

Ecuador
Quinto SeguimientoFideicomiso Primera Titularización de
Flujos Fybeca - Valores VTC-FYBECA

Calificación

Serie	Calif. Anterior	Calif. actual	Último cambio
A	AAA	AAA	--

DESCRIPCIÓN DE LA CALIFICACIÓN:

"Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión."

Principales participantes:

- **Originador:** 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 Compañía Limitada

Punto de Equilibrio: Un valor.

Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Ana Zurita
(5932) 226 9767 ext. 113
azurita@bwratings.com

Fundamento de la calificación

Calificación Local: La calificación emitida es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

Probabilidad alta del Continuidad de Negocio del Originador y del derecho de cobro titularizado: Se estima que la probabilidad de que el Originador se mantenga como negocio en marcha es elevada y superior a su calificación de riesgo de crédito, que también se encuentra dentro de una escala alta de inversión. Este criterio se fundamenta en la trascendencia que tiene Corporación GPF en la economía nacional como generadora de empleo e impuestos, a través de sus principales empresas, entre ellas Farcomed; el posicionamiento de mercado que el Grupo ha alcanzado a nivel nacional bajo sus marcas "Fybeca" y "Sana Sana", y la importancia de Farcomed en el Grupo. De forma similar, estimamos que la continuidad de la operación de las farmacias Fybeca en la regional Guayas y el uso de Dinners como medio de pago en dicha regional es altamente probable mientras el Originador se mantenga como empresa en marcha.

Estructura legal adecuada: La calificación reconoce la prelación efectiva que otorga la estructura a los inversionistas, respecto al derecho de cobro titularizado, el cual es acreditado directamente por Dinners en las cuentas del Fideicomiso, independizando a la titularización de la voluntad de pago del Originador.

Cobertura holgada de flujos a ingresar al Fideicomiso: La cobertura respecto a los dividendos trimestrales por pagar se considera holgada considerando la volatilidad histórica del derecho de cobro, lo que le permitiría al Fideicomiso cumplir con el servicio de esta deuda en tiempo y forma aun en escenarios elevados de estrés.

Bajo peso en relación al pasivo total del Originador: El monto a emitirse representa un porcentaje bajo del pasivo del Originador y del Grupo al que pertenece, por lo cual se esperaría que, en un escenario de estrés financiero elevado, el Originador pueda negociar una reestructuración de sus pasivos, y al mismo tiempo continuar generando ventas, y por tanto el flujo requerido por la presente estructura para el pago de sus obligaciones.

Opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo La cesión irrevocable de los derechos de cobro de FARCOMED al Fideicomiso está definida en la escritura del 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 la regional Guayas, y estos hagan el pago mediante la utilización de la tarjeta de crédito Dinners Club, momento en el cual, sin necesidad de que se cumpla ningún requisito, acto o formalidad adicional, el dominio sobre dicho derecho de cobro será única y exclusivamente del Fideicomiso, y por ende será este el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de su recaudación.

Presentación de Cuentas

La realización del presente informe considera principalmente 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 GrantThornton Ecuador, y a diciembre-2013 auditados por PKF & CO. En ambos casos, las auditoras emitieron una opinión sin salvedades sobre la razonabilidad de los estados financieros bajo las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF.
- Estados financieros directos del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Fybeca, a noviembre-2014.
- 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 y 2013 auditados por PriceWaterHouseCoopers.
- Estados financieros directos de FARCOMED a noviembre-2014 e información adicional relevante solicitada al Originador con la misma fecha de corte.
- Estados financieros consolidados bajo normas NIIF de la Corporación GPF de los años 2012 y 2013, auditados por PriceWaterHouseCoopers. Estados financieros consolidados directos de Corporación GPF al 30 de noviembre de 2014.
- Proyección del estado de pérdidas y ganancias del Grupo Corporación GPF, FARCOMED y ECONOFARM para el año 2015 y presupuesto actualizado del Grupo al 31 de diciembre del 2014.

La calidad crediticia del Originador se establece en función del análisis, tanto de los estados financieros individuales como del Grupo. Analizar información consolidada es de suma importancia debido a que las decisiones estratégicas, de inversión, endeudamiento y transferencia de flujos entre empresas relacionadas se toman de forma

centralizada, a través de la administración corporativa de la Corporación Grupo Fybeca (GPF).

Las dos mayores empresas generadoras de flujos son Farcomed, que concentra la mayoría de endeudamiento del Grupo y Econofarm, que lidera la estrategia de crecimiento. Provefarma, una de las empresas relacionadas, adquiere mayor protagonismo a fines del año 2014, concentrando la mayor parte de los nuevos proyectos en CAPEX que el Grupo está realizando.

Hechos Relevantes

Código Orgánico Monetario y Financiero

El Código Orgánico Monetario y Financiero, publicado en septiembre-2014, establece que las sociedades financieras, entre las que se encuentra Dineros Club del Ecuador (DCE) deben optar por convertirse en bancos múltiples o bancos especializados, fusionarse con otras instituciones financieras, o liquidarse.

DCE deberá obtener una nueva autorización de funcionamiento en un plazo de 18 meses, a partir de la vigencia del referido Código, es decir hasta marzo-2016. La Superintendencia de Bancos, en acuerdo con la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, podrá ampliar el plazo hasta por dieciocho meses, por una sola vez, por razones debidamente justificadas.

Consideramos que DCE tiene actualmente una posición financiera sólida y sostenible en el tiempo bajo las circunstancias actuales y parámetros previsible. Considerando las características del negocio, estimamos altamente probable la continuidad de DCE como empresa en marcha.

Evolución 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)	3,722	3,722
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, cada una puede tener distinta fecha de emisión

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 resumen en el cuadro que antecede.

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.

A la fecha de corte de este informe, el Fideicomiso ha cumplido con el pago de los nueve primeros dividendos de capital e interés de las distintas subseries de la serie A (de veinte dividendos en total) que le correspondían de acuerdo a su tabla de amortización. El monto de capital amortizado hasta la fecha es equivalente al 40% del total emitido.

FARCOMED ha decidido originar el presente proceso de titularización con la finalidad de reestructurar pasivos, obtener capital de trabajo y realizar inversiones.

Para efectos del cálculo de los intereses a pagarse a los inversionistas, así como los plazos de pago de cada dividendo, se toma la forma 30/360 que corresponde a años de 360 días, de 12 meses, con duración de 30 días cada mes.

La fuente de repago de la emisión provendrá principalmente del derecho de cobro titularizado, el cual se explica en párrafos posteriores.

Fondos Disponibles e Inversiones

A la fecha de corte el Fideicomiso mantiene fondos disponibles e inversiones temporales por USD 71M y 237M, respectivamente. Estos recursos se encuentran provisionados para el próximo dividendo trimestral (USD 125.88M) y el fondo de garantía (USD 174), en línea con lo dispuesto en su estructura financiera.

Los fondos disponibles están depositados casi en su totalidad en una cuenta a la vista en Grupo Financiero Producción y una mínima proporción en el Banco Central. Las inversiones se componen de tres certificados de depósito en Banco Internacional cuyas fechas de vencimiento son anteriores a la fecha de pago del próximo dividendo trimestral, asegurando de esa forma la disponibilidad oportuna de estos recursos.

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 registrado gastos por USD 107.85M, 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 la regional Guayas, y estos hagan el pago mediante la utilización de la tarjeta de crédito Diners Club.

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.

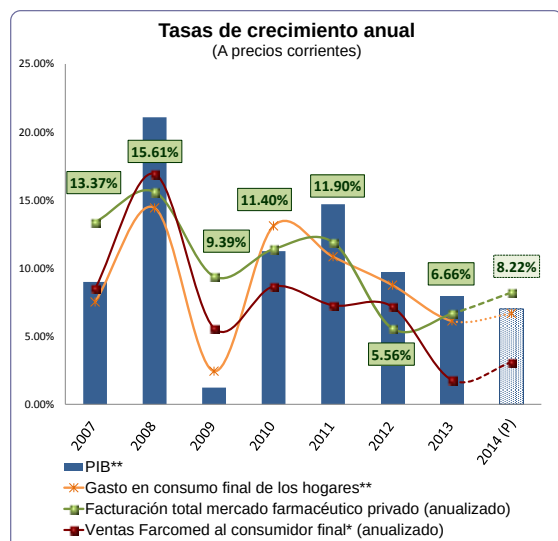
El monto de la emisión en circulación a la fecha de corte representa un bajo porcentaje del pasivo total de FARCOMED (5.81% a noviembre-2014), lo que permitiría que en un escenario de estrés elevado el Originador pueda negociar con otros acreedores una reestructuración de su deuda, manteniendo al mismo tiempo la operatividad normal de su negocio, reflejando de esta manera la prelación efectiva de esta titularización sobre otros pasivos de FARCOMED. Si se considera el pasivo de la Corporación GPF, y los saldos insolutos de esta titularización y de la originada por Econofarm, el peso agregado sería de 9.43%, porcentaje igualmente bajo.



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, 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 la Industria del Originador



*Las ventas de Farcomed y del mercado farmacéutico están anualizadas con cifras al 30 de nov. 2014; se excluye ventas a compañías relacionadas.

**Las variables macroeconómicas están actualizadas en función de las últimas estimaciones del Banco Central del Ecuador, publicadas en las previsiones anuales.

Fuente: BCE, IMS, Corporación GPF.

Elaboración: BWR.

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 y debido a que la demanda de fármacos tiende a ser menos elástica al precio frente a una oferta limitada de productos sustitutos.

El sector no ha podido alcanzar su ritmo de crecimiento histórico desde el año 2012, a partir del cual se advierte una clara desaceleración del

mercado atada a un menor desempeño económico y una mayor competencia e intervención del Estado. En el período comprendido entre los años 2007 al 2011 el sector farmacéutico privado creció en 12.33% en promedio, mientras que en los tres últimos años el crecimiento promedio fue de alrededor del 7%.

El mercado farmacéutico ecuatoriano se enfrenta a grandes desafíos en el 2015 debido a mayores regulaciones gubernamentales que giran en torno a: una nueva ley de precios, un mayor control en las prácticas comerciales y de distribución de medicinas, mayor rigor en la autorización de permisos de funcionamiento, nuevas cargas arancelarias y tributarias y la restricción de cupos de importación en líneas de negocio diferentes al de medicinas. Todo esto enmarcado en un entorno macroeconómico de menor crecimiento derivado de la caída internacional de precios del petróleo.

Al ser un sector de interés social, los precios están regulados por el Ministerio de Salud Pública del Ecuador, institución que 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.

En julio del 2014 el Gobierno propuso un nuevo reglamento para la fijación de precios de la industria, el mismo que está en proceso de aprobación. Este reglamento contempla una segmentación de los medicamentos y techos máximos calculados en función de la mediana actual de cada segmento establecido.

Se estima que los precios de los medicamentos considerados como estratégicos (85% del mercado total) podrían tener una reducción del 30%, mientras que los medicamentos no estratégicos podrían presentar un incremento en precios entre el 10% al 20%¹.

Al momento, 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.

A nivel mundial, el sector farmacéutico opera bajo economías de escala con un alto costo de fabricación en mercados pequeños como el

¹ Diario El Universo, "Ministerio de Salud señala que medicamentos estratégicos bajarán un 30% de su precio", 28 de enero del 2015.
<http://www.eluniverso.com/noticias/2015/01/28/nota/4492686/medicamentos-estrategicos-bajaran-30-mientras-que-no-estrategicos>



Ecuador², factor que resta competitividad al producto nacional frente al importado. Por otro lado, alrededor del 80%³ de la demanda local se inclina a consumir el producto importado cuyas marcas están bien posicionadas pues se respaldan en laboratorios internacionales que realizan una gestión de comercialización más eficiente⁴.

Por estas razones, el sector farmacéutico ecuatoriano es estructuralmente importador, incluso los medicamentos que se producen localmente poseen en su mayor parte materia prima y material de empaque importados⁵. Recientes regulaciones 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 producción⁶, medidas que se derivan del esquema de sustitución de importaciones impulsado por el Gobierno.

En ese sentido, el Gobierno quiere también promover la producción y comercialización local de medicamentos genéricos, a fin de aumentar el acceso de la población a la salud y disminuir el gasto en medicamentos de hospitales públicos. Esta medida podría favorecer a las comercializadoras privadas, ampliando su nicho de mercado y mejorando su margen de ganancia.

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.

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

A fin de salvaguardar la existencia de las farmacias más pequeñas, se creó una nueva institución adscrita al Ministerio de Salud que pretende ser más rigurosa en el control de licencias, registros y permisos de funcionamiento, de manera que la distribución geográfica de las farmacias sea más equilibrada. Las farmacias de barrio tienen mayores limitaciones para competir dada su menor capacidad para levantar capital externo y debido a su menor poder de negociación con distribuidores para la compra de sus inventarios, lo cual encarece el producto final y restringe sus márgenes de ganancia.

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.

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, aun 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 madurez y presencia de mercado que tienen Farcomed y Econofarm a través de las marcas que comercializan, "Fybeca" y "Sana Sana", en el respaldo financiero que ambas compañías representan para la Corporación Grupo Fybeca (GPF) al ser las mayores generadoras de flujo (79% del EBITDA) y su trascendencia para la economía nacional como una fuente importante de empleo e impuestos.

El Grupo GPF se ubica dentro de los diez mayores empleadores del país, generando 5,237 plazas de

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.

⁴ http://www.telegrafo.com.ec/?option=com_zoo&task=item&item_id=26791&Itemid=11

⁵ Diario El Comercio, "Cuatro temas pendientes tiene la industria farmacéutica", Octubre 9, 2011.

⁶ http://www.elcomercio.com.ec/reportajes/incentivos-industria-farmacéutica-farmacéuticas_0_568743219.html

⁷ Quezada Pavón Antonio, Espae – Espol, "La industria farmacéutica en el Ecuador: Mirando hacia adelante", Enero - Marzo 2011.

⁸ Resolución No. 12-195 emitida por el MIPRO, Fuente: Asociación de Laboratorios Farmacéuticos Ecuatorianos ALFE.

⁹ Revista Vistazo, Edición especial, 500 mayores empresas del Ecuador No. 1106, "Bases Fortificadas", Septiembre 27, 2013.



empleo, de las cuales 1,504 pertenecen a Farcomed y 2,666 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 564 locales propios y 51 franquicias a nivel nacional. A diferencia de su competencia directa, GPF es propietario de la mayoría de sus locales, los mismos que pertenecen en un 83% a la red “Sana Sana” (sin incluir franquicias) y 16% a Fybeca.

En los próximos años, el crecimiento orgánico del negocio, a través de locales propios, estará supeditado a la flexibilidad gubernamental para otorgar permisos de funcionamiento. A la fecha de análisis, estos permisos están restringidos para todo el mercado. En ese sentido, la orientación de la Administración para mejorar la cobertura del Grupo estará vinculada en el mediano plazo con la ampliación de franquicias bajo la marca “Sana Sana” pues el crecimiento de “Fybeca” en número de locales será marginal. Por otro lado, la facturación de este y los próximos años dependerá de estrategias que buscan potenciar la rentabilidad y eficiencia de locales comerciales ya instalados.

La propiedad del Grupo es de carácter familiar, sin embargo desde enero del 2013 la Gerencia General se maneja de manera independiente. El Grupo cuenta con un Protocolo familiar que establece condiciones de contratación para quienes ocupan cargos administrativos. El Directorio de GPF está conformado por profesionales con experiencia en el mercado, los mismos que dirigen el negocio técnicamente.

El Grupo está integrado 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 ser competitivo frente a sus pares directos y fortalecer su posicionamiento a través de una mayor prestación de bienes y servicios. Además de la cobertura geográfica, la oferta de productos de consumo masivo, la prestación de servicios y nuevos canales de distribución son factores que contribuyen a la atomización del mercado y por tanto a la diversificación en clientes y proveedores.

Farcomed y Econofarm pertenecen a un mercado competitivo y cada vez más regulado, dos factores que limitan el libre establecimiento de los precios. El segmento de bienes de consumo, bazar y perfumería no tiene regulación en precios permitiendo que el Grupo obtenga un margen atractivo y diversificado, sin embargo esta rama también está siendo regulada vía restricción de

importaciones. A pesar de la coyuntura actual del mercado, el sector de la salud tiende a tener una demanda menos elástica al precio ante la ausencia de sustitutos inmediatos.

La alta competencia del mercado, especialmente entre las grandes cadenas de comercialización, ha implicado la necesidad de una mayor inversión en infraestructura y el desarrollo de nuevas ventajas competitivas. En ese sentido, la Administración de GPF inició desde el año 2011 nuevos proyectos en CAPEX que pretenden mejorar el sistema de distribución y logística del Grupo generando ahorros en costos y gastos a partir del año 2016.

En cuanto al riesgo de crédito de las dos empresas, a la fecha mantienen de manera individual y como Grupo un endeudamiento inferior a lo planificado debido a que hasta nov-2014 sólo se ejecutó el 53% de las inversiones en CAPEX que se habían presupuestado para este año. No obstante, los índices de endeudamiento se ubican todavía en niveles moderados, posición que fue necesaria para cubrir un alto requerimiento de capital de trabajo destinado a un pago anticipado a proveedores, compra de inventarios y mayores anticipos de proyectos e impuestos.

El comportamiento del EBITDA es favorable apoyado por la dinámica de las ventas que muestran una recuperación. La eficiencia mejora en Farcomed debido a que ya no existe la presión de egresos extraordinarios que se generaron en el 2013 y dado que la Administración decidió transferir parte de la nómina corporativa (350 personas) a Provefarma, redistribuyendo parte del gasto operativo.

Farcomed ha sido generalmente la empresa que concentra el endeudamiento y gasto operativo del Grupo, mientras que Econofarm lidera la estrategia de crecimiento y rentabilidad. La Administración busca en un mediano plazo, una mayor independencia financiera de las empresas del Grupo, lo cual favorecería la transparencia de sus balances. En ese sentido, tanto Econofarm como Provefarma empezaron a asumir un mayor peso de la deuda corporativa.

Esta reestructuración en las empresas del Grupo implicará en el año 2015 la asignación de una mayor porción de gasto a Econofarm por el pago de regalías a Provefarma y la modificación de precios y descuentos generando efectos en la contribución del margen bruto. La Administración se ha propuesto mejorar el margen que les proporciona el segmento de consumo, bazar y perfumería y pretende impulsar el margen bruto a través de la comercialización de medicamentos



genéricos, aprovechando la coyuntura del mercado.

La presión en los indicadores de deuda y liquidez de ambas empresas de manera individual y a nivel corporativo se mantendrá hasta el año 2016, período de duración estimado por la Administración para la implementación de sus inversiones estratégicas. A partir de ese año se espera que el peso del gasto se vaya diluyendo con la generación operativa y con el control de costos que justifican parte de la inversión que el Grupo está realizando actualmente. El cambio en el esquema de pago a proveedores ya se financió en el 2014, por lo que no se esperaría nuevos requerimientos de capital de trabajo en ese sentido en el 2015.

Los dividendos reconocidos a los accionistas no han permitido reducir los niveles de apalancamiento de los últimos períodos. Desde el año 2013 existe el compromiso tanto de los accionistas como de la Administración de repartir un monto menor de las utilidades generadas a nivel corporativo, 49% efectivizadas en el 2013 y entre el 30% al 40% para los años 2014 y 2015.

Mientras dure esta etapa de inversión (2014 - 2016), la Administración contempló un límite de endeudamiento en relación a la capacidad de generación de EBITDA del Grupo de 4 veces, sin embargo, según las nuevas estimaciones de la Administración, la dinámica en ventas y la eficiencia en gastos permitirán que este índice se ubique en niveles inferiores, de alrededor de 3 veces.

La calificación de riesgo de crédito podría verse afectada si en el futuro los indicadores de endeudamiento corporativos se presionaran por sobre los límites planteados por la Administración. A su vez, una disminución de la calificación de riesgo de crédito del Originador podría traducirse en una reducción de la calificación de la titularización en circulación.

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 b) de la evolución de la utilización de la tarjeta Diners como forma de pago dentro de dicha regional.

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. Esta regional incorpora a las provincias de Guayas, El Oro y Santa Elena. Por tanto, el repago de la emisión provendrá principalmente de la recaudación de estas ventas, netas de la comisión que cobra Diners y la retención del impuesto a la renta.

Al inicio de la titularización la estructura se podía beneficiar también de la recaudación de las ventas realizadas con la tarjeta Diners en la regional Austro, si en algún momento los flujos cubrían menos de dos veces las provisiones requeridas. No obstante, en función de lo dispuesto en el contrato del Fideicomiso, esta posibilidad dejó de existir en septiembre-2013, puesto que en dicho período la sumatoria de los flujos recibidos por el Fideicomiso por las ventas de la regional Guayas en un período de seis meses cubrió en más de cuatro veces la sumatoria de las provisiones para el pago a los inversionistas que el Fideicomiso hizo en esos mismos seis meses.

La regional Guayas es la segunda en importancia luego de Quito, mostrando una participación estable, de entre 27% y 28%, en las ventas totales de la empresa. La empresa incrementó en los años anteriores su participación en la regional Guayas, a través de 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 y no se esperan crecimientos importantes en número de locales al menos en el corto y mediano plazo.

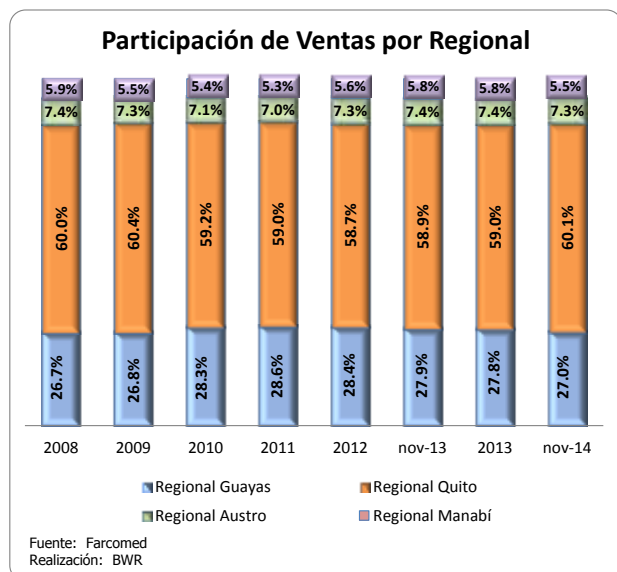
Consideramos que la continuidad de las ventas en la regional Guayas en el futuro es altamente probable, y está correlacionada directamente con la continuidad del Originador como empresa en marcha. De forma similar, se considera que la continuidad del negocio de Diners como medio de pago es consistente 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

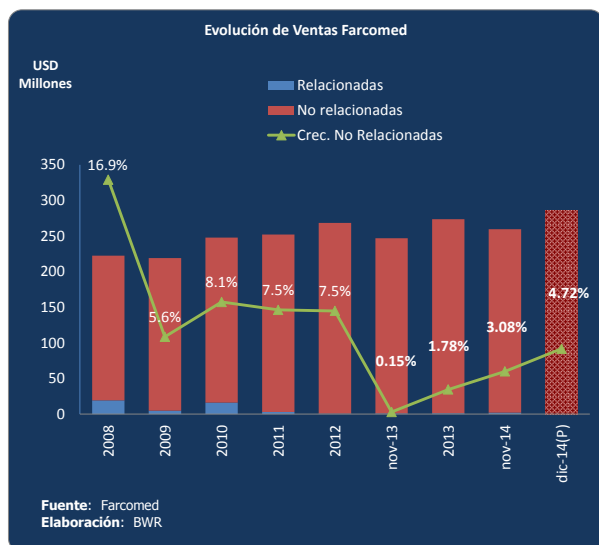
participación en las ventas con tarjeta de crédito en los locales Fybeka.

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, con un incremento de la participación de la Regional Guayas en el año 2010 como consecuencia de las inversiones realizadas por la Empresa. En este año se observa un crecimiento más dinámico en la regional Quito, que es y ha sido históricamente la región con mayor importancia relativa.



*tasa de crecimiento anualizada a nov-13 y nov-14

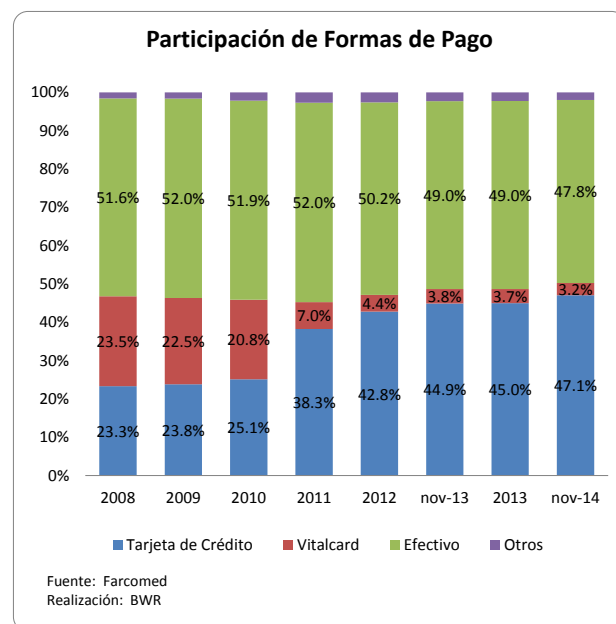
FARCOMED, hasta el año 2007, centralizaba la compra de los inventarios de Corporación GPF, a la que pertenece, pero a partir del año 2008 cada empresa del Grupo maneja sus compras locales individualmente. Las ventas a relacionadas, por este concepto, continúan realizándose, aunque a un volumen sustancialmente 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 (sin incluir relacionadas) se recuperan parcialmente hasta noviembre del 2014, registrando un crecimiento de 4.76% frente al mismo período del año anterior, similar a lo proyectado por la Empresa para fin de año.

La estrategia actual del Grupo no considera a futuro un crecimiento importante en el número de locales Fybeka, por lo que el incremento en ventas estaría dado más bien por optimizar la infraestructura actual.

Ventas con Tarjeta de Crédito



El medio de pago más utilizado por el público en los locales Fybeka continúa siendo el efectivo, aunque el uso de 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. A partir del segundo semestre del 2014 la tarjeta Discover también se incorpora a esta figura.

La contracción de Vitalcard incrementó la participación de la mayoría de tarjetas de crédito, y dentro de estas 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 el 71% (a nov-2014) de la facturación a crédito. Diners mantiene el liderazgo, con una participación de mercado que fluctúa entre 30% y 45%, dependiendo de la regional. En diciembre-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.

Aunque mantienen una participación menor como medio de pago con tarjeta de crédito (del 13.5%), en este año se observa un mayor uso de las tarjetas Visa electrónica y Visa débito de Produbanco.

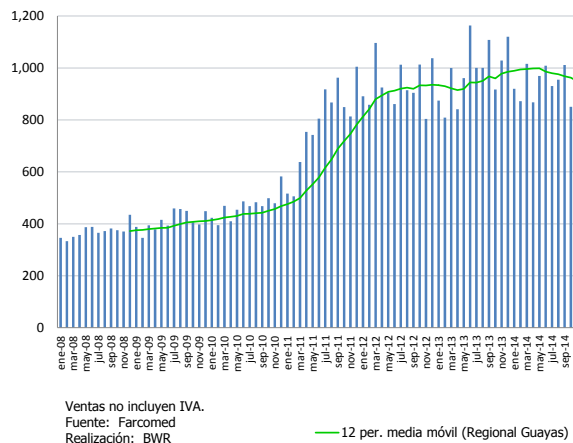
Derecho de cobro titularizado y cobertura de la emisión

La principal fuente de repago de la presente titularización es la recaudación de las ventas realizadas en los locales Fybeka ubicados dentro de la regional Guayas que sean pagadas mediante la tarjeta de crédito Diners. En la regional Guayas, el 41% de las transacciones se realiza con tarjeta de crédito y de este porcentaje, el 36% se efectúa con la tarjeta Diners (40% en 2013).

En el 2012 la facturación de los locales Fybeka en la regional Guayas creció en 6.09%. En 2013, las ventas de esta región se contraen en 0.5% y en el transcurso del 2014 (hasta noviembre) estas se recuperan aunque ligeramente, creciendo en 1.5% frente al mismo período del año anterior. Pese a esto, la facturación con tarjeta de crédito se

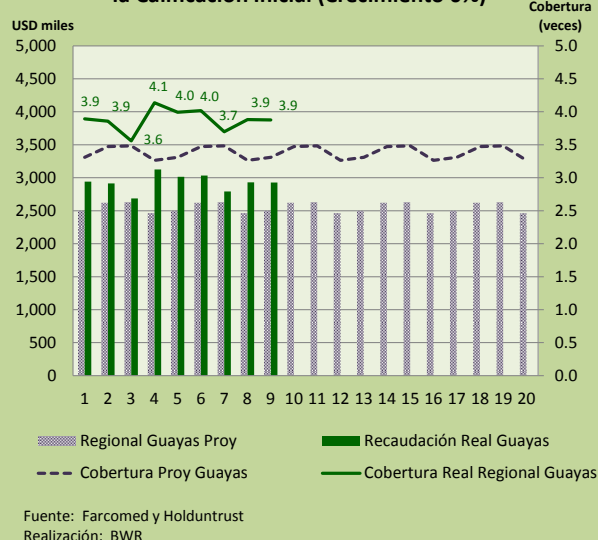
incrementa en 2013 en 1% y en 5.9% hasta nov-2014, por el mayor uso de este medio de pago.

Ventas Mensuales con Tarjeta de Crédito Diners en la Regional Guayas (USD M)



El crecimiento acumulado desde la calificación inicial de la estructura hace que la recaudación real del derecho de cobro sea superior en 13.9% a la proyectada en el escenario base utilizado por la calificadoradora, como se observa a continuación.

Flujos reales frente a Escenario Base utilizado en la Calificación Inicial (Crecimiento 0%)



Cumpliendo con 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 28 meses desde la emisión de las series. La cobertura de los nueve primeros dividendos trimestrales pagados, con los flujos recibidos por la cobranza del derecho de cobro titularizado correspondiente a la Regional Guayas



es de 3.88 veces en promedio. Adicionalmente, hasta septiembre-2013 la estructura mantuvo como mecanismo de garantía adicional la recaudación de las ventas con tarjeta de crédito Diners en la regional Austro, pero no fue necesaria su utilización.

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 la regional Guayas, 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 6.34 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-14
Activo Líquido (USD M)	4,364.52
Activo Ajustado (USD M)	135,977.14
Activo Total (USD M)	163,672.49

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gtia General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	12,063.09	12,063.09	0.36	11.27
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	36,944.60	49,007.69	0.09	2.77
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	85,729.67	134,737.36	0.03	1.01
TOTAL		134,737.36	134,737.36	0.03	1.01

*En la primera prelación se incluyen contingentes tributarios.

** En la tercera prelación se incluye deuda garantizada de terceros relacionados.

En el cuadro anterior se detalla la probable prelación existente de los pasivos y contingentes tributarios de FARCOMED, respecto a sus activos susceptibles de convertirse en garantía general, en un escenario de liquidación de la empresa. En un escenario de este tipo, los títulos emitidos se encontrarían en el mismo nivel de prelación que los demás pasivos sin garantía específica.

Para el cálculo de los activos susceptibles de convertirse en garantía general, se restaron del valor en libros del activo total, los intangibles, gastos pagados por anticipado, activos diferidos,

cuentas por cobrar e inversiones en empresas relacionadas, entre otros.

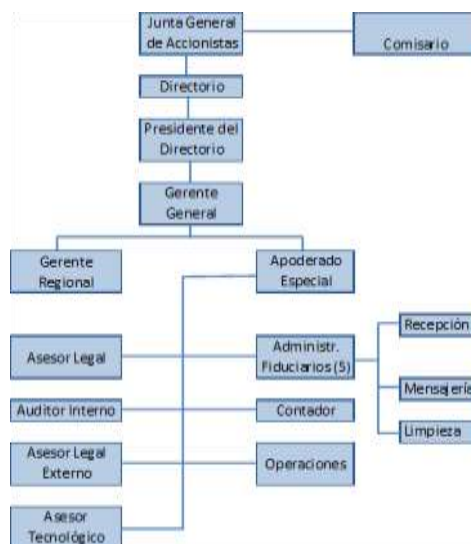
Cabe indicar que la calificación otorgada se fundamenta en el análisis del Originador como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para esta calificación.

Por último, de acuerdo a la certificación suscrita por el Originador, el monto de la titularización en circulación se encontraría dentro del límite legal establecido respecto al monto de activos libres de gravamen.

HOLDUNTRUST Administrador de Fondos y Fideicomisos S.A. (Fiduciaria)

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

La compañía se constituyó en Quito y se rige por las leyes ecuatorianas. Su escritura pública se protocolizó ante el Notario Trigésimo Cuarto del Cantón Quito el 17 de junio de 2008, y luego fue reformada el 24 de julio de 2008. Su objetivo le faculta a actuar como agente de manejo en procesos de titularización, entre otras actividades autorizadas al amparo de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.



El 4 de mayo de 2012, el 99.9975% de las acciones de la Fiduciaria, anteriormente llamada 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.

El Gerente General actual asumió su cargo en septiembre-2012; anteriormente se desempeñaba como asesor legal interno de la Empresa.

Los principales funcionarios de la institución tienen capacitación técnica y experiencia en el sistema financiero y otros sectores económicos. La Fiduciaria tiene cinco años en el mercado, y administra varios negocios fiduciarios, incluyendo 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 se almacena en casillero de seguridad de un banco local.

En nuestro criterio, HOLDUNTRUST posee la capacidad técnica y administrativa necesaria para

actuar como Fiduciaria 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 colocó en abril-2014 USD 12.5MM más en el Mercado de Valores, recibiendo una demanda importante 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.

La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificador emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la documentación requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2014.