

Ecuador
Calificación Inicial

Fideicomiso Tercera Titularización de Flujos KFC

Calificación

Serie	Calificación Otorgada
A	AA-
B	AA-
C	AA-
D	AA-

DESCRIPCIÓN DE LA CALIFICACIÓN:

“Corresponde al patrimonio autónomo que tiene muy buena 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 y Agente de Recaudo: Int Food Services Corp, Sucursal Ecuador.
- Fiduciaria y Agente Pagador: MMG Trust Ecuador S.A.

Punto de Equilibrio: Un valor.

Contactos:

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

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

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar a las series emitidas por el Fideicomiso Tercera Titularización de Flujos KFC la calificación de ‘AA-’.

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 del Originador.

Fortaleza crediticia del Originador: La calificación asignada se encuentra directamente vinculada al riesgo de crédito del originador, por ser el agente de recaudado del derecho de cobro titularizado y garante solidario de la presente estructura. El análisis del Originador demuestra en nuestro criterio una muy buena capacidad de pago de sus obligaciones contractuales, que es consistente con la calificación otorgada a esta titularización. Se considera tanto las fortalezas de la empresa en el mercado, como el nivel de endeudamiento que mantiene en relación a la generación de flujo operativo y al patrimonio tangible.

El Originador mantiene un sólido posicionamiento en el mercado, principalmente a través de la cadena de restaurantes KFC, y en segundo lugar por medio de la venta de insumos y alimentos preparados a una diversidad de cadenas de comida rápida.

Si bien a la generación bruta de la empresa es amplia, los elevados gastos operativos hacen que los resultados y el EBITDA sean limitados. Adicionalmente, la inversión en adecuaciones y mejoras que debe realizar anualmente en los locales propios implica un requerimiento de flujos que limitan su flexibilidad, aunque el Originador considera que parte de las mismas sí podría diferirse si se necesitara. Su endeudamiento es moderado frente a la generación operativa, mientras que el patrimonio tangible se ve debilitado por una alta participación de la mejoras en locales arrendados activadas y de inversiones en relacionadas dentro de su balance.

Derecho de Cobro cubre adecuadamente las provisiones para el pago a los inversionistas: La cobertura trimestral de los dividendos con los flujos que ingresan al Fideicomiso se mantiene en promedio en 2.3 veces, por lo cual en circunstancias normales se esperaría que no se requiera acudir al derecho de cobro adicional y/o a la aplicación de la fianza solidaria para poder cumplir con 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 Int Food Services Corp, Sucursal Ecuador, al Fideicomiso está definida en su escritura de constitución. Esta se hace efectiva en cada vez que se producen ventas comprometidas, y mientras el Fideicomiso se encuentre vigente.

Contrapartes evaluadas positivamente: BWR considera que las principales contrapartes de la transacción se encuentran capacitadas, y mantienen una infraestructura adecuada para cumplir las funciones a ellas encomendadas.



Presentación de Cuentas

Los estados financieros, documentación inherente a su negocio y el Fideicomiso, son de propiedad de INT Food Services Corp. Sucursal Ecuador y MMG Trust en su orden, y su contenido es de responsabilidad de sus administradores. El presente análisis considera la documentación recibida del Originador y la Fiduciaria, que se detalla a continuación:

- Contrato de Fideicomiso, reformas al contrato de constitución y demás documentos legales pertinentes.
- Informe de estructuración financiera.
- Información sobre el comportamiento histórico del derecho de cobro.
- Estados financieros del Fideicomiso Mercantil de la Tercera Titularización de Flujos KFC de los períodos anuales 2014 y 2015, auditados por Moore Stephens, quien emite una opinión limpia sobre la razonable presentación bajo normas NIIF.
- Estados financieros mensuales no auditados del Fideicomiso Mercantil Tercera Titularización de Flujos KFC a abril-2016, e información adicional presentada sobre la evolución de la generación y recaudación del derecho de cobro titularizado, y las distintas contrapartes de este proceso a esa fecha.
- Estados Financieros de INT Food Services Corp, Sucursal Ecuador, a diciembre-2015, auditados por Grant Thornton, quien emite opinión limpia sobre su razonable presentación bajo normas NIIF. Como párrafo de énfasis se indica que la empresa ha preparado estados financieros consolidados aunque no tuvimos acceso a los mismos.
- Estados Financieros de INT Food Services Corp, Sucursal Ecuador, de los períodos anuales 2013 y 2014, auditados por Deloitte, quien emite opinión limpia sobre su razonable presentación bajo normas NIIF.
- Estados Financieros de INT Food Services Corp, Sucursal Ecuador, con corte a abril-2016, no auditados.

■ CARACTERÍSTICAS Y EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros autoriza el proceso de emisión de la Tercera Titularización de Flujos KFC el 02 de agosto de 2012. El 14 de agosto de 2012, la Bolsa de Valores aprueba la inscripción de la oferta pública de la emisión hasta por USD 25MM.

INT Food Services decidió originar el presente proceso de titularización con la finalidad de obtener capital de trabajo, sustituir pasivos y adquirir activos fijos (maquinaria, equipos y construcciones).

El 16 de agosto de 2012, el Fideicomiso emitió los valores de contenido crediticio llamados "VTC-TERCERA KFC", divididos en las clases A, B y C. El fideicomiso concluyó con la colocación de las tres clases en septiembre de 2012.

El siguiente cuadro revela las principales características de la Tercera Titularización de Flujos KFC a abril-2016:

	Serie A	Serie B	Serie C
Monto Autorizado (USD)	10,000,000	10,000,000	5,000,000
Saldo Insoluto (USD M)	1,250,000	3,000,000	2,500,000
Fecha Emisión	16-Ago-12	16-Ago-12	16-Ago-12
plazo (días)	1,440 días	1,800 días	2,160 días
Fecha Vencimiento	16-Ago-16	16-Ago-17	16-Ago-18
Gracia de Pago de Capital	0 días	0 días	1 año
Pago de Capital	Trimestral pagos iguales	Trimestral pagos iguales	Trimestral, 20 pagos iguales
Primer pago Capital	90 días	90 días	450 días
Pago Interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa Fija	7.25%	7.75%	8.00%
Cálculo Intereses y plazos	360/360	360/360	360/360
Autorización Superint. de Compañías (SIC)	Q.IMV.2012.3988		
Fecha autorización SIC	2 de agosto de 2012		

La serie A está por vencer en agosto-2016 y a la fecha cuenta con un saldo insoluto que representa el 12.5% del saldo inicial. A abril-2016 se ha pagado un total de 14 dividendos de capital e interés de las serie A y B, mientras que la serie C ha recibido 14 cupones de interés y 10 amortizaciones de capital.

Para calcular los intereses a pagar a los inversionistas, y los plazos de los dividendos, se considera la forma 360/360, que corresponde a años de 360 días, de 12 meses, con duración de 30 días cada mes.

El repago del Fideicomiso Tercera Titularización de Flujos de INT Food Services provendrá del derecho de cobro titularizado, el cual se explica en los siguientes párrafos del presente informe y de ser insuficiente con los mecanismos de garantía existentes, que incluyen la fianza solidaria del Originador.

Fondos Disponibles e Inversiones

El Fideicomiso mantiene a abril-2016 fondos disponibles por USD 1.62MM. La liquidez del fideicomiso se encuentra diversificada de la siguiente manera: 93.19% en inversiones temporales, y 6.81% depósitos a la vista en bancos y otras instituciones financieras.



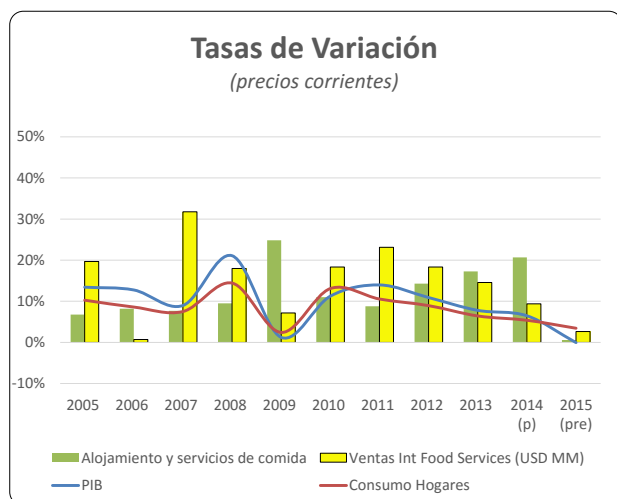
Las inversiones temporales del Fideicomiso (USD 1.51 millones) corresponden a ocho certificados de depósito emitidos por Banco Bolivariano, cuyas fechas de vencimiento son anteriores a la fecha de pago del próximo dividendo de las tres series vigentes, y que servirán para realizar dicho pago.

Por su parte, los fondos disponibles corresponden al Fondo Rotativo (USD 10M) y al exceso de flujos que se devuelve al Originador periódicamente. Estos se encuentran en una cuenta corriente del mismo banco.

Es importante mencionar que Banco Bolivariano mantiene una calificación global de riesgo en escala local de AAA-, otorgada por BankWatch Ratings, por lo cual el riesgo de contraparte es bajo.

▪ ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA DEL ORIGINADOR

Gráfico 1



Fuente: BCE, EEFF INT Food Services Corp, Sucursal Ecuador.
Elaboración: BWR

El sector de la manufactura (sin refinación de petróleo) es estratégico dentro de la economía del país, debido a su importancia en la generación de ingresos, impuestos y plazas de trabajo. Este sector ha contado con un crecimiento promedio en términos corrientes de 10.4% durante los últimos 10 años y ha mostrado una participación constante de entre 12% y 13.5% del PIB.

Por su parte, el sector de alojamiento y servicios de comida, representa el 2.3% del PIB, con una tendencia incremental. La volatilidad de este sector es ligeramente superior a la del PIB, aunque en épocas de contracción económica debería mostrar un mejor comportamiento relativo debido a que incorpora entre otros a productos básicos y

por tanto con demanda menos elástica que los de naturaleza suntuaria.

Según la encuesta del INEC, llamada “Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos en Hogares Urbanos y Rurales 2011-2012, el 24.4% del gasto promedio mensual de los ecuatorianos es destinado a la adquisición de alimentos y bebidas no alcohólicas. Por su parte, el 7.77% de la canasta básica calculada por el INEN incorpora al grupo de Restaurantes, cafés y establecimientos, siendo la cuarta categoría de mayor importancia.

Int Food Services Corp, Sucursal Ecuador participa dentro del mercado de comida rápida, y almuerzos, el cual está compuesto por una diversidad de marcas, orientadas a distintos segmentos económicos, y que utilizan distintas estrategias de posicionamiento. Por el precio al que oferta sus productos la empresa y el posicionamiento de su marca, puede competir dentro de distintos segmentos, e inclusive con aquellos enfocados a almuerzos diarios.

La perspectiva de crecimiento económico del Ecuador se ha ajustado hacia la baja para el año 2015 y 2016. En el 2015 las cifras oficiales prevén un crecimiento de 0.3% en términos constantes, mientras que para el 2016 la última publicación del FMI estima un decrecimiento del PIB de 4.5% para 2016 y de 4.3% para 2017. El Organismo atribuye la perspectiva negativa al debilitamiento que enfrentará la economía por la caída del precio internacional del petróleo, la apreciación del tipo de cambio real y condiciones financieras restrictivas. El organismo advierte que las proyecciones asumen que esto exigirá medidas fiscales adicionales, lo cual en parte se ha dado a través del incremento del IVA del 12% al 14%. También indica que las perspectivas dependen de la dimensión de los shocks y, particularmente, de la disponibilidad de financiamiento externo.

En este contexto, esperamos que exista una contracción general de las distintas industrias, aunque menor para el caso de aquellas relacionadas con alimentación, y dentro de estas, para aquellas que mantengan ventajas competitivas en su relación calidad-precio.

▪ ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA

Estructura Legal y prelación sobre los flujos titularizados.

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

La cesión irrevocable del derecho de cobro al Fideicomiso la define su escritura de constitución,



donde establece que se producirá el momento mismo en el que el derecho de cobro seleccionado se genere, lo que sucederá el momento mismo en que el Originador haya realizado la venta de sus productos a favor de los clientes, en los locales seleccionados y estos realicen el pago en efectivo (monedas, billetes, cheques). En este momento y sin necesidad de que se cumpla ningún requisito, acto o formalidad adicional, el dominio sobre el derecho de cobro seleccionado será única y exclusivamente del Fideicomiso, y por ende será el Fideicomiso el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de la recaudación del derecho de cobro seleccionado.

La capacidad de pago del Fideicomiso se encuentra directamente vinculada con la permanencia del Originador como negocio en marcha, y adicionalmente, debido a que el originador cumple con la funciones de agente de recaudo dentro de la presente titularización, también dependerá de su voluntad de honrar su compromiso de traspasar los flujos al fideicomiso de propósito exclusivo. En adición, el Originador es garante solidario de la titularización, y deberá responder por las obligaciones del Fideicomiso, en caso de que los flujos recaudados no sean suficientes para el pago de los pasivos con los inversionistas.

El agente de recaudo está obligado a depositar diariamente los flujos recaudados directamente en las cuentas corrientes del Fideicomiso. La fiduciaria debe recibir del originador la totalidad de los flujos y a partir de las fechas en las que los reciba, destinar los mismos de acuerdo al siguiente orden de prelación:

1. Completar el fondo rotativo, en caso de que este haya disminuido su valor.
2. Reponer el depósito de Garantía en caso de que este haya disminuido su valor.
3. Aprovisionar el monto requerido para el pago de los pasivos con inversionistas. La provisión será de un octavo semanal del dividendo siguiente a vencer de los valores en circulación de cada una de las series. Si en cualquier período semanal no se hubiere podido completar la provisión antes señalada, en el próximo período semanal deberá aprovisionarse el monto no aprovisionado en los períodos anteriores y el monto que corresponda al período en el que se está haciendo la provisión.
4. Una vez realizadas las provisiones y reposiciones señaladas anteriormente, restituir al Originador, dentro del mismo día o del día hábil siguiente, los flujos

excedentes que quedaren en el Fideicomiso.

5. Pagar a su vencimiento, a través del Agente Pagador y conforme se vayan venciendo, los dividendos de los valores.

En la escritura de constitución del Fideicomiso, el originador declara bajo juramento y se obliga, según corresponda a lo siguiente:

1. Que el derecho de cobro y los recursos en efectivo aportados y que se aporten a futuro al Fideicomiso se encuentran y se encontrarán libres de todo tipo de gravamen, prohibición de enajenar, limitación de dominio o posesión. También declara que no existe, ni existirá impedimento alguno para transferirlo al Fideicomiso, en los términos y condiciones estipulados en el contrato de constitución del Fideicomiso.
2. Que no existe, ni existirá impedimento ni limitación alguna para transferir los recursos en efectivo y el derecho de cobro al fideicomiso.
3. Que el derecho de cobro y los recursos en efectivo aportados y que aporten a futuro al Fideicomiso tienen y tendrán siempre un origen lícito y legítimo, y en especial no provienen ni provendrán de ninguna conducta tipificada por la Ley para reprimir el lavado de activos o por actividades relacionadas con el cultivo, fabricación, almacenamiento, transporte o tráfico ilícito de sustancias estupefacientes o psicotrópicas o cualquier otra actividad ilegal o ilícita, eximiendo a la Fiduciaria de la comprobación de esta declaración, sin perjuicio de lo cual el Originador autoriza a la Fiduciaria para que efectúe todas las indagaciones que razonablemente considere oportuno realizar para comprobar el origen de los bienes que se aportan o se aporten en el futuro a título de fideicomiso mercantil.
4. Que la constitución del Fideicomiso tiene un origen lícito y una causa lícita, y que el Originador no tiene intención de irrogar perjuicios a terceros con esta constitución.
5. Que la información legal y financiera presentada y que a futuro se presente a la Fiduciaria, a los asesores y consultores contratados para el desarrollo de la titularización, a la Superintendencia de Compañías, a las bolsas de valores, a las casas de valores, a la calificadora de riesgos, a los inversionistas y al público en general, es fidedigna, real y completa.
6. Que la celebración del contrato del Fideicomiso y el cumplimiento de las obligaciones que asume el originador no viola ni constituye un incumplimiento de (i) cualquier disposición de



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

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

Derecho de cobro titularizado

El derecho de cobro que el Originador transfiere al presente fideicomiso consiste en el derecho de cobrar a los clientes por la venta efectuada de los productos en los *locales seleccionados*, y cuyo pago se realice en efectivo (monedas, billetes y cheques). Los *locales seleccionados* son KFC Cotacollao (Quito), KFC Cumbayá (Quito), KFC El Bosque Patio de Comidas (Quito), KFC Hospital del IESS (Quito), KFC El Condado (Quito), KFC Aeropuerto (Guayaquil), KFC Terminal Terrestre (Guayaquil), KFC Móvil Durán (Guayaquil), KFC Parque Carolina (Guayaquil), Heladería Aeropuerto (Guayaquil), Heladería Terminal Terrestre (Guayaquil) y Heladería Cotacollao (Quito).

En caso de que los flujos correspondientes a la cobranza del Derecho de Cobro Seleccionado, que hayan ingresado trimestralmente al Fideicomiso, no cubran, durante dos trimestres consecutivos, al menos el 130% del monto del dividendo trimestral a pagar se adicionara al derecho de cobro las ventas en efectivo (billetes, monedas o cheque) de dos locales comerciales KFC El Jardín (Quito) y KFC Río Centro (Guayaquil), los cuales serán liberados una vez que se recupere la relación del 130% durante un trimestre.

Adicionalmente, al terminar de pagar la serie A, se liberará el flujo proveniente de tres locales y una vez cancelados todos los valores de la clase B se procederá a liberar el derecho de cobro de cuatro locales más.

Mecanismos de Garantía

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

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

de cobro titularizado son superiores a los derechos reconocidos a favor de los inversionistas, en virtud de los valores emitidos, superando la cobertura de 1.5 veces el índice de desviación que exige la normativa legal.

La escritura del Fideicomiso dispone que, como parte de este mecanismo de garantía se conforme el *Depósito de Garantía*, que podrá ser utilizado para el pago de los inversionistas, en caso de insuficiencia de fondos para el pago de los pasivos con inversionistas. Dicho Depósito de Garantía podrá estar constituido por dinero en efectivo o una garantía bancaria incondicional y de cobro inmediato.

Este depósito debe ser de USD 706,375, que corresponde al 40% del valor del dividendo (capital más interés) más alto de las series vigentes. A la fecha de corte el fideicomiso cuenta con una garantía bancaria en Banco Guayaquil por el monto indicado anteriormente y con un plazo de validez de 361 días, plazo que vence en junio 2016. La garantía ha sido renovada cada año desde la constitución del Fideicomiso y la Fiduciaria ha señalado que esta será renovada próximamente por el mismo monto hasta agosto 2016 (fecha de vencimiento de la Clase A); posterior a esta fecha se renovará el contrato por un monto de USD 331,500, puesto que el contrato disminuye el monto exigido a partir de dicha fecha.

La garantía bancaria podrá ser ejecutada por el Fideicomiso cuando 7 días calendario antes de la fecha de vencimiento del próximo dividendo de los valores en circulación de cualquiera de las series no se haya podido completar la provisión necesaria para el pago de tal dividendo. También podrá ser ejecutada la garantía bancaria si no ha sido renovada por el Originador con una anticipación de al menos 15 días a su vencimiento y todavía quedaren pendientes de pago los pasivos con inversionistas.

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

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

Fecha de corte	Abr-16
Activo Líquido (USD M)	5,997
Activo Ajustado (USD M)	35,353
Activo Total (USD M)	82,768

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	10,975	10,975	0.55	3.22
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	2,038	13,013	0.46	2.72
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	53,720	66,733	0.09	0.53
TOTAL		66,733	66,733	0.09	0.53

El cuadro anterior detalla los pasivos que tendrían prelación en un escenario de liquidación, respecto de las deudas de Int Food Services (Sucursal Ecuador), con datos a abril-2016. Para el cálculo de los activos ajustados se parte del valor en libros de los activos totales, y se restan principalmente cuentas por cobrar no comerciales a relacionadas (USD 6.2MM), las inversiones en acciones (USD 16.9MM), activos diferidos (USD 18.4MM) y activos intangibles (USD 4.9MM).

En un escenario de liquidación del Originador, los inversionistas de este proceso de titularización de flujos se encontrarían en el mismo nivel de prelación que los demás pasivos sin garantía específica de la empresa. La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del Originador, como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe.

ANÁLISIS DEL ORIGINADOR

Riesgo de Crédito del Originador

La calificación de esta titularización se encuentra vinculada directamente al riesgo de crédito del Originador, porque los flujos futuros que pagarán las obligaciones del Fideicomiso dependen de la continuidad de las ventas locales de Int Food Services, y del traspaso de su recaudación al Fideicomiso por parte del mismo Originador, quien es además el recaudador del derecho de cobro titularizado.

La situación del Originador demuestra en nuestro criterio una muy buena capacidad de pago de sus obligaciones contractuales, consistente con la calificación otorgada a esta titularización. El análisis considera tanto las fortalezas de la empresa en el mercado, así como el nivel de endeudamiento que mantiene, tanto en relación a la generación de flujo operativo como al patrimonio tangible.

Int Food Services (INT en adelante), sucursal de la empresa panameña con el mismo nombre, opera en Ecuador desde 1975, y se dedica principalmente a la preparación, elaboración, distribución, comercialización y compraventa de productos alimenticios y comidas.

INT cuenta actualmente con dos franquicias de alimentos de comida rápida, que funcionan bajo las marcas Kentucky Fried Chicken (KFC) y GUS. A la fecha de corte de este análisis maneja 188 locales operativos a nivel nacional, de los cuales 159 son de KFC y los restantes 29 utilizan la marca GUS.

KFC es la cadena de restaurantes de pollo más importante del mundo, con más de 18,000 restaurantes y presencia en más de 120 países, bajo un esquema de franquicias. Dentro de Ecuador mantiene un fuerte posicionamiento dentro del segmento de comidas rápidas.

El Originador es dueño de dos plantas ubicadas en el cantón Mejía, provincia de Pichincha, y en Guayaquil, donde recibe los insumos, prepara los distintos productos alimenticios y posteriormente los distribuye a nivel nacional. Emplea directamente a más de 2800 personas en Ecuador.

KFC se encuentra posicionada como la marca de comida rápida de mayor reconocimiento local, gracias a su cobertura geográfica, y al éxito de su propuesta de valor, que se sostiene en la calidad de su producto, el liderazgo en precio, una imagen bien gestionada, y el manejo del margen a través de la integración vertical.

Si bien el 76% de sus ventas se realizan en los locales antes indicados, INT también prepara y distribuye comida e insumos complementarios para otras 18 cadenas de comida rápida, entre las que destacan Tropi Burger, American Deli, El Español, Menestras del Negro, Cajun, China Wok, Cinnabon, Baskin Robbins y Juan Valdez. En total, la empresa llega a más de 400 restaurantes en Ecuador.

Dentro del entorno económico actual, se espera en el 2016 una contracción económica generalizada, aunque la demanda de los productos básicos, entre los que están los alimenticios, y especialmente aquellos con ventajas competitivas en precio deberían mostrar menor sensibilidad.

Con respecto a la gestión operativa, el resultado operativo de INT es pequeño en comparación a otras empresas a pesar de manejar un amplio margen bruto, debido a una elevada carga operativa, que incluye una nómina elevada de personal para el funcionamiento de sus puntos de venta, como lo requiere la franquicia KFC; el costo de arriendo de la mayoría de sus locales; los pagos



de regalías por la franquicia, y la amortización de los gastos anuales de adecuación y mejora de los locales arrendados donde comercializa sus productos, entre otros. Bajo el entorno actual, esperamos que el EBITDA¹ del 2016 se reduzca en aproximadamente 11% frente al año anterior, para ubicarse en aproximadamente USD 11 millones.

La relación entre la deuda financiera y el EBITDA se ubicó en 2015 en 2.6 veces, y se espera que esta se incremente a niveles cercanos a las 3 veces en los próximos años, lo cual se considera un endeudamiento moderado. A pesar de esto, la obligación de la franquicia de realizar anualmente mejoras y adecuaciones anuales a sus locales, que se registran como activos diferidos, le resta flexibilidad financiera al Originador, frente a otras empresas con similares indicadores, y hace que la empresa presente generalmente un flujo de caja libre ajustado. Dicho esto, el Originador considera que de requerirse, parte de las inversiones en locales sí podrían diferirse.

El patrimonio de la empresa es a la fecha de corte de USD 16 millones, al mismo tiempo que la empresa mantiene activos diferidos por USD 18.3MM; inversiones en acciones por USD 16.9MM y cuentas por cobrar no comerciales a relacionadas por USD 6.2MM. Esto deriva en un patrimonio tangible² débil frente a otras empresas con calificación similar.

Para los próximos años se espera que la empresa continúe generando una liquidez suficiente para cubrir parte de sus inversiones en CAPEX; no obstante, es probable que requiera refinanciar su deuda de corto plazo. El riesgo de refinanciamiento se mitiga por el acceso que históricamente ha mantenido la empresa a múltiples fuentes de financiamiento.

▪ **ANÁLISIS DEL DERECHO DE COBRO TITULARIZADO**

Riesgo del Derecho de cobro titularizado

Como se mencionó en párrafos anteriores, la generación de los flujos que requiere el

¹ Ingresos operativos antes de intereses, impuestos, y gastos operativos que no son flujo como depreciaciones, amortizaciones, provisiones de cuentas incobrables y de jubilación patronal.

² Patrimonio tangible = Patrimonio – activos diferidos – activos intangibles – cuentas por cobrar relacionadas y otros activos de difícil recuperación en un escenario de liquidación.

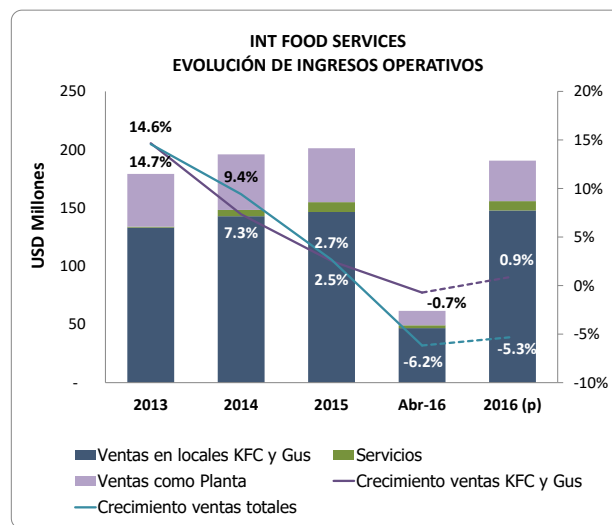
Fideicomiso dependerá tanto de la continuidad del negocio y riesgo de crédito del Originador, como del derecho de cobro titularizado. El primero se abordó en el apartado anterior y el segundo se analiza a continuación.

Los locales seleccionados que conforman el derecho de cobro titularizado son parte importante de la cadena de locales KFC que mantiene el Originador, tanto por su ubicación como por la importancia relativa dentro de las ventas de esta cadena.

Por otro lado, el derecho de cobro considera únicamente los pagos en efectivo (monedas, billetes, cheques), los cuales han ido perdiendo participación frente a los pagos con tarjeta de crédito. De todas formas, esta forma de pago dentro de los locales seleccionados representó al 2015 el 9.53% de las ventas totales en restaurantes KFC.

Por este motivo, se considera que la continuidad de ventas en los locales antes indicados está vinculada totalmente a la continuidad del negocio del Originador, por lo cual no agrega riesgos adicionales a la estructura.

Ventas y Flujos Históricos



Fuente: Int Food Services. Proyección ajustada por BWR. Elaboración: BWR.

De los ingresos operativos de INT, un 76% proviene de la comercialización de los productos alimenticios que produce en los locales que utilizan las marcas KFC y en menor proporción, GUS.

En segundo lugar en importancia se encuentra la producción en sus plantas de productos alimenticios, que se venden a otras cadenas de comida rápida y restaurantes que no pertenecen a la empresa, junto con otros insumos requeridos para su operación (20.1%). Por último, los servicios

de logística y apoyo brindados principalmente a las mismas empresas representan el 3.9% de los ingresos.

Las ventas de la empresa mostraron un crecimiento positivo aunque decreciente en el período 2013 y 2015, gracias al crecimiento orgánico en número de locales KFC y el éxito de la estrategia aplicada por la administración. A partir del año 2015 se aprecia el efecto de un entorno económico menos dinámico, situación que ha recrudecido en 2016.

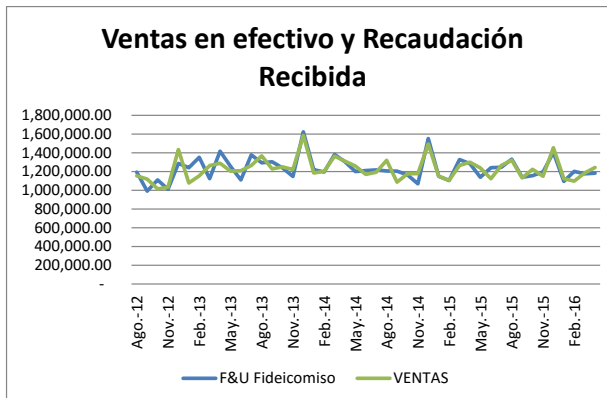
Las ventas en locales propios muestran una caída menos pronunciada en comparación a las realizadas a locales de terceros, gracias a que el precio de sus productos se encuentra en una mejor posición que otras opciones de comida rápida y al posicionamiento de la marca KFC en el Ecuador. Adicionalmente, las ventas como planta se afectan debido a que en 2015 se dejó de atender a una de las cadenas de comida.

A través de estrategias de comercialización que mejoren el valor percibido por parte de los consumidores, INT espera conseguir un crecimiento modesto en las ventas en sus propios locales, aunque será complicado que la contracción de las ventas a terceros se revierta en el corto plazo.

Por la naturaleza del negocio, las ventas en los locales de comida rápida se realizan casi en su totalidad en efectivo o con tarjeta de crédito; esta última ha ido ganando participación como forma de pago preferida, tendencia que se espera se mantenga en el futuro y que podría hacer que el derecho de cobro titularizado tenga un comportamiento menos favorable a las ventas totales.

Derecho de cobro titularizado y cobertura de la emisión

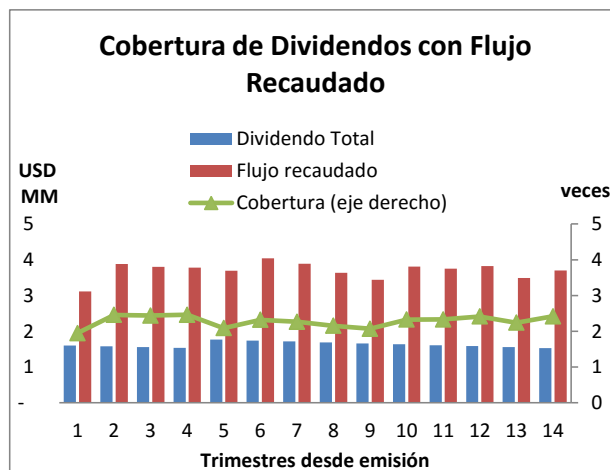
En el gráfico siguiente puede observarse la estrecha relación entre las ventas en efectivo realizadas en los locales seleccionados, y el flujo de efectivo recibido por el Fideicomiso, lo cual demuestra el cumplimiento histórico del Originador y agente de recaudo sobre su obligación contractual.



Fuente: MMG Trust Ecuador S.A.
Elaboración: BWR

El derecho de cobro titularizado tuvo inicialmente una tendencia a incrementarse, pero en 2014 se reduce en 1.1% frente al 2013 y en 2015 nuevamente se contrae en 1.4%. En el primer cuatrimestre del 2016 se aprecia nuevamente una reducción de 3.5% frente al mismo período del año anterior. Como se indicó anteriormente, la caída está vinculada tanto al entorno económico actual como al menor uso tendencial del efectivo como forma de pago.

De todas formas, la cobertura trimestral de los dividendos con los flujos que ingresan al Fideicomiso se mantiene en promedio en 2.3 veces, por lo cual en circunstancias normales se esperaría que no se requiera acudir al derecho de cobro adicional y/o a la aplicación de la fianza solidaria para poder cumplir con sus obligaciones.



Fuente: MMG Trust Ecuador S.A.
Elaboración: BWR



Cabe indicar que el comportamiento de la cobertura trimestral se encuentra influenciado por la terminación de los períodos de gracia de la serie C en el quinto trimestre, así como a la reducción de los dividendos conforme disminuye el saldo insoluto de las series vigentes. La fluctuación de la cobertura también proviene de la estacionalidad de la facturación de los locales seleccionados.

Con respecto a la cobertura del índice desviación con los mecanismos de garantía, el depósito en garantía supera las 1.5 veces requeridas legalmente. Adicionalmente, si se considera el exceso de flujo recaudado para el pago de los 14 dividendos transcurridos, este habría cubierto en 49 veces el índice de desviación de 1.14% estimado por el estructurador financiero en la calificación inicial.

Gastos del Fideicomiso

Los gastos operacionales del Fideicomiso se pagan con cargo a un fondo rotativo de USD 10,000. Este fondo se debe reponer con los flujos recibidos, de acuerdo al orden de prelación.

Desde la constitución del Fideicomiso hasta la fecha de corte se han registrado gastos operativos por USD 121M, un promedio de USD 2,633 mensuales. Los gastos más representativos son los honorarios a la fiduciaria, la auditoría externa y pagos a la bolsa de valores. Para 2016 se proyecta un crecimiento ligero de los gastos del fideicomiso debido al incremento de 2 puntos porcentuales del IVA.

Los gastos operativos no son materiales respecto al monto originado, ni a la cuantía de los flujos generados y esperados. Adicionalmente, en caso que los flujos no fueren suficientes para cubrir los gastos del Fideicomiso, el Originador debe reponer el Fondo Rotativo dentro de dos días hábiles posteriores a la solicitud escrita de la Fiduciaria.

MMG Trust Ecuador S.A. (Fiduciaria)

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

MMG TRUST ECUADOR S.A. S.A fue constituida con otro nombre en Guayaquil, en febrero de 2003, teniendo inicialmente como objeto social la Administración de Negocios Fiduciarios, aunque cambia a su denominación actual en octubre de 2012. Forma parte de Morgan & Morgan Group, domiciliado en Panamá, que ofrece servicios legales, fiduciarios y financieros, en varios países de América, Asia, y Europa.

Para la administración de procesos de titularización, la empresa utiliza el sistema Galeón, que a través de una plataforma modular altamente parametrizable, permite gestionar las distintas acciones involucradas en el manejo de este tipo de operaciones. Adicionalmente, la Fiduciaria ha decidido desarrollar un sistema de administración propio.

Los Directores Principales de la empresa cuentan con una sólida preparación académica y larga trayectoria tanto dentro del grupo internacional como en el sector financiero y de capitales, lo cual se considera positivo.

Por otro lado, tanto el Gerente General como la plana ejecutiva está conformada por profesionales con conocimiento y experiencia en las labores que desempeñan, y trabajan varios años en la institución.

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

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 de los títulos en el mercado y no al contrario.

A la fecha de corte Int Food Services no mantiene emisiones ni titularizaciones en el mercado de valores a más de la que se analiza en el presente estudio.



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 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 proporcionados por terceros no son responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas, por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros, que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificador emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS, y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos, en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión, ni un sustituto de la información 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 inversor 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 2015.