



Ecuador
Tercer Seguimiento

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

Calificación

Clase	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, 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:

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

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

Fundamento de la calificación

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

Probabilidad alta de continuidad de negocio del Originador y del derecho de cobro titularizado: Se estima que la probabilidad de que el Originador se mantenga como negocio en marcha es elevada y superior a su calificación de riesgo de crédito, que también se encuentra dentro de una escala alta de inversión. Este criterio se fundamenta en la trascendencia que tiene Corporación GPF en la economía nacional como generadora de empleo e impuestos, a través de sus principales empresas, entre ellas 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 dentro del Grupo. De forma similar, estimamos que la continuidad de uso de las tarjetas Visa, MasterCard, Diners y Discover en los locales Sana Sana, a partir de lo cual se genera el derecho de cobro titularizado, es altamente probable mientras el Originador continúe como empresa en marcha.

Estructura legal adecuada: La calificación reconoce la prelación efectiva que otorga la estructura a los inversionistas, respecto al derecho de cobro titularizado, el cual es acreditado directamente por 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 emitido representa un porcentaje bajo del pasivo del Originador y del Grupo al que pertenece, por lo cual se esperaría que, en un escenario de estrés financiero elevado, el Originador pueda negociar una reestructuración de sus pasivos, y al mismo tiempo continuar generando ventas, y por tanto el flujo requerido por la presente estructura para el pago de sus obligaciones.

Opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo: La cesión irrevocable de los derechos de cobro de 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 a noviembre-2014. Información adicional relevante sobre el activo subyacente y la evolución del Fideicomiso a noviembre-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 noviembre-2014. Información adicional relevante solicitada al Originador a noviembre-2014. Los estados financieros auditados presentan una opinión limpia respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF.
- Estados financieros consolidados de la Corporación Grupo Fybeca (GPF) de los años 2012 y 2013, auditados por PricewaterhouseCoopers. Estados financieros directos del Grupo a noviembre-2014; información relevante de la Corporación GPF a noviembre-2014.
- Estados financieros proyectados de Econofarm por el plazo de vigencia de la emisión.
- Proyección para el año 2014 y 2015 de los estados financieros de Corporación GPF, Econofarm y Farcomed. Proyección de Estado de Pérdidas y Ganancias del Grupo para el período 2015-2018.
- Flujos históricos de las ventas de Econofarm y del derecho de cobro titularizado desde enero-2010 a noviembre-2014. Información adicional considerada relevante sobre el proceso de titularización, y las distintas contrapartes de este proceso, a noviembre-2014.

La calidad crediticia del Originador se establece en función del análisis tanto de los estados

financieros individuales como 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 de la Corporación Grupo Fybeca (GPF). Las dos mayores empresas generadoras de flujos son Farcomed, que concentra la mayoría de endeudamiento del Grupo y Econofarm, que lidera la estrategia de crecimiento.

Hechos Relevantes

Código Orgánico Monetario y Financiero

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

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

Consideramos que DCE y su subsidiaria Interdin S.A., tienen actualmente una posición financiera sólida y sostenible en el tiempo bajo las circunstancias actuales y parámetros previsibles. Considerando las características del negocio, estimamos altamente probable la continuidad de DCE e Interdin como empresas en marcha.

En el caso de Interdin, subsidiaria de DCE, el Código define que la instituciones que presten servicios auxiliares de las actividades financieras, dentro de los cuales están los servicios transaccionales, deben ser personas jurídicas no financieras constituidas como sociedades anónimas, controladas societariamente por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, y por la Superintendencia de Bancos en lo que respecta a los servicios auxiliares relacionados con actividades financieras que presten.

El Código permite que las entidades financieras privadas participen en el capital de estas compañías, de acuerdo con lo dispuesto en este Código, convirtiéndolas por esta participación en subsidiarias o afiliadas.



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 el cuadro que se expone a continuación.

	Clase A*
Monto Autorizado (USD)	12.5 millones
Saldo Insoluto (USD M)	11.4 millones
Fecha Emisión	14-abr-14
plazo (días)	1,800 días
Fecha Vencimiento	14-abr-19
Primer pago Capital	90 días
Pago Interés	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.

El 14 de abril de 2014 se realiza la colocación de la totalidad de las series que conforman la clase A, por lo que toda la clase tiene la misma fecha de 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.

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.

A la fecha de corte han transcurrido siete meses desde la fecha de emisión, y se han pagado en tiempo y forma dos dividendos trimestrales de capital e interés de todas las series que componen la clase A.

Fondos Disponibles e Inversiones

A noviembre-2014, el Fideicomiso mantiene fondos disponibles por USD 65.4M depositados casi en su totalidad en una cuenta corriente en Produbanco.

El Fideicomiso mantiene adicionalmente certificados de depósito en Banco Promerica, que suman USD 313M, y que vencen antes del pago del siguiente dividendo trimestral de la emisión, a realizarse en febrero-2015.

De estos recursos, la mayoría corresponde a la provisión para el pago del próximo dividendo trimestral de la clase A (USD 375M.)

Además de estos recursos, el Fideicomiso mantiene un depósito a plazo en Produbanco por USD 68M, cumpliendo así con lo requerido en el contrato de constitución del Fideicomiso, en relación a la conformación Depósito en Garantía, cuyo objetivo es cubrir desfases leves del flujo proyectado. A pesar de estar a nombre del Fideicomiso, esta inversión se encuentra únicamente registrada en cuentas de orden; de acuerdo a la Fiduciaria esto se realiza en función de la solicitud del organismo regulador en este sentido, por ser un activo otorgado en garantía.

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 a 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.

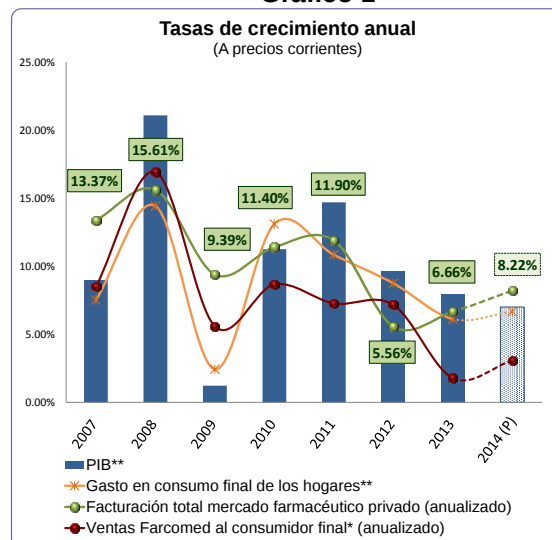
La emisión representa un bajo porcentaje del pasivo total de Econofarm, lo que permitirá que en un escenario de estrés elevado, la empresa pueda negociar con otros acreedores una restructuración de su deuda, manteniendo al mismo tiempo la operatividad normal de su negocio y reflejando por ende la prelación efectiva de esta titularización sobre otros pasivos de Econofarm. El peso agregado de esta titularización y de la originada por Farcomed, representa únicamente 9.4% del pasivo total de Corporación GPF.

Por último, el Originador ha otorgado una fianza solidaria para el pago de los pasivos con inversionistas. La fiduciaria deberá informar al Originador en caso de que, siete días hábiles antes de la fecha de cada pago, exista insuficiencia de recursos para dicho pago y por ende de la imposibilidad de completar la provisión. 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.

En el informe de la calificación inicial, disponible en www.bankwatchratings.com, puede encontrarse un resumen de las principales características de esta estructura.

Entorno Macroeconómico y Riesgo de la Industria del Originador

Gráfico 1



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

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

Fuente: BCE, IMS, Corporación GPF.

Elaboración: BWR.

El crecimiento del mercado farmacéutico ecuatoriano fluctúa en relación a los ciclos económicos, vinculándose de manera directa con el comportamiento histórico del PIB y con la capacidad de consumo de los hogares. Por lo general, la facturación del sector ha mostrado menor sensibilidad que otros mercados en épocas de recesión económica por tratarse de la comercialización de bienes de primera necesidad y debido a que la demanda de fármacos tiende a ser menos elástica al precio frente a una oferta limitada de productos sustitutos.

El sector no ha podido alcanzar su ritmo de crecimiento histórico desde el año 2012, a partir del cual se advierte una clara desaceleración del mercado atada a un menor desempeño económico y una mayor competencia e intervención del Estado. En el período comprendido entre los años 2007 al 2011 el sector farmacéutico privado creció en 12.33% en promedio, mientras que en los tres últimos años el crecimiento promedio fue de alrededor del 7%.

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



macroeconómico de menor crecimiento derivado de la caída internacional de precios del petróleo.

Al ser un sector de interés social, los precios están regulados por el Ministerio de Salud Pública del Ecuador, institución que establece márgenes máximos a través de la cadena de distribución y ejerce un control de precios de venta de los laboratorios por producto y presentación individual, en función del costo de producción o importación.

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

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

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

A nivel mundial, el sector farmacéutico opera bajo economías de escala con un alto costo de fabricación en mercados pequeños como el Ecuador², factor que resta competitividad al producto nacional frente al importado. Por otro lado, alrededor del 80%³ de la demanda local se inclina a consumir el producto importado cuyas marcas están bien posicionadas pues se respaldan en laboratorios internacionales que realizan una gestión de comercialización más eficiente⁴.

Por estas razones, el sector farmacéutico ecuatoriano es estructuralmente importador, incluso los medicamentos que se producen localmente poseen en su mayor parte materia prima y material de empaque importados⁵. Recientes regulaciones buscan la incorporación de materia prima local en las medicinas que se

producen en el país, equivalente en al menos un 30% de su costo de producción⁶, medidas que se derivan del esquema de sustitución de importaciones impulsado por el Gobierno.

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

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

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

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

El marco legal establecido para el sector constituye su principal riesgo, pero también se ha convertido en una barrera de entrada importante para operadores internacionales. Cabe indicar que si bien existe control de precios, los incrementos

¹ Diario El Universo, "Ministerio de Salud señala que medicamentos estratégicos bajarán un 30% de su precio", 28 de enero del 2015.

<http://www.eluniverso.com/noticias/2015/01/28/nota/4492686/medicamentos-estrategicos-bajaran-30-mientras-que-no-estrategicos>

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

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

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

⁴ 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

⁵ Quezada Pavón Antonio, Espae – Espol, "La industria farmacéutica en el Ecuador: Mirando hacia adelante", Enero, Marzo 2011.

⁶ Resol No. 12-195 emitida por el MIPRO, Fuente: Asociación de Laboratorios Farmacéuticos Ecuatorianos ALFE.

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



autorizados por el Estado han logrado compensar históricamente la tasa de inflación.

Riesgo de Crédito y de Continuidad del Negocio del Originador

La metodología de calificación de titularizaciones de flujos futuros requiere de un análisis de la probabilidad de que el Originador se mantenga como negocio en marcha, puesto que los flujos futuros que pagarán las obligaciones del Fideicomiso dependen del mismo. Partiendo de este análisis se realiza una valoración del riesgo de la titularización, considerando además la fortaleza que le brinda la estructura frente a las obligaciones generales de Econofarm, 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 madurez y presencia de mercado que tienen Farcomed y Econofarm a través de las marcas que comercializan, “Fybeca” y “Sana Sana”, en el respaldo financiero que ambas compañías representan para la Corporación Grupo Fybeca (GPF) al ser las mayores generadoras de flujo (79% del EBITDA) y su trascendencia para la economía nacional como una fuente importante de empleo e impuestos.

El Grupo GPF se ubica dentro de los diez mayores empleadores del país, generando 5,237 plazas de empleo, de las cuales 1,504 pertenecen a Farcomed y 2,666 a Econofarm. La presencia del Grupo se refleja en su red comercial de farmacias, que en puntos de venta es la segunda más importante del país, conformada por 564 locales propios y 51 franquicias a nivel nacional. A diferencia de su competencia directa, GPF es propietario de la mayoría de sus locales, los mismos que pertenecen en un 83% a la red “Sana Sana” (sin incluir franquicias) y 14% a Fybeca.

En los próximos años, el crecimiento orgánico del negocio, a través de locales propios, estará supeditado a la flexibilidad gubernamental para otorgar permisos de funcionamiento. A la fecha de análisis, estos permisos están restringidos para todo el mercado. En ese sentido, la orientación de la Administración para mejorar la cobertura del Grupo estará vinculada en el mediano plazo a la

ampliación de franquicias bajo la marca “Sana Sana” pues el crecimiento de “Fybeca” en número de locales será marginal. Por otro lado, la facturación de este y los próximos años dependerá de estrategias que buscan potenciar la rentabilidad y eficiencia de locales comerciales ya instalados.

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

El Grupo está integrado en su mayor parte por empresas que pertenecen al ámbito de la salud, las mismas que constituyen unidades de negocio orientadas a cubrir nichos específicos de mercado. Esta composición le permite al Grupo ser competitivo frente a sus pares directos y fortalecer su posicionamiento a través de una mayor prestación de bienes y servicios. Además de la cobertura geográfica, la oferta de productos de consumo masivo, la prestación de servicios y nuevos canales de distribución son factores que contribuyen a la atomización del mercado y por tanto a la diversificación en clientes y proveedores.

Farcomed y Econofarm pertenecen a un mercado competitivo y cada vez más regulado, dos factores que limitan el libre establecimiento de los precios. El segmento de bienes de consumo, bazar y perfumería no tiene regulación en precios permitiendo que el Grupo obtenga un margen atractivo y diversificado, sin embargo esta rama también está siendo regulada vía restricción de importaciones. A pesar de la coyuntura actual del mercado, el sector de la salud tiende tener una demanda menos elástica al precio ante la ausencia de sustitutos inmediatos.

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

En cuanto al riesgo de crédito de las dos empresas, a la fecha mantienen de manera individual y como Grupo un endeudamiento inferior a lo planificado debido a que hasta nov-2014 solo se ejecutó el 53% de las inversiones en



CAPEX que se habían presupuestado para este año. No obstante, los índices de endeudamiento se ubican todavía en niveles moderados, posición que fue necesaria para cubrir un alto requerimiento de capital de trabajo destinado a un pago anticipado a proveedores, compra de inventarios y mayores anticipos de proyectos e impuestos.

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

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

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

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

Los dividendos reconocidos a los accionistas no han permitido reducir los niveles de apalancamiento de los últimos períodos. Desde el año 2013 existe el compromiso tanto de los

accionistas como de la Administración de repartir un monto menor de las utilidades generadas a nivel corporativo, 49% efectivizadas en el 2013 y entre el 30% al 40% para los años 2014 y 2015.

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

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

Riesgo de continuidad del derecho de cobro titularizado

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

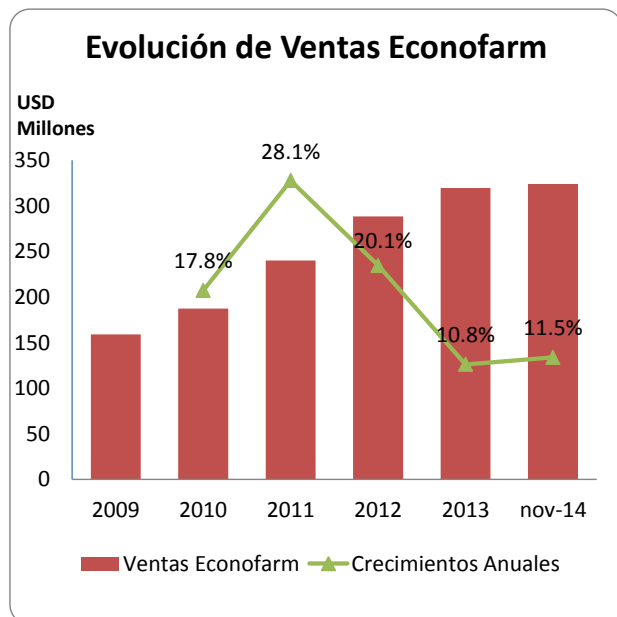
Si bien la participación de esta forma de pago es baja en comparación a las ventas en efectivo, mantiene una tendencia a incrementarse, y de eliminarse tendría un efecto negativo en la experiencia del cliente y el nivel de ventas. Por los motivos expuestos consideramos que la continuidad de las ventas con tarjeta de crédito es altamente probable, y está directamente vinculada 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 Fybeka).

Econofarm 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.

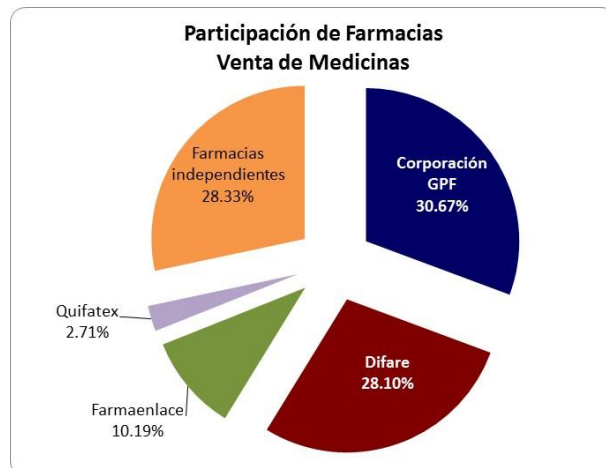


Fuente: Econofarm
 Elaboración: BankWatch Ratings.

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 90% son propios y el 10% restante son franquiciados.

En el 2014 la Empresa Econofarm optimiza y amplía varios locales existentes, lo que se refleja en un crecimiento en ventas interesante de 11.5% a noviembre-2014 (frente al mismo período del año anterior), a pesar de que se redujeron dos locales franquiciados y aumentó solo un local Sana Sana propio. Para el año 2015, se espera un crecimiento de alrededor de 6%, que estaría limitado por las restricciones existentes nombradas en la sección de Riesgo de la Industria.

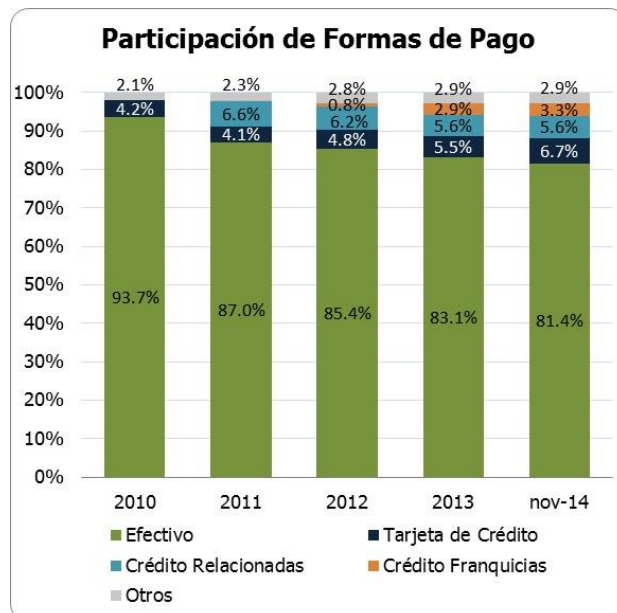
De acuerdo a la información publicada por la firma especializada Internacional Marketing Services (IMS) a junio-2014 provista por el Originador, las farmacias Sana Sana ocuparían el segundo lugar en ventas de medicinas, con una participación del 18.2%, atrás de las farmacias Cruz Azul (23.0%). Si se 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 62% de las ventas de Econofarm 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 16% de las ventas (6% en 2010). El 21% restante corresponde principalmente a artículos de bazar y perfumería y en un porcentaje representativo se compone de productos importados por terceros.

Las ventas muestran una baja estacionalidad, registrándose en promedio entre el 51% y 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 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 ha impulsado este modelo de negocio desde el 2013.

Derecho de cobro titularizado y cobertura de la emisión

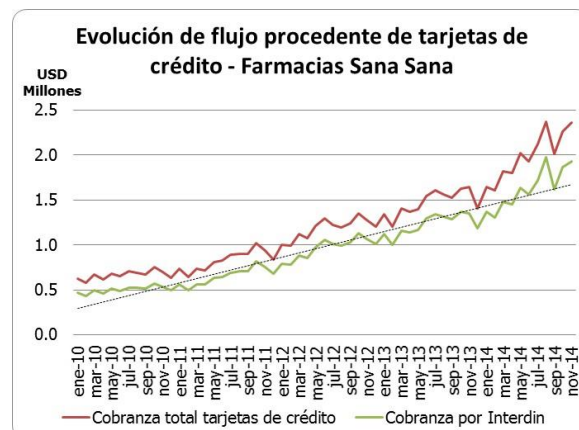
Econofarm mantiene desde marzo-2011 un Contrato Mercantil de Afiliación de Establecimientos y Adquirencia, mediante el cual la Empresa se compromete a consignar directamente a Interdin las ventas realizadas con las tarjetas de crédito Diners Club, Visa y MasterCard, por medios automatizados. La tarjeta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

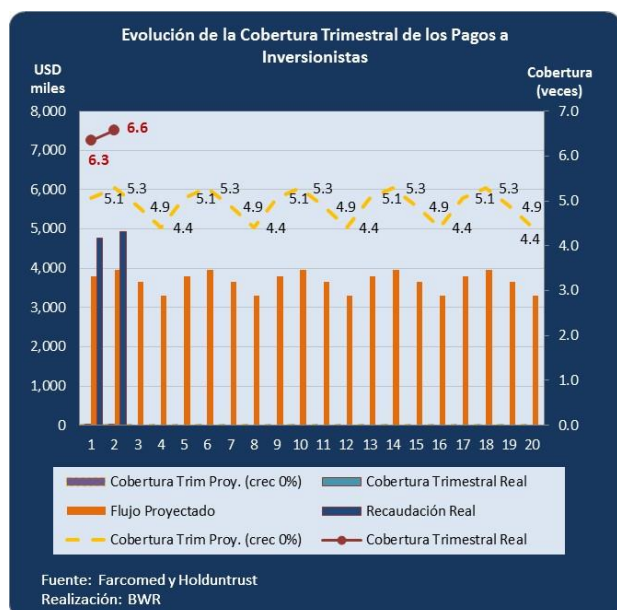
La información correspondiente a los consumos con tarjetahabientes se envía diariamente a Interdin por medios electrónicos, y el pago es acreditado en una cuenta a la vista de Econofarm en un plazo de dos días hábiles para consumos bajo la modalidad corriente, y de hasta 15 días para los consumos diferidos.



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. Si bien el entorno presenta nuevos retos por los cambios regulatorios en el sector farmacéutico, bajo circunstancias previsibles se esperaría que el crecimiento siga siendo positivo en los próximos años. En el 2014 el monto procesado por Interdin representó el 81.6% de las ventas con tarjeta de crédito de Econofarm, con un crecimiento de 32.2% frente a lo procesado en el mismo período del año anterior.

Para la proyección de la cobertura de la estructura se utilizó en un comienzo un escenario de 0% de crecimiento de los flujos que recibirá el Fideicomiso. En la realidad, el derecho de cobro se ha incrementado en el tiempo como se indicó en párrafos anteriores, por lo que la cobertura a los dividendos trimestrales muestra una tendencia a incrementarse en el tiempo, como se puede apreciar en el siguiente gráfico.



Fuente: Econofarm
Elaboración: BankWatch Ratings

Si bien la cobertura trimestral variará en función de la estacionalidad propia de las ventas de Econofarm, se espera que esta se mantenga en niveles holgados respecto a la volatilidad normal del derecho de cobro. Esto 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.

Si es que se cristalizan las expectativas de crecimiento futuro de la Empresa, la cobertura continuaría incrementándose durante el tiempo de la emisión.

Por último, el exceso de flujos existente en los primeros siete meses desde la emisión cubre en 24 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	nov-14
Activo Líquido (USD M)	5,791.01
Activo Ajustado (USD M)	75,611.85
Activo Total (USD M)	98,655.05

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	9,644.55	9,644.55	0.60	7.84
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	9,644.55	0.60	7.84
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	73,876.20	83,520.75	0.07	0.91
TOTAL		83,520.75	83,520.75	0.07	0.91

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

Para el cálculo de los activos susceptibles de convertirse en garantía general, se restaron del valor en libros del activo total, los intangibles, gastos pagados por anticipado, activos diferidos, cuentas por cobrar e inversiones en empresas relacionadas, entre otros. A la fecha, Econofarm no mantiene ningún activo pignorado.

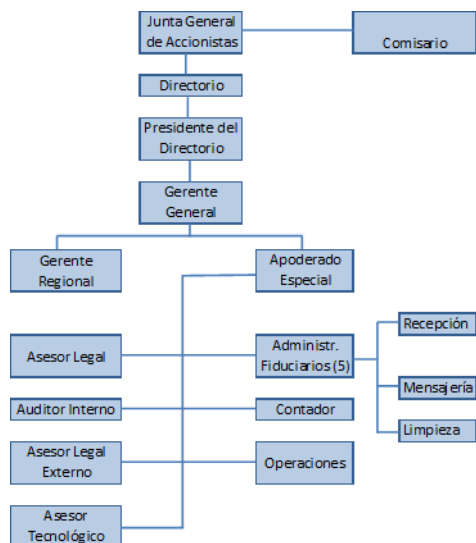
Cabe indicar que la calificación otorgada se fundamenta en el análisis del Originador como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para esta calificación.

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

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

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

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



El 4 de mayo de 2012, el 99.9975% de las acciones de la Fiduciaria, anteriormente llamada UNIFIDA, se transfieren a la compañía neozelandesa HOLDUN INVESTMENT PARTNERS LTD y el 14 de agosto del mismo año se inscribe en el Registro Mercantil la reforma a los estatutos la compañía, cambiando su denominación a HOLDUNTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.

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

Los principales funcionarios de la institución tienen capacitación técnica y experiencia en el sistema financiero y otros sectores económicos. La Fiduciaria tiene cinco años en el mercado, y administra varios negocios fiduciarios, incluyendo procesos de titularización de flujos futuros.

HOLDUNTRUST administra la información fiduciaria en el sistema especializado Gestor Inc., con sus respectivos niveles de acceso y seguridad a los diferentes módulos del sistema. La información importante es respaldada a diario en medios ópticos y cintas magnéticas, y semanalmente se almacena en casillero de seguridad de un banco local.

En nuestro criterio, HOLDUNTRUST posee la capacidad técnica y administrativa necesaria para actuar como Fiduciaria del presente proceso de titularización.

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

La presente titularización es la primera incursión del Originador en el mercado de valores, 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.

El 14 de abril del 2014 se colocó la totalidad de los valores emitidos por la presente estructura, demostrándose una alta demanda por estos títulos.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros no son de responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la 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.