



Ecuador
Segundo Seguimiento

Fideicomiso Tercera Titularización de Flujos KFC

Calificación

Serie	Calificación Otorgada
B	AA
C	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

Verónica Molina
(5932) 226 9767 ext. 110
jmolina@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió subir la calificación a 'AA', desde 'AA-', para las series en circulación del Fideicomiso Tercera Titularización de Flujos KFC.

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 recaudo 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 2.8 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, y de 2015 y 2016 auditados por BDO; ambas auditoras emiten 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-2017, 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, 2015 y 2016, 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-2017, 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-2017:

	Serie A	Serie B	Serie C
Monto Autorizado (USD)	10.000.000	10.000.000	5.000.000
Saldo Insoluto (USD M)	0	1.000.000	1.500.000
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 se canceló totalmente en agosto-2016, mientras las series B y C, tras el último pago de noviembre mantienen un saldo insoluto de USD 1MM y 1.5MM, respectivamente. A octubre-2016 se ha pagado un total de 18 dividendos de capital e interés de la serie B, mientras que la serie C ha recibido 18 cupones de interés y 14 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-2017 fondos disponibles por USD 861.6M. El 81.17% de la liquidez del fideicomiso se encuentra en inversiones temporales de renta fija, el 17.67% en depósitos a la vista en bancos y el 1.16% en el fondo rotativo.



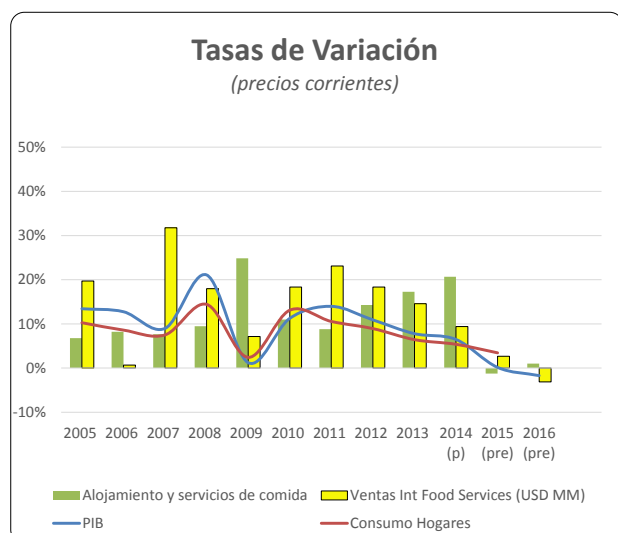
Las inversiones temporales del Fideicomiso corresponden a certificados de depósito, cuyas fechas de vencimiento son anteriores a la fecha de pago del próximo dividendo de las series vigentes, y que servirán para realizar dicho pago.

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 cuentas corrientes del Banco Bolivariano y del Banco Pichincha.

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), 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.

El sector de alojamiento y servicios de comida, representa el 2.3% del PIB, y en un esquema de desaceleración podría experimentar presiones. Si bien la volatilidad de este sector es ligeramente superior a la del PIB, en épocas de contracción económica, la demanda de comida muestra un comportamiento menos elástico, especialmente para productos básicos, de consumo cotidiano.

De acuerdo a 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. En el último trimestre de 2016, el INEC calculó que alrededor del 3% del ingreso se destina a alimentos y bebidas consumidos fuera del hogar.

Int Food Services Corp, Sucursal Ecuador participa dentro del mercado de comida rápida y almuerzos; un segmento altamente competitivo, compuesto por una diversidad de marcas orientadas a distintos segmentos económicos, y que utilizan distintas estrategias de posicionamiento. Sin embargo, sus marcas estrella (KFC y GUS) por precio y posicionamiento participan de distintos segmentos, e inclusive compiten en el nicho de almuerzos diarios.

La economía Ecuatoriana decreció durante 2016 en -1.47%; para 2017, el gobierno estima un incremento de 1.42%, mientras que el FMI prevé una caída del -1.6%; en línea con la previsión del BCE, tanto la CEPAL como el Banco Mundial prevén crecimiento positivo de 0.3% y 0.7%, respectivamente.

El FMI mejoró su previsión inicial sobre el decrecimiento de la economía ecuatoriana, de acuerdo a analistas internacionales, la región crecerá alrededor de 1.1% debido al repunte de la demanda en países de importancia clave; dentro de este entorno los únicos con perspectiva negativa son Ecuador y Venezuela. Ecuador mantiene una perspectiva incierta debido a la caída de sus exportaciones petroleras y su economía dolarizada. Internamente, el nuevo gobierno también ha recurrido a financiamiento adicional; en los últimos años, las principales fuentes de fondeo de gobierno central son: impuestos y contratación de nueva deuda (créditos externos, deuda interna y créditos de multilaterales). En octubre 2016 se amplió el techo del margen de endeudamiento respecto al PIB.

En el corto plazo, el Estado va a requerir refinanciamientos de la deuda actual y contratar nuevas líneas de fondeo; de manera que la economía es sensible a la disponibilidad de financiamiento interno y externo y a la evolución del precio del petróleo. En el segundo semestre del año podrían existir presiones por nuevos recursos fiscales.

En este contexto, para 2017 se podría continuar la contracción general de las distintas industrias, aunque en menor medida 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 establecido.

En el informe de calificación inicial disponible en www.bankwatchratings.com se encuentra un resumen de las características de la estructura.

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 Cotocollao (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 Cotocollao (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.

De acuerdo a las condiciones del contrato, al terminar de pagar la serie A, se liberó 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 331,500, 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, que vence el 14 de agosto de



2017. La garantía ha sido renovada cada año desde la constitución del Fideicomiso, tras el vencimiento de la clase A se redujo a su valor actual.

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-17
Activo Líquido (USD M)	2.561
Activo Ajustado (USD M)	45.942
Activo Total (USD M)	103.673

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	15.455	15.455	0,17	2,97
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	500	15.955	0,16	2,88
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	69.117	85.072	0,03	0,54
TOTAL		85.072	85.072	0,03	0,54

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 abr-2017. 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 13.7MM), las inversiones en acciones (USD 19.5MM) y activos intangibles por (USD 24MM).

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 193 locales operativos a nivel nacional, de los cuales 165 son de KFC y los restantes 28 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.



El grueso de las ventas de INT se realizan en los locales de su red; en las ventas totales representan el 74.98% a dic-2016 y el 75.82% a abr-2017; sin embargo, INT también prepara y distribuye comida e insumos complementarios para otras 18 cadenas de comida rápida, esta constituye su segunda fuente de ingresos (alrededor del 20%) y la tercera línea generadora proviene de servicios (arriendos y cobros administrativos a sus relacionadas comerciales. Entre las cadenas que atiende la planta de INT destacan: Tropi Burger, American Deli, El Español, Menestras del Negro, Cajun, China Wok, Cinnabon, Baskin Robbins y Juan Valdez. En total, la empresa sirve a más de 400 locales en Ecuador.

Si bien el país experimentó una contracción económica en 2016, esta cedió en intensidad durante el segundo semestre del año, por lo cual la reducción del PIB fue de -1.47%. Las ventas de Int Food Services en 2016 se reducen -1.43%, y muestran una recuperación importante a abr-2017 (crecen 10.56% anual), mostrando un mejor desempeño que la del Sistema. Por línea de negocio, se observan parejos e importantes crecimientos en sus tres segmentos.

El resultado operativo de INT es pequeño en comparación a otras empresas, 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, así como del arriendo de la mayoría de sus locales; los pagos de regalías por la franquicia, y la amortización de los gastos de adecuación y mejora de los locales arrendados donde comercializa sus productos, entre otros. Si bien el EBITDA prácticamente se ha duplicado desde abr-2016, como se dijo antes, el peso de los requerimientos operativos presiona el resultado final. La volatilidad del EBITDA se explica por el ciclo de ventas del negocio y por el importante peso de depreciaciones y amortizaciones durante el ciclo del negocio.

Pese a que INT maneja un amplio margen bruto, el resultado neto es apretado, por 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, se espera que el EBITDA de 2017 refleje el mayor volumen de ventas. Adicionalmente, no se esperan presiones de capital de trabajo extraordinarias, de manera que

el flujo de caja operativo cubriría adecuadamente requerimientos del ciclo del negocio como CAPEX y proyectos.

La relación entre deuda financiera y EBITDA es 2.15 veces en abr-2017 y se espera que se encuentre por debajo de 3 veces en los próximos años, lo cual se considera un endeudamiento moderado. Cabe destacar que la obligación de la franquicia de realizar anualmente mejoras y adecuaciones anuales a sus locales, que se registran como activos diferidos, le resta flexibilidad operativa al Originador, frente a otras empresas con similares indicadores, y hace que la empresa presente generalmente un flujo de caja libre ajustado.

Si bien, a abr-2017, la empresa mantiene un patrimonio de USD 18.6MM, su patrimonio tangible es negativo debido a que existen activos intangibles (adecuaciones y mejoras de locales arrendados) por USD 18.2MM; inversiones en acciones por USD 19.5MM y cuentas por cobrar no comerciales a relacionadas por USD 13.7MM. Esto deriva en un patrimonio tangible¹ 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, y que continúe refinanciando 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 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.

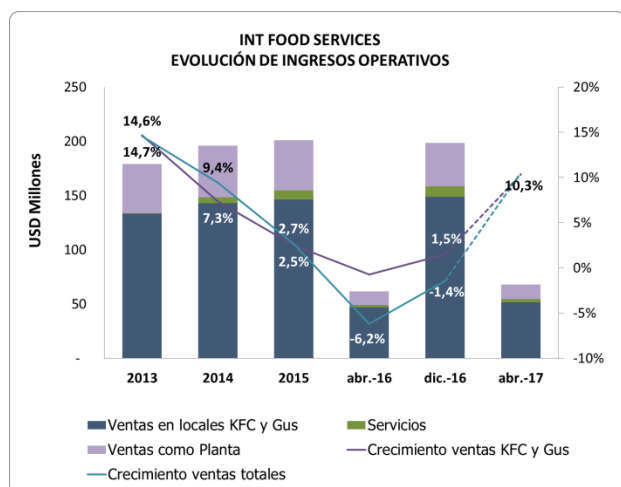
Los locales seleccionados que conforman el derecho de cobro titularizado son parte importante de la cadena de locales KFC que mantiene el Originador, tanto por su ubicación como por la importancia relativa dentro de las ventas de esta cadena.

¹ Patrimonio tangible = Patrimonio – activos diferidos – activos intangibles – cuentas por cobrar relacionadas y otros activos de difícil recuperación en un escenario de liquidación.

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. Esta forma de pago dentro de los locales seleccionados representa menos del 10% 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.

Las ventas de los locales KFC y Gus aportan a abr-2017 el 75.8% de los ingresos de la empresa, el 20.1% proviene de las ventas como planta y el 4.2% de la generación de servicios (principalmente logística y arriendos). De manera que el grueso de los ingresos operativos de INT proviene de la comercialización de sus productos alimenticios directamente a través de sus puntos de venta.

Al ser la segunda fuente generadora de ingresos, la producción en sus plantas de productos alimenticios, que se venden a otras cadenas de comida rápida y restaurantes relacionados por accionariado, junto con otros insumos requeridos para su operación, mantienen también un aporte importante en el Ebitda (10.92%).

Si bien en 2016 la economía ecuatoriana decreció (-1.5%), las ventas de INT cayeron a una tasa menor (-1.43%); por el contrario, para abr-2017 la tasa de incremento de ventas llega a 10.56% evidenciando una recuperación en el consumo de alimentos preparados. Por línea de negocio, las ventas de INT en todos los segmentos han mejorado en términos anuales: 10.3% las ventas en locales, 10.1% las ventas de planta y 17.5% los ingresos por servicios.

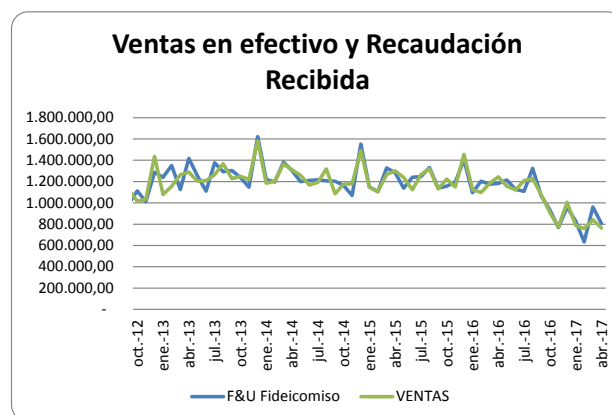
Dada la recuperación del segmento, BWR espera que INT cierre el año con un crecimiento del 8.6%, esto le permitiría sostener su margen alrededor del 52.3%. Como parte de su crecimiento orgánico en número de locales KFC, INT planea abrir 6 nuevos puntos de venta en 2017, con lo cual llegará a 169 locales KFC.

En 2016, la estrategia para mitigar la reducción de ventas fue la de mantener precios competitivos y operar en diversos nichos de mercado, para hacer frente a otras opciones de comida rápida y almuerzo.

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.



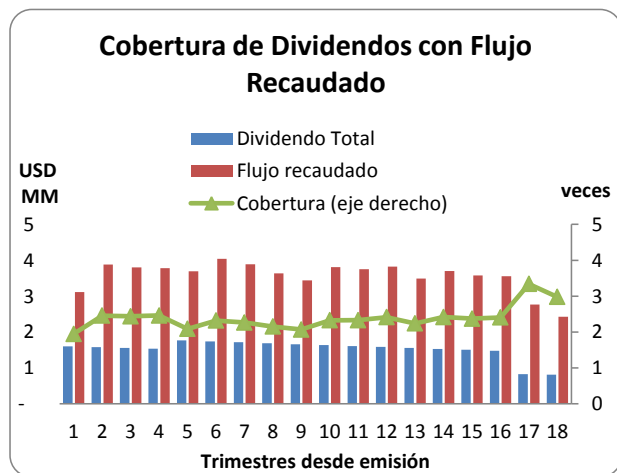
Fuente: MMG Trust Ecuador S.A. Elaboración: BWR

El derecho de cobro titularizado tuvo inicialmente una tendencia a incrementarse, pero en 2014 se reduce en 1.1% frente al 2013, en 2015 nuevamente se contrae en 1.4%, 10.9% en 2016 y -32.2% a abr-2017, respecto del mismo período del año precedente. Como se indicó anteriormente, la caída está vinculada tanto al entorno económico actual como al menor uso tendencial del efectivo como forma de pago, y adicionalmente desde la cancelación de la serie A en agosto-2016 el



derecho de cobro titularizado disminuye, en función de lo dispuesto en la escritura del Fideicomiso.

De todas formas, la cobertura trimestral de los dividendos con los flujos que ingresan al Fideicomiso en promedio es 2.82 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

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, la reducción de los dividendos tras el vencimiento de la serie A en el trimestre 13 y la disminución paulatina del 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 18 dividendos transcurridos, este habría cubierto en 50.27 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 135M, un promedio de USD 2,589 mensuales. Los gastos más representativos son los

honorarios a la fiduciaria, la auditoría externa y pagos a la bolsa de valores. Se observa una leve reducción del gasto promedio mensual debido a que hay costos que se abarataron al reducirse el saldo de los títulos, pese a que en 2016 se dio un incremento de 2 puntos porcentuales en el 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 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 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. . © BankWatch Ratings 2017.