



Ecuador
Tercer Seguimiento

Tercera Titularización de Flujos - Portafolio CFN

Calificación

Valores	Calificación actual	Calificación anterior	Último cambio
VTC-TERCERA-PORTAFOLIO-CFN	AAA	NC	-

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación.

Último Cambio: Fecha del comité de calificación en el que se decidió el cambio de calificación.

NC: No registra cambio de calificación; **N/A:** No aplica

AAA: "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:* Corporación Financiera Nacional.
- *Agente de Manejo:* Fiduciaria del Ecuador Fiduecuador S.A.

Contactos:

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

Andrea Coronel
(5932) 226 9767 ext. 108
acoronel@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de 'AAA' a los valores emitidos por el Fideicomiso Tercera Titularización de Flujos - Portafolio CFN.

Calificación Local: La calificación emitida pertenece a una 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.

Alta cobertura del activo subyacente: Además del portafolio de obligaciones y titularizaciones, que representan 1.34 veces el saldo de los títulos colocados, el Fideicomiso mantiene fondos disponibles y certificados de depósito de corto plazo, que cubren en 235.7% del saldo de capital de los títulos colocados. En su conjunto, estos activos le dan fortaleza a la estructura para soportar elevados niveles de estrés.

Buena calidad del activo subyacente, con concentración moderada por emisor/originador: Si bien el portafolio de emisiones y titularizaciones está diversificado en 20 emisores u originadores, la inversión más importante representa el 32.6% del saldo de estos dos tipos de instrumentos. El riesgo de concentración se encuentra mitigado por el elevado nivel de sobrecolateral que mantiene la titularización. A la fecha de corte existe una posición que se encuentra en estado de incumplimiento y representa el 2.93% del portafolio.

Elevada capacidad para generar los flujos de fondos requeridos: El modelo de flujos de fondos utilizado por la calificadoradora analiza la posibilidad que tendría la estructura de cumplir con el pago en tiempo y forma de los valores emitidos dentro de un escenario de estrés elevado consistente con la calificación AAA. En función de dicho análisis, se concluye que el Fideicomiso tiene una elevada capacidad para generar los flujos de fondos requeridos.

Independencia del riesgo crediticio del Originador: Los flujos futuros que servirán para el repago de la emisión calificada provienen de las inversiones que pertenecen al Fideicomiso, y su recaudación está a cargo de la fiduciaria, por lo cual la capacidad de pago del Fideicomiso se encuentra independizada del riesgo de crédito del Originador.

Contrapartes evaluadas favorablemente: La cobranza de los dividendos del portafolio se hace a través de los depósitos centralizados de Compensación y Liquidación de Valores, DCV y DECEVALE en caso de ser desmaterializados, o directamente con las instituciones financieras emisoras, para los certificados de depósito. La recaudación se hace en cuentas del Fideicomiso por lo cual el riesgo de contraparte se encuentra mitigado. La Fiduciaria cuenta en nuestro criterio con la capacidad y recursos técnicos necesarios para desempeñar su gestión adecuadamente.

Opinión legal favorable sobre estructura: Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo.

Fecha Comité: abril 26, 2018
Estados Financieros a: febrero, 2018

Presentación de Cuentas

El presente análisis se encuentra fundamentado principalmente en los siguientes documentos e información:

- Contrato del Fideicomiso y demás documentos legales pertinentes.
- Estados financieros del Fideicomiso del 2015 auditados por la empresa Moore Stephens y estados financieros del 2016 y 2017 auditados por Consultora Jiménez Espinoza CÍA. LTDA., con opinión limpia sobre la razonabilidad de su presentación con base en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
- Estados financieros no auditados del Fideicomiso a febrero 2018, preparados de acuerdo a las normas NIIF.
- Información sobre la conformación y características del activo subyacente del Fideicomiso, relevante para el análisis de capacidad de pago de los títulos emitidos, con la misma fecha de corte.
- Reporte de Constancia de Depósito y Extracto de Subcuenta de DECEVALE y DCV, respectivamente, que respaldan la propiedad por parte del Fideicomiso de las obligaciones y titularizaciones que forman parte su activo.
- Información relevante sobre el Agente de Manejo y su capacidad para administrar el Fideicomiso.
- Informes de calificación de riesgo, estados financieros al 2016, hechos relevantes publicados por la bolsa de valores de Quito, y demás información pública sobre los títulos vigentes transferidos al Fideicomiso.
- Documento *Fitch Latin America Comparative Statistics Book -2016*, publicado por Fitch Ratings el 23 de Agosto de 2016.
- Documento *Chilean Comparative Statistics Book - 2016*, publicado por Fitch Ratings el 22 de junio de 2016.

Entorno Económico y Riesgo Sectorial

Entorno Político - Económico

Las expectativas de las elecciones presidenciales y de la Asamblea, a mediados del 2016 hasta mayo 2017, influyeron en el direccionamiento de la política y economía del país. El Gobierno saliente estuvo empeñado en ganar las elecciones y vía endeudamiento, mantuvo un gasto público alto, incrementando, sin fórmula de sostenibilidad, la liquidez del sistema. Podemos afirmar que la economía se sustentó en el ritmo de los desembolsos de la deuda

externa e interna, que alimentó buena parte de la bonanza que se dio en el 2017.

Los resultados de las elecciones, luego de un proceso polémico, dieron el triunfo al partido de gobierno, tanto en asambleístas como presidente. El escenario político y económico con el que el nuevo presidente, recibió al país, ha estado marcado por complicados problemas. El presidente saliente proclamaba, dejar las cosas en orden, siendo firmemente desvirtuado por el nuevo presidente, dando inicio a un duro conflicto político entre los dos líderes de Alianza País.

Alimentado por el gasto público, el año 2017 fue un mejor año comparado con del débil 2016, donde se obtuvo un decrecimiento de -1.6%. De acuerdo a datos estimados del gobierno, la economía habría crecido en 3.0%, superando los propios supuestos iniciales de 1.4% y los del FMI que estimó un 2.17%.

Este crecimiento estuvo respaldado por una importante aceleración del consumo de los hogares, incremento del gasto corriente del gobierno y una moderada recuperación del precio del petróleo que mejoró el riesgo país y ayudó a volver entrar en los mercados internacionales con nuevas emisiones de bonos. Sin embargo, el crecimiento anunciado no se sustenta en crecimiento de la inversión, que continúa cayendo, lo cual nos hace pensar que no se tendrá un crecimiento futuro de la producción.

El consumo de los hogares se reactivó, igual que las exportaciones; se retiraron las salvaguardias comerciales y se dio un incremento en el nivel de importaciones del 22.4%, lo cual pone en duda la sostenibilidad de la balanza comercial.

El sector financiero capturó estos crecimientos de liquidez a través de los depósitos del público, incrementando en el 2017 en 4.3% (USD 1.250 millones), al pasar de USD 29.430 millones a USD 30.680 millones. Este crecimiento se reflejó, en expansión de la cartera del 13.5%, apoyando al consumo de bienes.

SECTOR EXTERNO

Las exportaciones (USD 19.123MM) tuvieron una variación positiva anual de 13.8%, las petroleras incrementaron en 26.6%, por aumento de los precios, pero disminuyeron en volumen (-3.5%); las no petroleras crecieron en 7.7% en valores relativos y 3.6% en absolutos y constituyen el 63.8% del total de exportaciones.

Factores como la apreciación de las monedas de nuestros vecinos y el debilitamiento del dólar beneficiaron las exportaciones ecuatorianas, aunque

estas causas son variables ya que hubo un importante recorte de impuestos corporativos en Estados Unidos, donde se bajó la tasa impositiva de 35% a 21%, medida que podría volver a fortalecer el dólar.

La recuperación económica del 2017, impulsó también el crecimiento de las importaciones en un 22.4% (USD 19.033MM), disminuyendo el superávit comercial alcanzado en el 2016 de 1.248MM a 89MM en el 2017. Los bienes de consumo registraron un incremento del 31.2%, el mayor dentro del monto total de compras que el país hizo a otras naciones del mundo. Al respecto varias autoridades del gobierno hicieron público su preocupación por la fuerte salida de divisas que afecta a las reservas internacionales, que no se encuentran en niveles adecuados. Se esperaría una restricción a las importaciones mediante el incremento de los aranceles a los máximos permitidos por la OMC, o restricciones y/o encarecimiento del crédito a productos de consumo importados.

SECTOR EXTERNO 2				VAR
USD Millones (FOB)	2015	2016	2017	2016-2017
- Reserva Internacional	2.496	4.259	2.451	-42,5%
- REMESAS		2.604	2.910	11,8%
- Inver. Extran. Directa	5.343	3.941	4.681	18,8%

Fuente: BC

SECTOR EXTERNO					VAR
USD Millones (FOB)	2014	2015	2016	2017	2016-2017
EXPORTACIONES	25.732	18.367	16.797	19.123	13,8%
- Petroleras	13.302	6.698	5.459	6.914	26,7%
- No Petroleras	12.430	11.669	11.338	12.209	7,7%
IMPORTACIONES	19.244	20.459	15.549	19.033	22,4%
- Bienes de Consumo	5.232	4.220	3.242	4.254	31,2%
- Combustib y Lubricantes	6.417	3.945	2.490	3.182	27,8%
- Materia Primas	880	6.880	5.688	6.711	18,0%
- Bienes de Capital	6.648	5.343	3.941	4.681	18,8%
- Otros	67	71	188	205	9,0%
BALANZA COMERCIAL	6.488	(2.092)	1.248	90	-92,8%

Fuente : BC, MIF

Deuda Interna y Externa

Mientras el gobierno mantenga la política de crecimiento en base al gasto público, que incentiva el consumo, la principal fuente para sostener la economía seguirá siendo el endeudamiento, esto hasta que se obtenga otros ingresos que solventen el déficit fiscal.

Un factor de preocupación es el pobre crecimiento en términos absolutos de la Inversión Extranjera Directa (IED), más aún, cuando el Gobierno está sustentando parte de su política económica en un mayor

crecimiento de la inversión, tanto interna como externa, sin ofrecer garantías y seguridad.

Para el 2017 se registra un cambio en la presentación de la deuda, ya que por decreto presidencial se reformó la contabilización, dividiendo en deuda consolidada y deuda agregada. A esta última se le excluyen USD 14.786MM, de la deuda consolidada, por lo que no incumple con el porcentaje del 40% establecido en la Constitución del Estado.

La Contraloría General realizó una auditoría de la deuda, llegando a la conclusión de que si se incluye a la deuda consolidada en la agregada se estaría incumpliendo con el porcentaje establecido pues el mismo llegaría a 46.3% del PIB. Esta situación pone al Gobierno en una seria disyuntiva ya que requiere de recursos externos para financiar el déficit fiscal, al no tener otras alternativas.

El endeudamiento público tuvo un agresivo crecimiento durante el 2017. Se recibieron desembolsos de deuda externa por USD 8,9 MM, de estos se amortizó USD 2,9MM, incrementando USD 6,0MM. Adicionalmente captó deuda interna por USD 6,9MM y amortizó USD 4,6MM, para un incremento de USD 2,3MM adicionales.

A nivel general existe preocupación por los niveles de endeudamiento alcanzados y la necesidad de reducir el gasto corriente, lo cual es poco probable, por considerarse antipopular e inconveniente. El Gobierno sigue financiando su gestión con deuda, lo que ha permitido disminuir la magnitud de la recesión. Sin embargo, a pesar de la liquidez inyectada en el sistema, la demanda de bienes y servicios del sector real de la economía sigue limitada. Es importante notar que el Ecuador se vuelve cada vez más dependiente del financiamiento externo para cubrir sus necesidades de cuenta corriente y las amortizaciones de la deuda.

DEUDA					%
USD Millones	2014	2015	2016	2017*	PIB
DEUDA AGREGADA	30.141	32.771	37.980	46.536	46,3%
- Deuda Consolidada	17.583	20.225	25.523	32.640	32,5%
- Proveedores				372	
- Organismos Internacionales				8.487	
- Gobiernos				7.405	
- Bancos y Bonos				15.486	
- Interna Consolidada				890	
-DEUDA INT AGREGADA	12.558	12.546	12.457	14.786	14,7%
PIB	101.726	99.290	98.614	100.472	
% del PIB	29,6%	33,0%	38,5%		

Fuente : BC, MIF

* otra formula calculo

Sector real

Contra todo pronóstico económico, no se esperó que el PIB tuviera un crecimiento del 3.0%, incluyendo el propio Gobierno y otras agencias Internacionales. Sin embargo, las proyecciones del 2018 hasta 2020, señalan un menor dinamismo de la economía, con crecimientos más lentos.

Se espera con inquietud, nuevas medidas económicas que den un direccionamiento al futuro cercano del país.

Las recaudaciones tributarias a diciembre 2017 alcanzaron USD 13,223 millones con un crecimiento del 9.4% anual. El IVA Interno se mantiene como el principal proveedor de fondos al Fisco con un crecimiento 6.7%, el IVA de Importación creció en 23.8% y el ISD en 13.8%, entre los más representativos.

SECTOR REAL				
USD millones	2014	2015	2016	2017
PIB CORRIENTE	101.726	99.290	98.614	100.472
PIB REAL	70.105	70.175	69.068	70.071
INCREMENTO ANUAL PIB	3,79%	0,10%	-1,58%	3,00%
Consumo Privado	N.D	-0,10%	-3,60%	4,90%
INFLACION ANUAL %	3,67%	3,38%	-1,58%	-0,20%
Proforma Presupuesto			29.835	36.818
Fuente : BC, MIF				

SECTOR REAL 2			
USD millones	2016	2017	VAR
RECAUDACION FISCAL	12.092	13.223	9,4%
- Impuesto Renta	3.945	4.177	5,9%
- IVA Interno	4.375	4.669	6,7%
- ICE Interno	674	741	9,9%
- IVA Importacion	1.329	1.645	23,8%
- ICE Importacion	124	209	68,5%
- ISD	965	1.098	13,8%
Fuente: SRI			

Perspectivas 2018

La economía podría mostrar signos de pequeña convalecencia en el 2018, que dependen del comportamiento del precio del petróleo, la habilidad del Gobierno para conseguir préstamos y ofrecer confianza para atraer la inversión extranjera. El tiempo que dure la recesión dependerá precisamente del financiamiento externo y de las medidas económicas y financieras que adopte la administración del país.

Las autoridades pronostican una desaceleración en el 2018, con un crecimiento del 2.0%, mientras que el FMI pronostica un crecimiento del 2.2%. Estas proyecciones podrían ser revisadas ya que se efectuaron antes de conocer el crecimiento del 2017.

En el caso de nuestro país, el crecimiento se sustenta en el consumo y este se mantendrá mientras duren las reservas monetarias, petróleo en respaldo de ventas anticipadas y que seamos considerados buen crédito en el exterior. De acabarse estas fuentes, lo más probable es que se frene el crecimiento.

Es importante tener políticas que fortalezcan la competitividad de las empresas. Las continuas alzas salariales impuestas desde el gobierno anterior, convirtieron la mano de obra ecuatoriana en una de las más caras en la región, en especial frente a nuestros socios comerciales y competidores.

El alza de la inflación en Estados Unidos, frente al Ecuador que tiene una inflación negativa de -0.20%, permitiría que el país pueda recuperar parcial y lentamente su competitividad. Esta situación fue motivada por una política de sustitución de importaciones que incrementó el consumo interno encareciendo la producción local.

El mercado de futuros indica que el precio del crudo WTI se mantendría en USD 59.8/b, en promedio, el resto del 2018, lo cual implicaría un precio de 17.5% mayor al promedio del barril en el 2017. Está planificado ampliar la producción de 531 mil bpd a 700 mil bpd, en el campo ITT, que duplicaría su producción a 87 mil bpd a finales del 2018 y 210 mil bpd hasta el 2021, esto mejoraría los ingresos petroleros, por precio y aumento de producción.

Hechos Relevantes y Subsecuentes

El 18 de enero de 2016 venció la prórroga de oferta pública conferida por la Superintendencia de Compañías a la presente titularización, por lo cual, cumpliendo con el numeral 7.25 de la cláusula séptima del contrato de constitución del Fideicomiso, la Fiduciaria procedió a dar de baja los valores pendientes de colocarse y el 12 de julio de 2016 se suscribió un acta de restitución a favor del Originador de USD 13,884,636.53 en títulos valores, y USD 1,046,400 en efectivo.

En el acta de restitución, el Originador y la Fiduciaria expresan de común acuerdo que no se entregarán al Originador por parte de la Fiduciaria los intereses y capital cobrados por concepto de los flujos del portafolio, desde el 23 de junio de 2016 hasta la fecha de vencimiento de los valores emitidos y puestos en circulación. Sí se restituirá al Originador los

rendimientos de las inversiones que realice el fideicomiso con dichos flujos en los períodos en que cuente con la liquidez para hacerlo.

Análisis de Estrés

Pérdida estimada de los activos fideicomitidos

La pérdida bruta esperada del activo subyacente del Fideicomiso (antes de recuperaciones por vía legal) para un escenario base (*pérdida base* en adelante) se obtiene de la consideración de las probabilidades de incumplimiento de los fondos disponibles, certificados de depósito, obligaciones y titularizaciones fideicomitidas (en adelante, *el portafolio*), en función de su calificación de riesgo actual y su plazo por vencer; así como de la correlación existente entre cada uno, de acuerdo a su industria, sector, país de domicilio y región. Adicionalmente, con el fin de tomar en cuenta el riesgo idiosincrático en posiciones concentradas, se incorpora un estrés adicional para las cinco posiciones más grandes.

A nivel internacional la probabilidad de incumplimiento de cada título se puede inferir de las publicaciones estadísticas de incumplimiento y transición realizadas por las principales calificadoras de riesgo a nivel global, para cada escala internacional de calificación de riesgo y distintos horizontes de tiempo. No obstante, para las calificaciones locales no existen dichas estadísticas, y es muy complicado calcularlas debido al reducido tamaño e historia del mercado de valores ecuatoriano y a la inexistencia de una base de datos que contenga dicha información, considerando además que cada calificadora de riesgo tiene su propia metodología, y por tanto las calificaciones no necesariamente son comparables entre sí.

Frente a los hechos antes explicados, se siguieron los siguientes pasos para calcular la pérdida base del portafolio:

- Se realizó un análisis cuantitativo y cualitativo de cada emisor y titularización, con énfasis en 17 emisores u originadores, que en conjunto representan el 96.1% del saldo por vencer. En el 3.9% restante se dio más importancia a la información cuantitativa. Para esto, se revisó la información pública disponible, entre la que destacan los últimos informes públicos de calificación, el prospecto de oferta pública, los estados financieros del 2016 reportados por la Superintendencia de Compañías y los hechos relevantes publicados en la página web de la bolsa de valores de Quito.
- En función del análisis anterior, se determinó una *calificación interna* para cada instrumento, la cual de forma conservadora, debía ser igual o menor a

su calificación pública. En el caso de emisiones calificadas por BWR, se tomó en cuenta su calificación pública.

- Se realizó una homologación entre la *calificación interna* de cada valor y la escala internacional de calificación, en función de los indicadores financieros promedio de los emisores calificados internacionalmente por Fitch Ratings en las distintas categorías y los utilizados por BWR para asignar las calificaciones locales. Esta homologación ignora de forma intencionada el hecho de que las primeras incorporan el riesgo país, particularmente los riesgos de transferencia y convertibilidad; esto por cuanto la escala de calificación local tampoco considera estos riesgos.
- Utilizando las calificaciones homologadas de cada título, se utilizó un modelo para calcular la pérdida bruta a utilizar, tanto en un escenario base como para el estrés propio de cada categoría de calificación. Dicho modelo realiza una simulación Montecarlo de 1,000,000 de caminos aleatorios, en función de las calificaciones de riesgo, las correlaciones entre los distintos activos financieros y estadísticas internacionales; el resultado incorpora también un ajuste por riesgos de concentración en el portafolio.

A través de esta metodología se definió una pérdida base del portafolio de 17.4%, la cual está influida de forma importante por el ajuste por la concentración del portafolio en los cinco emisores con mayor participación. Si bien el incumplimiento real del portafolio podría en la realidad ser significativamente menor, el porcentaje definido incorpora el riesgo idiosincrático de dichas inversiones.

Por otro lado, para llegar a la pérdida neta, es necesario considerar también un supuesto de recuperación por vía legal de aquellos títulos que llegaron a incumplir con sus obligaciones. En Ecuador los acreedores del mercado de valores tienen menor prelación que los empleados del emisor u originador, las deudas fiscales, deudas con la seguridad social y acreedores financieros con garantía prendaria o hipotecaria, y el tiempo que puede tomar una acción legal fruto de la quiebra de una empresa puede superar fácilmente el plazo por vencer de esta titularización, por lo cual dentro del escenario AAA se considera un supuesto de 0% de recuperación por vía legal de los títulos en incumplimiento. Por tanto, la pérdida neta de recuperaciones dentro del horizonte de tiempo analizado se estima también en 17.4%.

Prepago de los títulos del portafolio

A la fecha de corte, los valores del portafolio no dan a sus emisores el derecho de pagarlos anticipadamente, por lo cual no se espera que el flujo de la titularización se vea afectado por el riesgo de prepago.

Estructura Financiera y Legal

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo.

La Fiduciaria, en calidad de representante legal del Fideicomiso, en su momento recibió físicamente los documentos de crédito, y la propiedad de los documentos ha sido transferida al fideicomiso sin reserva de ninguna clase.

Un resumen de las principales características de la estructura puede encontrarse en el informe de calificación inicial disponible en nuestra página web, www.bankwatchratings.com.

Mecanismos de garantía y cobertura de riesgos

El mecanismo de garantía de la titularización es el Exceso de Flujo de Fondos, que consiste en que los flujos que se proyecta que sean generados por el portafolio son superiores a los montos requeridos por el Fideicomiso para pagar los pasivos con inversionistas.

Como parte de dicho mecanismo de garantía, se crea el Depósito de Garantía, que es un fondo que debe cubrir en todo momento al menos el 12.04% del siguiente dividendo trimestral de los valores colocados.

A continuación se aprecia la relación existente entre el mecanismo de garantía y los flujos proyectados del portafolio, de lo cual se desprende que el Fideicomiso cubre holgadamente con el requerimiento legal de cobertura de al menos 1.5 veces el índice de desviación anual calculado por el estructurador financiero:

COBERTURA DE MECANISMOS DE GARANTÍA	
Flujos proyectados del portafolio de obligaciones y titularizaciones dentro del plazo de los títulos emitidos (capital e interés)	5.651.736,37
Índice de desviación según estructuración Financiera	0,4180%
Desviación de flujos según estructuración financiera	23.624,26
Fondo de garantía	380.403,65
Cobertura índice de desviación (veces)	16,10

Si bien el flujo a pagar de los títulos colocados es de USD 9.2MM, la estructura cuenta con un Fondo de Acumulación que se integró con los recursos generados por el portafolio y que llega a USD 10,958,106.46. Si durante la vigencia de los valores, como parte de la operatividad propia del Fideicomiso, la Fiduciaria tuviera que acudir a los recursos del Fondo de Acumulación para completar la provisión de cualquier

dividendo trimestral, dicho Fondo de Acumulación deberá ser repuesto a la cantidad base, de acuerdo al orden de prelación establecido, salvo que se trate de su utilización para el pago de los tres últimos dividendos trimestrales.

Si bien no se considera como Mecanismo de Garantía en términos legales, el Fondo de Acumulación en conjunto con el sobrecolateral de títulos existente, otorga a la estructura una cobertura importante ante riesgos de crédito del portafolio y de liquidez del Fideicomiso. A continuación se aprecia la cobertura a la pérdida base que consideramos como escenario base en nuestro análisis (17.4%), con el activo subyacente del Fideicomiso:

Mejora Crediticia de la Titularización	
Recursos Líquidos (fondos disponibles y certificados de depósito)	21.607.597,73
Portafolio de obligaciones y titularizaciones (Capital)	12.271.245,03
A. Subtotal activo subyacente	33.878.842,76
B. Saldo de títulos colocados (capital)	9.167.371,60
Mejora Crediticia (A - B)	24.711.471,16
Cobertura de pérdida base (veces)	4,19

El análisis anterior no considera el flujo adicional proveniente del margen neto de interés entre el portafolio de obligaciones y titularizaciones y los títulos emitidos, que sería de USD 209M adicionales. Por esto, y el hecho de que no se prevé que existan restituciones de flujos al Originador, salvo por los rendimientos de las inversiones que realice el fideicomiso con los flujos recaudados, esperamos que la cobertura porcentual muestre una tendencia a incrementarse en el tiempo.

La liquidez que mantiene el Fideicomiso representa el 235.7% del saldo de capital de los títulos colocados, cubriendo así en nuestro criterio cualquier riesgo previsible de descalce de plazos entre activo y pasivo.

La estructura contemplaba que el Originador reemplazara los instrumentos que incurrieran en mora en el pago de cualquiera de las cuotas por más de 30 días, exclusivamente hasta la fecha de emisión, posteriormente, esta sería una potestad más no una obligación.

En la práctica, después de la fecha de emisión el Originador ha realizado por voluntad propia cinco reemplazos de instrumentos deteriorados en su calificación por otros que cumplían los requisitos mínimos establecidos, el último de los cuales se realizó en enero-2016. Si bien estas transacciones han mejorado el perfil de riesgo del portafolio, a futuro no existe un compromiso formal de seguir haciéndolo, por lo cual el riesgo de la titularización se evalúa de forma independiente.



Se considera que el riesgo crediticio de la titularización se encuentra aislado del riesgo del Originador, debido a que los títulos que generan el flujo de repago son de propiedad del Fideicomiso y su recolección está a cargo de Fiduecuador.

Si bien por su naturaleza el portafolio de inversiones está expuesto a variaciones en su valor de mercado, el riesgo de mercado no es relevante para esta estructura debido a que no está previsto que el Fideicomiso negocie los títulos sino más bien que los flujos se recauden de acuerdo a la tabla de amortización aplicable, y el 100% del portafolio está invertido en dólares de los Estados Unidos de América.

Gastos de operación

Los gastos de operación del Fideicomiso están compuestos principalmente por los honorarios del agente de manejo, honorarios del agente de pago, calificación de riesgo, comisión de custodia, mantenimiento en la bolsa de valores y auditoría externa.

La estructura contempla un fondo rotativo por USD 20,000, que debe ser repuesto semanalmente si hubiere disminuido de su valor base y no hubiere sido repuesto previamente por el Originador.

Si por cualquier causa no fuera posible reponer el fondo rotativo con los flujos del Fideicomiso, el Originador estará obligado a hacerlo dentro de los tres días hábiles posteriores a la fecha en que la Fiduciaria así lo haya solicitado mediante simple carta.

En la práctica, todos los egresos operativos del Fideicomiso son facturados por reembolso a CFN por lo que el fideicomiso no contabiliza ningún gasto. No obstante, para escenarios elevados de calificación la calificadora considera la capacidad del Fideicomiso de cubrir todos sus egresos operativos de forma independiente.

En el modelo de flujos analizado se considera una proyección mensual de gastos operativos fijos por un monto de USD 8,741 mensuales, que considera un estrés de 20% así como el IVA de 12%.

Sensibilizaciones al flujo de caja

El análisis de la capacidad de pago de la titularización se realiza modelando los flujos proyectados del Fideicomiso, así como las obligaciones que este deberá cumplir dentro de los plazos establecidos, bajo distintos escenarios de estrés.

La principal fuente de recursos del Fideicomiso es el portafolio de inversiones, cuyos flujos se modelan, ajustándolos por distintos niveles de pérdida, de acuerdo a la calificación asignada.

En función de las características del portafolio, la pérdida utilizada para un escenario AAA fue de 34.3%. La calificadora asume una curva que determina el momento en que se generan las pérdidas del portafolio.

El flujo mensual ajustado, una vez restados los gastos operativos proyectados, se aplica de acuerdo al orden de prelación establecido, para el pago de capital e intereses de los valores colocados en función de su tabla de amortización. Adicionalmente, se considera el hecho de que el rendimiento de los flujos que se reinviertan se devolverán al Originador.

El exceso de interés, el alto nivel de sobrecolateral y una liquidez holgada son los mecanismos que permiten que la estructura muestre fortaleza incluso en niveles de estrés elevados.

Evolución de la Titularización

Evolución de la Emisión

Se han colocado títulos con un capital agregado de USD 43.98 millones. Puesto que el plazo de oferta pública y su prórroga ha concluido, este valor no se incrementará en el futuro.

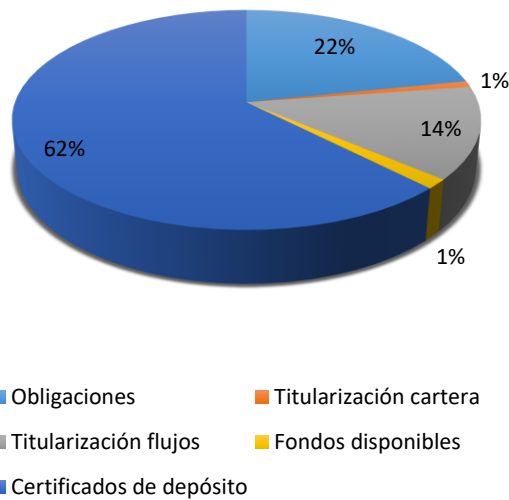
Desde la fecha de emisión hasta la fecha de corte de este informe se ha amortizado el 79.2% del capital efectivamente colocado, en función de su tabla de amortización.

Características de la Emisión	
Monto autorizado (USD)	84.000.000
Monto colocado (USD)	43.980.000
Saldo de capital (USD)	9.167.372
Plazo original	1440 días
Fecha Emisión	23-sep-14
Fecha Vencimiento	23-sep-18
Amortización Capital	trimestral
Amortización Interés	trimestral
Tasa de cupón	6.75% fija
Base cálculo intereses	30/360
No. Resolución aprobatoria	SCV.IRQ.DRM V.2014.2790
Fecha aprobación	18-jul-14

Evolución del activo de respaldo

La fuente de repago de los títulos emitidos provendrá principalmente de los flujos que generen los activos financieros del Fideicomiso, referidos en este informe como *el portafolio*, cuyo saldo a febrero-2018 se detalla a continuación:

Composición del Portafolio



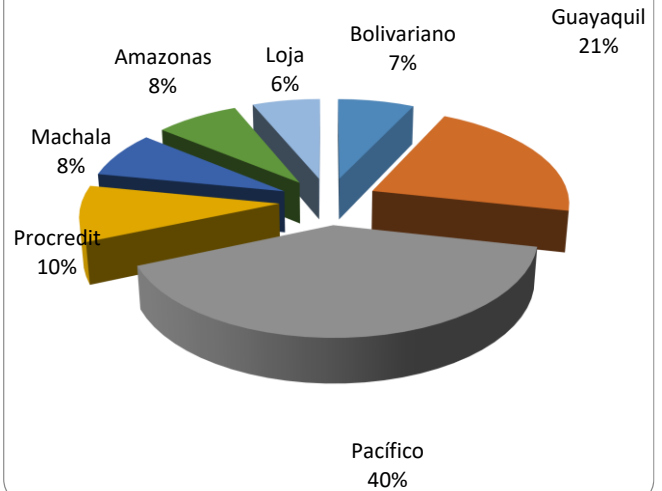
Fuente: Fiduecuador. Elaboración: BWR

El 100% del portafolio se encuentra en instituciones locales, en cuentas e inversiones denominadas en dólares de los Estados Unidos de América.

Los fondos disponibles están depositados en Banco Pacífico, institución calificada en AAA- por BankWatch Ratings, y en menor proporción en el Banco Central del Ecuador.

Los certificados de depósito vencen entre el 21 y 22 de marzo del 2018, días antes del pago del próximo dividendo de los valores emitidos por el Fideicomiso (23 de marzo del 2018) y se encuentran en siete instituciones financieras importantes a nivel nacional. Procredit, Bolivariano y Pacífico mantienen una calificación global de AAA- en escala local otorgada por BankWatch Ratings, Banco Guayaquil tiene una calificación de AAA- y Banco de Loja una calificación de AA+ por la empresa Pacific Credit Rating, y Machala y Amazonas tienen una calificación de AA+ por Class.

**Certificados de Depósito
 por Institución Financiera**



Fuente: Fiduecuador. Elaboración: BWR

La política de inversión cumple con lo indicado en el contrato del Fideicomiso, respecto a que, “el Originador instruirá a la Fiduciaria sobre la apertura de una o varias cuentas bancarias para la operación de la cuenta del Fideicomiso, en un banco operativo de Ecuador que cuente con calificación de riesgo local de al menos AA+. La liquidez podrá destinarse a inversiones en una institución financiera con la misma calificación mínima, en instrumentos financieros y en términos y condiciones que brinden seguridad, rentabilidad y liquidez al Fideicomiso.”

Por el perfil de las instituciones financieras y el corto plazo de estas inversiones, su riesgo de crédito se considera bajo.

De los fondos disponibles y certificados de depósito (USD 21.6MM), USD 10.9MM corresponden al Fondo de Acumulación, USD 3.2MM a la provisión del próximo dividendo trimestral, y USD 380 mil al Depósito de Garantía. El Fideicomiso registra una cuenta por pagar al Originador que asciende a USD 74M, correspondiente a intereses generados por los certificados de depósito.

La porción restante del portafolio está compuesta por 25 emisiones de obligaciones, 4 titularizaciones de flujos y una titularización de cartera.

Pese al bajo número de emisores/originadores (20), el portafolio se encuentra diversificado, con excepción de la inversión en la Titularización de Flujos Futuros Decameron Ecuador, que representa el 32.6% del conjunto de obligaciones y titularizaciones y el 11.8% del total del portafolio.

Emisor/Originador	Participación
Fid. Titularización Flujos Futuros Decameron Ecuador	32,6%
ECOGAL	13,4%
Industrias Ales	7,8%
FISA	7,4%
Liris S.A.	5,6%
Storeocean	4,7%
Extractora Rio Manso	4,5%
Asiservy	4,1%
Fid. Titularización Flujos Edesa	4,0%
Omarsa	3,3%
Frutera del Litoral	2,9%
Fid. Primera Titul. Cartera Comercial Pymes Procredit	2,4%
Plásticos del Litoral	1,6%
Otros 7 emisores (menor a 1%)	5,6%

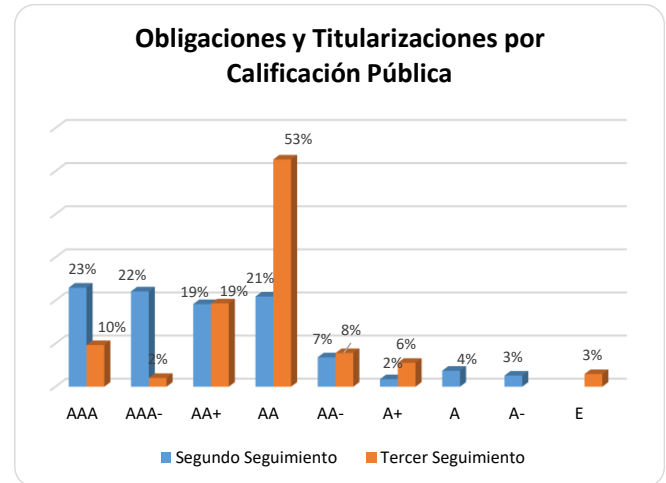
El portafolio de obligaciones y titularizaciones muestra así mismo una diversificación moderada por actividad económica. Las actividades con mayor participación están relacionadas con hotelería, manufactura de artículos varios, transporte y el sector agropecuario.

Actividad	Participación
Hotelero	32,6%
Industrial	19,5%
Transporte	13,4%
Industrial - Aceites	12,3%
Industrial - Pesquera	7,3%
Industrial - Agropecuario	5,6%
Agrícola	2,9%
Financiero	2,4%
Industrial - Alimentos	1,6%
Otros (3 menores a 1%)	2,1%

Con respecto al riesgo de crédito, el 91.5% de los títulos mantiene una calificación pública de 'AA-' o superior, lo que de acuerdo a la definición establecida legalmente ubicaría a esta porción en al menos una muy buena capacidad de pago. El 5.5% del portafolio se encuentra repartido en las categorías 'A+' y 'A-', las cuales originalmente mantuvieron calificaciones

públicas de 'AA-' o superior, pero sufrieron disminuciones posteriores y un 2.9% corresponde a Frutera del Litoral con calificación E otorgado por la calificadora ICRE el 23 de marzo del 2018.

Frutera del Litoral CÍA. LTDA. no ha cumplido con el pago oportuno de capital e intereses según las condiciones aprobadas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, los pagos se han realizado en función de las condiciones aprobadas por la Asamblea de Obligacionistas, es decir, solo ha venido pagando oportunamente los intereses.



Fuente: Fiduecuador. Elaboración: BWR

En función del análisis de la información pública de los distintos emisores y originadores, se concluye que en promedio los títulos del portafolio tienen una buena capacidad de pago. La mayor divergencia entre las calificaciones públicas y las conclusiones del análisis interno de BWR se resume en la siguiente tabla:

Emisión	Fid. De Titularización de Flujos Futuros Decameron
Originador	Hoteles Decameron Ecuador S.A.
Exposición	USD 4,000,000 (32,6% de las obligaciones y titularizaciones)
Calificación pública actual	AA (Class International Rating, 29 de marzo del 2018)
Aspectos de preocupación	El terremoto del 16 de abril del 2016 afectó fuertemente a la ocupación proyectada de Decameron Mompiche, por lo que han tenido que bajar sus tarifas para generar demanda, reprogramar de destinos y fechas, y mejorar los incentivos en comisiones. La cobertura de los flujos que ingresan al Fideicomiso respecto a los dividendos por pagar a los inversionistas es cercana a una vez, lo que deja poco margen de maniobra ante caídas mayores. La titularización goza de fianza solidaria de su Originador, el cual ha tenido resultados negativos en los últimos 4 años, mantiene un endeudamiento elevado en relación a su generación, y una baja capitalización.

Fuente: Últimos Informes de calificación, hechos relevantes BVQ

La duración de las obligaciones y titularizaciones es en promedio de un año, mientras que la de los valores emitidos por el Fideicomiso es de 0.3 años; el pequeño



descalce está cubierto holgadamente con los fondos disponibles y certificados de depósito a corto plazo, por tanto no se aprecian riesgos de liquidez.

Se estima que existe un margen financiero neto cercano al 1.7% ya que el rendimiento que genera el portafolio de obligaciones y titularizaciones es superior al interés por pagar de los títulos. Conforme el portafolio se vaya recaudando, este margen irá disminuyendo.

Corporación Financiera Nacional BP (Originador)

Corporación Financiera Nacional B.P. banca de desarrollo del Ecuador (CFN), es una institución financiera pública, encargada de canalizar productos financieros y no financieros alineados al Plan Nacional del Buen Vivir hacia el sector productivo. Su gestión está enmarcada dentro de los lineamientos de los programas del Gobierno Nacional. Cuenta con 853 empleados y con una red de oficinas Sucursales a nivel nacional; su matriz está en Guayaquil y su sucursal mayor en Quito.

Fue creada el 11 de agosto de 1964, aunque a lo largo del tiempo por medio de leyes y reformas se ha modificado su estructura y funcionamiento. Actualmente opera bajo la Ley Orgánica de la Corporación Financiera Nacional de Octubre de 2006, y reformada mediante Decreto Ejecutivo 868 del 25 de enero de 2016, donde cambia su denominación por Corporación financiera Nacional B.P. y se reorganiza como una persona jurídica de derecho público, que forma parte del sector financiero público, con autonomía administrativa, financiera y presupuestaria.

El Estado ecuatoriano es el propietario de la CFN, y desde nov-2011 esta mantiene la propiedad del 100% de las acciones del Banco Pacífico, segundo grupo financiero más grande del Ecuador. Además la institución mantiene inversiones en acciones, que representan 21.4% de su activo bruto a marzo-2018, que corresponden a intereses en diversas industrias. No consolida estados financieros con Banco Pacífico ni sus subsidiarias, pero es responsable de la administración del grupo financiero y del cumplimiento de las normas de control de riesgos, solvencia y prudencia financiera.

La CFN dispone de autonomía operativa y no depende del Presupuesto General del Estado. Capta recursos colocando títulos en el mercado de valores para inversionistas públicos y privados, y realizando operaciones de financiamiento con entidades del exterior.

El Directorio de CFN es el máximo organismo de la institución y está integrado así: un representante del

Presidente de la República, que lo preside; el titular de la secretaría de Estado a cargo de la política económica; el titular de la secretaría de Estado a cargo de la producción, empleo y competitividad; el titular de la secretaría de Estado a cargo de la industria y de la productividad; y el titular de la secretaría de Estado a cargo de la agricultura, ganadería, acuicultura y pesca. El Directorio delega la gestión operativa en la Gerencia General, quien asiste a las reuniones de Directorio con voz pero sin voto.

La organización funcional es por procesos y su estructura es revisada por el Ministerio de Trabajo. Acorde a principios de Gobierno Corporativo, expedidos por la Superintendencia de Bancos, la Gerencia hace su rendición de cuentas periódica, la cual es pública por su índole estatal. En consecuencia con su naturaleza, la planificación estratégica se estructura considerando los objetivos del plan de Gobierno Central.

CFN cuenta con una plana directiva y administrativa conformada por profesionales con perfil financiero y experiencia en la gestión bancaria, reflejándose positivamente en la consecución de objetivos, definición de estrategias y en el desempeño financiero de la Institución, evidenciado en la estabilidad de sus indicadores.

Debido a que el activo generador de los flujos titularizados es el portafolio que se encuentra transferido al Fideicomiso, la capacidad de generar flujos esperados se encuentra independizada de la capacidad de pago del Originador. Dicho esto, CFN mantiene una operación positiva, que a marzo-2018 generó utilidades por USD 28MM. Los ingresos netos por intermediación financiera representan al corte del análisis el 47.5% de los ingresos operativos netos mientras que el 27% son utilidades en acciones y participaciones, en su mayoría provenientes de su participación en Banco Pacífico.

Fiduecuador S.A. (Agente de Manejo)

Fiduciaria Ecuador Fiduecuador S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, se constituyó en 1999, fue autorizada para operar fondos y negocios fiduciarios en el año 2000, y desde el 2002 se encuentra autorizada para actuar como agente de manejo en procesos de titularización. Su nombre actual responde al cambio de denominación y reforma del estatuto social realizado en julio de 2009.

En nuestro criterio, la Fiduciaria de la presente titularización cuenta con la capacidad y recursos técnicos necesarios para desempeñar su gestión adecuadamente.

Los Directores Principales de la empresa tienen una preparación académica adecuada y larga trayectoria en el sector financiero y de capitales, lo cual se

considera positivo. Tanto el Gerente como la plana ejecutiva está conformada por profesionales con conocimiento y experiencia en las labores que desempeñan, y trabajan varios años en la institución.

En relación a su capacidad técnica, utiliza el sistema Gestor Fiducia Fondos, aplicativo modular, altamente parametrizable, especializado en administración fiduciaria, acorde a lo que realiza la empresa.

Presencia Bursátil Del Valor

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.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil se han negociado los valores VTC-TERCERA-PORTAFOLIO-CFN en mercado secundario según el detalle del cuadro a continuación:

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
sep-17	0	0	0,00	21	0,00%
oct-17	2	6	1.749.940,20	20	10,00%
nov-17	1	1	19.999,30	20	5,00%
dic-17	0	0	0,00	22	0,00%
ene-18	0	0	0,00	19	0,00%
feb-18	0	0	0,00	18	0,00%

La Corporación Financiera Nacional ha originado tres titularizaciones de flujos desde el año 2011, y a la fecha de corte están vigentes dos. De estas, la una se analiza en el presente estudio, y la información de la segunda se detalla a continuación:

Valores	Fecha última calificación	Calificadora actual	Última calificación
Titularización Cartera de Crédito Productivo 01	31/02/2018	Class	AAA

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar 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 son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o 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, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. 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 de ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener títulos. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún título para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. . ©® BankWatch Ratings 2018.