



Ecuador  
Segundo Seguimiento

## Fideicomiso Tercera Titularización de Flujos KFC

### Calificación

Serie	Calificación Otorgada
C	AAA-

#### 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](mailto:cordonez@bwratings.com)

Verónica Molina  
(5932) 226 9767 ext. 110  
[jmolina@bwratings.com](mailto:jmolina@bwratings.com)

### Fundamento de la calificación

*El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió subir la calificación de 'AA' a 'AAA-', 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. Adicionalmente, el Comité está reconociendo la fortaleza de liquidez que muestra el Originador y el corto plazo de las obligaciones en circulación, quien 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 desde la emisión de los valores hasta octubre-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 octubre-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 los títulos calificados:

	Serie A	Serie B	Serie C
Monto Autorizado (USD)	10,000,000	10,000,000	5,000,000
Saldo Insoluto (USD M)	0	0	1,000,000
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, y la serie B lo hizo en agosto-2017. La serie C es la única vigente, con un saldo insoluto de USD 1MM al corte de este informe. Se ha pagado un total de 20 cupones de interés y 14 amortizaciones de capital de esta última serie.

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 la fecha fondos disponibles por USD 78.5M e inversiones por USD 270M. Los primeros se encuentran en una cuenta a la vista en Banco Bolivariano, mientras que las inversiones corresponden a certificados de depósito en la misma institución con fecha de vencimiento en febrero-2018, antes del próximo pago programado para la serie C. El riesgo de contraparte de estos activos se considera muy

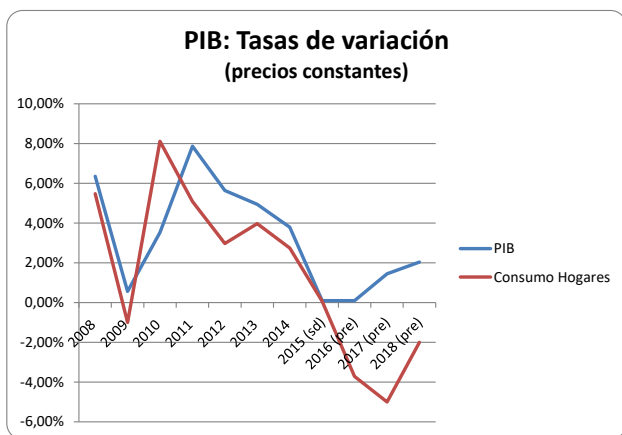


bajo por su corto plazo y la alta calidad crediticia de la institución financiera, que mantiene una calificación otorgada por BWR de AAA-.

Las inversiones a plazo cubren en su totalidad el próximo dividendo de la serie C a realizarse en noviembre-2017. Por su parte, los fondos disponibles corresponden al Fondo Rotativo (USD 10M) y al exceso de flujos que se devuelve al Originador periódicamente.

▪ **ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA DEL ORIGINADOR**

**Gráfico 1**



Fuente: BCE. Elaboración: BWR

Para la economía ecuatoriana, 2017 se presenta como un período de recuperación, especialmente el segundo semestre; de acuerdo al BCE, al finalizar el año, el crecimiento del PIB llegaría a 1.5%, el doble de las estimaciones iniciales. El repunte de la economía se debe principalmente al repunte en el consumo privado y a la recuperación de las exportaciones; sin embargo, es preciso esperar por medidas específicas de parte del Gobierno para impulsar la reactivación económica menos efímera.

El reducido precio del petróleo y los fallidos intentos por diversificar la economía hacen necesario continuar dependiendo del endeudamiento externo. De manera que la liquidez del Sistema se explica por el acceso del Gobierno a fuentes de fondeo, fuente que es incierta. En los últimos años, las principales opciones 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.

Si bien el sector petrolero continua siendo estratégico, y la contracción de sus ventas ha dado lugar a la coyuntura macroeconómica actual, los otros subsegmentos económicos mantienen desempeños dispares; entre ellos, el sector de la manufactura (sin refinación de petróleo), tiene un importante efecto en la generación de ingresos, impuestos y plazas de trabajo. Este sector ha mostrado una participación no menor al 12% del PIB en el último lustro.

El segmento de alojamiento y servicios de comida, representa alrededor del 2% 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 al INEC, el 24.4% del gasto promedio mensual de los ecuatorianos es destinado a la adquisición de alimentos y bebidas no alcohólicas; de hecho el 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 cerrar con un incremento de 1.5%; para 2018, el BCE prevé un crecimiento del 2%, pero tanto el FMI (0.6%), como la CEPAL (0.7%) son más cautos.

Las familias han mejorado su predisposición al gasto, pese a que no se han dado cambios sustanciales a nivel macro; sin embargo, las expectativas de los agentes económicos internos han mejorado, restándole presión al Sistema. En este contexto, para 2018 se podría mantener la dinámica actual de las distintas industrias, las más beneficiadas por el aumento en el consumo de los



hogares son las empresas relacionadas con alimentación, y dentro de estas, aquellas que mantienen 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, 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. Adicionalmente, 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 la cuenta corriente 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](http://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 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.

De acuerdo a las condiciones del contrato, al terminar de pagar la serie A, se liberó el flujo proveniente de tres locales y con la cancelación de la clase B se liberó el derecho de cobro de cuatro locales más. Actualmente se mantienen titularizados los flujos de los locales KFC Cumbayá (Quito), KFC Hospital del IESS (Quito), KFC Aeropuerto (Guayaquil), KFC Parque Carolina (Guayaquil) y Heladería Aeropuerto (Guayaquil).

### 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 108,000, 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 367 días desde su emisión, que vence el 16 de agosto de 2018. La garantía ha sido renovada cada año desde la constitución del Fideicomiso, y tras el vencimiento de las series A y B 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 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	oct-17
Activo Líquido (USD M)	1.910
Activo Ajustado (USD M)	50.529
Activo Total (USD M)	107.150

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	18.068	18.068	0,11	2,80
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	556	18.624	0,10	2,71
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	66.064	84.689	0,02	0,60
<b>TOTAL</b>		<b>84.689</b>	<b>84.689</b>	<b>0,02</b>	<b>0,60</b>

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 oct-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 10.6MM), las inversiones en acciones (USD 20.3MM) y activos intangibles (USD 24.5MM).

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 169 locales operativos a nivel nacional, de los cuales 134 son de KFC, 28 locales de marca GUS y 7 heladerías.

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.



Históricamente, alrededor del 75% de las ventas de INT se realizan en los locales de su red; a oct-2017 dicha línea representa el 74.65% de las ventas totales (fue 74.98% a dic-2016 y el 75.08% a oct-2016); INT también prepara y distribuye comida e insumos complementarios para otras 18 cadenas de comida rápida, esta constituye su segunda fuente de ingresos (20.97% en oct-2017 y 20.06% en dic-2016); la tercera línea generadora de negocios proviene de servicios (arriendos y cobros administrativos a sus relacionadas comerciales).

La planta atiende cadenas, como: Tropi Burger, American Deli, El Español, Menestras del Negro, Cajun, China Wok, Cinnabon, Baskin Robbins y Juan Valdez; en total sirve a más de 400 locales en Ecuador.

2017 fue un año de crecimiento para INT, sus ventas anuales a oct-2017 crecieron 10.62%, un desempeño muy superior al del segmento de alojamiento y servicios de comida, que crece 1.5% en el año. En consecuencia, INT al igual que en 2016 muestra un mejor desempeño que el Sistema. Por línea de negocio, se observan importantes crecimientos en sus tres segmentos.

A oct-2017, el resultado operativo anual creció 1.08 veces, evidenciando un desempeño extraordinariamente positivo. Donde, el flujo de fondos operativo del período cubre los requerimientos del giro del negocio, pese a la elevada carga operativa.

En consecuencia, INT maneja un amplio margen bruto, pero el resultado neto se presiona, como se dijo; debido a la carga operativa<sup>1</sup> que implica su modelo de negocios. La mejoría en el margen bruto de INT, en parte se explica por el efecto de la reducción del IVA en junio, pues la empresa absorbió dicho costo durante el año pasado y ahora recupera este flujo.

Si bien el EBITDA prácticamente se ha duplicado, el peso de los requerimientos operativos presiona el flujo de caja operativo, de manera que se requiere financiamiento adicional para cubrir la inversión en CAPEX y el gasto en diferidos e intangibles.

<sup>1</sup> Incluye: una nómina elevada de personal para el funcionamiento de sus puntos de venta, como lo requiere la franquicia KFC; el 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.

En definitiva, 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.

Bajo el entorno actual, al cierre de 2017 se espera que el EBITDA refleje el mayor volumen de ventas, de manera que el flujo de caja operativo cubriría adecuadamente requerimientos del ciclo del negocio como CAPEX y proyectos.

A oct-2017, la relación entre deuda financiera y EBITDA es 2.01 veces, al incluir el efectivo o equivalentes en el indicador, la relación es 1.93 veces. Al cierre de 2017 y para 2018 se espera se mantenga debajo de 2 veces, 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, la empresa mantiene un patrimonio de USD 22.5MM, su patrimonio tangible es negativo debido a que existen activos intangibles (adecuaciones y mejoras de locales arrendados) por USD 17.3MM; inversiones en acciones por USD 20.3MM y cuentas por cobrar no comerciales a relacionadas por USD 10.7MM. Esto deriva en un patrimonio tangible<sup>2</sup> 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

<sup>2</sup> Patrimonio tangible = Patrimonio - activos diferidos - activos intangibles - cuentas por cobrar relacionadas y otros activos de difícil recuperación en un escenario de liquidación.

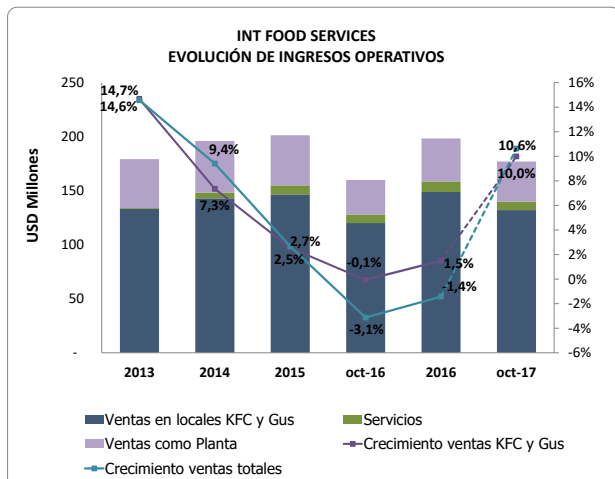
abordó en el apartado anterior y el segundo se analiza a continuación.

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. 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.

En el gráfico anterior se puede apreciar que los ingresos operativos de Int Food Services provienen principalmente de la producción y comercialización de sus productos alimenticios a través de los locales de las marcas KFC y Gus (74.7% de los ingresos de la empresa a oct-2017). El porcentaje restante corresponde a las ventas como planta a terceros relacionados (21%) y a prestación de servicios de logística, arriendos y otros a estos últimos (4.4%).

Si bien el ingreso operativo se redujo ligeramente en 2016, en línea con la recesión económica existente, las ventas en los locales de las franquicias que administran directamente lograron mantener un comportamiento positivo de 1.5% durante el año pasado.

A octubre-2017 se aprecia una recuperación importante en el negocio, ya que las ventas totales se incrementan en 10.6% frente al mismo período del año anterior, que es superior al esperado por la empresa a inicios de año, y que refleja la leve recuperación económica del año, el éxito de las estrategias comerciales del emisor y un mejor desempeño de las ventas como planta, pues todas las marcas relacionadas han tenido desempeños positivos durante 2017.

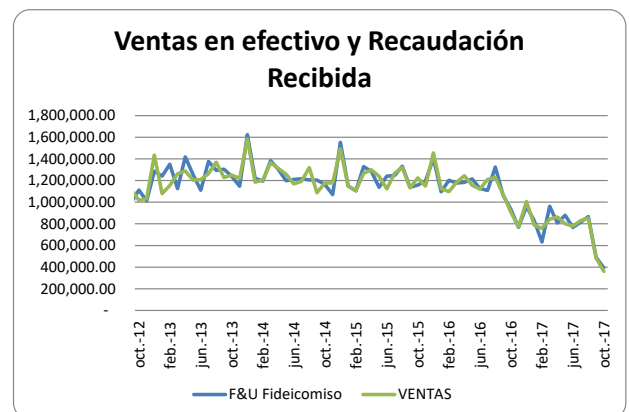
Al mismo tiempo, se aprecia una mejora del margen bruto, que pasa de 52.7% (octubre-2016) al 54.6%, pues se ha beneficiado de la recuperación de 2 puntos de IVA, que la empresa nunca trasladó al consumidor.

Como parte de su crecimiento orgánico en número de locales KFC, INT planea abrir 8 nuevos puntos de venta en 2018.

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.



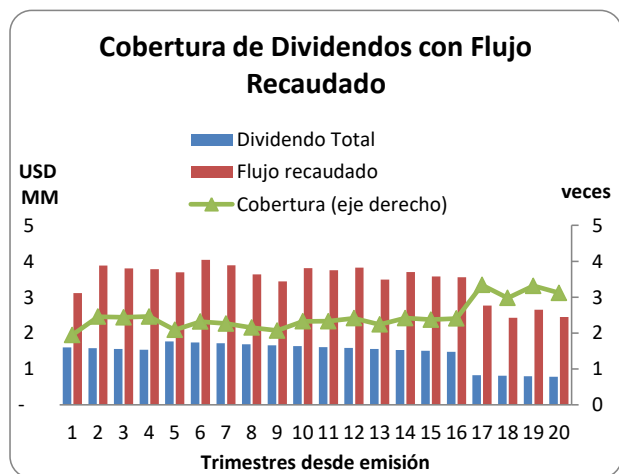
Fuente: MMG Trust Ecuador S.A. Elaboración: BWR

El derecho de cobro titularizado tuvo inicialmente una tendencia a incrementarse, desde 2014 muestra una tendencia a reducirse (-1.1% 2014, -1.4% 2015). Las reducciones del flujo en 2016 y lo



que va del 2017 (-10.9% y -35.1% respectivamente) responden principalmente al ajuste del derecho de cobro establecido en la estructura legal por el vencimiento de las series, el cual se corresponde con un menor requerimiento de pago trimestral, y por tanto no pone en riesgo a la capacidad de pago del Fideicomiso.

La cobertura trimestral de los dividendos con los flujos que ingresan al Fideicomiso en promedio es de 2.5 veces (2.6 veces en los últimos 12 meses), 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 de la serie B en agosto-2017, así como por la mejora de las ventas del año en curso. 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. Por otro lado, si se considera el exceso de flujo recaudado para el pago de los 20 dividendos transcurridos, este habría cubierto en 51 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 157M, un promedio de USD 2,454 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.

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 naturaliza 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. Todos los derechos reservados. . © BankWatch Ratings 2017.