

Ecuador
Tercer 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

1era Titularización de flujos FYBECA	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)	4,898	4,898
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	30/360	30/360
Fecha de resolución SIC	23-jul-12	23-jul-12
Fecha de vencimiento Oferta Pública	23-abr-13	23-abr-13
No. Resolución SIC	Q.IMV.2012.3787	

* 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

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

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

FECHA COMITÉ: enero 31, 2014

CORTE INFORMACIÓN: noviembre, 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 Fybeca”, 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 le 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, aun 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 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 que la transferencia del flujo generado por el derecho de cobro estaría independizada 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 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 emitida, lo que permitiría a la estructura soportar disminuciones significativas en la facturación del Originador. La cobertura de los primeros cinco dividendos trimestrales pagados se ubicó en 3.99 veces, considerando solamente la recaudación en la regional Guayas, y en 5.16 veces si se agrega la recaudación de la regional Austro.

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

▪ **ENTORNO ECONÓMICO**

Ver anexo 1.

▪ **RIESGO SECTORIAL**

Ver anexo 2.

▪ **PRESENTACIÓN DE CUENTAS**

El presente estudio fue elaborado en base a la siguiente documentación:

- Contrato del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Fybeka
- Informe de estructuración financiera de este proceso de titularización
- Estados financieros del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Fybeka a diciembre-2012, auditados por la empresa GrantThornton Ecuador, la cual emite una opinión sin salvedades 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 Fybeka, desde su constitución hasta noviembre-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 individuales de FARCOMED bajo Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC): 2005, 2006 y 2007 auditados por PriceWaterHouseCoopers; 2008 y 2009 auditados por Deloitte & Touche.
- Estados financieros individuales de FARCOMED bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF): 2010 y 2011 auditados por Deloitte & Touche; 2012 auditados por PriceWaterHouseCoopers.
- Estados financieros directos de FARCOMED al 30 de noviembre del 2013 e información adicional relevante solicitada al Originador con la misma fecha de corte.
- Estados financieros consolidados bajo normas NIIF de la Corporación GPF al 2012 con su comparativo 2011, auditado por PriceWaterHouseCoopers. Estados financieros consolidados directos de Corporación GPF al 30 de noviembre del 2013.
- Estados financieros proyectados del Grupo Corporación GPF, FARCOMED y ECONOFARM a diciembre 2013 y 2014. Proyección del estado de pérdidas y ganancias del Grupo período 2015 – 2018.



■ 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.

La totalidad de la serie A se encuentra emitida y colocada. 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 de corte de este informe, el Fideicomiso ha cumplido con el pago de los cinco primeros dividendos de capital e interés de las distintas subseries de la serie A (de veinte dividendos en total). El monto de capital amortizado a noviembre del 2013 es equivalente al 22% del total de esta deuda.

Fondos Disponibles e Inversiones Temporales

El Fideicomiso mantiene fondos disponibles (USD 6,78M) e inversiones temporales (USD 318.16M) destinados a la provisión para el pago del próximo dividendo por pagar de la titularización (USD 157.35M), y al depósito en garantía (USD 160.81M) que es requerido legalmente en la escritura de constitución del Fideicomiso.

Los fondos disponibles se encuentran depositados casi en su totalidad en una cuenta a la vista en Banco Produbanco y una mínima proporción en el Banco Central. Las inversiones constituyen certificados de depósito en Banco Promérica cuyas fechas de vencimiento son anteriores a la fecha de pago del próximo dividendo trimestral.

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.

El Fideicomiso, desde que se constituyó hasta la fecha de corte de este informe, ha realizado pagos a terceros por USD 75.27M, de los cuales USD 23.75M corresponden a las comisiones de Bolsa y Operador 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 ingresan al Fideicomiso.

■ ANÁLISIS DE LA TITULARIZACIÓN

Estructura Legal y Prelación sobre los Flujos Titularizados.

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, el derecho de cobro se transferirá al Fideicomiso únicamente si se cumpliera la condición de disminución de la cobertura de los flujos en la regional Guayas.

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. Nuestros abogados externos nos han proporcionado una opinión favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo.

El monto de la emisión en circulación a la fecha de corte representa un bajo porcentaje del pasivo total de FARCOMED (8.40% a nov.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, reflejando de esta manera la prelación efectiva de esta titularización sobre otros pasivos de FARCOMED.

De forma similar, a nivel corporativo, la deuda contraída con el mercado de valores, que, incluye el pasivo en circulación de FARCOMED y el monto por emitir de ECONOFARM (USD 12.5MM), representa en conjunto el 12.10% del



pasivo total del Grupo Corporación GPF a nov. 2013.

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 S.A., 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 la trascendencia que tiene el Grupo Corporación GPF en la economía ecuatoriana como generadora de empleo e impuestos a través de sus principales empresas: Farcomed y Econofarm; el posicionamiento de mercado que el Grupo ha alcanzado a nivel nacional bajo sus marcas “Fybeca” y “Sana Sana” y particularmente en la importancia que Farcomed tiene dentro del Grupo como generador del 45% de los ingresos por ventas y servicios.

El Grupo Empresarial Corporación GPF conserva su liderazgo en el mercado por su participación en ventas y emplea a cerca de 4900 empleados, de los

cuales 1,875 pertenecen a Farcomed y 2,121 a Econofarm. La presencia del Grupo se refleja en su red comercial de farmacias, que en puntos de venta es la segunda más importante del país, conformada por 598 locales a nivel nacional, pertenecientes en un 84% a la red Sana Sana y 16% a Fybeca. A diferencia de su competencia directa, el Grupo GPF es propietario del 85% de sus locales. La oferta de productos de consumo masivo contribuye a la atomización del mercado y por tanto a la diversificación en clientes y proveedores.

El Grupo está conformado en su mayor parte por empresas que pertenecen al ámbito de la salud, las mismas que constituyen unidades de negocio orientadas a cubrir nichos específicos de mercado. Esta composición le permite al Grupo GPF ser competitivo frente a sus pares directos, fortaleciendo su posicionamiento a través de una mayor cobertura en la prestación de bienes y servicios a nivel nacional.

El crecimiento del negocio en los próximos años estará vinculado principalmente con la ampliación de franquicias y en menor medida con la apertura de locales propios; ambos bajo la marca “Sana Sana” pues el crecimiento de “Fybeca” en número de locales será marginal. El sistema de distribución y logística constituye una ventaja competitiva que permitirá soportar el crecimiento esperado a nivel de Grupo, fortaleza que, aunque no es un objetivo de la Administración, podría facilitar incluso el establecimiento futuro de alianzas con el sector público.

La plana Directiva y Administrativa de Corporación GPF está integrada por profesionales que administran el negocio técnicamente y que gozan de prestigio en los principales círculos financieros. Si bien la estructura accionaria del Grupo es de carácter familiar, desde enero del 2013 la Gerencia General se maneja de manera independiente. El Grupo cuenta con un Protocolo familiar que establece políticas y condiciones de contratación. Adicionalmente, el Directorio es asesorado por miembros externos que tienen experiencia en diferentes ramas del mercado empresarial – corporativo.

El entorno operativo en el que se desenvuelve el Grupo en su línea farmacéutica, que representa el 59.52% de las ventas corporativas, 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 internacionales grandes.

Por otro lado, si bien el comportamiento del sector farmacéutico privado tiene correlación directa con el desempeño macroeconómico, es menos sensible



que otros comercios por tratarse de la comercialización de productos de primera necesidad que continúan consumiéndose incluso en períodos de recesión económica, en un contexto de mercado en donde no existen sustitutos inmediatos. No obstante, la mayor competencia e intervención del Estado sí está generando presión en los ritmos de crecimiento del sector.

En cuanto al riesgo de crédito, una menor generación de EBITDA e inversiones intensivas en activo fijo a nivel corporativo exigieron mayores niveles de endeudamiento, presionando los indicadores de deuda en relación al EBITDA y respecto al patrimonio tangible. Este comportamiento se refleja tanto a nivel consolidado como individual, evidenciándose mayor presión en Farcomed que en Econofarm.

Si bien las políticas de endeudamiento, liquidez y reparto de dividendos se manejan a nivel corporativo, Farcomed es la empresa que financia la mayor parte de los proyectos del Grupo y también la que absorbe casi la totalidad del gasto financiero (alrededor del 82%), pese a que desde este año Econofarm empieza a asumir un mayor peso de la deuda corporativa. Los índices de deuda incluyen contingentes tributarios sin recargo de intereses que no se encuentran provisionados dado que según la Administración tienen una baja probabilidad de ejecutarse en el corto plazo.

El menor desempeño del EBITDA del Grupo obedece a una desaceleración de las ventas frente a su histórico, la misma que se relaciona con el comportamiento generalizado del mercado y factores coyunturales que influyen en la baja operatividad de locales ya establecidos. A esto se suma un menor crecimiento de otros ingresos operativos a raíz de la prohibición legal de emisión y uso de tarjetas de crédito de circulación restringida. Este tipo de ingresos han sido históricamente importantes para complementar y fortalecer la rentabilidad del negocio.

Por otro lado, se continúa manteniendo una estructura pesada del gasto a nivel corporativo, actualmente sustentada en la diversificación de negocios, nuevas inversiones que buscan mejorar procesos críticos de operación y gastos extraordinarios que se generaron en el 2013 y que no serán recurrentes en los siguientes años. El peso del gasto empezará a diluirse con la recuperación de las ventas a partir del año 2015.

El gasto se incrementó en el primer semestre del 2013 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. La venta de un bien inmueble del Grupo a uno de sus principales accionistas implicará una entrada de flujo de efectivo en los primeros meses del 2014 que se prevé va a contribuir a una reducción de la deuda corporativa.

A fines del 2013 se espera un EBITDA menor al alcanzado en años previos tanto a nivel corporativo como en las principales compañías del Grupo, siendo la contracción del EBITDA mayor en Farcomed que en Econofarm. La independencia que tengan las empresas del Grupo en la adquisición de sus propios inventarios favorece los márgenes de Farcomed, que suelen ser mayores en función de su estrategia en precios. No obstante, Farcomed tiene una estructura de gasto más pesada, implicando menores resultados operativos.

De acuerdo a las proyecciones de Grupo, el EBITDA empezará a recuperar su volumen histórico a partir del año 2014 y se mantendrá creciendo a tasas positivas en los siguientes años. En el 2014 el crecimiento estará sustentado en la dinámica de las ventas de Econofarm, soportada en crecimiento orgánico y principalmente en la rentabilidad que proporciona apalancar el crecimiento en puntos franquiciados. Farcomed tendrá una menor tasa de crecimiento en el 2014 aunque se prevé que retome ritmos similares a su histórico a partir del año 2015.

El crecimiento de EBITDA provendrá del aporte de nuevos locales a la generación de ingresos pero sobre todo se espera que obedezca a una mayor eficiencia en los procesos generando ahorro en costos; objetivo que precisamente justifica parte de la inversión que el Grupo está realizando actualmente.

Los niveles de deuda continuarán siendo altos hasta el año 2016, horizonte en el que la Administración ha planificado realizar inversiones estratégicas, intensivas en capital, que permitirán mejorar el sistema operativo y logístico. A esto se suman nuevas inversiones en CAPEX, consistentes con el crecimiento del negocio, que ya fueron contempladas en el plan estratégico institucional.

Los dividendos en efectivo reconocidos a los accionistas no han permitido reducir los niveles de apalancamiento de los últimos períodos; sin embargo de acuerdo a la Administración en los próximos tres años (2014 – 2016) no se repartirán dividendos por más del 30% de las utilidades generadas. Esta política se aplicará parcialmente desde este año, pues el presupuesto corporativo contempla para el 2013 un reparto del 49% de las utilidades, menor al 89% que fue distribuido en el 2012.

El requerimiento extraordinario de capital de trabajo en el 2013 se originó principalmente del



cambio en la política de pago a proveedores, implicando menores días de financiamiento para las empresas del Grupo, del incremento de impuestos pagados por anticipado y mayores anticipos a proveedores por la concesión de cupones promocionales.

La variación de capital de trabajo se mantendrá negativa hasta fin de año por las razones antes expuestas, sumado a un incremento de los inventarios para cubrir la demanda del último mes del año y una anticipación de compras de los primeros meses del 2014.

El comportamiento presionado del EBITDA, un mayor requerimiento de capital de trabajo, las mayores inversiones en CAPEX e intangibles y el pago de dividendos a los accionistas contribuye a apretar los índices de liquidez del período, los mismos que se mantendrán presionados hasta fines de este año.

El riesgo de refinanciamiento de la deuda se mitiga parcialmente por el acceso que han demostrado las principales compañías del Grupo a líneas de financiamiento bancario y por una estructura más equilibrada a nivel corporativo de la deuda en el corto, como en el largo plazo, apoyada en parte por el financiamiento proveniente del mercado de valores. El Grupo mantiene un cupo en líneas de crédito equivalente al monto de inversiones que ha planificado realizar en el 2014.

A pesar de que el ciclo de los negocios del Grupo es de corto plazo, al igual que la necesidad de financiar el capital de trabajo, la Administración ha decidido realizar inversiones de mediano y largo plazo que están contribuyendo a presionar el flujo de caja a nivel corporativo. No obstante, se tiene la perspectiva de que cuando concluya el período de inversión, los índices de endeudamiento y liquidez regresarán a los niveles observados históricamente. Por otro lado, el pago a proveedores ya fue financiado en el 2013, por lo que no se prevén mayores requerimientos de deuda por ese lado.

La calificación de riesgo de crédito del Originador podría verse afectada si en el futuro la deuda financiera en relación a la capacidad de generación del Grupo supera las 4 veces, límite planteado por la Administración a nivel corporativo. A su vez, una disminución de la calificación de riesgo de crédito del Originador podría traducirse en una reducción de la calificación de la presente titularización.

Riesgo de Continuidad del Derecho de Cobro Titularizado

La generación de los flujos que requiere el Fideicomiso dependerá en el futuro tanto de la continuidad del negocio del Originador como del

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

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 (principalmente Cuenca) 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 (DCE) 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 DCE y la retención del impuesto a la renta.

Adicionalmente, el derecho personal que tiene el Originador de cobrar a Diners Club del Ecuador 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 regional Guayas es la segunda en importancia luego de Quito, mostrando una participación estable, de aproximadamente 28%, en las ventas totales de la empresa. La regional Austro ocupa el tercer lugar en importancia, agrupando históricamente alrededor del 7% de las ventas totales de FARCOMED.

La empresa 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 cuenta con 32 locales.

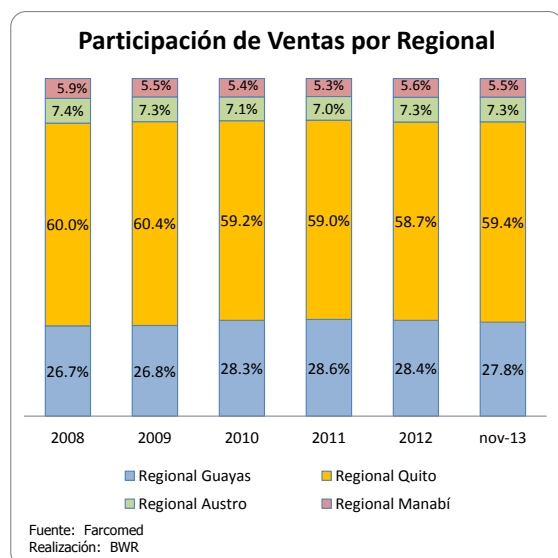
Consideramos que la continuidad de las ventas en estas regionales en el futuro es altamente probable, y están correlacionadas directamente con la continuidad del Originador como empresa en marcha.



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.

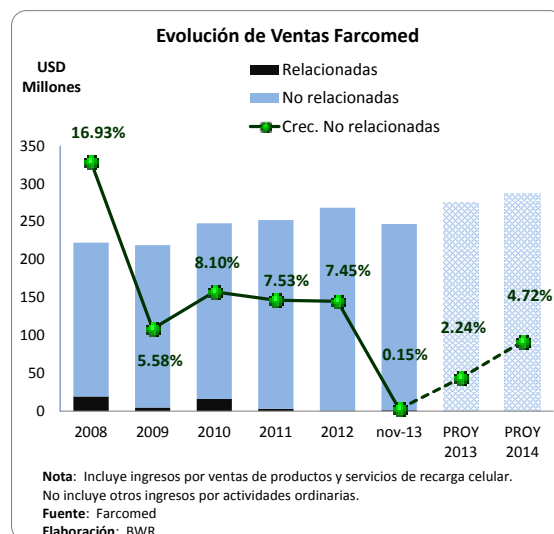
Adicionalmente, FARCOMED mantiene desde el 2011 un convenio con Diners y Banco Pichincha, que fortalece la relación comercial entre ambas empresas y se ha reflejado en una mayor participación en las ventas con tarjeta de crédito en los locales Fybeka.

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 93 locales Fybeka a nivel nacional, repartidos geográficamente en cuatro regionales: regional Quito con participación mayoritaria, regional Guayas, regional Austro y regional Manabí.

Estos porcentajes se han mantenido relativamente estables en el tiempo a excepción de Regional Guayas que incrementa su participación a partir del año 2010 como consecuencia de las inversiones realizadas por la Empresa para su crecimiento.



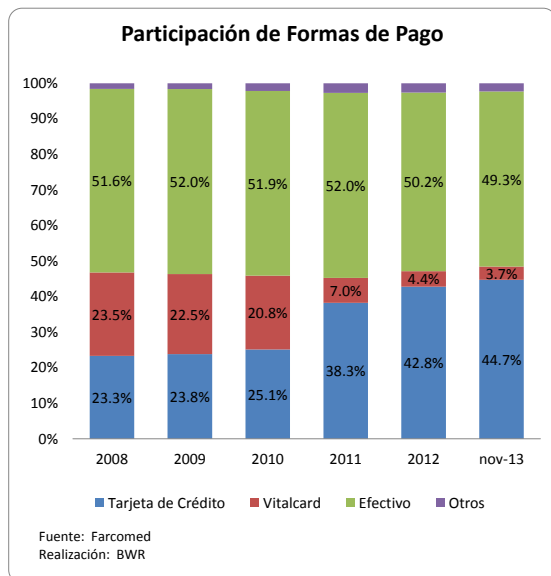
FARCOMED, hasta el año 2007, centralizaba la compra de los inventarios de Corporación GPF, a la que pertenece, pero a partir del año 2008 cada empresa del Grupo maneja sus compras locales individualmente. Las ventas a relacionadas, por este concepto, continúan realizándose, aunque a un volumen sustancialmente menor frente a su histórico.

El desempeño de las ventas al público ha sido positivo en los últimos años con una tendencia a contraerse en el 2013 por la coyuntura propia del mercado, que se ha desacelerado y específicamente por la baja operatividad de algunos locales Fybeka.

Las ventas anualizadas a nov.2013 crecen sólo en 0.15% (sin incluir ventas a relacionadas) y se prevé que alcancen un 2.24% de crecimiento para fin de año. De acuerdo a las proyecciones presentadas por la Administración, el ritmo de crecimiento en ventas de FARCOMED será de alrededor del 4.72% en el 2014, mayor al crecimiento previsto para el cierre del 2013 pero por debajo de los crecimientos históricos observados.



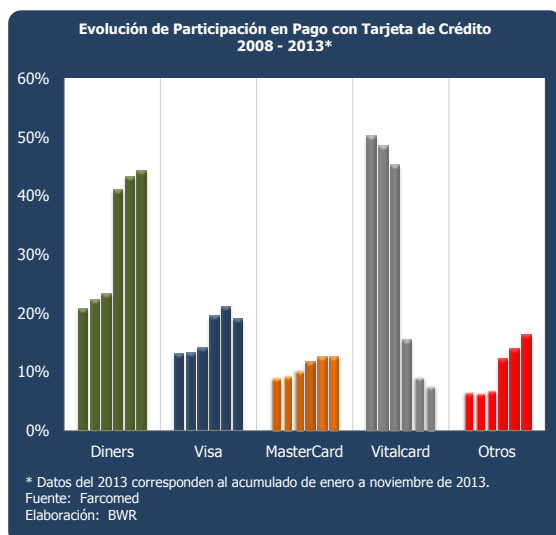
Ventas con Tarjeta de Crédito



El medio de pago más utilizado por el público en los locales Fybica continúa siendo el efectivo, aunque el pago realizado mediante tarjeta de crédito adquiere mayor relevancia desde el año 2011, favorecido por la disminución en la participación de Vitalcard, tarjeta emitida por FARCOMED.

En el 2011 la Empresa realizó un convenio con Diners y Banco Pichincha para traspasarles el negocio financiero de la tarjeta Vitalcard. A través de este 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 por elecciones propias de la demanda y por los convenios establecidos.



La aprobación de la Ley de Regulación y Control del Poder de Mercado (oct.2011) que prohíbe cobrar por la emisión y renovación de tarjetas de crédito, sumado a la Resolución de la Junta Bancaria (No. JB – 2012 – 2225) que impide a los locales comerciales emitir tarjetas de circulación restringida, crean un marco legal que disminuye los 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 nov.2013 el 76.05% de la facturación a crédito. Diners mantiene el liderazgo, con una participación de mercado que fluctúa entre 33% y 48%, dependiendo de la regional. En dic.2012 se renovó 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.

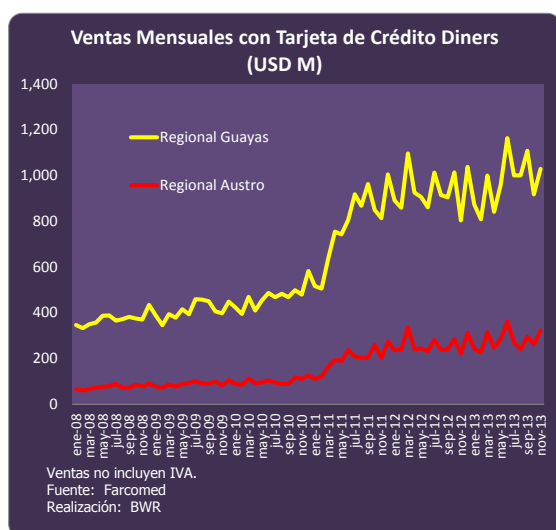
Evolución del Derecho de Cobro Titularizado y Cobertura de la Emisión

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

Si en algún momento los flujos recibidos de 12 semanas cubren en menos de **dos veces** las provisiones requeridas para el pago a 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 19.81% (2010) a 36.2% a nov.2013. A partir del 2012 se aprecia una relativa estabilidad en dicho posicionamiento.

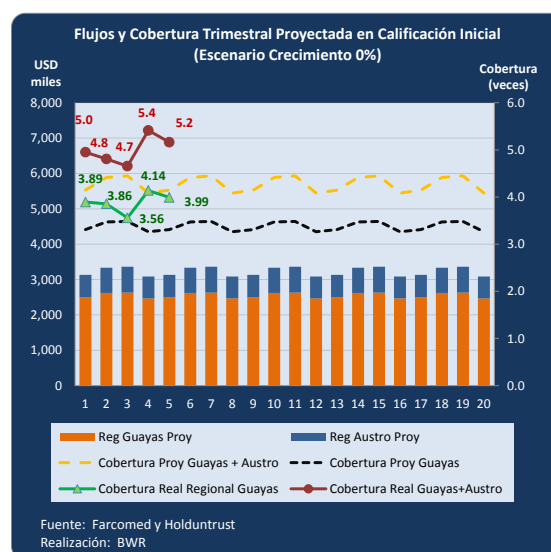


En el 2012 la facturación de los locales Fybica en las regionales Guayas y Austro creció en 6.09% y 11.88% respectivamente. A nov.2013 la regional Guayas se contrae en -0.49% (respecto a nov.2012), mientras que Austro muestra un crecimiento desacelerado de 2.02%. El menor crecimiento se refleja en todas las zonas del país arrojando un crecimiento total en ventas de 1.87% a nov.2013 (respecto a la facturación de nov.2012) cuando en el 2012 FARCOMED creció en el orden del 7.06%.

La disminución de las ventas en efectivo incide directamente en la contracción que se observa en la regional Guayas, no obstante, las ventas con tarjeta de crédito Diners se incrementan en 5.07% en relación a nov.2012.

El volumen de la facturación que se realiza con otras tarjetas de crédito en esta regional es superior a la de Diners pero el crecimiento registrado a la fecha de corte es menor (Δ de 1.98%). Aunque con una menor participación, los otros medios de pago están creciendo a un ritmo de 7.69% principalmente impulsados por notas de crédito, vitalpuntos y crédito corporativo.

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 25.97% a los que fueron proyectados en el escenario base utilizado por la calificadora como se observa a continuación.



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.

A la fecha de corte de este informe han transcurrido 16 meses desde la emisión de las series. La cobertura de los cinco primeros dividendos trimestrales pagados, con los flujos recibidos por la cobranza del derecho de cobro titularizado es de 3.89 veces en promedio, y al incluir la recaudación de la regional Austro sería de 5 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 Diners en las regionales cuyo derecho de cobro se ha titularizado, lo cual es consistente con la calificación de riesgo que mantiene la serie emitida.

Por último, además de la cobertura que proporciona el depósito en garantía, el exceso de flujos generado por el derecho de cobro titularizado desde la emisión de los valores, cubre en 6.85 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero (11.68%), cumpliendo ampliamente con el requerimiento legal establecido en la escritura de constitución, de al menos 1.5 veces el índice de desviación.



Posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del Originador en el caso de quiebra o liquidación

Fecha de corte	nov-13
Activo Líquido (USD M)	8,596.98
Activo Ajustado (USD M)	145,791.29
Activo Total (USD M)	151,730.21

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	8,425.36	8,425.36	1.02	17.30
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)**	52,982.03	61,407.40	0.14	2.37
3era	Deuda sin garantía específica de balance	61,682.55	123,089.95	0.07	1.18
TOTAL		123,089.95	123,089.95	0.07	1.18

* Incluye contingencia tributaria reportada en el balance auditado del año 2012.

** Incluye deuda de su relacionada ECONOFARM que está siendo garantizada por FARCOMED.

La calificación otorgada a la presente titularización se fundamenta en el análisis del Originador como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para esta calificación.

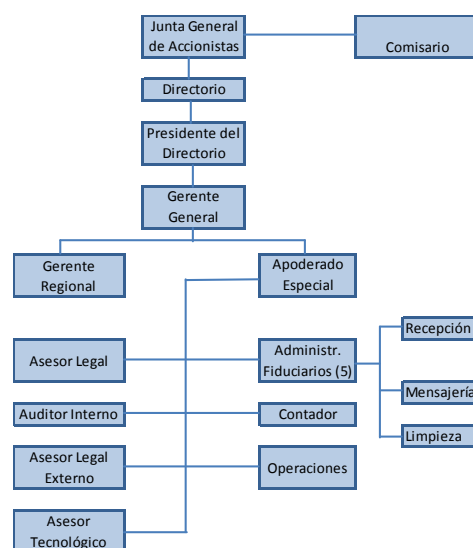
De acuerdo a la certificación suscrita por el Originador, el monto emitido se encontraría dentro del límite legal establecido respecto al monto de activos libres de gravamen.

▪ **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.

▪ **Posicionamiento del Valor en el Mercado, Presencia Bursátil, Liquidez de los Valores**

La presente titularización es la primera incursión del Originador en el mercado de valores, colocando de forma exitosa la totalidad del monto autorizado (USD 12.5MM) en agosto del 2012. Adicionalmente, su relacionada Econofarm está en proceso de colocar USD 12.5MM más en el Mercado de Valores, esperando igual apetito del público en la demanda de estos títulos.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis



específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso,

es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

DATOS GENERALES

	2012	2013
Inc. PIB (Año base 2007) %	5,01	3,60
PIB CORRIENTE (Mill USD)*	87.495	93.577
Inc. PIB CORRIENTE%	8,80%	6,66%
Inflación Anual %	4,16	2,70%
Total Ingresos Efectivos**	19.855	20.488
Total Gastos **	21.111	25.138
Deficit / Superavit	(1.256)	(4.650)
Deuda Gobierno *	18.652	22.847
Deuda Interna *	7.781	9.927
Deuda externa *	10.913	12.920
Deuda total del Gobierno / PIB%*	21,3%	24,40
Deuda externa del Gobierno / PIB%*	12,4%	13,80
Deuda interna del Gobierno / PIB%*	8,9%	10,60
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	94,20	97,30
Precio Programado Petroleo	79,3	86,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	21,3%	26,9%
Fuentes: Ministerio de Finanzas		
** Observatorio Política Fiscal		
* Ministerio de Finanzas		

NOTA ACLARATORIA

A la presentación de este reporte, las fuentes de información varían en las fechas de corte, en vista de no contar con cifras oficiales o que aún no han sido procesadas.

SECTOR REAL

Producto Interno Bruto (PIB) USD 93.577mm:

Cifras preliminares indican que el PIB 2013, estaría alrededor del 3.5%, menor al proyectado por el Gobierno (4.05%) y se esperaría llegar en el 2014 y 2015 a 4.5% y 5.1%, respectivamente.

A nuestro criterio vemos que, dadas las condiciones económicas actuales se esperaría resultados muy similares al año 2013.

Algunos estimados de Organizaciones Multinacionales son menos alentadores, así el Banco Mundial y la CEPAL proyectan que la economía crecería en 3.8%; un crecimiento similar al de 2013, 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.

El segmento de manufacturas, contrario a las expectativas del gobierno, se ha desacelerado, a pesar de las medidas tomadas para incentivar su crecimiento. El crecimiento obtenido para el 2013 llegaría al 4.25%, diferente al esperado de 5.8%.

Este comportamiento se explicaría, en que las empresas no realizan las inversiones nuevas para su crecimiento, dedicándose a cubrir la demanda interna utilizando su capacidad ociosa.

Las medidas dictadas últimamente de restricción de importaciones, podría afectar el desarrollo de algunas empresas.

Sobre la construcción, aún no se tiene datos concretos del crecimiento de este sector, que ha sido uno de los más dinámicos de la Economía, pero se siente una desaceleración, que estaría mayormente influenciada más por el comportamiento de la inversión pública que por la privada.

La información respecto al crecimiento del crédito de vivienda, tanto público como privado, nos da una dirección de un crecimiento importante en el 2013.

Datos de la Superintendencia de Bancos y Seguros (SBS), indican que el crédito hipotecario creció de dic 2012 a nov 2013 en 32.4%, llegando a USD 5.3 billones.

Para el 2014, conforme al escenario económico que se proyecta más lento, sería de esperarse una mayor desaceleración de este segmento.

El petróleo y la refinación, el precio promedio del crudo de oriente hasta noviembre 2013 terminó en USD 97.93 el barril, registrando una baja pequeña respecto de diciembre 2012.

Las condiciones del mercado hacen prever que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2014, 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 producción petrolera a noviembre 2013 registra una variación positiva de 504 a 545 barriles diarios, incremento que se da en la producción de empresas públicas, ya que las privadas siguen contrayéndose, sin que se avizore nuevas participaciones privadas.

La inflación se convierte en el mayor logro del este gobierno al tener en diciembre 2013 un comportamiento a la baja, llegando a un 2.70% anual, siendo una de las más bajas de la región, superado por Colombia con 1.94% y menor que Perú y Chile.



Esta baja proviene especialmente del grupo de alimentos, que constituye una tercera parte de la canasta familiar del IPC y representa un 25% de la ponderación del índice, que experimentó una variación mensual de 0.31% y anual de 1.92%.

El Mercado Laboral: el índice de desempleo relacionado con diciembre 2013 baja en 3.5%, situándose en 4.86%.

El subempleo sube en el mismo periodo, (dic12-dic13), 39.83% a 43.35%.

La Ocupación Plena, se reduce de 52.07% a 51.51%.

El salario básico: para el 2014 se eleva a USD 340.00, con un incremento de 6.9%, bastante superior a la inflación registrada en el 2013, superando en 9% a la canasta familiar básica de bienes y servicios. Con este aumento el gobierno excede el salario digno que se impuso como meta, superando a varios países latinoamericanos.

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios, conservándose estables desde el 2011 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 registran pequeñas variaciones negativas del año anterior al 2013, así vemos que la tasa corporativa se reduce de 8.37% a 7.81%; Productiva Empresarial de 9.56% a 9.41%; Productiva Pymes 11.24% a 11.14%; Vivienda de 10.93% a 10.87%. Consumo es la única que registra un leve incremento de 15.94% a 16.0%. En el caso de la tasas de Microcrédito (Acumulado ampliada, acumulado simple y minorista), registran bajas de -0.28%, -0.31% y -0.33%, respectivamente.

SECTOR EXTERNO

La brecha externa se presenta como uno de los principales problemas que debe afrontar el gobierno, por lo cual se han tomado ciertas medidas de control y se esperarían otras adicionales.

La balanza comercial a noviembre 2013, presenta un saldo negativo de USD -1.352mm FOB, mayor al obtenido a noviembre 2012, que fue de USD -507 millones. Esta diferencia se debe a un mayor incremento de las importaciones petroleras que crecen en mayor proporción que las exportaciones. El cierre parcial de la Refinería de Esmeraldas influyó en el aumento de importación de combustibles.

Una política de restricción de subsidios a la gasolina y afines es una prioridad para el gobierno.

EXPORTACIONES USD 22.765mm (nov 2013).

Las exportaciones anuales (Nov12-Nov13) aumentan en 4.8%.

Las **Exportaciones petroleras** suman USD 12.923 mm y representan el 56.7% del total, tuvieron un crecimiento de del 1.8%.

Exportaciones no petroleras suman USD 9.842 mm, creciendo en 9.2%

IMPORTACIONES USD 24,117mm (nov 2013).

Las importaciones totales (nov12 a nov13), crecen 8.5%

Importaciones FOB Petroleras llegan a USD 5.623mm incrementándose en 12.9% en términos monetarios

Importaciones FOB no Petroleras fueron USD 18.194mm, registrando un incremento de 7.3%.

La importación de bienes de consumo registra un incremento de 4.7%; las materias primas de 9.1% y los bienes de capital 6.4%

SECTOR PÚBLICO

El Presupuesto General del Estado (PGE) proyectado a diciembre 2014 registra un crecimiento menor al realizado en periodos anteriores y llega a USD 34.000mm.

Entre diciembre 2012 y 2013 los ingresos crecen 3.2% y los gastos aumentan 19.1% dando como resultado una situación no compatible. 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.

El déficit que muestra el Presupuesto General del Estado (PGE), aprobado para el 2014, superará los USD 6.000 millones, el mayor monto reportado en la era del actual gobierno. Las fuentes para el financiamiento aún no están claras, pero de la información otorgada por las autoridades, se buscará financiamiento con “gobiernos amigos” y la posibilidad de renovar contratos de venta anticipada de petróleo con la China. Sin embargo, otra de las posibilidades que ha mencionado el Gobierno es salir a los mercados internacionales con la emisión de deuda por un monto estimado de USD 500 a 1.000 millones. (Fuente: Economía y Entorno Político. Multienlace).

INGRESOS

	2012	2013	Variación 2012/2013
TOTAL INGRESOS EFECTIVOS	19.855	20.488	3,2%
TRIBUTARIOS	11.958	13.599	13,7%
PETROLEROS	5.407	4.533	-16,2%
NO TRIBUTARIOS Y OTROS	2.490	2.356	-5,4%

Fuente: Ministerio de Finanzas

elaborado por: Observa política Fiscal

Tributación: a diciembre 2013 USD 13.599mm

La recaudación tributaria mantiene un crecimiento continuo, reportando 13.7% respecto al 2012 y la tendencia ha sido constante durante los últimos seis años.

El impuesto al Valor Agregado IVA, que de alguna manera mide la actividad económica, ha tenido un incremento del 11.8%, el ICE 8.8%, ISD 5.6% el IR 16.1% y otros

EGRESOS

	2012	2013	Variación 2012/2013
TOTAL GASTOS DEVENGADOS	21.111	25.138	19,1%
Gasto Corriente	12.472	13.471	8,0%
- Sueldos	7.353	7.892	7,3%
- Bienes y servicios	1.658	2.011	21,3%
- Transferencias y otros gastos.	2.413	2.237	-7,3%
Financieros	934	1.183	26,7%
Gasto de Capital	8.639	11.667	35,1%

Fuente: Ministerio de Finanzas

elaborado por: Observa política Fiscal

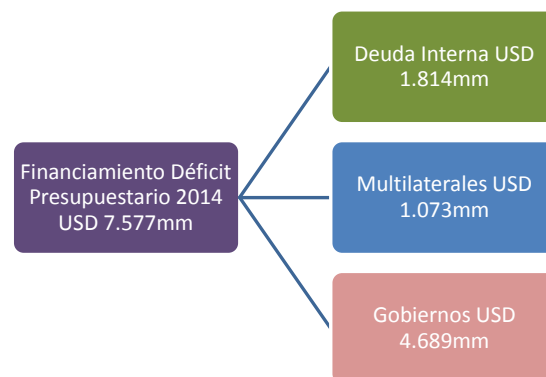
El cambio ajustado a precios constantes del 2007 da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía sea menor, lo que da mayor holgura al gasto público para seguir creciendo.

El comportamiento expansivo del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje se concentra en gastos corrientes (53.6%), sin que se sienta un re direccionamiento de la política del Gobierno, en este aspecto.

Según datos publicados por el Banco Central del Ecuador (BC), la Inversión Extranjera Directa (IED) durante el periodo Enero-Septiembre 2013 llegó a \$495,28 millones con un incremento interanual del 31.47% ya que a septiembre del 2012 el ingreso de capital fue de USD 376,74 millones. La IED durante el año 2013 se concentró en 3 sectores; explotación de minas y canteras, servicios prestados a las empresas e industria manufacturera, presentando incrementos significativos del 8.94% y el 191.05% respectivamente. De acuerdo a este informe (BC) se conoce que los países con mayores aportes de capital fueron los europeos, que en este periodo invirtieron USD 148,45 millones, presentando un incremento interanual del 61.52%, en comparación de los USD 91,91 millones registrados en el 2012. Los créditos recibidos, tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a diciembre 2013 la deuda total suma USD 22.846 millones,

distribuida en: deuda interna de USD 9.927 millones y deuda externa de USD 12.920 millones. El porcentaje de la deuda PIB, es de 24.4% a dic 2013 y de 21.3% en dic 2012.

FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2014

Elaboración: BWR

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Las regulaciones y leyes emitidas en el 2012 han impactado 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 (diciembre 2013) está conformado por 24 instituciones, dos menos que el 2012, y registra **activos más contingentes por USD 35.389 millones**, con un crecimiento anual de 8,4%; en el lado de los pasivos **USD 23.544 millones**, con un crecimiento de 11.9% anual.

La cartera neta registra un monto de **USD 16.174 millones**, con un incremento de 9.8% anual.

El Sistema continúa su crecimiento, pero la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores.

Calidad de Activos (Cartera vencida / Total cartera + Contingentes) muestra una tendencia a la baja en el sistema (1.12%).

Resultados USD 268 millones.

El Sistema Bancos Privados tiene una caída anual de USD 46,3 millones de utilidad equivalente a un decrecimiento de -14.6%.

PERSPECTIVAS 2014

Las proyecciones del gobierno para mediano y largo plazo están apalancadas en el cambio de matriz productiva, a la cual le ha dado énfasis y esta se sostiene en una reorientación hacia la exportación.



Si bien el tener un direccionamiento planificado para el desarrollo de la economía es importante, este tiene que ir de la mano del apoyo del gobierno, generando el ambiente adecuado de confianza y cubriendo las necesidades que faciliten el desarrollo de las empresas privadas grandes y pequeñas.

Los cambios en la matriz productiva deberían empezar creando un mejor clima de negocios y adecuando los tiempos de los trámites burocráticos acordes a un rápido desarrollo esperado.

El modelo económico de cambio en la matriz productiva requiere escoger sectores con mayor probabilidad de éxito y una participación cercana del gobierno con las empresas, tanto nuevas como las ya existentes, apoyándolas con créditos a tasas subsidiadas a largo plazo para que puedan incrementar su capacidad productiva.

Los sectores potenciales a ser promovidos y que tiene relación con resultados a corto plazo, que es lo que se busca, están los alimentos frescos y procesados, así como productos metálicos procesados, la fabricación de piezas y partes para incorporar a productos de ensamblaje nacional.

La Vicepresidencia de la Republica ha recibido amplios poderes del Ejecutivo, para poner en ejecución las actividades productivas del País y a criterio de la Vicepresidencia hay tres pilares donde debe apoyarse este cambio:

- 1.- Desarrollo de las industrias básicas,
- 2.- Fomento del talento humano de calidad, y
- 3.- Apoyo a la empresa privada mediante el sistema de compras públicas.

Para cumplir con este proyecto se proponen un ambicioso plan de inversión en infraestructura que soporte el modelo:

Plan estratégico de Movilidad (PEM), que se desarrollará progresivamente, en el que se contarían con inversiones a largo plazo por USD 118 billones hasta el 2037.

Plan Energético, con énfasis en la inversión de proyectos hidroeléctricos, para sustituir la energía térmica y de gas, solucionando en parte el alto subsidio de combustibles.

Plan de Telecomunicaciones, que considera tener un cable submarino para obtener servicios de internet de primera calidad.

Proyectos Estratégicos: La Refinería del Pacifico es el principal proyecto macro, se calcula una

inversión de USD 10.000 millones para un proceso de 200M bpd. La segunda etapa será la construcción de una planta petroquímica y luego una planta de urea. Se planifica el traslado de las instalaciones siderúrgicas a un nuevo sitio, no identificado aún.

Talento Humano: el objetivo del gobierno es fortalecer los niveles de educación y conseguir un mayor número de ciudadanos con postgrados, para lo cual incentiva con programas locales y créditos masivos para estudios en el exterior.

La Ciudad del Conocimiento Yachay, se construye en Imbabura. El presupuesto para este programa es de USD 662 millones.

Compras Públicas: este es el tercer pilar en el que se sustenta el plan de gobierno y el objetivo radica en fomentar la producción nacional, otorgando mayor prioridad a aquellas empresas que vendan sus productos utilizando componentes nacionales.

El presupuesto proyectado para el 2014 refleja una desaceleración de la economía, continúa 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.

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 2014.

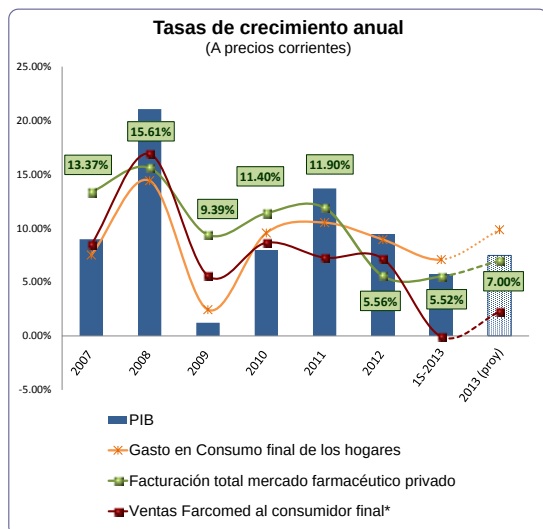
La paralización de la refinería de Esmeraldas, que se dio parcialmente en 2012 y en 2013, afecta al presupuesto del Estado pero por otra parte es necesaria para mantener activa y en buenas condiciones a la refinería, la paralización explica en parte la desaceleración esperada de la Economía y reduciría los ingresos para el Estado.

Fuentes: BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, Observatorio de la Política fiscal, ABPE y Multienlace.

Elaboración: BWR, febrero 2014.

ANEXO 2

RIESGO SECTORIAL



*La tasa de crecimiento en ventas de Farcomed corresponde al valor acumulado a mayo 2013 respecto a mayo 2012. Se excluye ventas a compañías relacionadas. Las variables macro y del sector están actualizadas a junio 2013.

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

El IMS proyectó un crecimiento del sector farmacéutico ecuatoriano del 7% para fines del año 2013. Con cifras reales a Octubre del 2013, el mercado registró un crecimiento interanual del 6.62% (respecto a Oct.2012), dentro de lo proyectado pero menor al comportamiento histórico observado, de 11.21% en promedio en el período comprendido entre los años 2007 -2012.

El crecimiento del mercado farmacéutico ecuatoriano fluctúa en relación a los ciclos económicos, vinculándose de manera directa con el comportamiento histórico del PIB y con la capacidad de consumo de los hogares. Por lo general, la facturación del sector ha mostrado menor sensibilidad que otros mercados en épocas de recesión económica por tratarse de la comercialización de bienes de primera necesidad.

La demanda de fármacos tiende a ser menos elástica al precio frente a una oferta limitada de productos sustitutos que proviene únicamente de genéricos y productos de medicina alternativa, cuyo consumo no es muy común en el mercado local. En todo caso, las cadenas de comercialización también procuran cubrir parte de este mercado.

A partir del año 2012 el sector farmacéutico privado desacelera su crecimiento como consecuencia de un menor desempeño macroeconómico y una mayor competencia e intervención del Estado. Al ser un sector de interés

social, los precios están regulados por el Ministerio de Salud Pública del Ecuador.

A esto se suman recientes regulaciones que buscan la incorporación de materia prima local en las medicinas que se producen en el país, equivalente en al menos un 30% de su costo de producción¹, medidas que se derivan del esquema de sustitución de importaciones implementado por el Gobierno. El sector farmacéutico es netamente importador, pues incluso los medicamentos que se producen localmente poseen en su mayor parte materia prima y material de empaque importados².

La industria farmacéutica ecuatoriana cuenta con capacidad productiva dado que utiliza sólo el 40%³ de su capacidad instalada. No obstante, los Laboratorios no tienen suficientes incentivos para producir localmente dado que a nivel mundial este es un sector de economías de escala con un alto costo de fabricación en mercados pequeños como el Ecuador⁴, factor que resta competitividad al producto nacional frente al importado.

El 80%⁵ del consumo en el país proviene de medicinas importadas por selecciones propias de la demanda debido a que los Laboratorios internacionales operan con marcas bien posicionadas a nivel mundial y adicionalmente realizan una gestión de comercialización más eficiente en el mercado⁶.

El Ministerio de Salud Pública 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. Los laboratorios están autorizados a obtener un margen del 20% sobre su costo de producción, el distribuidor puede incrementar su precio en un 10% sobre su costo y las farmacias pueden obtener un margen bruto de entre 20% y 25% en relación al costo.

El marco legal establecido para el sector constituye su principal riesgo, pero también se ha convertido en una barrera de entrada importante para

1 Resol No. 12-195 emitida por el MIPRO, Fuente: Asociación de Laboratorios Farmacéuticos Ecuatorianos ALFE.

2 Quezada Pavón Antonio, Espae – Espol, “La industria farmacéutica en el Ecuador: Mirando hacia adelante”, Enero . Marzo 2011.

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 Quezada Pavón Antonio, Espae – Espol, “La industria farmacéutica en el Ecuador: Mirando hacia adelante”, Enero . Marzo 2011.

5 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

6 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



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.

La transferencia de costos al consumidor final está además limitada por la alta competencia del mercado. Desde el año 2010 se observa una competencia más agresiva entre las cadenas farmacéuticas grandes, que ha implicado un desplazamiento gradual en la participación de mercado de las farmacias más pequeñas. A este escenario se suma la intervención y competencia que genera el Gobierno Central en la oferta de planes de salud y medicamentos a través de instituciones de salud pública⁷.

El 59.48% del mercado privado de comercialización y distribución de medicinas está cubierto por las dos cadenas de farmacias más grandes del país, Corporación GPF con 30.72% de participación y Difare con el 28.76%⁸. A pesar de su menor posicionamiento frente a las primeras, Farmaenlace es el que más crece en los dos últimos años (8.35% de participación a jun.2013). El 2.91% del mercado corresponde a Quifatex y el 29.26% se encuentra atomizado en otras cadenas pequeñas de alcance local y farmacias de barrio.

Esta mayor competencia entre los miembros más importantes del mercado se ha reflejado en una fuerte inversión para aumentar la oferta de servicios, incorporando herramientas tecnológicas como valor agregado y se ha enfocado en ampliar la cobertura a nivel nacional ya sea mediante locales propios o a través de franquicias.

En este contexto, las farmacias de barrio están solicitando mediación del Estado en este año 2014 pues les resulta más difícil competir dada su menor capacidad para levantar capital externo. Por otro lado, dependen de los distribuidores para la compra de sus inventarios, lo cual encarece el producto final y restringe sus márgenes de ganancia.

Como parte de las regulaciones estatales, en este año se crea una nueva institución pública (ARCSA⁹), adscrita al Ministerio de Salud, que se encargará de la autorización y control de los permisos de funcionamiento¹⁰. En caso del sector farmacéutico, dicha entidad busca ser más rigurosa en el control de licencias y registros, además de vigilar que cada farmacia cumpla con el requisito

de contar con un químico farmacéutico titulado como representante¹¹.

7 Revista Vistazo, Edición especial, 500 mayores empresas del Ecuador No. 1106, "Bases Fortificadas", Septiembre 27, 2013.

8 IMS, Corporación GPF

9 ARCSA: Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria.

10 Fuente: Diario El Telégrafo, "Arcsa asume gestión para permisos de funcionamiento", sep.2013.

11 Fuente: Diario La Hora, "Preocupación en farmacéuticos", Junio 18, 2013.