



Ecuador
Primer Seguimiento

Fideicomiso Primera Titularización de Flujos SANA SANA - Valores VTC-SANA SANA

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:** 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 Compañía Limitada

Punto de Equilibrio: Un valor.

Contactos:

Patricia Pinto
(5932) 226 9767 ext. 103
cordonez@bwratings.com

Carlos Ordóñez
(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: 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.

Estructura legal adecuada: 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.

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, 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 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.

Presentación de Cuentas

La realización del presente informe considera principalmente 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.
- Estados financieros del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Sana Sana del período comprendido entre el 19 de noviembre y el 31 de diciembre de 2013, auditados por la empresa PKF, quien expresa una opinión limpia sobre su presentación bajo normas NIIF. Estados financieros mensuales directos del Fideicomiso, desde noviembre-2013 a marzo-2014. Información adicional relevante sobre el activo subyacente y la evolución del Fideicomiso a marzo-2014.
- Estados financieros de Econofarm del 2010, auditados por Deloitte & Touche bajo normas NEC. Estados financieros del 2012 y 2013 auditados por PricewaterhouseCoopers bajo normas NIIF. Estados financieros directos de Econofarm a marzo-2014. Información adicional relevante solicitada al Originador a marzo-2014. Los estados financieros auditados presentan una opinión limpia respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF.
- Estados financieros auditados de Grupo Corporación GPF del año 2012. Estados financieros directos del Grupo al 2013 y marzo-2014; información relevante de la Corporación GPF a marzo-2014.
- Estados financieros proyectados de Econofarm por el plazo de vigencia de la emisión.
- Proyección para el año 2014 de los estados financieros de Corporación GPF.
- Flujos históricos de las ventas de Econofarm y del derecho de cobro titularizado desde enero-2010 a marzo-2014. Información adicional considerada relevante sobre el proceso de titularización, y las distintas contrapartes de este proceso, a marzo-2014.

La calidad crediticia del Originador se establece en función del análisis de los estados financieros consolidados, 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 del grupo

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.

Evolución de la Emisión

El Fideicomiso de titularización se constituyó el 19 de noviembre de 2013 y el 03 de febrero del 2014 la Superintendencia de Compañías aprueba la oferta pública de los valores 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. Si bien al corte de este informe aún no se realizaba la emisión de los valores, se indica como hecho subsecuente que el 14 de abril de 2014 se realiza la colocación de la totalidad de las series que conforman la clase A, por lo que todas compartirán la misma fecha de emisión.

	Clase A*
Monto Autorizado (USD)	12.5 millones
plazo (días)	1,800 días
Pago Interés	Trimestral
Pago Capital	Trimestral
Tasa Fija	7.25%
Cálculo Intereses	360/360
Autorización Superintendencia de Compañías (SIC)	Q.IMV.2014.0412
Fecha autorización SIC	03-feb-14

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

La clase A se encuentra dividida en diez series con características similares: A1, A2, A3, A4, A5, A6, A7, A8, A9 y A10., con un monto máximo autorizado de USD 1.25MM por cada una. Los valores se emiten de manera desmaterializada.

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.

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.



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

Fondos Disponibles e Inversiones

A marzo-2014, el Fideicomiso mantiene fondos disponibles por USD 46.8MM depositados en una cuenta corriente en Produbanco y en el Banco Central.

Puesto que a la fecha de corte todavía no se han emitido los valores, los recursos líquidos reflejan el aporte de USD10m realizado por el Originador para la conformación del fondo rotativo, y el flujo recaudado por el derecho de cobro titularizado que se devuelve diariamente al Originador.

El depósito en garantía, que debe tener un monto de USD 68,000.42 de acuerdo a la escritura de constitución del Fideicomiso, no se ha conformado a la fecha de corte, aunque se indica como hecho subsecuente que en abril de este año se cumplió con este requerimiento. Dicho depósito deberá mantenerse hasta que se terminen de pagar todos los valores a emitirse.

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.

Cumpliendo con lo que establece el contrato del Fideicomiso, en diciembre-2013 el Originador notificó Interdin y este aceptó por escrito, irrevocablemente, que los flujos procedentes de la recaudación del derecho de cobro titularizado serán depositados en la cuenta corriente del Fideicomiso en Produbanco.

El hecho que los flujos recaudados ingresen 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 (16.5% a marzo-2014, suponiendo la colocación total), lo que permitirá que, si en algún momento el Originador entrara en una crisis financiera, este pueda negociar con otros acreedores una reestructuración de su deuda, manteniendo al mismo tiempo la operatividad normal de su negocio y reflejando por ende la prelación efectiva de esta titularización sobre otros pasivos de 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 8.28%.

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;

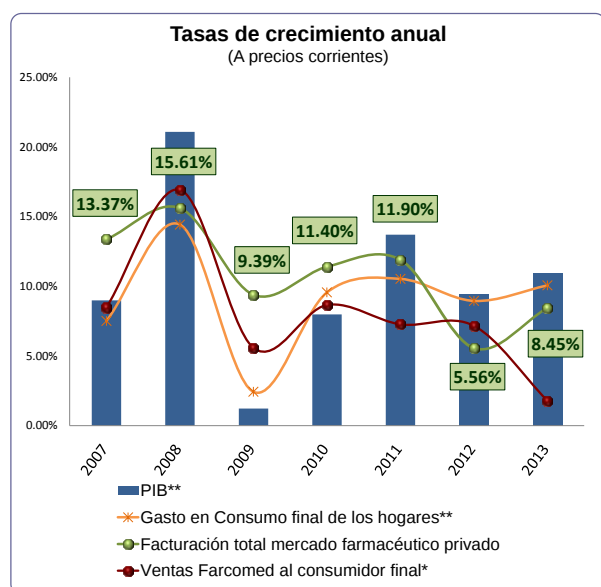


5) Que la información legal y financiera presentada y que a futuro se presente a la Fiduciaria, a los asesores y consultores contratados para el desarrollo de la titularización, a la Superintendencia de Compañías, a las Bolsas de Valores, a las Casas de Valores, a la Calificadora de Riesgos, a los inversionistas, 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 la Industria del Originador



*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 cuentas nacionales al cuarto trimestre del 2013.

Fuente: BCE, IMS, Corporación GPF.

Elaboración: BWR

El mercado farmacéutico privado superó las expectativas de crecimiento del IMS en el 2013,

registrando un incremento anual en facturación del 8.45%, frente al 7% que fue inicialmente proyectado, aunque este crecimiento está por debajo del comportamiento histórico observado, de 11.21% en promedio en el período comprendido entre los años 2007 -2012.

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

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

A partir del año 2012 el sector farmacéutico privado desaceleró su crecimiento como consecuencia de un menor desempeño macroeconómico y una mayor competencia e intervención del Estado. Al ser un sector de interés social, los precios están regulados por el Ministerio de Salud Pública del Ecuador.

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.

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 producción¹, medidas que se derivan del esquema de sustitución de importaciones impulsado por el Gobierno. El sector farmacéutico es netamente importador, pues incluso los medicamentos que se producen localmente poseen en su mayor parte materia prima y material de empaque importados².

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

² Quezada Pavón Antonio, Espal - Espol, "La industria farmacéutica en el Ecuador: Mirando hacia adelante", Enero - Marzo 2011.



En su intención de diversificar sus márgenes, las cadenas farmacéuticas han impulsado líneas de negocio diferentes al de medicinas, las mismas que también están siendo reguladas y podrían restringirse en volumen, dados los controles de importación que está realizando el Gobierno a través de la norma INEN.

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

Adicionalmente, la demanda local (alrededor del 80%⁵) se inclina a consumir el producto importado cuyas marcas están bien posicionadas a nivel mundial, respaldadas por Laboratorios internacionales que realizan una gestión de comercialización más eficiente⁶.

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. Desde el año 2010 se observa una competencia más agresiva entre las cadenas farmacéuticas grandes, que ha implicado un desplazamiento gradual en la participación de mercado de las farmacias más pequeñas. A este escenario se suma la intervención y competencia que genera el Gobierno Central en la oferta de planes de salud y medicamentos a través de instituciones de salud pública⁷.

El 58.22% del mercado privado de comercialización y distribución de medicinas está cubierto por las dos cadenas de farmacias más grandes del país, Corporación GPF con 30.44% de participación y Difare con el 27.78%⁸. A pesar de su menor posicionamiento frente a las primeras, 9.14% de

participación, Farmaenlace es el que más creció en los dos últimos años. El 2.85% del mercado corresponde a Quifatex y el 29.79% 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 productos y servicios, incorporando incluso herramientas tecnológicas como valor agregado y se ha enfocado en ampliar la cobertura a nivel nacional ya sea mediante locales propios o a través de franquicias.

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

Como parte de las regulaciones estatales, en este año se crea una nueva institución pública (ARCSA⁹), adscrita al Ministerio de Salud, que se encargará de la autorización y control de los permisos de funcionamiento¹⁰. En caso del sector farmacéutico, dicha entidad busca ser más rigurosa en el control de licencias y registros, además de vigilar que cada farmacia cumpla con el requisito de contar con un químico farmacéutico titulado como representante¹¹.

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

³ Diario El Telégrafo; "La industria farmacéutica mejora su tecnología y mantiene su crecimiento"; Enero 16, 2012.

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

⁴ Quezada Pavón Antonio, Espae – Espol, "La industria farmacéutica en el Ecuador: Mirando hacia adelante"; Enero - Marzo 2011.

⁵ Diario El Telégrafo; "La industria farmacéutica mejora su tecnología y mantiene su crecimiento"; Enero 16, 2012.

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

⁶ Diario El Comercio; "Cuatro temas pendientes tiene la industria farmacéutica"; Octubre 9, 2011. http://www.elcomercio.com.ec/reportajes/incentivos-industria-farmaceutica-farmacuticas_0_568743219.html

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

⁸ IMS, Corporación GPF

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

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

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



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 el Grupo Corporación GPF en la economía ecuatoriana como generadora de empleo e impuestos a través de sus principales empresas: Farcomed y Econofarm; el posicionamiento de mercado que el Grupo ha alcanzado a nivel nacional bajo sus marcas “Fybeca” y “Sana Sana” y en la importancia que Econofarm tiene dentro del Grupo como generador del 52% de los ingresos por ventas y servicios.

El Grupo Empresarial Corporación GPF conserva su liderazgo en el mercado por su participación en ventas y emplea a 4,911 empleados, de los cuales 1,484 pertenecen a Farcomed y 2,370 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 585 locales a nivel nacional, pertenecientes en un 80% a la red Sana Sana y 16% a Fybeca.

A diferencia de su competencia directa, el Grupo GPF es propietario del 85% de sus locales. La oferta de productos de consumo masivo contribuye a la atomización del mercado y por tanto a la diversificación en clientes y proveedores.

El Grupo está 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 GPF ser competitivo frente a sus pares directos, fortaleciendo su posicionamiento a través de una mayor cobertura en la prestación de bienes y servicios a nivel nacional.

Econofarm S.A. surge como una estrategia de Corporación GPF frente a su competencia directa y su desempeño actualmente permite mejorar la rentabilidad del Grupo gracias al dinamismo en ingresos y una estructura de gasto menos pesada que en Farcomed.

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

facilitar incluso el establecimiento futuro de alianzas con el sector público.

Las planas Directiva y Administrativa de Corporación GPF están compuestas por profesionales que administran el negocio técnicamente. 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.

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

Si bien las políticas de endeudamiento, liquidez y reparto de dividendos se manejan a nivel corporativo, Farcomed es la empresa que financia la mayor parte de los proyectos del Grupo y también la que absorbe casi la totalidad del gasto financiero (alrededor del 77%), pese a que desde el año 2013 Econofarm empezó a asumir un mayor peso de la deuda corporativa. Los índices de deuda incluyen contingentes tributarios sin recargo de intereses que no se encuentran provisionados dado que según la Administración tienen una baja probabilidad de ejecutarse en el corto plazo.

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

Por otro lado, se continuará manteniendo una estructura pesada del gasto a nivel corporativo, sustentada en la diversificación de negocios y nuevas inversiones que buscan mejorar procesos críticos de operación. El peso del gasto empezará a diluirse a partir del año 2016 con la recuperación de las ventas y una mayor eficiencia en la gestión de costos y gastos.



El gasto se incrementó en el primer semestre del 2013 como consecuencia de una reestructuración en la plana administrativa, la misma que implicó la salida de dos ejecutivos de la alta gerencia y personal operativo, derivándose en mayores gastos por beneficios sociales que no estaban presupuestados. No se prevé que estos gastos extraordinarios sean recurrentes en los siguientes años.

El EBITDA del 2013 fue menor al alcanzado en años previos tanto a nivel corporativo como en las principales compañías del Grupo, siendo la contracción del EBITDA mayor en Farcomed que en Econofarm. Si bien a marzo del 2014 se advierte una recuperación en la generación de EBITDA, se tendrá que observar su desempeño en el transcurso del año.

La independencia que tengan las empresas del Grupo en la adquisición de sus propios inventarios favorece los márgenes de Farcomed, que suelen ser mayores en función de su estrategia en precios. No obstante, Farcomed tiene una estructura de gasto más pesada que Econofarm, implicando menores resultados operativos.

En el 2014 el crecimiento estará sustentado en la dinámica de las ventas de Econofarm, soportada en crecimiento orgánico y principalmente en la rentabilidad que proporciona apalancar el crecimiento en puntos franquiciados. Farcomed tendrá una menor tasa de crecimiento en el 2014 aunque se prevé que retome ritmos similares a su histórico a partir del año 2015.

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

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

Los dividendos en efectivo reconocidos a los accionistas no han permitido reducir los niveles de apalancamiento de los últimos períodos; sin embargo de acuerdo a la Administración en los próximos tres años (2014 - 2016) no se repartirán dividendos por más del 30% de las utilidades generadas. En el 2013 se concretó un reparto de dividendos equivalente al 49% de las utilidades,

que en todo caso es menor al 89% que fue distribuido en el 2012.

La variación positiva de capital de trabajo para fines del 2013 permitió mantener el endeudamiento dentro de lo planificado a nivel corporativo y mayor holgura en los indicadores de liquidez, los mismos que se mostraron bastante presionados en el transcurso del año. La estrechez en los índices de liquidez podría persistir en los próximos años, mientras dure el período de inversión planificado por la Administración.

El riesgo de refinanciamiento de la deuda se mitiga parcialmente por el acceso que han demostrado las principales compañías del Grupo a líneas de crédito bancario y por una estructura más equilibrada a nivel corporativo de la deuda en el corto, como en el largo plazo, apoyada por el financiamiento proveniente del mercado de valores.

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.

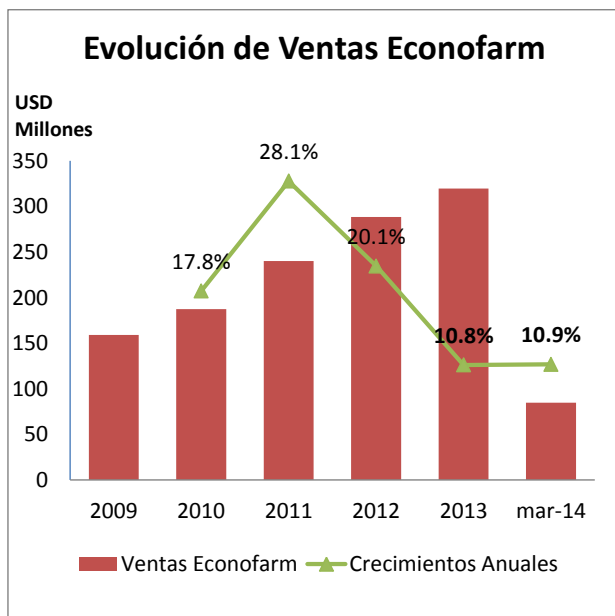


Si bien la participación de esta forma de pago es baja en comparación a las ventas en efectivo, mantiene una tendencia a incrementarse, y su eliminación tendría un efecto negativo en la experiencia del cliente y el nivel de ventas. Por los motivos expuestos consideramos que la continuidad de las ventas 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 del año 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.



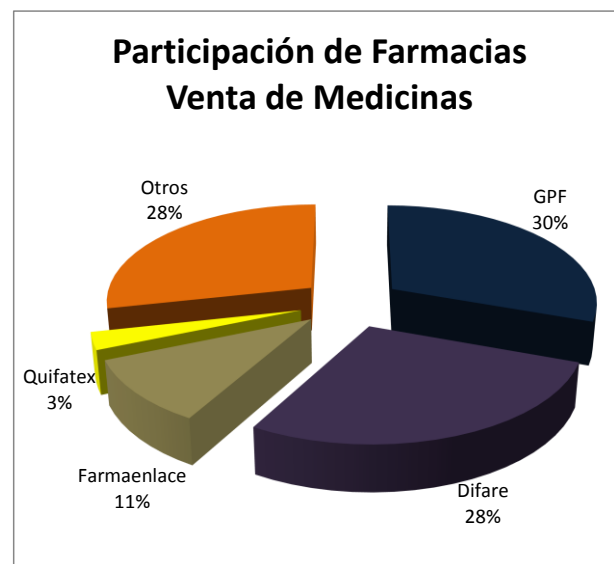
Fuente: Econofarm
Elaboración: BankWatch Ratings.

Econofarm ha mantenido un importante crecimiento en ventas en los últimos años, el cual se ha apoyado en el incremento en el número de sus locales, de los cuales el 89% son propios y el 11% restante son franquiciados.

En el 2013 las ventas de la Empresa se incrementan en 10.8%, nivel un poco menor que la expectativa inicial (11.7%) aunque superior al crecimiento del sector farmacéutico (8.45%).

De acuerdo a la información publicada por la firma especializada Internacional Marketing Services

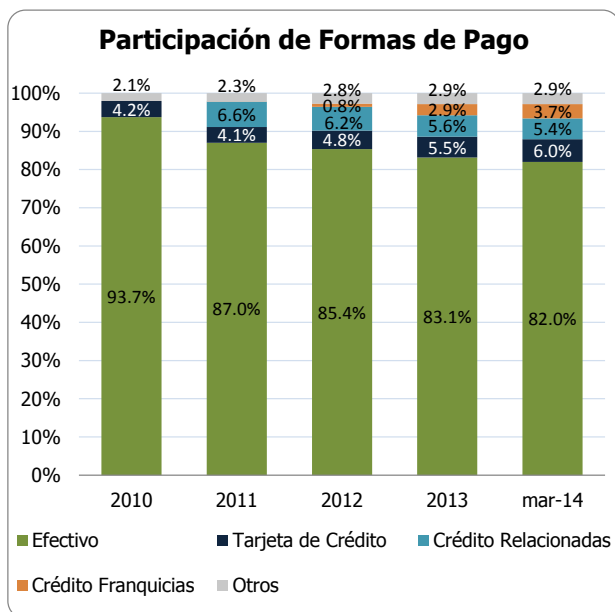
(IMS) a diciembre-2013, las farmacias Sana Sana ocuparían el segundo lugar en ventas de medicinas, con una participación del 17.7%, atrás de las farmacias Cruz Azul (22.8%). Si se analiza la participación por grupo, Corporación GPF, al que pertenece Econofarm, mantendría el liderazgo de mercado, con una participación de 30.4%.



Fuente: Econofarm
Elaboración: Bankwatch Ratings.

Alrededor del 59% de las ventas de la empresa son medicinas, porcentaje que 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 12% de las ventas (6% en 2010). El 29% restante corresponde principalmente a artículos de bazar y perfumería y en un porcentaje representativo se compone de productos importados por el Grupo y por terceros.

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



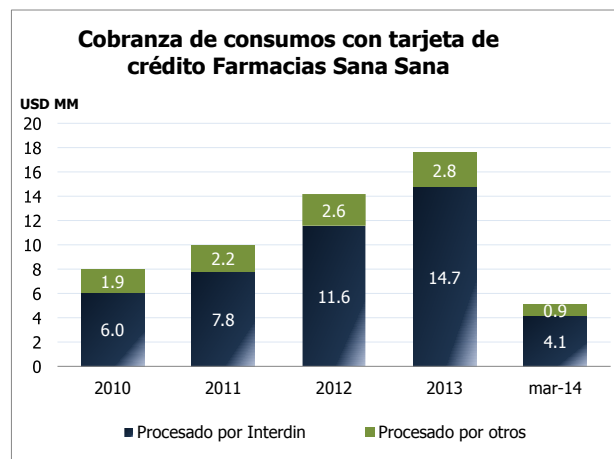
Fuente: Econofarm
 Elaboración: BankWatch Ratings

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. También empieza a tomar importancia las ventas a crédito a las franquicias Sana Sana, puesto que Econofarm impulsó este modelo de negocio a partir del 2013.

Derecho de cobro titularizado y cobertura de la emisión

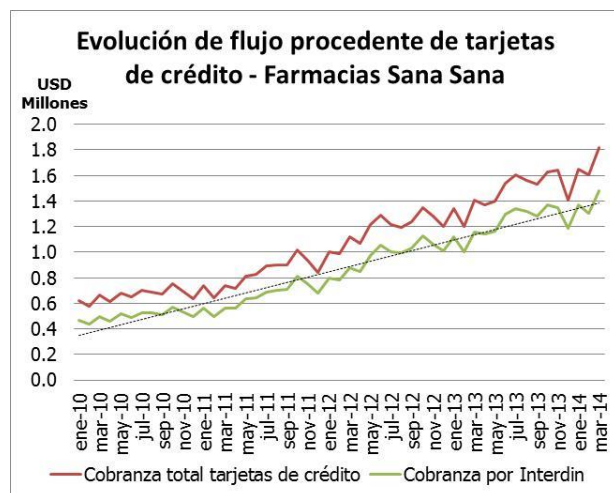
Econofarm mantiene desde marzo-2011 un Contrato Mercantil de Afiliación de Establecimientos y Adquirencia, mediante el cual la Empresa se compromete a consignar directamente a Interdin las ventas realizadas con las tarjetas de crédito Diners Club, Visa y MasterCard, por medios automatizados. La tarjeta 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 tarjetahabientes 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.

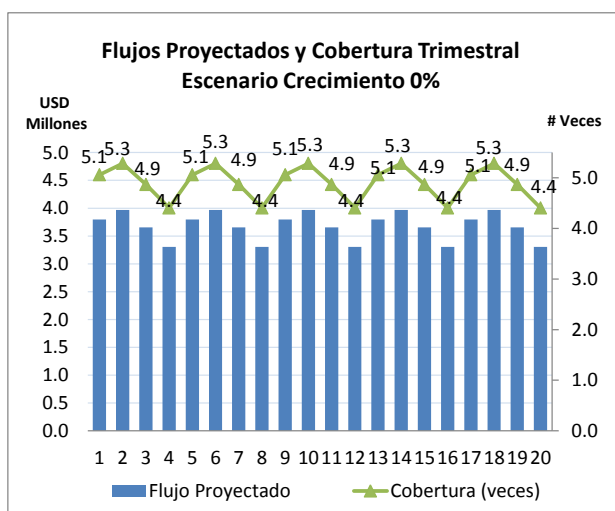
Como se aprecia en el cuadro anterior, la evolución del derecho de cobro a titularizar mantiene una tendencia histórica positiva, que se esperaría se mantenga en los próximos años, en función de las proyecciones de la Empresa y las perspectivas de la Industria. El crecimiento de las ventas con tarjeta de crédito procesadas por Interdin en el 2013 fue de 27.3%, y en los primeros tres meses del 2014 la tendencia se mantiene.

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 del 2013, 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 considera que todas las series fueron emitidas en un mismo día, por lo que sus tablas de amortización se encuentran alineadas.

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	4.40
Cobertura máxima	5.29
Cobertura promedio	4.90

La cobertura calculada es ligeramente más alta a la proyectada en la calificación inicial debido al cambio de período base utilizado, y si es que se cristalizan las expectativas de crecimiento futuro de la Empresa, esta tendería a incrementarse 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 22.7 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.

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

Fecha de corte	mar-2014
Activo Líquido (USD M)	10,236.44
Activo Ajustado (USD M)	76,786.68
Activo Total (USD M)	91,955.60

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	7,218.16	7,218.16	1.42	10.64
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria / hipotecaria)	-	7,218.16	1.42	10.64
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	68,722.56	75,940.72	0.13	1.01
TOTAL		75,940.72	75,940.72	0.13	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 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.

Resumen de la Estructura

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.

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.

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 aprovisionado 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 aprovisionados 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, deben 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.

A la fecha de corte el Fideicomiso mantiene una cuenta corriente en Produbanco y una en Banco Central.

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;

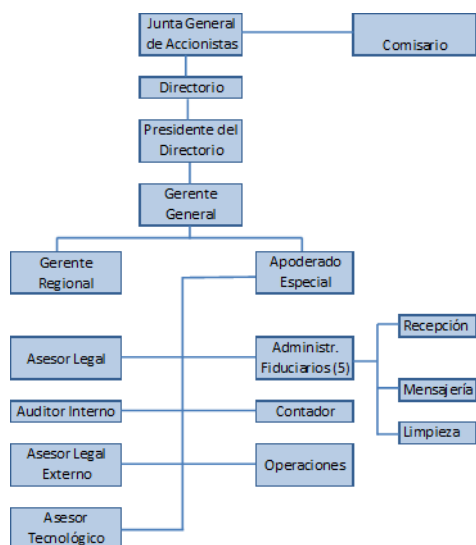
3) Si al fideicomiso no le es posible pagar íntegra y/u oportunamente los valores en los términos y condiciones estipulados en el contrato de constitución del fideicomiso y en los valores, pudiendo manejarse un margen de tolerancia de hasta máximo 30 días calendario posteriores a la fecha en que debió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

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.

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 Fybeca, que en agosto-2012 colocó de forma exitosa los valores por un monto autorizado de USD 12.5MM.

Se indica como hecho subsecuente que la totalidad de los valores emitidos por el presente se realizó el 14 de abril, demostrándose una alta demanda por este título.

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 calificadora 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.