

Ecuador
 Primer Seguimiento

PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FYBECA – Valores VTC- FYBECA

Calificación

Serie	Calif. Anterior	Calif. Actual	Fecha Ultimo Cambio
A	AAA	AAA	N/A

Características de la Emisión

	Serie A*	
	Subseries A1, A2, A3, A4, A5	Subseries A6, A7, A8, A9, A10
Monto Emisión Autoriz.(USD)	6.25MM	6.25MM
Monto Emitido (USD)	6.25MM	6.25MM
Saldo Insoluto	6.25MM	6.25MM
Fecha Emisión	09-ago-12	13-ago-12
plazo (días)	1,800 días	1,800 días
Fecha Vencimiento	09-ago-17	13-ago-17
Pago Interés	Trimestral	Trimestral
Pago Capital	Trimestral	Trimestral
Tasa Fija	7.50%	7.50%
Cálculo Intereses	360/360	360/360

* La serie A se encuentra dividida en 10 subseries, con las mismas características, pero distinta fecha de emisión.

Contrapartes Relevantes

Originador: Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. FARCOMED

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

Agente Pagador: HOLDUNTRUST

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

FECHA COMITÉ: Enero 7, 2013

CORTE INFORMACIÓN: Octubre, 2012

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El comité de calificación de BankWatch Ratings ha decidido mantener la calificación de “AAA” a los valores VTC-FYBECA que emitió el Fideicomiso “Primera Titularización de Flujos Fybica”, la 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

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.



Fybeka, y su importancia para la economía 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.

Cabe indicar que, cumpliendo con lo indicado en la estructura legal de la titularización, el Originador ha instruido por escrito a Diners Club del Ecuador la acreditación directa de la recaudación de los consumos con tarjetas de crédito en las farmacias Fybeka de la regional Guayas, y le ha facultado para que, de ser solicitado por la Fiduciaria, acredite directamente la recaudación correspondiente a la regional Austro. Diners ha aceptado por escrito dicha instrucción.

Lo anotado anteriormente genera una fortaleza frente al riesgo de crédito del Originador, puesto la transferencia del flujo generado por el derecho de cobro estaría independizado de la voluntad de pago del Originador. 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 Fybeka 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. En el primer trimestre desde la fecha de emisión de los valores, se aprecia una cobertura del dividendo trimestral de 3.9 veces, considerando solamente la recaudación en la regional Guayas, y de 5 veces si se agrega la recaudación de la regional Austro.

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 su escritura de constitución, 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 Fybeka 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 la 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 Fybeka
- Informe de estructuración financiera de este proceso de titularización
- Flujos históricos de las ventas de FARCOMED y del derecho de cobro titularizado hasta octubre-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 octubre de 2012. Información adicional relevante solicitada al Originador a octubre-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.

▪ **EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN**

Títulos Emitidos

El Fideicomiso Primera Titularización de Flujos FYBECA se constituyó el 6 de junio de 2012, con el objeto de emitir valores de contenido crediticio llamados “VTC-FYBECA”, por USD 12.5 MM, en una sola serie denominada “A” cuyas características se encuentran resumidas en la primera página de este informe.

La serie A se encuentra dividida en diez subseries con características similares: A1, A2, A3, A4, A5, A6, A7, A8, A9 y A10.

A la fecha de corte, la totalidad de la serie A se encuentra emitida. La colocación de las primeras



cinco subseries se inició el 9 de agosto de 2012, fecha que se convierte en su fecha de emisión. Las últimas cinco subseries tomaron como fecha de emisión el 13 de agosto del mismo año.

Se indica como hecho subsecuente que en noviembre-2012 se realizó el pago en tiempo y forma del primer dividendo de capital e interés de todos los valores emitidos.

Fondos Disponibles e Inversiones Temporales

A la fecha de corte, el Fideicomiso mantiene fondos disponibles e inversiones temporales por USD 261M y USD 631M, respectivamente. Los primeros se encuentran depositados casi en su totalidad en una cuenta a la vista en Produbanco, mientras que las segundas se encuentran colocadas en certificados de depósito con plazos por vencer menores a un mes en banco Promérica.

Los recursos líquidos existentes corresponden principalmente a la provisión mensual del próximo dividendo a pagarse a los inversionistas (USD 755,269M) y al depósito en garantía (USD 159,236) que, de acuerdo a lo que indica su escritura de constitución, debe representar en cada momento al menos 1.25 veces el índice de desviación.

Gastos 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 debe reponer 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.

Desde la fecha de constitución del Fideicomiso hasta el corte de este informe, el Fideicomiso ha realizado pago a terceros por USD 38M, de los cuales USD 23.7MM corresponden a las comisiones de colocación de los títulos que fueron descontadas previa la entrega al Originador de los recursos recaudados.

Estos pagos en su mayoría están siendo facturados al Originador como “reembolso de gastos”, por lo que no se registran como gastos en el Estado de Resultados del Fideicomiso.

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

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.

Diners debe 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.

La emisión representa un bajo porcentaje del pasivo total de FARCOMED (12.4% a septiembre-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.

Por último, el Originador ha otorgado a la presente titularización una garantía solidaria y, como tal, 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. Para este efecto, 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.

En el informe de la calificación inicial, disponible en www.bankwatchratings.com, puede encontrarse un resumen de las principales características de esta estructura.

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



probabilidad de que el Originador se mantenga 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 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.

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 el grupo GPF como generadora de resultados, y para la economía nacional, al ser una fuente importante de empleo e impuestos.

Esta calificación incorpora la estructura financiera del grupo GPF que muestra indicadores de endeudamiento y liquidez que si bien se han presionado son mejores que los de FARCOMED.

Tanto las políticas de endeudamiento como las de liquidez y reparto de dividendos se manejan a nivel de Grupo, siendo FARCOMED la que genera mayores ganancias y la que concentra mayor endeudamiento. La política actual a nivel de GPF, limita el endeudamiento a 2 veces en relación al EBITDA. La calificación otorgada a este proceso incorpora esta perspectiva.

FARCOMED es un comercio maduro que opera en el mercado ecuatoriano por 82 años consecutivos y actualmente posee una importante red comercial conformada por 86 farmacias a nivel nacional. La compañía conserva su liderazgo en el mercado por su participación en ventas como Grupo Empresarial Corporación GPF y emplea a cerca de 4900 empleados, de los cuales aproximadamente un 40% pertenece a FARCOMED.

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 en su línea farmacéutica es competitivo y regulado, dos factores que limitan la capacidad de establecer libremente los precios en ese 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.

Respecto al riesgo de crédito del Originador, una menor generación del EBITDA e inversiones adicionales a las previstas inicialmente exigieron mayores niveles de endeudamiento presionando los indicadores de deuda tanto en relación al EBITDA como al patrimonio tangible. El desempeño del EBITDA también presionó los indicadores de liquidez. Los indicadores de deuda de FARCOMED incluyen la garantía otorgada por la empresa a su principal relacionada, aun cuando se estima que la misma podría cubrir la deuda adquirida con sus propios flujos.

El comportamiento del EBITDA obedeció: a un menor dinamismo del mercado en el segundo semestre del año; a menores ingresos por emisión y renovación de tarjetas VitalCard y a mayores gastos operativos por inversiones que no se correspondieron con el incremento de ventas esperado debido a la demora en la apertura de algunos puntos de venta.

Adicionalmente, el gasto operativo se incrementó por factores relacionados a reformas laborales y cambios en las políticas de remuneración a sus principales administradores.

Se espera que la tendencia tanto de endeudamiento como de liquidez se empiece a revertir a partir del segundo semestre del 2013 por una recuperación en el nivel de ventas, menores inversiones en CAPEX y un mayor control del gasto operativo.

El requerimiento de capital de trabajo ha sido generalmente cubierto con la misma generación de flujos operativos de la empresa, los cuales 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. La titularización de flujos



permitió una mejor estructura de plazos de la deuda financiera.

Las inversiones en CAPEX se incrementaron en el 2012 debido a la culminación del nuevo edificio corporativo, a la construcción de las nuevas bodegas del centro logístico y al anticipo por la compra de un terreno como inversión de largo plazo.

Riesgo de continuidad del derecho de cobro titularizado

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.

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.

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 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.

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 en los últimos tres años una participación relativamente

estable respecto a las otras zonas geográficas donde vende la Empresa (28.4% a octubre-2012).

La regional Austro le sigue en importancia, agrupando el 7.3% de las ventas del primer trimestre 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 32 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.

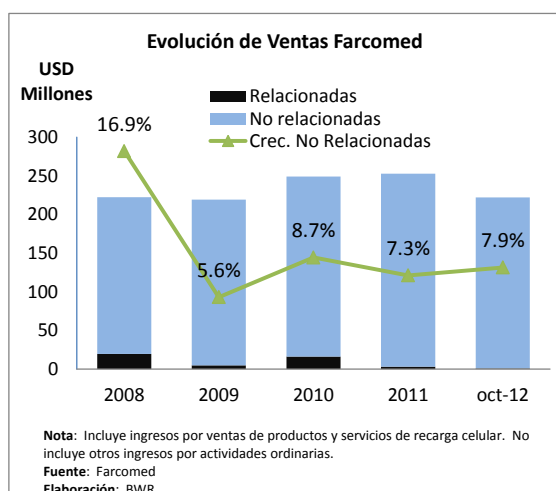
Adicionalmente, FARCOMED mantiene desde el 2011 un convenio con Diners y Banco Pichincha, que fortalece la relación comercial entre ambas empresas y se ha reflejado en una mayor participación en las ventas con tarjeta de crédito en los locales Fybeca.

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 88 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 por lo que las ventas a compañías relacionadas son cada vez menores.

La información analizada en este informe corresponde a las ventas de FARCOMED a consumidores finales.

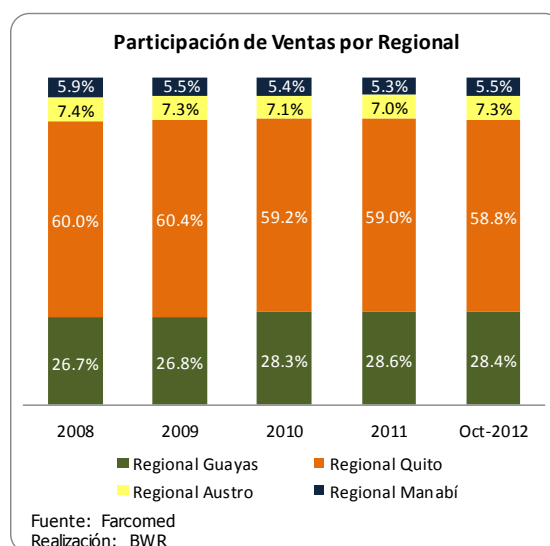


En el gráfico anterior se puede visualizar el comportamiento de ventas de FARCOMED a consumidores finales, las que han mantenido un desempeño positivo en los últimos años. El crecimiento obtenido en el 2009, frente al del consumo final de los hogares ecuatorianos en ese año (4.5%), refleja la menor elasticidad del mercado de medicinas, que representa aproximadamente el 59% de las ventas de la Empresa.

Hasta octubre-2012, la Empresa alcanza un crecimiento en ventas a empresas no relacionadas de 7.9% frente al mismo período del año anterior. Farcomed ha ajustado su expectativa de crecimiento para este año a 8.4% (antes 10.4%), debido a un menor dinamismo en el mercado en general. Para los años subsiguientes, FARCOMED proyecta un crecimiento promedio de 7.3%.

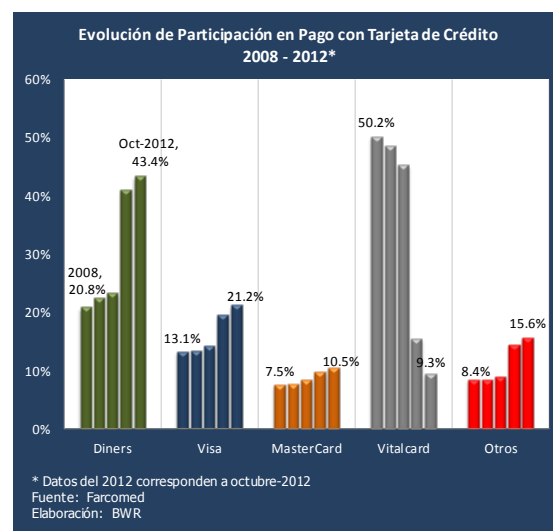
Las ventas trimestrales muestran una ligera estacionalidad, registrándose en promedio el 52% de las mismas en el segundo semestre de cada año.

Farcomed divide su mercado geográfico en cuatro regionales, siendo la más importante Quito, que agrupa el 58.8% de sus ventas. Le sigue en importancia La Regional Guayas, que desde el 2010 gana mayor participación debido a las inversiones realizadas por la Empresa para su crecimiento.



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. Hasta el año 2010 la tarjeta Vitalcard, emitida por FARCOMED, tenía una participación muy importante. En el 2011 la Empresa 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.



La contracción de Vitalcard incrementó la participación de la mayoría de tarjetas de crédito, aunque de forma especial de Diners.

El efecto antes anotado se aprecia en todas las regionales donde tiene presencia Farcomed. En la Regional Guayas la participación de Diners en los pagos con tarjetas de crédito crece de 19.8% (2010)



a 34.8% a octubre-2012, mientras que en el Austro lo hace de 20.3% a 41.3%.

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.

Cabe indicar como hecho subsecuente, que en diciembre-2012 se renueva el contrato entre FARCOMED y Diners, definiendo nuevos beneficios aplicables en el año 2013 para sus tarjetahabientes, que se espera impulsen su utilización como medio de pago.

Evolución del Derecho de Cobro Titularizado y Cobertura de la Emisión

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

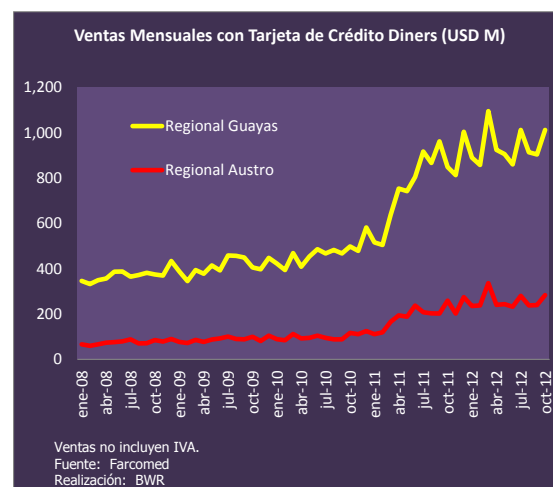
Es importante aclarar que la recaudación de las ventas con tarjeta de crédito Diners de la regional Austro ingresará al Fideicomiso, únicamente si en algún momento los flujos recibidos de 12 semanas cubren en menos de dos veces las provisiones requeridas para el pago de los inversionistas en el mismo 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.

Por otro lado, 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.

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. A octubre-2012 se aprecia un crecimiento de Guayas y Austro de 6.8% y 12.2% respectivamente, en relación al mismo período del año anterior.

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.



En la calificación inicial, se utilizó un escenario conservador de 0% de crecimiento respecto de la venta de los últimos 12 meses analizados (mayo-2012 a abril-2011) y descontando 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.

Bajo los supuestos antes indicados la cobertura trimestral de los pagos a realizar a los inversionistas con los flujos provenientes del derecho de cobro titularizado es holgada a lo largo de la vida de la titularización, permitiendo cubrir un escenario de estrés consistente con la calificación otorgada a los valores emitidos.

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

Fuente: Informe de calificación inicial

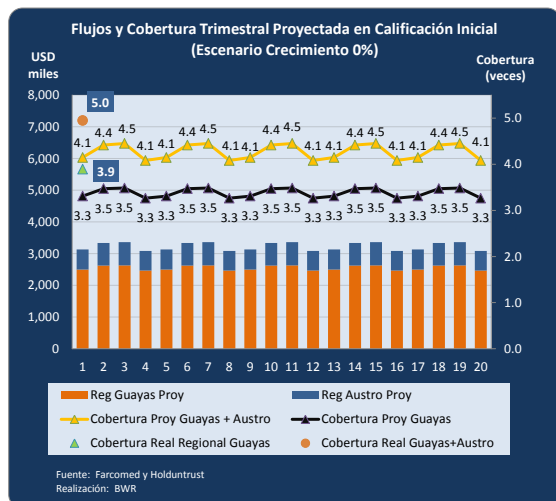
El exceso de flujos proyectado anteriormente cubriría en promedio en 28 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero (11.68%), cumpliendo ampliamente con el requerimiento legal.

De acuerdo a lo indicado en la escritura del Fideicomiso, a partir del 6 de julio de 2012, Diners empezó a transferir diariamente y de forma directa la recaudación de la regional Guayas. Puesto que la cobertura actual, con dicha regional, es superior a dos veces, no ha sido necesario que la Fiduciaria solicite la transferencia de los flujos de la regional Austro.

A la fecha de corte ha transcurrido tres meses desde la emisión de los valores. Como se aprecia en el siguiente gráfico, el flujo de recaudado ofrece



coberturas superiores a las del escenario de estrés utilizado por BWR en la calificación inicial.



En el 2013 se esperaba que esta tendencia se mantenga, considerando el crecimiento en ventas proyectado por Farcomed y a los planes de promoción planificados, que incentivarán el uso de tarjeta de crédito Diners.

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

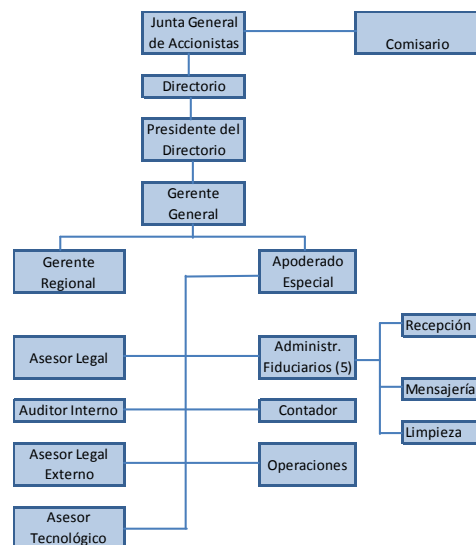
HOLDUNTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., actúa como Agente de Manejo de la presente titularización.

La Fiduciaria, inicialmente denominada Unifida, 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.

El 04 de mayo de 2012, el 99.9975% de las acciones de Unifida se transfieren a la compañía neozelandesa HOLDUN INVESTMENT PARTNERS LTD y el 14 de agosto del mismo año se inscribe en el Registro Mercantil la reforma a los estatutos la compañía, cambiando su denominación a Holduntrust Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.

En septiembre-2012 la Junta General Universal Extraordinaria de Accionistas de la Fiduciaria eligió como Gerente General a un nuevo profesional que se desempeña como asesor legal interno de la Empresa.

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.



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

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



ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

INTRODUCCION

Durante el primer semestre del 2012, se han observado síntomas de **desaceleración en la Economía**, el crecimiento económico mantenido en periodos anteriores empieza a ser más lento, sin que esto signifique que sean situaciones que no puedan ser controladas al momento.

SECTOR REAL

La **tendencia del PIB** en el primer semestre se muestra menor en aproximadamente 3% al crecimiento del 2011, la expectativa del gobierno es una desaceleración real de la Economía que llegaría a 4 % para fines del 2012.

El **petróleo** continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el consumo. A fines de abril y principios de mayo, se presentó una caída del precio del petróleo ecuatoriano, terminando en USD 84,96 promedio (USD 99.75 a diciembre 2011), esto preocupó al Gobierno que tomó medidas que al final no se han justificado en vista de la recuperación del precio del petróleo.

La **inflación** a junio (0.14%), tuvo un importante descenso a 5% anual, registrando una de las tasas más bajas del año, contrastando con la de marzo que llegó a 6%. En este comportamiento tuvo que ver los precios de los alimentos, contrariamente a los precios de educación y bebidas alcohólicas que fueron las de mayor crecimiento.

El **Mercado Laboral** urbano muestran un leve deterioro durante el primer semestre, la tasa de desocupación fue de 5.2%, el subempleo fue de 42.9%. La ocupación total se redujo más en la industria manufacturera y el comercio tuvo un menor número de incorporaciones de nuevos trabajadores.

El **salario real** mantuvo una posición estable, debido a los menores niveles de inflación que fuera afectado en el primer trimestre del año.

Las **tasas de interés** referenciales no han registrado cambios en este semestre, conservándose estables y no se esperarían cambios hasta finales de año. La tasa pasiva referencial se mantienen en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Respecto a los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

SECTOR EXTERNO

La balanza Comercial hasta mayo 2012, presenta un superávit de USD 581 millones, debido a las exportaciones de petróleo ya que de cada tres dólares exportados, dos son del petróleo. El sector no petrolero no corre la misma suerte ya que presentó un déficit de USD 3.700 millones, superior al presentado en el 2011. Estos resultados han preocupado al gobierno, que ha tomado medidas restringiendo importaciones para reducir las compras externas de bienes de consumo.

EXPORTACIONES

Hasta mayo 2012 las exportaciones crecieron 12 % llegando a USD 10.320 millones. Las exportaciones de Petróleo crecieron 20%, por volumen 7% y por precio 12%, en el caso de las exportaciones no petroleras llegan a USD 3.925 millones, incrementando apenas 1.6%, con una caída del banano, cacao y productos elaborados. Este sector presenta un futuro poco promisorio, en vista de la falta de acuerdos comerciales con los principales países, (ATPDEA y Unión Europea).

IMPORTACIONES.

Hasta mayo 2012 sumaron USD 9.378 millones, registrando un incremento de 11%, se observa un menor crecimiento en bienes de consumo en cuanto al volumen respecto al año anterior no así las materias primas y bienes de capital que tienen un incremento.

A mediados de junio el Gobierno dictó medidas para restringir importaciones, fijando cupos alrededor de 100 productos.

SECTOR PÚBLICO.

El **Presupuesto General del estado (PGE)** a junio registró un superávit de USD 1.263 millones, influenciado por el alto precio del petróleo cuyas ventas totalizaron USD 3.377 millones, superando en USD 588 millones a las ventas de junio 2011.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

	2011 ene - jun	2012 ene - jun	Variación 2011 - 2012
TOTAL INGRESOS	8,754	11,000	25.7%
Ingresos Tributarios	4,988	6,276	25.8%
Ingresos Petroleros	2,789	3,377	21.1%
Ingresos No Tributarios	528	551	4.4%
Transferencias Corrientes	268	440	64.2%
Otros Ingresos	181	356	96.7%
TOTAL GASTOS	8,382	9,737	16.2%
Gasto Corriente	4,737	5,443	14.9%
Sueldos	2,982	3,302	10.7%
Bienes y Servicios	537	682	27.0%
transferencias Ctes	857	910	6.2%
Intereses	318	486	52.8%
Otros Gtos Corrientes	43	63	46.5%
Gastos de Capital	3,645	4,294	17.8%
DEFICIT / SUPERAVIT	372	1,263	

Fuente: Ministerio de Finanzas

La **recaudación de Impuestos**, USD 6.276 millones, representan el 57% del total de ingresos con un crecimiento anual del 25.8%.

Los Gastos han mantenido un crecimiento continuo (16% anual) en el primer semestre, totalizando a junio USD 9.737 millones, de estos el 52% son gastos corrientes correspondientes a sueldos y salarios.

Los **gastos de capital** también se han incrementado, a junio la inversión pública llegó a USD 4.294 millones, registrando USD 650 millones más que el primer semestre del 2011.

La **deuda Interna**, en mayo registra un saldo de USD 6.033 millones, con un crecimiento del 30% respecto al cierre del 2011.

**TRIBUTACION**

Conforme a datos del Servicio de Rentas Internas (SRI), a junio 2012, se obtuvo un crecimiento en recaudaciones del 17.5% y a USD 5.752 millones, cumpliendo en 109% la proyección fijada para el primer semestre, este aumento se dio por el Impuesto a la salida de capitales. El impuesto a la renta creció en USD 171 millones, totalizando USD 1.946 millones. El IVA creció en 11.3% o USD 270 millones adicionales, debido al consumo de los primeros meses del año.

El nuevo impuesto a la contaminación vehicular ayudó a recaudar USD 48 millones hasta junio y el impuesto a las botellas plásticas generó USD 6.6 millones.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

En el primer Semestre del 2012, se registraron importantes niveles de liquidez, alimentados por un gasto público creciente que incentiva el consumo, sin embargo hay factores que han limitado este crecimiento, como la disminución de las remesas y menor crecimiento de las exportaciones.

La oferta monetaria continúa creciendo hasta junio, pero en menor intensidad a la habitual.

Los depósitos de la banca privada suman USD 18.566 millones, registrando un aumento de USD 283 millones en el último trimestre a un menor ritmo del alcanzado en el primer trimestre del 2012. Este crecimiento ha estado respaldado por mayores captaciones de personas y hogares con USD 661 millones, contrariamente al de las empresas que disminuyeron en USD 361 millones, debido a las obligaciones tributarias y pago de utilidades y dividendos, que generan menor liquidez.

El comportamiento de los depósitos también tuvo una variación, ya que los de cuenta corriente crecieron el primer trimestre y se redujeron para el segundo, teniendo comportamiento contrario los depósitos de ahorro y de plazos.

CARTERA DE CREDITO

Esta creció en USD 721 millones en el segundo trimestre, llegando a USD 14.425 millones, tanto en cartera corporativa como de personas.

La morosidad ha tenido variaciones incrementales pero mantiene niveles aun aceptables.

La Junta Bancaria ha emitido varias regulaciones, con el fin de controlar la concesión de crédito, los mismos que han tenido impacto negativo en los resultados de las Instituciones Financieras.

PERSPECTIVAS 2012

A esta altura del periodo 2012, todas las instituciones, tanto internacionales como locales han revisado sus proyecciones iniciales de crecimiento para abajo, debido a la contracción económica que atraviesan los países desarrollados y que afectan parcialmente nuestra economía.

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012				
	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
Estimaciones Iniciales	5,3%	4,8%	5,0%	4,0%
Estimaciones actuales	4,8%	4,0%	4,5%	3,85%

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.

La desaceleración del PIB al 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 5.1% 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 esperaba 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.

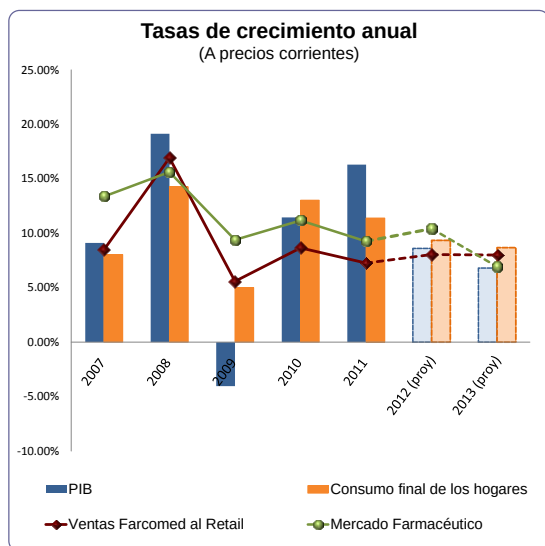
Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

Fuentes: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio; Elaboración BWR, septiembre-2012.

	2008	2009	2010	2011	1S12
PIB (USD Mil 2000)	24.032	24.119	24.983	26.928	28.227
Inc. PIB (Mil 2000)%	7,24	0,36	3,60	7,78	4,80
PIB CORRIENTE (Mil USD)	54.208	52.022	57.978	67.427	73.232
Inc. PIB CORRIENTE%		-4,03%	11,45%	16,30%	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	5,45	5,09
Deuda total del Gobierno / PIB%	25,34	19,67	23,40	21,21	20,35
Deuda externa del Gobierno / PIB%	19,19	14,39	15,22	14,53	14,06
Deuda interna del Gobierno / PIB%	6,15	5,28	8,18	6,68	6,16
Ingreso Sector Público / PIB %	40,70	35,33	39,98	47,76	34,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	27,20	26,80	29,16	33,88	19,28
Inversión del Gobierno / PIB%	12,91	12,84	12,45	14,90	15,20
Precio del Petróleo / barril USD (ref)	97,70	64,00	84,50	102,46*	84,96
fuente: Análisis Semanal - 2007 - 1S12 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB					

ANEXO 2

RIESGO SECTORIAL



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

El mercado farmacéutico del Ecuador ha mostrado un crecimiento sostenido del 11.76% en promedio (período 2007 – 2011) 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.

Según la proyección inicial del IMS¹ se preveía que el sector farmacéutico creciera en 10.42% en este año, sin embargo este crecimiento podría ser menor dada la desaceleración de la economía en general y del consumo final de los hogares en particular. El Banco Central del Ecuador ajustó la proyección del consumo de los hogares a 9.35% para este año y a 8.68% para el 2013. El IMS estima que el próximo año el mercado farmacéutico crecerá en alrededor del 6.94%.

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 15.30% 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 58.49% del mismo está cubierto por las dos cadenas de farmacias más grandes del país, Corporación GPF con 29.85% de participación y Difare con el 28.64%. El participante que le sigue en importancia a estas dos cadenas es Farmaenlace, que abarca el 6.2% del mercado. El 35.31% se encuentra atomizado en otras cadenas pequeñas de alcance local y farmacias de barrio.

La industria farmacéutica ecuatoriana tiene capacidad productiva dado que utiliza únicamente alrededor del 40%² de su capacidad instalada, sin embargo la demanda del producto local es limitada en un mercado en donde el 80%³ del consumo proviene de medicinas importadas que tienen una gestión de comercialización más eficiente.

Los sectores involucrados en la industria han apelado a favor de un incentivo de la producción local aprovechando el modelo económico actual basado en la sustitución de importaciones, sin embargo esta iniciativa no se ha concretado hasta la fecha debido a que la industria deberá acoplarse en términos de calidad y eficiencia a los estándares internacionales y como consecuencia de una estricta regulación de precios que les resta competitividad frente al producto importado⁴.

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.

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.

La transferencia de costos al consumidor final está además limitada por la competencia del mercado.

¹ IMS International Marketing Services.

² Diario El Telégrafo; “La industria farmacéutica mejora su tecnología y mantiene su crecimiento”; Enero 16, 2012. http://www.telegrafo.com.ec/?option=com_zoo&task=item&item_id=26791&Itemid=11

³ Idem.

⁴ Diario El Comercio; “Cuatro temas pendientes tiene la industria farmacéutica”; Octubre 9, 2011. http://www.elcomercio.com.ec/reportajes/incentivos-industria-farmacautica-farmaceuticas_0_568743219.html