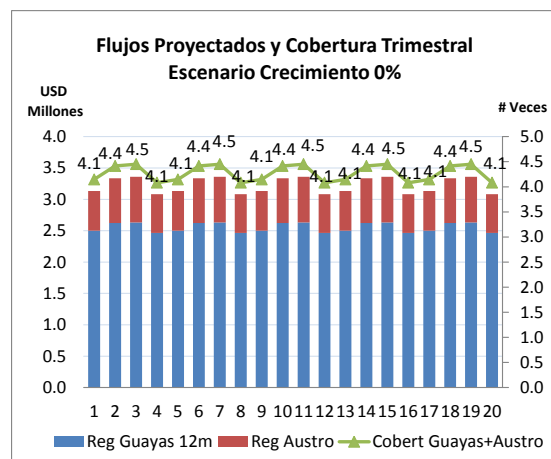
Elaboración: Bankwatch Ratings.

Para el análisis de la cobertura proyectada de los flujos que recibirá el Fideicomiso, respecto de sus obligaciones con los inversionistas, se han aplicado los siguientes supuestos:

- De forma conservadora se considera un escenario de ventas similar a las de los últimos 12 meses, manteniendo su estacionalidad; es decir, una proyección de crecimiento de 0% durante el tiempo de la emisión.
- Se descuenta un 4.8% de la facturación proyectada, para reflejar el descuento que realiza la tarjeta por concepto de retención en la fuente y comisión al establecimiento.
- Puesto que Diners acredita el valor facturado en un plazo de hasta 48 horas, no se consideran retrasos en el pago.

- Se supone que todas las subseries se emiten en su totalidad en un mismo mes. Si bien esto no necesariamente se cumplirá, este escenario es el más conservador, y de no cumplirse no causaría variaciones significativas en las coberturas calculadas.

A continuación se aprecia la evolución de la cobertura calculada bajo los supuestos antes indicados:



Fuente: FARCOMED

Elaboración: Bankwatch Ratings

Puesto que el servicio de la deuda es igual en todos los trimestres, la cobertura trimestral proyectada se mantiene relativamente estable, variando únicamente de acuerdo a la estacionalidad propia de las ventas de FARCOMED.

Cobertura Trimestral Proyectada	
Escenario 0% de crecimiento	
	Serie A
Cobertura mínima	4.08
Cobertura máxima	4.45
Cobertura promedio	4.27

Consideramos que los niveles de cobertura antes calculados son holgados frente a la volatilidad histórica del derecho de cobro y le permitirían al Fideicomiso cubrir con sus obligaciones inclusive si las ventas con tarjeta de crédito de FARCOMED en las dos regionales comprometidas se contraen fuertemente.

Cabe indicar que, de acuerdo a la escritura del Fideicomiso, si la sumatoria de los flujos generados por la cobranza del derecho de cobro de la regional Guayas que hayan ingresado al Fideicomiso en los últimos seis meses cubriera en al menos cuatro veces la sumatoria de las provisiones para el pago a los inversionistas que en esos mismos seis meses el Fideicomiso haya hecho, el derecho de cobro de la regional Austro se restituirá al Originador de forma definitiva.

Por último, cabe indicar que el exceso de flujos proyectado anteriormente cubriría en promedio en



28 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero (11.68%), cumpliendo ampliamente con el requerimiento legal.

Gastos proyectados del Fideicomiso

La estructura establece un fondo rotativo por un monto de USD 10,000, con el objeto de cubrir los gastos mensuales proyectados del Fideicomiso.

Dicho fondo se repondrá a partir de los flujos que ingresen al fideicomiso y si por cualquier causa no fuera posible reponerlo de esa manera, el Originador estará obligado a hacerlo dentro de los dos días hábiles posteriores a la fecha en que la Fiduciaria así lo haya solicitado mediante carta, a la que adjuntará la liquidación de los gastos a realizarse con el fondo rotativo.

Los gastos proyectados no son significativos respecto al volumen de flujos que ingresará a la titularización.

▪ ACTIVO SUBYACENTE

A. Derecho de cobro titularizado

El derecho de cobro que se transfiere al Fideicomiso corresponde al derecho personal que tiene el Originador de cobrar a Diners Club del Ecuador (DC) el valor pagado por los clientes con tarjeta de crédito Diners en las farmacias Fybeca ubicadas en la regional Guayas. De este valor se restará la comisión que cobra DC y la retención del impuesto a la renta.

Este derecho se transfiere luego de 31 días calendario contados a partir de la fecha en la que se suscriba el contrato de constitución del Fideicomiso y hasta que se paguen en su totalidad los pasivos con inversionistas.

Adicionalmente, el derecho personal que tiene el Originador de cobrar a Diners Club del Ecuador (DC) el valor pagado por los clientes con tarjeta de crédito Diners en las farmacias Fybeca ubicadas en la regional Austro (neto de la comisión de Diners y la retención en la fuente) se transferirá al Fideicomiso si se cumple la siguiente causal: si los flujos correspondientes a la cobranza del derecho de cobro de la regional Guayas, que hayan ingresado en las últimas doce semanas al Fideicomiso no cubren en al menos dos veces la sumatoria de las provisiones que en las mismas doce semanas el Fideicomiso haya realizado.

El principal mecanismo de garantía de esta titularización es el exceso de flujo de fondos, el cual consiste en que los flujos que se generarán por la cobranza del derecho de cobro titularizado son superiores a los derechos reconocidos a favor de los inversionistas, en virtud de los valores emitidos.

Como parte de este mecanismo de garantía, se conformará el Depósito de Garantía, que consiste en una reserva en efectivo o similares, que podrá ser utilizada para el pago de los pasivos con inversionistas, en caso de requerirse.

Este depósito deberá conformarse dentro del plazo de cuarenta días calendario contados a partir de la suscripción del contrato del Fideicomiso con un valor inicial de USD 155,215.50. Este valor será ajustado mensualmente de acuerdo a la tabla incluida en el informe de estructuración financiera, de tal forma que cubra en todo momento al menos 1.5 veces el índice de desviación.

El Depósito de Garantía puede estar conformado: (i) en dinero en efectivo; (ii) por una garantía bancaria incondicional y de cobro inmediato; (iii) por una póliza de seguros; o, (iv) por una carta de crédito. El costo de tales garantías será asumido por el Originador.

La garantía bancaria, la póliza de seguros o la carta de crédito podrán ser ejecutadas por el Fideicomiso cuando siete días calendario antes de la fecha de vencimiento del próximo dividendo de una de las subseries en circulación no se haya podido completar la provisión para el pago del dividendo siguiente a vencer de dicha subserie. También podrán ser ejecutadas si no han sido renovadas por el Originador con una anticipación de al menos quince días a su vencimiento y todavía quedaren pendientes de pago los pasivos con inversionistas.

Durante todo el plazo de vigencia de los valores de la titularización la garantía bancaria, la póliza de seguros o la carta de crédito deberán estar vigentes. De ejecutarse dichas garantías, se utilizarán dichos recursos para conformar el Depósito de Garantía en dinero en efectivo.

B) Fianza Solidaria

El Originador se constituye en fiador solidario del Fideicomiso para el pago de los pasivos con inversionistas. Esta fianza se mantendrá vigente hasta el pago total de los pasivos con inversionistas.

Como garante solidario, el Originador deberá proveer al Fideicomiso, con al menos siete días hábiles antes del vencimiento del dividendo de cada subserie emitida, de los recursos que se requiera para completar la provisión del pago del próximo dividendo de dicha subserie. La Fiduciaria deberá informar al Originador en caso de que, siete días hábiles antes de la fecha de pago del dividendo de cada subserie emitida, no se hubiera completado el 100% de la provisión requerida para el pago de dicho dividendo.



▪ OPERATIVIDAD DE LA TITULARIZACIÓN

Una vez realizado el pago con tarjeta de crédito Diners en las farmacias Fybeca de las regionales Guayas y Austro (esta última, una vez cumplida la condición explicada anteriormente), se genera el derecho de cobro a Diners Club del Ecuador, quien acreditará directamente en la cuenta del Fideicomiso estos recursos, restando previamente su comisión y la retención en la fuente del impuesto a la renta.

A partir de las fechas en las que el Fideicomiso reciba los flujos antes mencionados, deberá destinar los mismos, en el siguiente orden de prelación para:

- 1) Completar el Fondo Rotativo, en caso de que este haya disminuido su valor;
- 2) Aprovisionar el dinero requerido para el pago de los pasivos con inversionistas. La provisión será de un doceavo semanal (siete días) del dividendo siguiente a vencer de las subseries en circulación.

Si en cualquier período no se hubiere podido completar la provisión antes señalada, en el próximo período deberá aprovisionarse el monto no aprovisionado en los períodos anteriores y el monto que corresponda al período en el que se está haciendo la provisión;

- 3) Reponer el Depósito de Garantía en caso de que este haya disminuido su valor;
- 4) Una vez realizadas las provisiones y reposiciones señaladas anteriormente, restituir al Originador, dentro del mismo o el siguiente día hábil, los flujos excedentes que hubieran en el Fideicomiso, salvo que se produjeran cualquiera de las causales de retención de flujos o redención anticipada que se explican más adelante; y,
- 5) Pagar a su vencimiento, a través del Agente Pagador y conforme se vayan venciendo, los dividendos de los valores, con los flujos aprovisionados para tal efecto, y si estos no fueren suficientes con los recursos que se obtengan de la ejecución de los mecanismos de garantía.

Cada semana, la Fiduciaria y el Originador realizarán un cruce de información, a fin de determinar: (i) el monto del derecho de cobro de propiedad del Fideicomiso generado en el período respectivo; (ii); la totalidad de los flujos recibidos de Diners por parte del Fideicomiso desde el día posterior al corte del último reporte semanal entregado hasta el día inmediato anterior a la fecha

de entrega del reporte; (iii) la totalidad de los flujos excedentarios entregados por el Fideicomiso al Originador en el período inmediato anterior; y, (iv) cualquier otra información que a criterio de la fiduciaria sea necesaria para el adecuado control del derecho de cobro y los flujos.

La información que remita el Originador para el cruce de información deberá estar suscrita por el Representante Legal del mismo o su delegado, e incluirá una declaración expresa de que la información presentada es actual, veraz, completa y fidedigna.

En caso de que entrare a regir en el Ecuador una norma que disponga que los pagos de las obligaciones en el Ecuador deban ser realizados en una moneda distinta al Dólar de los Estados Unidos de América, el Fideicomiso realizará el pago de los pasivos con inversionistas en la misma moneda en la que esté percibiendo los flujos, de conformidad a lo que disponga la norma respectiva.

Cuentas e inversiones del Fideicomiso

Las cuentas del Fideicomiso deberán abrirse en un banco operativo del exterior que cuente con calificación internacional de riesgo de al menos “A” otorgada por una calificadora de riesgos reconocida internacionalmente; o un banco operativo establecido o domiciliado en el Ecuador, que cuente con calificación de riesgo Ecuatoriana de al menos “AA+” otorgada por una calificadora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Compañías. En caso de que la Institución Financiera en la que se depositen los recursos del Fideicomiso disminuya su calificación por debajo de la calificación mínima, el Fideicomiso deberá abrir sus cuentas en otra institución financiera que cumpla con la calificación mínima. Inicialmente los flujos serán depositados en Produbanco, institución financiera que mantiene una calificación global de riesgo de crédito en escala local de AAA-.

Mientras los flujos de propiedad del Fideicomiso no deban destinarse para sus respectivos fines, el agente de manejo puede depositarlos o invertirlos a nombre del Fideicomiso en cuentas o instrumentos de bancos que cumplan las características indicadas anteriormente; o en fondos de inversión de corto plazo de los Estados Unidos de América que cuenten con calificación de riesgo de al menos “A”, o su equivalente, otorgada por una calificadora de riesgos reconocida internacionalmente; o fondos de inversión de corto plazo del Ecuador que cuenten con calificación de riesgo de al menos “AA+”, o su equivalente, otorgada por una calificadora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Compañías.



En todo caso, al momento de seleccionar los instrumentos financieros o de inversión en los cuales se va a invertir, deberá observarse, en el siguiente orden, los principios de seguridad, liquidez y rentabilidad.

Escenario de Retención de Flujos y Redención Anticipada

El primer día hábil de cada mes la Fiduciaria calculará la sumatoria de los flujos provenientes de la cobranza del derecho de cobro de las regionales Guayas y Austro que hayan ingresado al Fideicomiso en las últimas doce semanas y lo comparará con la sumatoria de las provisiones semanales para el pago a los inversionistas que haya realizado el Fideicomiso en las mismas doce semanas.

En caso de que la sumatoria de los flujos ingresados al Fideicomiso respecto de las provisiones realizadas, según lo establecido en el párrafo anterior, sea inferior a dos veces, en ese mismo momento, el exceso de flujo de fondos que debe ser restituido al Originador se retendrá y acumulará en el Fideicomiso.

Los flujos retenidos se mantendrán en el Fideicomiso hasta que la relación entre los flujos que hayan ingresado al Fideicomiso en las últimas doce semanas y las provisiones que ha hecho el Fideicomiso en esas mismas doce semanas, sea de más de 2.5 veces pero menos de 3 veces, caso en el cual se restituirá al Originador el 50% de los flujos retenidos. En el evento de que dicha relación sea de 3 o más veces se restituirá al Originador el 100% de los flujos retenidos. En el caso de que proceda la devolución de los flujos de acuerdo a lo expuesto cesará la retención del exceso de flujo de fondos.

La redención anticipada de los valores en circulación será declarada por la Fiduciaria en función de las siguientes causales:

- Si, por cualquier causa, el Fideicomiso se ve limitado en el ejercicio del derecho de cobro;
- Si la Fiduciaria, en virtud de información puesta a disposición del público por la Superintendencia de Compañías, conoce que el Originador no ha cumplido con el pago de sus emisiones de valores colocadas en el mercado de valores, de ser el caso; y/o ha sido sometido a un proceso de disolución y liquidación forzosa, y/u otros similares; y/o ha adoptado resoluciones de disolución y liquidación voluntaria, concurso preventivo, y/u otros similares;
- Si al Fideicomiso no le es posible pagar íntegra y/u oportunamente los valores en los términos y condiciones estipulados en el contrato de

constitución del Fideicomiso y en los valores, pudiendo manejarse un margen de tolerancia de hasta máximo treinta (30) días calendario posteriores a la fecha en que debió efectuarse el pago correspondiente de los valores;

- Si se ejecuta la retención de flujos y en doce meses de producida esta situación no se han logrado recuperar las coberturas que subsanan la retención, y;
- Si el Fideicomiso es dejado sin efecto por sentencia ejecutoriada de última instancia, por las causas previstas en el Art. 123 de la Ley de Mercado de Valores.

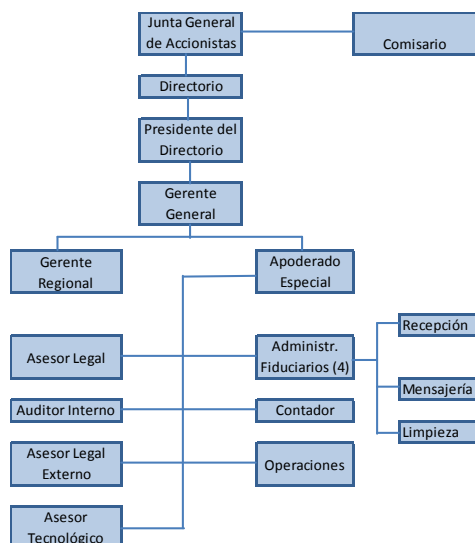
Una vez producidas una o varias de las causales antes señaladas, la Fiduciaria: (i) retendrá todos los flujos que reciba el Fideicomiso, incluyendo el exceso de flujo de fondos; (ii) no restituirá ningún dinero al Originador, incluyendo el exceso de flujo de fondos; (iii) procederá con la ejecución del depósito de garantía; y, (iv) destinará la totalidad de los flujos que reciba el Fideicomiso (incluyendo el exceso de flujo de fondos), la totalidad de recursos existentes en el Fideicomiso, y la totalidad de los recursos producto de la ejecución del depósito de garantía, para abonar o cancelar anticipadamente los valores de la presente titularización.

La Fiduciaria utilizará los recursos referidos en el párrafo anterior para, en primer lugar, abonar o cancelar intereses de los valores, según tales recursos lo permitan, cortados hasta la fecha en que se efectúe el pago; y, luego de ello, si aún existieran recursos, abonar o cancelar el capital de los valores. Los abonos o cancelaciones antes mencionados se distribuirán entre los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, indistintamente y sin prioridad o prelación alguna.

Se aclara de manera expresa que la redención anticipada no constituye el vencimiento anticipado de los valores, en virtud de lo cual, efectuada esta declaración de redención anticipada por parte de la Fiduciaria, ningún inversionista podrá demandar al Fideicomiso, ni a la Fiduciaria por el pago anticipado de ningún rubro de los valores.



▪ **Unifida S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos (Fiduciaria)**



Unifida S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos, actúa como Agente de Manejo de la presente titularización.

Esta institución se constituyó mediante escritura pública otorgada ante el Notario Trigésimo Cuarto del Cantón Quito, el 17 de junio de 2008, y luego fue reformada en julio de 2008.

Si bien la Fiduciaria tiene pocos años en el mercado, sus directores y principales funcionarios tienen capacitación técnica y experiencia en el sistema financiero y otros sectores económicos. La Fiduciaria tiene experiencia en la administración de otros procesos de titularización de flujos futuros.

Unifida S.A. administra la información fiduciaria en el sistema especializado Gestor Inc., con sus respectivos niveles de acceso y seguridad a los diferentes módulos del sistema. La información importante es respaldada a diario en medios ópticos y cintas magnéticas, y semanalmente son almacenadas en el casillero de seguridad de un banco local.

En nuestro criterio, Unifida S.A. posee la capacidad técnica y administrativa necesaria para actuar como Fiduciaria del presente proceso de titularización.

ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

El crecimiento del PIB en el 2011 superó las expectativas iniciales alcanzando 7.8% según las últimas cifras publicadas por el BCE. Parecería que la proyección de un crecimiento desacelerado para el 2012, tiene sustento según el comportamiento del último trimestre del 2011. De todos modos, seguirá siendo un buen año considerando sobretodo la situación económica internacional.

En el 2012, 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 en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo 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.

A mediano plazo (2013-2015) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global. Se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público que mantiene una tendencia creciente y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. Por otro lado el gasto corriente representa la mayor parte del gasto del gobierno y este está financiado con fuentes adicionales a los impuestos.

Aunque se estima que en un futuro previsible las condiciones favorables en cuanto a la oferta de crédito y al precio del petróleo se mantendrían, es incierto hasta cuando estas condiciones prevalecerán. Preocupa la falta de ahorro y la ausencia de mecanismos de contingencia para enfrentar periodos de crisis.

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

**COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y
 PREVISIÓN 2012**

	2008	2009	2010	2011 prev.	2012 prev.
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,119	24,983	26,928	28,031
Inc. PIB (Mill 2000)%	7.24	0.36	3.60	7.78	5.40
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%	-4.03%	11.45%	13.74%		8.61%
Inc. anual oferta y demanda global% (USD 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.50	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	6.12**	
Deuda total del Gobierno/PIB %	25.34	29.67	23.40	22.10***	20.35****
Deuda externa del Gobierno/PIB %	19.19	14.39	15.22	15.27***	14.06****
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.15	5.28	8.18	6.83***	6.29****
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	-0.95	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-1.10	-4.30	-1.60	-1.63	-5.20
Ingreso Sector Público/PIB %	40.70	35.33	39.98	47.76****	
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	27.20	26.80	29.16	33.88****	
Inversión del Gobierno /PIB %	12.91	12.84	12.45	14.90****	
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	102.46*	
estimación BCE a marzo 2012					
fuente: Análisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y pro forma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
Datos a septiembre 2011					
**BCE inflación anual a marzo 2012					
*** deuda a diciembre 2011/ PIB corriente proyectado					
**** deuda a marzo 2012/ PIB por proyectado 2012					
**** BCE con datos a diciembre 2011 actualizado					
*abril 9 de 2012					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 7.8%. Este crecimiento del PIB ha estado fomentado principalmente por inversión pública, lo que ha privilegiado el crecimiento del sector de la construcción, del agua y energía. El sector de la construcción ha sido apoyado también por el crédito del BIESS.

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas iniciales y al comportamiento esperado para el 2012:

sectores	2011 prev anterior	2011 prev actual	2012 prev actual
Refinación de Petróleo	25.4%	9.8%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	31.0%	5.0%
Construcción	14.0%	21.0%	5.5%
Servicios	6.9%	6.9%	5.7%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%		
Intermediación Financiera	7.8%	9.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.9%	4.9%
Productos de Madera y elaboración	10.0%		11.0%
Alimentación y Bebidas			10.2%
Textiles	9.0%		9.2%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica. Fuente:BCE

La oferta y demanda global que suma al PIB el comercio exterior, en el 2011 frente al año anterior,

muestra una desaceleración con un crecimiento del 5.5% frente a un importante 7.4% del 2010. Para el 2012 se espera una desaceleración a 4.9%.

	2012	2009	2010	2011	2012
	PREV USD CORR	TASAS DE CRECIMIENTO			
OFERTA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
PIB	71625	0.4%	3.6%	7.8%	5.3%
IMPORTACIONES	26,135	-11.6%	16.3%	0.7%	4.0%
DEMANDA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
EXPORTACIONES	22,286	-5.9%	2.3%	8.2%	2.9%
DEMANDA INTERNA	75,174	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%

FUENTE: BCE; ANÁLISIS SEMANAL

Dentro de la oferta, en el cuadro anterior se destaca el comportamiento de las importaciones que luego de una contracción importante en su crecimiento en 2011, para el 2012, la tasa de crecimiento se recuperaría, lo cual indicaría que las restricciones a las importaciones se aflojarían.

En cuanto a la demanda, se esperaría que la demanda externa crezca en apenas 2.9% luego de un importante aumento en el 2011. Se han creado políticas de incentivos que hacen más atractivo contratar con el sector público que exportar. No hay nuevas operaciones petroleras privadas de importancia. La demanda interna se incrementará a una tasa más alta que en 2012.

El desempeño de la demanda interna y las previsiones del BCE para el 2011, se muestra en la tabla siguiente:

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA	2009	2010	2011	2012
PREVISIÓN DEL BCE	tasas de crecimiento			
DEMANDA INTERNA USD 2000	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
1) Consumo	-0.1%	6.9%	5.2%	4.7%
Estado	4.0%	1.4%	4.6%	3.7%
Hogares	-0.7%	7.7%	5.9%	4.9%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	-4.3%	10.2%	12.3%	5.3%
3) EXISTENCIAS	-30.8%	45.3%	-52.3%	17.2%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china. Se estima que aun cuando la recaudación de impuestos ha mostrado una tendencia creciente, esta expansión no ha sido suficiente para cubrir por sí sola el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones antes de las restricciones impuestas, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares

sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas.

PERSPECTIVAS 2012

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
	5.4%	4.8%	5.0%	4.0%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos, pero estos llegarán a un límite en un momento dado que pudiera no ser el próximo año.

La desaceleración del PIB al 5.4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 6.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

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 en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo 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.

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aun considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de ZAMORA, deberían estar produciendo y exportando en esos años.



El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendría entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados

internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de “Control de Poder de Mercado” que ya está vigente.

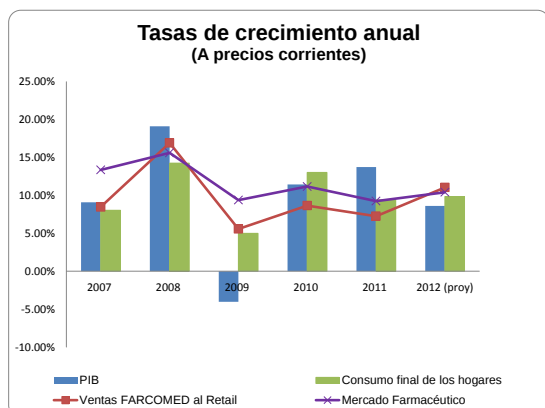
La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

Fuentes: BCE, Ecuador Analysis, El Comercio; Elaboración BWR.

ANEXO 2

RIESGO SECTORIAL



Fuente: BCE, IMS, Corp. GPF
 Elaboración: BWR

En los cinco últimos años el mercado farmacéutico del Ecuador ha mostrado un crecimiento sostenido del 11.76% en promedio, y ha representado cerca del 2% del PIB. El comportamiento de este comercio fluctúa en relación a los ciclos económicos pero ha demostrado ser menos sensible que otras ramas de la economía frente a factores externos. De acuerdo a datos presentados por IMS¹ se prevé que el sector crecerá en aproximadamente 10.42% en el 2012, lo cual es consistente con el crecimiento esperado para el consumo final de los hogares que podría ser del 9.86% según datos publicados por el BCE.

Existe una correlación directa entre el crecimiento económico y el comportamiento en ventas del sector y particularmente de FARCOMED. El mercado farmacéutico generalmente ha crecido a tasas superiores que el consumo final de los hogares dado que está conformado por bienes de primera necesidad. El gasto en consumo de medicamentos y cuidados de la salud representa alrededor del 15.18% de la canasta básica familiar a nivel nacional.

De acuerdo a cifras de IMS sobre el mercado privado de comercialización y distribución de medicinas, el 58.26% del mismo está cubierto por las dos cadenas de farmacias más grandes del país, Corporación GPF con 29.53% de participación y Difare con el 28.73%. El participante que le sigue en importancia a estas dos cadenas es Farmaenlace, que abarca el 5.47% del mercado. El 36.27% se encuentra atomizado en otras cadenas pequeñas de alcance local y farmacias de barrio.

El marco legal establecido para el sector constituye su principal riesgo, pero también se ha convertido en una barrera de entrada importante para operadores internacionales. El Ministerio de Salud establece márgenes máximos a través de la cadena de distribución y ejerce un control de precios de venta de los laboratorios por producto y presentación individual.

Dentro de la cadena de distribución los laboratorios están autorizados a obtener un margen del 20% sobre su costo

de producción, el distribuidor puede incrementar su precio en un 10% sobre su costo y las farmacias pueden obtener un margen bruto de entre 20% y 25% en relación al costo.

El Estado ecuatoriano regula el precio de venta de cada producto ofertado por los laboratorios en función de su costo de producción o importación. Cabe indicar que si bien existe este control, los incrementos en precios autorizados por el Estado han logrado compensar históricamente la tasa de inflación. La transferencia de costos al consumidor final está además limitada por la competencia del mercado en precios.

¹ IMS International Marketing Services.