

Ecuador
 Segundo 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 Emitido (USD M)	6,250	6,250
Saldo Insoluto (USD M)	5,454	5,454
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 ptintop@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: Julio 31, 2013

CORTE INFORMACIÓN: Mayo, 2013

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, por su posicionamiento de mercado, bajo la marca Fybica, y su

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.



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 Fybeca 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 emitidos 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. La cobertura de los primeros tres dividendos trimestrales pagados se ubicó en de 3.9 veces, considerando solamente la recaudación en la regional Guayas, y de 4.8 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 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 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 Fybeca
- Informe de estructuración financiera de este proceso de titularización
- Estados financieros del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Fybeca a diciembre-2012, auditados por la empresa Grant Thornton Ecuador, la cual emite una opinión limpia sobre la razonabilidad de los estados financieros bajo las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF.
- Estados financieros directos mensuales del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Fybeca, desde su constitución hasta mayo-2013. Información adicional considerada relevante sobre la titularización, el derecho de cobro titularizado 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 del 2012 auditados por PriceWaterHouseCoopers bajo Normas NIIF. Estados financieros directos de FARCOMED a mayo de 2013. Información adicional relevante solicitada al Originador a mayo-2013.
- Estado de pérdidas y ganancias proyectado al 31 de diciembre del 2013 de FARCOMED.
- Estados financieros consolidados de la Corporación GPF al 2011 y 2012, auditados por PriceWaterHouseCoopers, 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.

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.

De acuerdo a lo dispuesto en su tabla de amortización, a la fecha el Fideicomiso ha cumplido con el pago de los primeros tres dividendos de capital e interés de las distintas subseries de la serie A.

Fondos Disponibles e Inversiones Temporales

A la fecha de corte, el Fideicomiso mantiene fondos disponibles e inversiones temporales por USD 4.1M y USD 325M, 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 en banco Promérica con fechas de vencimiento que no superan la fecha de pago del próximo dividendo trimestral.

Estos recursos se encuentran destinados a la provisión para el pago del próximo dividendo por pagar (USD 157M) y al depósito en garantía (USD 164M) 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 operativos mensuales 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 pagos a terceros por USD 61M, 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 ingresa 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 (9.7% a mayo-2013), 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, la misma que también 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, en la importancia que esta compañía representa para el grupo GPF como generadora de flujos y resultados, y su trascendencia para la economía nacional, al ser una fuente importante de empleo e impuestos.

FARCOMED es un comercio maduro que opera en el mercado ecuatoriano por 82 años consecutivos y actualmente posee una importante red comercial conformada por 92 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 1867 pertenecen 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 del sector farmacéutico tiene correlación directa con el desempeño macroeconómico, es menos sensible que otros comercios por tratarse de productos de primera necesidad. El mercado farmacéutico presentará tasas de crecimiento positivas en este año 2013 pero a un ritmo desacelerado frente a los cinco últimos años.

Respecto al riesgo de crédito del Originador, una menor generación de 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. 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. Los índices de deuda también incluyen contingentes tributarios que no se encuentran provisionados.

Si bien las políticas de endeudamiento, liquidez y reparto de dividendos se manejan a nivel de Grupo, FARCOMED es la que concentra el mayor endeudamiento al ser la empresa que fondea todos los proyectos del Grupo y por tanto la que absorbe casi la totalidad del gasto financiero.

El menor desempeño del EBITDA se relaciona con un incremento importante del gasto operativo que se presenta como consecuencia de una reestructuración en la plana administrativa, la misma que implicó la salida de dos ejecutivos de la alta gerencia y personal operativo, derivándose en mayores gastos por beneficios sociales que no estaban presupuestados.

El crecimiento del gasto no se correspondió con el incremento de ventas esperado debido a la demora en la apertura de algunos puntos de venta y factores externos que están influyendo en la baja operatividad de locales ya establecidos. A esto se suma un menor dinamismo del mercado y una menor generación de otros ingresos operativos, que han sido importantes para fortalecer la rentabilidad del negocio.

A fines del 2013 se espera un EBITDA sustancialmente menor al alcanzado en años previos, influenciado por este gasto extraordinario. La deuda continuará siendo alta y sólo revertirá su tendencia a partir del año 2014, a medida que el crecimiento en ventas se restablezca con la apertura



y funcionamiento de los nuevos locales, sumado a menores gastos operativos y menores inversiones en CAPEX.

Los flujos operativos que genera la compañía han sido generalmente suficientes para cubrir sus requerimientos de capital de trabajo, sin embargo desde el segundo semestre del 2012 y especialmente en el año 2013 FARCOMED requirió de fuentes de financiamiento externo para cubrir sus inversiones en activo fijo. Adicionalmente, los dividendos en efectivo reconocidos a los accionistas no han permitido reducir la deuda de los últimos períodos.

Si bien el comportamiento presionado del EBITDA también apretó los indicadores de liquidez de los últimos períodos, FARCOMED ha mantenido índices de liquidez históricos generalmente positivos. La liquidez de la compañía se sustenta en la generación de corto plazo, con una porción mayoritaria de ventas en efectivo y se respalda en la política de mantener por lo menos el 5% de sus activos en inversiones líquidas y fondos disponibles. Los activos líquidos de FARCOMED han permitido garantizar el pago a proveedores y han favorecido su posición de liquidez en el corto plazo. La titularización de flujos permitió una mejor estructura de plazos de la deuda financiera.

A pesar de que el ciclo del negocio es de corto plazo, al igual que las necesidades de financiar el capital de trabajo, FARCOMED está realizando inversiones de mediano y largo plazo que contribuyen a presionar su flujo de caja. La compañía transfiere parte de sus flujos a las empresas del Grupo mediante inversiones en acciones, cuentas por cobrar e inversiones en activo fijo. En el 2012 FARCOMED invirtió en la culminación de un nuevo edificio corporativo, adecuaciones efectuadas en ciertos almacenes y bodegas de propiedad de la compañía, apertura de nuevos puntos de venta en la ciudad de Quito, la construcción de un nuevo centro logístico y de almacenamiento y el anticipo por la compra de un terreno como inversión de largo plazo.

La calificación de riesgo de crédito se mantiene en este seguimiento bajo la perspectiva de que los índices de endeudamiento y liquidez regresen a los niveles observados en la calificación inicial. El cumplimiento de esta expectativa se fundamenta en una mayor generación de ingresos proveniente de las inversiones realizadas en estos dos últimos años y de una reestructuración de pasivos entre las empresas más importantes del Grupo, a fin de que cada una administre su deuda de manera independiente. Adicionalmente, se considera que el 2013 incluye gastos administrativos que no son recurrentes.

Riesgo de Continuidad del Derecho de Cobro Titularizado

El repago de la emisión proviene 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 una participación estable de aproximadamente 28% desde el 2011 en las ventas totales de la Empresa.

La regional Austro le sigue en importancia, agrupando históricamente alrededor del 7% de las ventas totales. Esta regional se concentra principalmente en Cuenca, y en menor grado 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.

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.

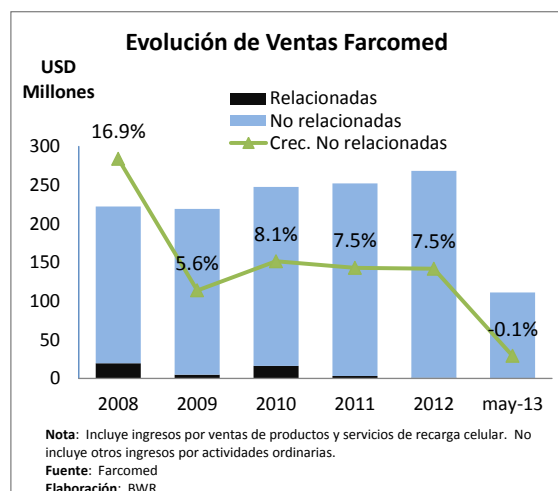
De forma similar, se considera que la continuidad del negocio de Diners como medio de pago es consistente con la calificación de la estructura. Diners Club del Ecuador, único emisor de esta tarjeta en el País, presenta fortalezas destacables en cuanto a su importancia para la economía ecuatoriana, su posicionamiento dentro del mercado de emisión y adquisición 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 92 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.



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.

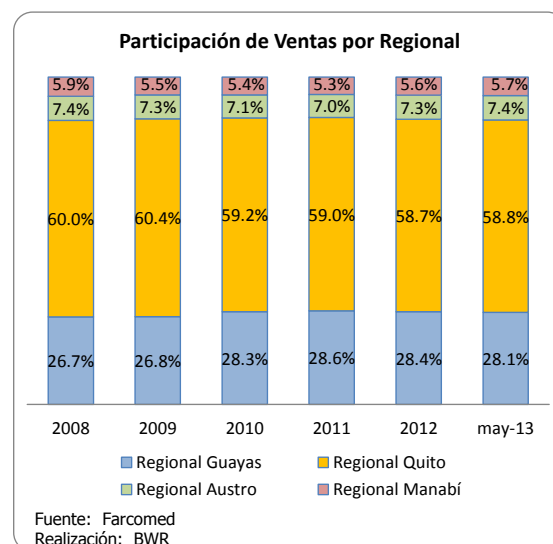
El mercado de medicinas, que representa aproximadamente el 57% de las ventas de la Empresa ha mostrado en el pasado menor elasticidad en sus ventas que los productos de tipo suntuario.

En el año 2012, las ventas totales crecieron en 6.5% y las ventas a empresas no relacionadas se incrementaron en 7.5%, porcentajes positivos aunque inferiores al 7.8% esperado.

Hasta mayo 2013 las ventas a no relacionadas se contraen en 0.1% frente a las del mismo período del 2012, debido al retraso en la apertura de algunos puntos de venta Fybeca así como a problemas coyunturales en otros locales que la Empresa espera solucionar en el transcurso del año. La Empresa espera terminar el 2013 con un crecimiento de 8.5%.

Para los años subsiguientes, FARCOMED proyecta un crecimiento promedio de 7.3%.

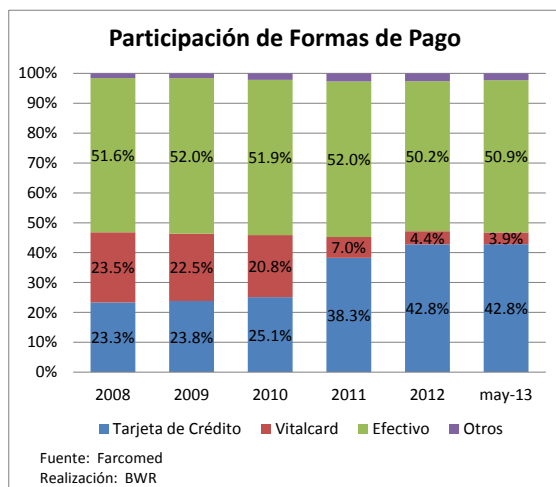
FARCOMED divide su mercado geográfico en cuatro regionales, siendo la más importante Quito, que agrupa el 58.8% de sus ventas. Le sigue en importancia la Regional Guayas, que en el 2010 incrementa su participación debido a las inversiones realizadas por la Empresa para su crecimiento.



Las participaciones de cada regional se mantienen relativamente estables.

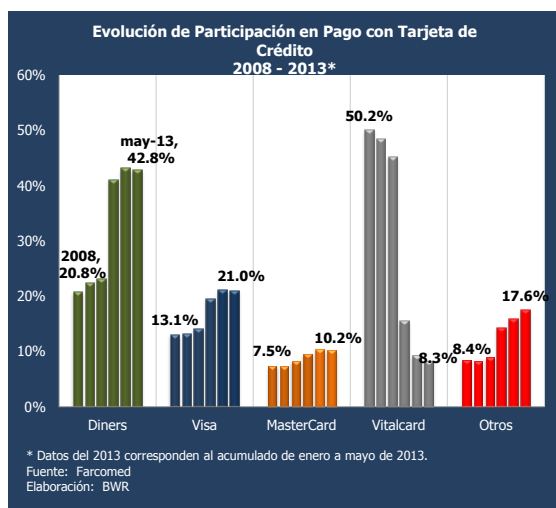


Ventas con Tarjeta de Crédito



Alrededor del 50% de las ventas de Farcomed se realizan en efectivo, y cerca del 43% son pagadas con tarjeta de crédito.

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 Diners fue uno de los más beneficiados.

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.

Entre las tarjetas de crédito participantes, las más importantes son Diners, Visa y MasterCard, las cuales agrupan a mayo-2013 el 74% de la facturación a crédito. Diners mantiene el liderazgo, con una participación de mercado que fluctúa entre 32% y 48%, dependiendo de la regional.

Cabe indicar 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.

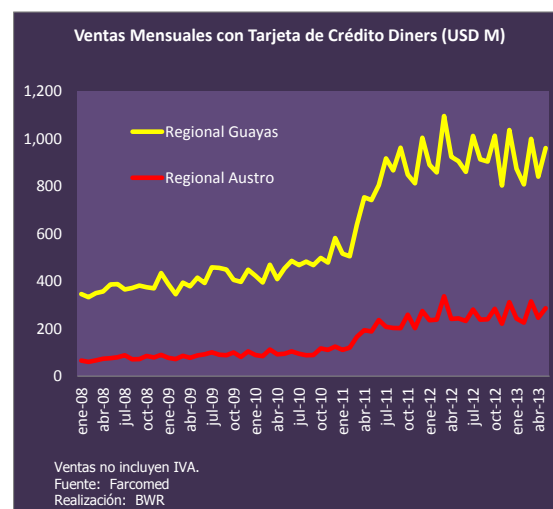
Evolución del Derecho de Cobro Titularizado y Cobertura de la Emisión

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

Adicionalmente, 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, la Fiduciaria tiene la facultad legal de solicitar directamente a Diners la acreditación de la recaudación de las ventas realizadas con dicha tarjeta en la regional Austro.

Esta posibilidad dejará de existir cuando la sumatoria de los flujos recibidos por el Fideicomiso por las ventas de la regional Guayas en un período de seis meses cubra en cuatro o más veces la sumatoria de las provisiones para el pago a los inversionistas que en esos mismos seis meses el Fideicomiso haya hecho.

En línea con el comportamiento de las demás regionales de Fybica, la participación de Diners en los pagos con tarjetas de crédito en la Regional Guayas crece de 19.8% (2010) a 35.8% a mayo-2013. A partir del 2012 se aprecia una relativa estabilidad en dicho posicionamiento.

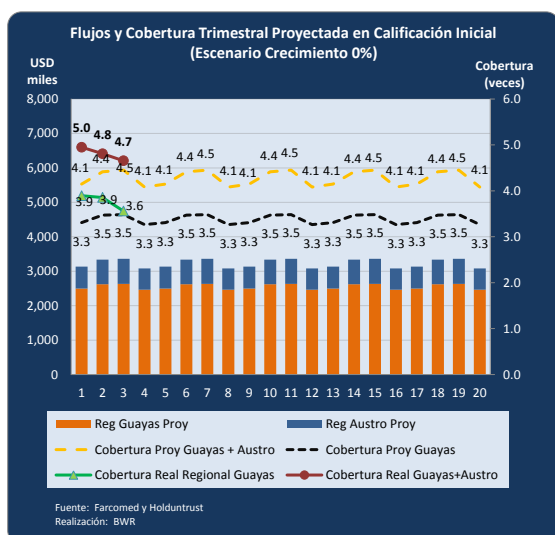




En el 2012 la facturación de los locales Fybeka en las regionales Guayas y Austro creció en 6.1% y 11.9% respectivamente. En los primeros cinco meses del 2013, estas regionales muestran un crecimiento de -2.2% (Guayas) y 0.8% (Austro) respectivamente, frente al mismo período del 2012.

La contracción en el nivel de ventas en la Regional Guayas se refleja directamente en la facturación de Dineros en dicho sector, que disminuye en 3.78% frente a su facturación acumulada a mayo-2012. Como se dijo anteriormente, se esperaba que hasta fines de año, se consiga un crecimiento positivo en las ventas totales, que se refleje en todas las regionales y formas de pago utilizadas.

El crecimiento acumulado desde la calificación inicial de la estructura sigue siendo positivo, por lo que los flujos recaudados en las dos regionales son superiores en 12.9% a los que fueron proyectados en el escenario base utilizado por la calificadora.



De acuerdo a lo indicado en la escritura del Fideicomiso, a partir del 6 de julio de 2012, Dineros empezó a transferir diariamente y de forma directa la recaudación de la regional Guayas.

A la fecha de corte de este informe han transcurrido 10 meses desde la emisión de las series. La cobertura de los tres primeros dividendos trimestrales pagados, con los flujos recibidos por la cobranza del derecho de cobro titularizado es de 3.8 veces en promedio, y al incluir la recaudación de la regional Austro sería de 4.8 veces.

Los niveles de facturación y recaudación actuales ofrecen a la titularización una protección holgada frente a escenarios de estrés donde se produzcan reducciones importantes en el nivel de facturación de la Empresa y/o en el uso de la tarjeta Dineros en las regionales cuyo derecho de cobro se ha titularizado, lo cual es consistente con su

calificación de riesgo que mantiene la serie emitida.

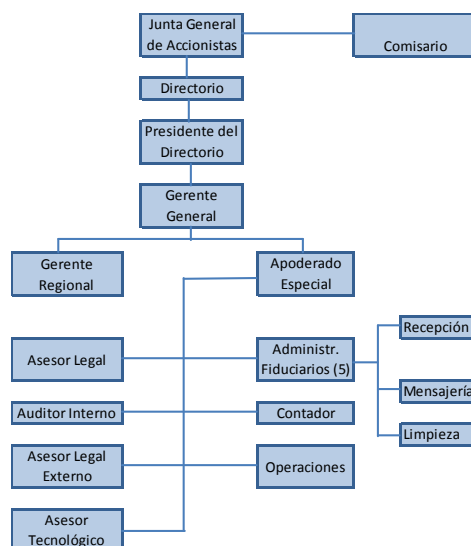
Por último, el exceso de flujos generado por el derecho de cobro titularizado desde la emisión de los valores cubre en 6.8 el índice de desviación calculado por el estructurador financiero (11.68%), cumpliendo ampliamente con el requerimiento legal de 1.5 veces.

■ **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 desempeñaba 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 agente de manejo del presente proceso de titularización.



ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

DATOS GENERALES

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

ANTECEDENTE

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

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

SECTOR REAL

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

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

Factores externos como el estancamiento o caída del precio del petróleo, una revalorización del dólar frente a las monedas de los países vecinos, la desaceleración de la economía China, nuestro

principal proveedor de fondos, incidiría en limitar el crecimiento planificado del País.

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

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

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

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

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

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

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

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

SECTOR EXTERNO

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

**EXPORTACIONES USD 10,173mm (mayo 2013).**

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

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

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

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

SECTOR PÚBLICO

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

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO**INGRESOS**

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

Fuente: Análisis Semanal
Elaboración BWR

EGRESOS

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

Fuente: Análisis Semanal
Elaboración BWR

Tributación:

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

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

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

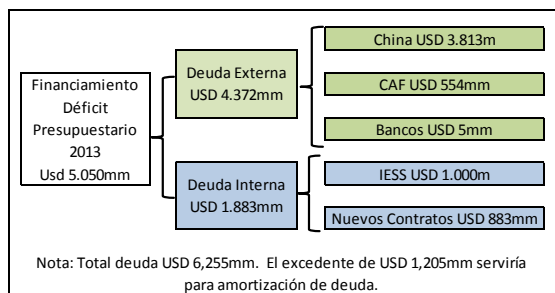
Gastos:

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

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

Los créditos recibidos tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a marzo 2013 la deuda total suma USD 20,197 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,866 millones y deuda externa de USD 12,331 millones registrando un incremento de diciembre 2012 a marzo 2013 del 12.36%. El porcentaje de la deuda PIB, por efectos del cambio en la matriz del presupuesto, bajaría de 25% en dic 2012 a 22.4% proyectada a dic 2013.

FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2013

Elaboración: BWR

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

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

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

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

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

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

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

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

Cartera de Crédito

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

Se mantiene como principal rubro la cartera comercial 47%, seguida por cartera de consumo

35%; cartera de vivienda 8.3%; cartera micro empresarial 7.7%. La cartera de crédito educativo es aún muy pequeña.

Resultados USD 125 millones.

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

SECTOR PRIVADO

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

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

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

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

PERSPECTIVAS 2013

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

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



socios. Se anuncia una nueva reforma tributaria con mayores cargas impositivas.

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

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

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

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones, por

factores que afectan el sector como son: el crecimiento de los costos internos, el impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

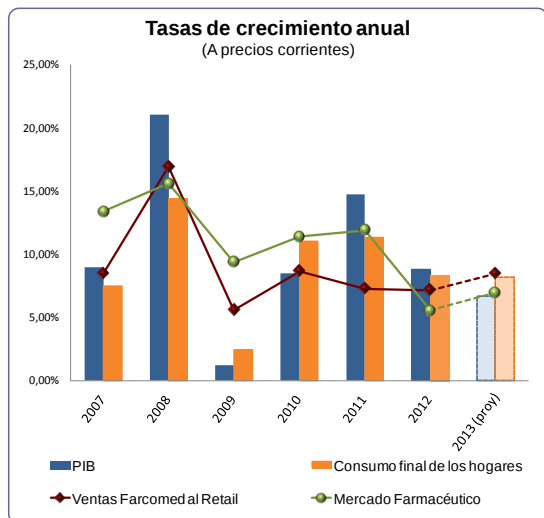
Fuentes: Banco Central del Ecuador, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio, diario HOY, Revista Lideres.

Elaboración: BWR, julio, 2013.

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

ANEXO 2

RIESGO SECTORIAL



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

El mercado farmacéutico del Ecuador ha mostrado un crecimiento promedio del 11.21% en la etapa comprendida entre los años 2007 - 2012, representando el 1.35% del Producto Interno Bruto en el mismo período. El comportamiento de este comercio fluctúa en relación a los ciclos económicos, demostrando ser menos sensible que otras ramas de la economía frente a factores externos coyunturales.

El crecimiento del sector se desaceleró en el 2012 a niveles del 5.56%, producto de un menor desempeño en la economía nacional y un enfriamiento del consumo final de los hogares en particular. El IMS¹ estima que el crecimiento del mercado farmacéutico bordeará el 7% en el 2013, frente a una proyección del Banco Central para consumo de los hogares del 8.18%.

Las ventas del sector y específicamente de Farcomed están directamente correlacionadas con el comportamiento histórico del consumo de los hogares. En épocas recesivas, el mercado farmacéutico presentó tasas de crecimiento superiores a las variables macroeconómicas, demostrando menor exposición a factores coyunturales al tratarse de la comercialización de bienes de primera necesidad. El gasto en consumo de medicamentos y cuidados de la salud representa el 15.19%² del ingreso familiar a junio del 2013, ubicándose en importancia sólo después de los gastos de la canasta básica destinados a alimentación y alquiler de vivienda.

De acuerdo a cifras de IMS sobre el mercado privado de comercialización y distribución de medicinas, el 59.17% del mismo está cubierto por las dos cadenas de farmacias más grandes del país, Corporación GPF con 30.55% de participación y Difare con el 28.62%. El participante que le sigue en importancia a estas dos cadenas, presentando un crecimiento agresivo en los últimos años, es Farmaenlace, empresa que abarca el 7.67% de las ventas. El 33.16% restante 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%³ de su capacidad instalada, sin embargo la demanda del producto local es limitada en un mercado en donde el 80%⁴ del consumo proviene de medicinas importadas que tienen una gestión de comercialización más eficiente. Adicionalmente, la estricta regulación de precios resta competitividad al producto nacional frente al importado⁵.

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, en función del costo de producción o importación. 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. Cabe indicar que si bien existe control de precios, los incrementos autorizados por el Estado han logrado compensar históricamente la tasa de inflación.

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.

³ 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

⁴ Idem.

⁵ 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

¹ IMS International Marketing Services.

² INEC, IPC, canasta familiar básica nacional, junio 2013.