

Ecuador
 Calificación Inicial

TITULARIZACIÓN DE FLUJOS SANA SANA – Valores VTC- SANA SANA

Calificación

Clase	Calif. Inicial
A	AAA

Características de la Emisión

	Clase A*
Monto Autorizado (USD)	12.5 millones
Fecha Emisión	Ver nota *
plazo (días)	1,800 días
Pago Interés	Trimestral
Pago Capital	Trimestral
Tasa Fija	7.25%
Cálculo Intereses	360/360

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

Contrapartes Relevantes

Originador: Econofarm S.A.

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

Agente Pagador: Holduntrust S.A., a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador

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

Estructurador Legal: Profilegal Cía. Ltda.

Punto de Equilibrio: Un valor

Contactos

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

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

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

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El comité de calificación de BankWatch Ratings ha decidido otorgar a los valores VTC-SANA SANA que emitirá el Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Sana Sana", la calificación de AAA que, de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores, "corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión".

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

La calificación otorgada se fundamenta en la probabilidad de continuidad del negocio en marcha del Originador; el bajo peso que representará esta emisión dentro del pasivo total de la Empresa; la prelación efectiva que le ofrece la estructura legal y financiera sobre los flujos a generarse por la recaudación del derecho de cobro titularizado; y la amplia cobertura de dichos flujos respecto a los dividendos trimestrales de los títulos a emitirse.

Se estima que la probabilidad de que el Originador se mantenga como negocio en marcha es elevada y superior que 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 Econofarm; el posicionamiento de mercado que el Grupo ha alcanzado a nivel nacional bajo sus marcas "Fybeca" y "Sana Sana", y la importancia de Econofarm en el Grupo, dado que es un negocio estratégico que permite abarcar nichos específicos de mercado.

FECHA COMITÉ: Noviembre 22, 2013

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado. La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.



La calificación reconoce además la prelación efectiva que otorga la estructura a los inversionistas, respecto al derecho de cobro titularizado, el cual será acreditado directamente por Interdin en las cuentas del Fideicomiso, independizando a la titularización de la voluntad de pago del Originador.

La cobertura del flujo proyectado que ingresará al Fideicomiso respecto a los dividendos trimestrales por pagar se considera holgada respecto a 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.

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, 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.

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 Econofarm al Fideicomiso está definida en la escritura del Fideicomiso, donde se establece de manera expresa que la misma se producirá en el momento mismo en el que el Originador haya realizado la venta a sus clientes y estos hayan pagado el precio de compra mediante la utilización de las tarjetas de crédito cuyo derecho de cobro se titulariza, 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.

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

▪ ENTORNO ECONÓMICO

Ver anexo 1.

▪ RIESGO SECTORIAL

Ver anexo 2.

▪ PRESENTACIÓN DE CUENTAS

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

- Contrato de constitución y Reglamento de Gestión del Fideicomiso de Titularización de Flujos Sana Sana.
- Informe de estructuración financiera de este proceso de titularización.
- Flujos históricos de las ventas de Econofarm y del derecho de cobro a titularizar desde enero-2010 a septiembre-2013. Información adicional considerada relevante sobre el proceso de titularización, y las distintas contrapartes de este proceso, a septiembre-2013.
- Estados financieros de Econofarm del 2010, auditados por Deloitte & Touche bajo normas NEC. Estados financieros del 2012, comparativos con 2011, auditados por PricewaterhouseCoopers bajo normas NIIF. Estados financieros directos de Econofarm a septiembre-2013. Información adicional relevante solicitada al Originador a septiembre-2013.
- Estados financieros de Grupo Corporación GPF del 2012, comparativos con 2011, auditados por PricewaterhouseCoopers bajo normas NIIF. Estados financieros directos e información relevante de la Corporación GPF a septiembre-2013.
- Estados financieros proyectados de Econofarm por el plazo de vigencia de la emisión.
- Proyección para el año 2013 de los estados financieros de Corporación GPF.

▪ CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

Econofarm ha decidido originar el presente proceso de titularización con la finalidad de (i) reestructurar pasivos de la Compañía, mejorando las posiciones de corto y largo plazo y reduciendo los costos financieros relacionados, por un monto aproximado de USD 6.7MM; y (ii) obtener capital de trabajo para financiar la adquisición de inventario relacionado con el crecimiento estructural del negocio, por aproximadamente USD 5.8MM.

El Fideicomiso emitirá valores de contenido crediticio llamados “VTC-SANA SANA”, por hasta USD 12.5 MM, en una sola clase llamada “A”, cuyas características se encuentran resumidas en la primera página de este informe.

La clase A se encontrará dividida en diez series con características similares: A1, A2, A3, A4, A5, A6, A7, A8, A9 y A10. Cada serie tendrá una fecha de emisión determinada de acuerdo a la colocación primaria del primer valor de cada una de las series, con un monto máximo autorizado de USD 1.25MM



por cada una. Los valores se emitirán de manera desmaterializada.

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

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

▪ ANÁLISIS DE LA TITULARIZACIÓN

Estructura Legal y prelación sobre los flujos titularizados.

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

La cesión irrevocable de los derechos de cobro de Econofarm 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 haya realizado la venta a sus clientes y estos hayan pagado el precio de compra mediante la utilización de las tarjetas de crédito cuyo derecho de cobro se titulariza, 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.

El contrato también indica que, en caso de que Interdin, por cualquier motivo, dejare de ser la operadora o adquirente de las tarjetas de crédito cuyo derecho de cobro se titulariza, y dicha labor la asumiera otra operadora o adquirente, el derecho de cobro titularizado se entenderá que es el derecho personal o de crédito que tiene el Originador de cobrar a la nueva operadora o adquirente, con la cual el Originador suscriba el contrato respectivo, el valor pagado por los clientes de las Farmacias Sana Sana, por medio de las tarjetas de crédito MasterCard, Diners, Visa y Discover, en concepto de precio de los productos y servicios adquiridos en las Farmacias Sana Sana.

Antes de la emisión de los valores, el Originador deberá haber notificado a Interdin y este deberá haber aceptado por escrito, irrevocablemente, que los flujos procedentes de la recaudación del derecho de cobro titularizado, serán depositados en la cuenta del Fideicomiso que le instruya la Fiduciaria, a partir del día 30 contado desde la fecha de constitución del Fideicomiso.

El hecho que los flujos recaudados vayan a ingresar directamente en el Fideicomiso, hace que la estructura no se encuentre ligada a la voluntad de pago del Originador, en un escenario de estrés elevado.

La emisión representará un bajo porcentaje del pasivo total de Econofarm (17.7% a septiembre-2013), lo que permitirá que, si en algún momento el Originador entrara en una crisis financiera, este pueda negociar con otros acreedores una restructuración de su deuda, manteniendo al mismo tiempo la operatividad normal de su negocio y reflejando por ende la prelación efectiva de esta titularización sobre otros pasivos de Econofarm. Si se considera el pasivo de la Corporación GPF, el saldo insoluto de la titularización de flujos originada por Farcomed, y el monto autorizado de la presente estructura, el peso agregado sería únicamente de 9.19%.

En la escritura de constitución del Fideicomiso, el Originador declara bajo juramento y se obliga, entre otras cosas a lo siguiente:

- 1) Que el derecho de cobro titularizado y los recursos en efectivo aportados y que se aporten a futuro al Fideicomiso se encuentran y se encontrarán libres de todo tipo de gravamen, prohibición de enajenar, limitación de dominio o posesión. También declara que no existe, ni existirá impedimento alguno para transferirlo al Fideicomiso, en los términos y condiciones estipulados en el contrato de constitución del Fideicomiso;
- 2) Que no existe, ni existirá impedimento ni limitación alguna para transferir los recursos en efectivo y el derecho de cobro al Fideicomiso;
- 3) Que el derecho de cobro y los recursos en efectivo aportados y que se aporten a futuro al Fideicomiso tienen y tendrán siempre un origen lícito y legítimo;
- 4) Que la constitución del Fideicomiso tiene un objeto lícito y una causa lícita, y que el Originador no tiene intención de irrogar perjuicios a terceros con esta constitución;
- 5) Que la información legal y financiera presentada y que a futuro se presente a la Fiduciaria, a los asesores y consultores contratados para el desarrollo de la titularización, a la Superintendencia de Compañías, a las Bolsas de Valores, a las Casas de Valores, a la Calificadora de Riesgos, a los inversionistas, y al público en general, es fidedigna, real y completa;
- 6) Que la celebración del contrato de constitución del Fideicomiso y el cumplimiento de las obligaciones que asume el Originador no viola ni constituye un incumplimiento de: (i) cualquier



disposición de los estatutos sociales; (ii) cualquier convenio, contrato, resolución u orden de la cual el Originador sea parte; o, (iii) cualquier ley, reglamento o normativa que le sea aplicable al Originador; y,

7) Que, además de la autorización ya conferida por el Directorio del Originador, la cual se encuentra en pleno vigor y efecto, no se requiere autorización o aprobación adicional alguna de ningún órgano adicional del Originador para celebrar el contrato de constitución del Fideicomiso, ni para cumplir o llevar a cabo las obligaciones asumidas a través de aquel, las cuales son legales, válidas, vinculables y exigibles en contra del Originador de conformidad con sus términos respectivos.

Riesgo de Crédito y de Continuidad del Negocio del Originador

La metodología de calificación de titularizaciones de flujos futuros requiere de un análisis de la 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 Econofarm S.A., como Originador del presente proceso de Titularización.

La calificación de continuidad del negocio de Econofarm 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 trascendencia que tiene Corporación GPF en la economía nacional como generadora de empleo e impuestos a través de sus principales empresas, entre ellas Econofarm; el posicionamiento de mercado que el Grupo ha alcanzado a nivel nacional bajo sus marcas “Fybeca” y “Sana Sana”, y en la importancia de Econofarm en el Grupo, dado que es un negocio estratégico que permite abarcar nichos específicos de mercado.

La compañía conserva su liderazgo en el mercado por su participación en ventas como Grupo Empresarial Corporación GPF y emplea a cerca de 4900 empleados, de los cuales 2,121 pertenecen a Econofarm. La presencia del Grupo se refleja en su red comercial de farmacias, que es la segunda más importante del país, conformada por 597

locales a nivel nacional, pertenecientes en un 85% a Econofarm. La oferta de productos de consumo masivo contribuye a la atomización del mercado y por tanto a la diversificación en clientes y proveedores.

Econofarm S.A. surge como una estrategia defensiva de Corporación GPF frente a su competencia directa, constituyéndose actualmente en el negocio que aporta con más de la mitad de la generación de las ventas del Grupo, el que contribuye a mejorar la rentabilidad por una estructura de gasto operativo menos pesada y finalmente el que permite mantener y mejorar el posicionamiento del Grupo a través de una mayor cobertura en la prestación de bienes y servicios a nivel nacional.

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 alrededor del 60% de las ventas, 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 tiene correlación directa con el desempeño macroeconómico, es menos sensible que otros comercios por tratarse de productos de primera necesidad que continúan consumiéndose incluso en períodos de recesión económica. Esto, bajo 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 del Originador, una menor generación de EBITDA e inversiones intensivas en activo fijo a nivel corporativo exigieron mayores niveles de endeudamiento, presionando los indicadores de deuda tanto en relación al EBITDA como al patrimonio tangible.



Este mayor apalancamiento se refleja tanto a nivel consolidado como individual. Econofarm empieza a asumir un mayor peso de la deuda corporativa a partir de este año, pues a diferencia del 2013, esta compañía históricamente contó con capacidad de cubrir con efectivo la totalidad de su deuda financiera. Los índices de deuda incluyen contingentes tributarios sin recargo de intereses. La Administración estima una baja probabilidad de que estos contingentes se ejecuten en el corto plazo, por lo tanto no se encuentran provisionados.

El menor desempeño del EBITDA de 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.

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 pero que no serán recurrentes en los siguientes años.

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.

El gasto se incrementó en el primer semestre de este año 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.

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: Econofarm y Farcomed. 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.

Este crecimiento de EBITDA estará sustentado en el aporte de nuevos locales a la generación de ingresos pero sobre todo obedecerá 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.

Los flujos operativos que generan las compañías: Econofarm y Farcomed han sido generalmente suficientes para cubrir los requerimientos de capital de trabajo del Grupo. A septiembre-2013 se tiene sin embargo un requerimiento extraordinario de capital de trabajo que se originó principalmente del cambio en la política de pago a proveedores, implicando menores días de financiamiento para las empresas del Grupo.

El incremento de impuestos pagados por anticipado y mayores anticipos a proveedores por la concesión de cupones promocionales contribuyen a generar una variación negativa de capital de trabajo que se mantendrá negativa hasta fin de año por las razones antes expuestas, sumado a la necesidad de aumento de inventarios para cubrir la demanda del último trimestre.

El comportamiento presionado del EBITDA, un mayor requerimiento de capital de trabajo que tuvo que ser cubierto con deuda externa, las inversiones en CAPEX y el pago de dividendos a los accionistas contribuye a apretar los índices de liquidez del período, los mismos que se prevé 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.

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. El primero se abordó en el apartado anterior y el segundo se analiza en los párrafos siguientes.

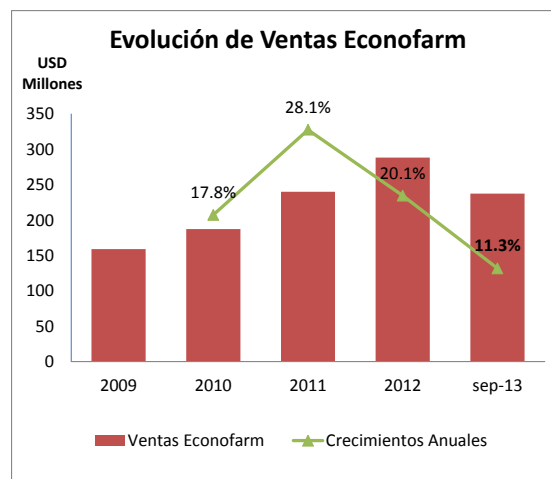
Mientras el Originador se mantenga en marcha, la generación del derecho de cobro titularizado dependerá principalmente de la evolución de la utilización de las tarjetas de crédito Visa, MasterCard, Diners y Discover, como medio de pago en las farmacias Sana Sana.

Si bien la participación de esta forma de pago es baja en comparación a las ventas en efectivo, mantiene una tendencia a incrementarse, y su eliminación tendría un efecto negativo en la experiencia del cliente y el nivel de ventas. Por los motivos expuestos consideramos que la continuidad de las ventas con tarjeta de crédito es altamente probable, y están directamente vinculadas a la continuidad del Originador como empresa en marcha.

Ventas y Flujos Históricos

Econofarm es una empresa perteneciente a Corporación GPF, que agrupa a varias empresas, entre las que se encuentra Farcomed (distribuidora y comercializadora en los locales Fybica).

La Empresa fue constituida en enero-2000, con el objetivo de realizar la comercialización tanto de medicinas como de servicios y productos de consumo masivo a través de las farmacias Sana Sana, repartidas en más de 500 locales a nivel nacional.

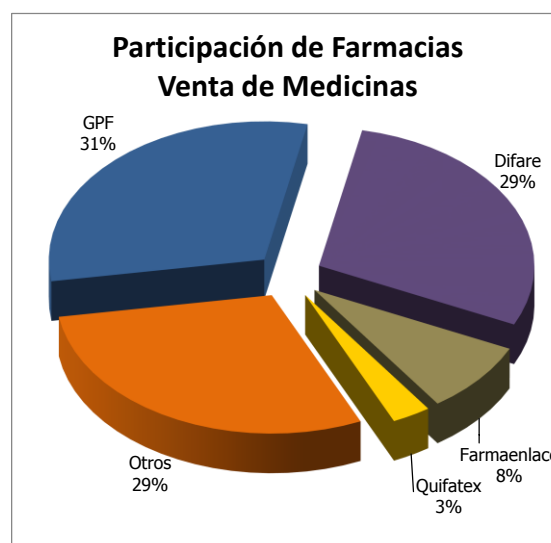


Fuente: Econofarm

Elaboración: Bankwatch Ratings.

Econofarm ha mantenido un importante crecimiento en ventas en los últimos años, el cual apoyado por el incremento en el número de sus locales, de los cuales el 94% son propios y el 6% restante son franquiciados. Para el 2013, la Empresa espera lograr un crecimiento de 11.7%, porcentaje consistente con la tendencia actual, y superior a la expectativa de crecimiento del sector farmacéutico (7%).

De acuerdo a la información publicada por la firma especializada Internacional Marketing Services (IMS) a junio-2013, las farmacias Sana Sana ocuparían el segundo lugar en ventas de medicinas, con una participación del 17.8%, atrás de las farmacias Cruz Azul (23.6%). Si se analiza la participación por grupo, Corporación GPF, al que pertenece Econofarm, mantendría el liderazgo de mercado, con una participación de 30.7%.



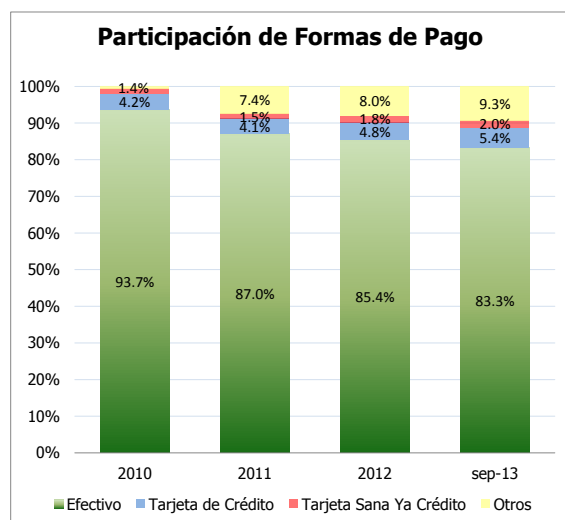
Fuente: Econofarm

Elaboración: Bankwatch Ratings.



Alrededor del 63% de las ventas de la empresa son medicinas, aunque este porcentaje se ha reducido en los últimos años por la incorporación y crecimiento de la facturación por servicios como los de recargas electrónicas y televisión prepago, los cuales a la fecha participan con 16% de las ventas (6% en 2010). El 21% restante corresponde principalmente a artículos de bazar y perfumería.

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



Fuente: Econofarm

Elaboración: Bankwatch Ratings

La mayoría de las ventas de Econofarm se realizan en efectivo, en línea con la característica del segmento al que atiende. No obstante, las compras con tarjetas de crédito muestran una ligera tendencia a incrementarse a lo largo de los años.

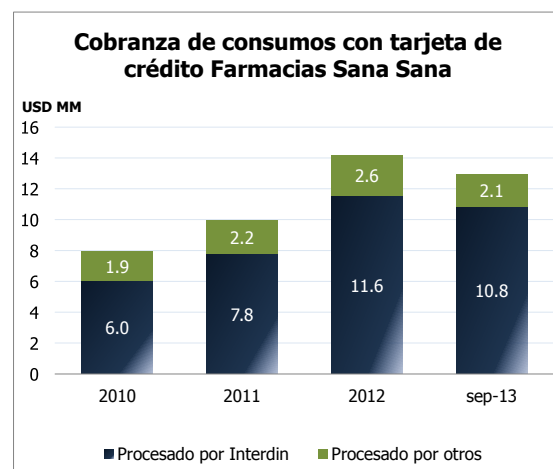
La tarjeta SanaYa aún se utiliza como medio de pago, aunque la intención de la Empresa es que esta desaparezca como forma de pago en los próximos años, conforme dichas tarjetas caduquen.

Derecho de cobro titularizado y cobertura de la emisión

Econofarm mantiene desde marzo-2011 un Contrato Mercantil de Afiliación de Establecimientos y Adquiere, mediante el cual la Empresa se compromete a consignar directamente a Interdin las ventas realizadas con las tarjetas de crédito Diners Club, Visa y MasterCard, por medios automatizados. La tarjeta Discover, emitida por Interdin también se maneja a través del mismo convenio.

El derecho de cobro a INTERDIN que se genera por este concepto representa más del 80% del flujo recaudado por consumos con tarjeta de crédito en las Farmacias Sana Sana. Dicho derecho de cobro

es el que se encuentra comprometido para esta titularización.

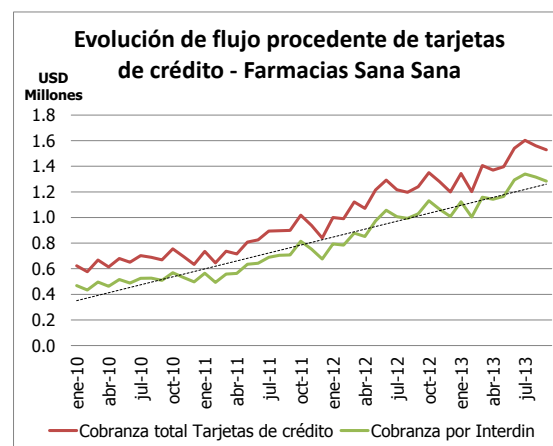


Nota: Flujo recibido neto de comisiones y retenciones

Fuente: Econofarm

Realización: BWR

La información correspondiente a los consumos con tarjeta habientes se envía diariamente a Interdin por medios electrónicos, y el pago es acreditado en una cuenta a la vista de Econofarm en un plazo de dos días hábiles para consumos bajo la modalidad corriente, y de hasta 15 días para los consumos diferidos.



Nota: Flujo recibido neto de comisiones y retenciones.

Fuente: Econofarm

Elaboración: Bankwatch Ratings.

Como se aprecia en el cuadro anterior, la evolución del derecho de cobro a titularizar mantiene una tendencia histórica positiva, que se esperaría se mantenga en los próximos años, en función de las proyecciones de la Empresa y las perspectivas de la Industria.

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

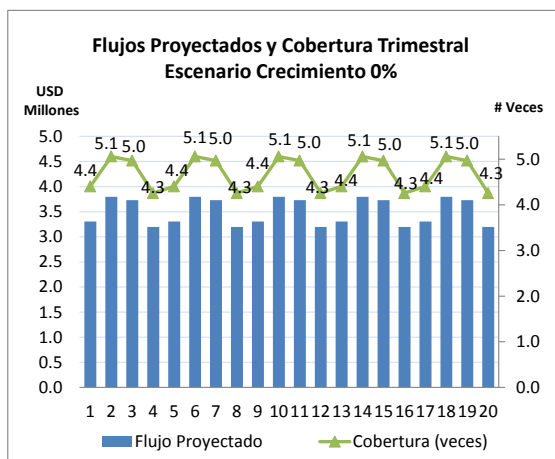
- De forma conservadora se considera un escenario de recaudación a través de Interdin,



por un monto similar a la de los últimos 12 meses, manteniendo su estacionalidad; es decir, una proyección de crecimiento de 0% durante el tiempo de la emisión.

- Puesto que Interdin acredita el valor facturado en un plazo de hasta 15 días, no se consideran retrasos en el pago.
- Se supone que todas las series se emiten en su totalidad en un mismo mes. Si bien esto no necesariamente se cumplirá, este escenario es el más conservador, y de no cumplirse no causaría variaciones significativas en las coberturas calculadas.

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



Fuente: Econofarm

Elaboración: Bankwatch Ratings

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

Cobertura Trimestral Proyectada	
Escenario 0% de crecimiento	
	Clase A
Cobertura mínima	4.26
Cobertura máxima	5.06
Cobertura promedio	4.67

Si es que se cristalizan las expectativas de crecimiento futuro de la Empresa, esto se reflejaría en niveles de cobertura incrementales durante el tiempo de la emisión.

Los niveles de cobertura calculados se consideran holgados respecto a la volatilidad normal del derecho de cobro, lo cual le permitiría a la estructura continuar recibiendo flujos suficientes para el pago de los valores a emitirse, aun si el derecho de cobro se redujera significativamente.

Por último, cabe indicar que el exceso de flujos proyectado anteriormente cubriría en promedio en 22.4 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero (3.51%), cumpliendo ampliamente con el requerimiento legal.

Gastos proyectados del Fideicomiso

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

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

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

ACTIVO SUBYACENTE

A. Derecho de cobro titularizado

El derecho de cobro que el Originador transfiere al presente fideicomiso consiste en el derecho personal o de crédito que tiene el Originador de cobrar a Interdin el valor pagado por los clientes de las farmacias Sana Sana a nivel nacional, por medio de las tarjetas de crédito Diners, Mastercard, Visa y Discover que son operadas por Interdin. De dicho valor se restarán las comisiones de los emisores y administradores de las tarjetas de crédito, la retención en la fuente del impuesto a la renta y el impuesto al valor agregado que gravan las comisiones. Cabe indicar que se excluye de la definición anterior a las Farmacias Sana Sana que operan bajo franquicias, y que no son de propiedad del Originador.

Este derecho de cobro se transferirá a partir del día treinta contado desde la fecha de constitución del Fideicomiso y hasta que se terminen de pagar los valores a emitirse.

Los flujos que se generen por la cobranza del derecho de cobro titularizado serán entregados directamente por Interdin al Fideicomiso, en la cuenta de propiedad de este último que disponga la Fiduciaria.

B. Mecanismos de Garantía

En el contrato del Fideicomiso se especifican dos mecanismos de garantía: el exceso de flujo de fondos y la fianza solidaria.

El exceso de flujo de fondos consiste en que los flujos que se generen por la cobranza del derecho



de cobro titularizado son superiores a los derechos reconocidos a favor de los inversionistas, en virtud de los valores emitidos.

La escritura del Fideicomiso dispone que, como parte de este mecanismo de garantía se conforme el Depósito de Garantía, constituido por dinero en efectivo, que podrá ser utilizado para el pago de los inversionistas, en caso de insuficiencia de fondos para el pago de los pasivos con inversionistas.

Este depósito será de USD 68,000.42 y deberá conformarse dentro del plazo de cuarenta días calendario contados a partir de la suscripción del contrato del Fideicomiso y mantenerse hasta que se terminen de pagar todos los valores a emitirse. De acuerdo a los cálculos incluidos en el Informe de Estructuración Financiera, dicho monto cubrirá en todo momento en al menos 1.5 veces el índice de desviación.

Con respecto al segundo mecanismo de garantía, el Originador se constituye en fiador solidario del Fideicomiso para el pago de los pasivos con inversionistas. Esta fianza se mantendrá vigente hasta el pago total de los pasivos con inversionistas.

Como garante solidario, el Originador deberá proveer al Fideicomiso, con al menos tres días hábiles antes del vencimiento de cualquiera de los dividendos de los valores en circulación, de los recursos que se requiera para completar el monto a pagar. La fiduciaria deberá informar al Originador en caso de que, siete días hábiles antes de la fecha de pago, exista insuficiencia de recursos para el pago y por ende de la imposibilidad de completar la provisión.

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

Fecha de corte	sep-2013
Activo Líquido (USD M)	5,352
Activo para gtía general (USD M)	68,230
Activo Total (USD M)	83,744

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gtía General (veces)
1	Pasivos tributarios*, empleados e IESS.	4,804	4,804	1.11	14.20
2	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	0	4,804	1.11	14.20
3	Deuda sin garantía específica de balance	65,922	70,725	0.08	0.96
	Total	70,725	70,725	0.08	0.96

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

En el cuadro anterior se detalla la probable prelación existente de la presente titularización, respecto a los activos del Originador susceptibles

de convertirse en garantía general, en un escenario de liquidación de la empresa.

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. A la fecha, Econofarm no mantiene ningún activo pignorado.

En un escenario de liquidación de la Empresa, los títulos emitidos se encontrarían en el mismo nivel de prelación que los demás pasivos sin garantía específica.

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 a emitir se encontraría dentro del límite legal establecido respecto al monto de activos libres de gravamen.

■ OPERATIVIDAD DE LA TITULARIZACIÓN

Una vez generado el derecho de cobro titularizado, Interdin acreditará estos recursos directamente en la cuenta del Fideicomiso, restando previamente su comisión, la retención en la fuente del impuesto a la renta y el impuesto al Valor Agregado que gravan las comisiones. Este proceso generalmente demora tres días hábiles para crédito corriente y hasta 15 días calendario en el caso de crédito diferido.

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

1) Completar el fondo rotativo, en caso de que éste haya disminuido su valor;

2) Aprovisionar el dinero requerido para el pago de los pasivos con inversionistas. La provisión será de un doceavo semanal (siete días) del dividendo siguiente a vencer de cada serie en circulación de la clase A en las que se divide la emisión.

La provisión se deberá hacer sobre el dividendo total de cada una de las series en circulación, independientemente del monto colocado de cada serie.

Si en cualquier período semanal no se hubiere podido completar la provisión antes señalada, en el próximo período semanal deberá aprovisionarse el



monto no provisionado en los períodos anteriores y el monto que corresponda al período en el que se está haciendo la provisión;

3) Reponer el depósito en garantía en caso de que este haya disminuido su valor.

4) Una vez realizadas las provisiones y reposiciones señaladas, restituir al Originador, dentro de los dos días hábiles siguientes de completada la provisión semanal, los flujos excedentes que hubieran en el Fideicomiso, salvo que se produjeran cualquiera de las causales de redención anticipada señaladas en el contrato de constitución del Fideicomiso; y,

5) Pagar a su vencimiento, a través del agente pagador y conforme se vayan venciendo, los dividendos de los valores en circulación, con los flujos provisionados para tal efecto, y si estos no fueren suficientes con los recursos que se obtengan de la ejecución de los mecanismos de garantía.

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

Cuentas e inversiones del Fideicomiso

Las cuentas del fideicomiso, previa instrucción del Originador, deberán abrirse en un banco operativo del exterior que cuente con calificación internacional de riesgo de al menos “A” otorgada por una calificadora de riesgos reconocida internacionalmente; o un banco operativo establecido o domiciliado en el Ecuador, que cuente con calificación de riesgo ecuatoriana de al menos “AA+” otorgada por una calificadora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Compañías. En caso de que la institución financiera en la que se depositen los recursos del fideicomiso disminuya su calificación por debajo de la calificación mínima, el fideicomiso deberá abrir sus cuentas en otra institución financiera que cumpla con la calificación mínima.

Mientras los flujos de propiedad del Fideicomiso no deban destinarse para sus respectivos fines, la Fiduciaria deberá depositarlos o invertirlos a nombre del Fideicomiso en instrumentos o cuentas de un banco operativo del exterior que cuente con calificación internacional de riesgo de al menos “A” otorgada por una calificadora de riesgos reconocida internacionalmente; o un banco operativo constituido o domiciliado en el Ecuador, que cuente con calificación de riesgo Ecuatoriana

de al menos “AA+” otorgada por una calificadora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Compañías; o fondos de inversión de corto plazo de los Estados Unidos de América que cuenten con calificación de riesgo de al menos “A”, o su equivalente, otorgada por una calificadora de riesgos reconocida internacionalmente; o fondos de inversión de corto plazo del Ecuador administrados por una Administradora de Fondos autorizada por la Superintendencia de Compañías.

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

Escenario de Redención Anticipada

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

1) Si, por cualquier causa, el fideicomiso se ve limitado en el ejercicio del derecho de cobro titularizado;

2) Si la fiduciaria, en virtud de información puesta a disposición del público por la Superintendencia de Compañías, conoce que el originador no ha cumplido con el pago de sus emisiones de valores colocadas en el mercado de valores, de ser el caso; y/o ha sido sometido a un proceso de disolución y liquidación forzosa, y/u otros similares; y/o ha adoptado resoluciones de disolución y liquidación voluntaria, concurso preventivo, y/u otros similares;

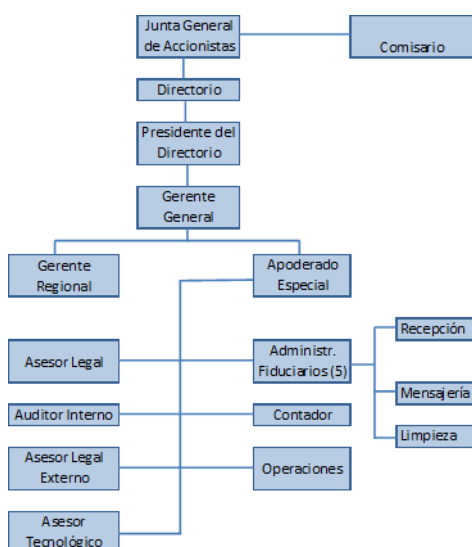
3) Si al fideicomiso no le es posible pagar íntegra y/u oportunamente los valores en los términos y condiciones estipulados en el contrato de constitución del fideicomiso y en los valores, pudiendo manejarse un margen de tolerancia de hasta máximo 30 días calendario posteriores a la fecha en que debió efectuarse el pago correspondiente de los valores;

4) Si el fideicomiso es dejado sin efecto por sentencia ejecutoriada de última instancia, por las causas previstas en el Art. 123 de la Ley de Mercado de Valores.

De darse cualquiera de las causales antes señaladas, la fiduciaria (i) retendrá todos los flujos que reciba el fideicomiso, (ii) no restituirá ningún dinero al Originador; (iii) procederá con la ejecución del depósito de garantía; y (iv) destinará la totalidad de recursos existentes para abonar o cancelar anticipadamente los valores de la presente titularización.



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



La Fiduciaria HOLDUNTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., actúa como Agente de Manejo de la Primera titularización de flujos futuros de Azende.

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.

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.

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

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, aunque su empresa relacionada, Farcomed originó el Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Fybica, que en agosto-2012 colocó de forma exitosa los valores por un monto autorizado de USD 12.5MM.

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.

Ecuador

Entorno Macroeconómico

DATOS GENERALES

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

ANTECEDENTE

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

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

SECTOR REAL

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

Los estimados de algunas organizaciones multilaterales son menos alentadores, así el Banco Mundial proyecta que la economía crecerá en 3.8%; la CEPAL menciona una desaceleración de 1.2%, para llegar a 3.5%; en todos los casos, las proyecciones apuntan a una desaceleración de la Economía.

Factores externos como el estancamiento o caída del precio del petróleo, una revalorización del dólar frente a las monedas de los países vecinos, la desaceleración de la economía China, nuestro principal proveedor de fondos, incidiría en limitar el crecimiento planificado del País.

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

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

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

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

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

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

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

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

**SECTOR EXTERNO**

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

EXPORTACIONES USD 10,173mm (mayo 2013).

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

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

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

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

SECTOR PÚBLICO

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

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO**INGRESOS**

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

Fuente: Análisis Semanal

Elaboración BWR

EGRESOS

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

Fuente: Análisis Semanal

Elaboración BWR

Tributación:

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

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

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

Gastos:

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

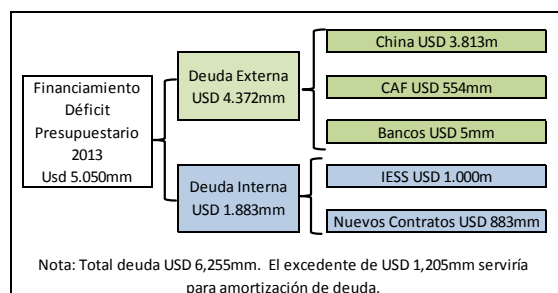
El comportamiento expansivo del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje está en gastos corrientes (63.4%), sin que se sienta un re direccionamiento de la política del Gobierno, en este aspecto.

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



en la matriz del presupuesto, bajaría de 25% en dic 2012 a 22.4% proyectada a dic 2013.

FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2013

Elaboración: BWR

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

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

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

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

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

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

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

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

Cartera de Crédito

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

Se mantiene como principal rubro la cartera comercial 47%, seguida por cartera de consumo 35%; cartera de vivienda 8.3%; cartera micro empresarial 7.7%. La cartera de crédito educativo es aún muy pequeña.

Resultados USD 125 millones.

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

SECTOR PRIVADO

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

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

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

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

**PERSPECTIVAS 2013**

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

La política de subsidios con el nuevo presupuesto se mantiene y en lo internacional se complican las relaciones comerciales con nuestros principales socios. Se anuncia una nueva reforma tributaria con mayores cargas impositivas.

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

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

La paralización de la refinería de Esmeraldas, que no se dio en el 2012, se haría en 2013, lo cual

explicaría en parte la desaceleración esperada de la economía y reduciría los ingresos para el Estado.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones, por factores que afectan el sector como son: el crecimiento de los costos internos, el impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

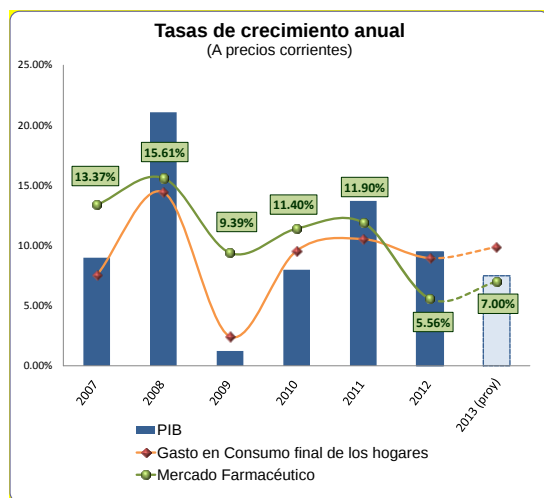
Fuentes: Banco Central del Ecuador, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio, diario HOY, Revista Lideres.

Elaboración: BWR, julio, 2013.

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

Ecuador

Riesgo Sectorial



Fuente: BCE, IMS, Corp. 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. No obstante, el sector muestra menor sensibilidad que otros mercados en épocas de recesión económica por tratarse de la comercialización de bienes de primera necesidad.

La demanda tiende a ser menos elástica al precio frente a una oferta limitada de productos sustitutos que proviene únicamente de genéricos y productos naturales. En todo caso, las cadenas de comercialización cubren también parte del mercado de productos sustitutos. El sector farmacéutico privado desaceleró su crecimiento en el 2012 como consecuencia de un menor desempeño macroeconómico y una mayor competencia e intervención del Estado. Se prevé que en el 2013 el mercado cerrará el año con un crecimiento del 7%, menor a lo observado históricamente.

La industria farmacéutica local cuenta con capacidad productiva dado que utiliza sólo el 40%¹ de su capacidad instalada, sin embargo la demanda del producto local es limitada en un mercado en donde el 80%² del consumo proviene de medicinas importadas que tienen una gestión de comercialización más eficiente. Adicionalmente, la estricta regulación de precios resta competitividad al producto nacional frente al importado³.

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 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. En los cuatro últimos años se observa una competencia más agresiva entre las cadenas farmacéuticas grandes, que ha implicado un desplazamiento gradual en la participación de mercado de farmacias de barrio. 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 pública⁴.

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%⁵. 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). 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.

¹ 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

² Idem.

³ Diario El Comercio; "Cuatro temas pendientes tiene la industria farmacéutica"; Octubre 9, 2011.
http://www.elcomercio.com.ec/reportajes/incentivos-industria-farmaceutica-farmaceuticas_0_568743219.html

⁴ Revista Vistazo, Edición especial, 500 mayores empresas del Ecuador No. 1106, "Bases Fortificadas", Septiembre 27, 2013.

⁵ IMS, Corporación GPF