

Ecuador
Calificación Inicial

Segunda Titularización de Flujos Deli Internacional

Calificación

Serie	Calificación Otorgada
A	AAA
B	AA

DESCRIPCIÓN DE LA CALIFICACIÓN:

AAA: “Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.”

AA: “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: Deli Internacional S.A., 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 los valores de contenido crediticio emitidos por el Fideicomiso de la Segunda Titularización de Flujos Deli Internacional, las siguientes calificaciones: ‘AAA’ a la serie A y ‘AA’ a la serie B.

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.

La calificación asignada a la serie B 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. Con respecto a la serie A, su calificación refleja el hecho de que el Fideicomiso cuenta actualmente con la totalidad de recursos líquidos para realizar el pago de su último dividendo en agosto-2016.

El análisis del Originador demuestra en nuestro criterio una muy buena capacidad de pago de sus obligaciones contractuales. Este criterio se fundamenta en el sólido posicionamiento de las cadenas de restaurantes que maneja la empresa, y su saludable estructura financiera, derivada de un endeudamiento bajo a moderado respecto a su generación, y a una adecuada cobertura del gasto financiero con el EBITDA. También toma en cuenta la sensibilidad que tiene el EBITDA de la empresa a cambios de políticas del grupo de empresas relacionadas, aunque en el período analizado y bajo las condiciones actuales la empresa consigue una generación operativa suficiente en relación a sus requerimientos de flujo.

La empresa requiere como parte de su negocio la realización de fuertes mejoras en locales arrendados, que se encuentran registradas como activos intangibles. El saldo por amortizar supera actualmente el valor del patrimonio, riesgo mitigado por la alta probabilidad que tiene la operación de mantenerse como empresa en marcha.

La deuda financiera de Deli Internacional se encuentra a la fecha de corte concentrada en el corto plazo. No obstante, se indica como hecho subsecuente que el Originador ha refinanciado alrededor del 58% de la misma, a través de una operación que vence en marzo-2018 y hasta esa fecha esta parte no requerirá amortizaciones de capital, sino únicamente el pago del costo financiero. Esto reduce el riesgo de refinanciamiento de la empresa, dentro del plazo de vigencia de la presente titularización.

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 a 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.

Presentación de Cuentas

Los estados financieros, documentación inherente a su negocio y el Fideicomiso, son de propiedad de Deli Internacional S.A. (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 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 Segunda Titularización de Flujos Deli Internacional de los períodos anuales 2014, 2014 y 2015, auditados por Moore Stephens, quien emite una opinión limpia sobre la razonable presentación bajo normas NIIF.
- Estados financieros no auditados del Fideicomiso Mercantil de la Segunda Titularización de Flujos Deli Internacional a mayo-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 Deli Internacional S.A., Sucursal Ecuador, a diciembre-2015, auditados por AuditSolver, 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 con su controladora en Panamá, aunque no tuvimos acceso a los mismos.
- Estados Financieros Deli Internacional S.A., Sucursal Ecuador, de los períodos anuales 2013 y 2014, auditados por Grant Thornton, quien emite opinión limpia sobre su razonable presentación bajo normas NIIF.
- Estados Financieros de Deli Internacional S.A., Sucursal Ecuador, con corte a mayo-2016, no auditados.

■ CARACTERÍSTICAS Y EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

El presente proceso de titularización fue aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros en agosto del 2013, y en ese mismo mes se inscribió en el Registro del Mercado de Valores.

La colocación de los valores de la serie A inició el 30 de agosto del 2013, mientras que la serie B se

emitió a partir del 4 de septiembre del mismo año. Dichos valores se denominan VTC- DELI.

Deli Internacional S.A., sucursal Ecuador (Deli, en adelante) decidió originar el presente proceso de titularización con la finalidad de obtener capital de trabajo y sustituir pasivos.

A continuación se muestran las principales características de este proceso:

	Serie A	Serie B
Monto Autorizado (USD)	3,000,000	4,000,000
Saldo Insoluto (USD M)	250,000	1,500,000
Fecha Emisión	30-Ago-13	4-Sept-13
plazo (días)	1,080 días	1,440 días
Fecha Vencimiento	30-Ago-16	4-Sept-17
Gracia de Pago de Capital	0 días	0 días
Pago de Capital	Trimestral pagos iguales	Trimestral pagos iguales
Primer pago Capital	90 días	90 días
Pago Interés	Trimestral	Trimestral
Tasa Fija	7.50%	8.00%
Cálculo Intereses y plazos	360/360	360/360
Autorización Superint. de Compañías (SIC)	Q.IMV.2013.04223	
Fecha autorización SIC	20-Ago-13	

La serie A está por vencer en agosto-2016 y a la fecha cuenta con un saldo insoluto que representa el 8.4% del saldo inicial. Por su parte, la clase B vence en junio-2017, y aún mantiene el 31% del monto emitido. En ambos casos se han pagado 11 dividendos trimestrales de capital e interés al corte de este informe.

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.

La primera fuente de repago de la presente titularización provendrá de la recaudación del derecho de cobro titularizado, el cual se explica más adelante y de ser insuficiente con los mecanismos de garantía existentes, que incluyen la fianza solidaria del Originador.

Fondos Disponibles e Inversiones

A mayo-2016 el Fideicomiso mantiene fondos disponibles por USD 88M e inversiones de renta fija por USD 280M.

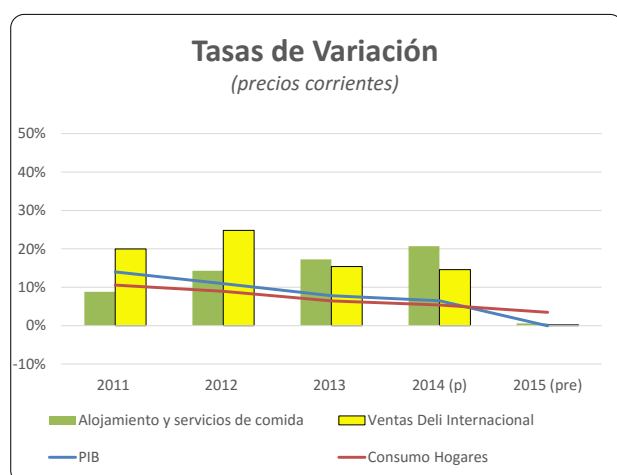
Los fondos disponibles se encuentran en cuentas a la vista en Banco Boliviano y Banco Pichincha, instituciones que mantienen calificaciones locales de AAA- otorgadas por BWR y corresponden

principalmente al fondo rotativo y a fondos por devolver al Originador.

Con respecto a las inversiones, están compuestas por ocho certificados de depósito emitidos por Produbanco, institución financiera que igualmente mantiene una calificación local de AAA-. Todos vencen el 2 de junio de 2016, antes del pago del próximo dividendo de las dos series vigentes y justamente.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA DEL ORIGINADOR

Gráfico 1



Fuente: BCE, EEFF Deli Internacional S.A., Sucursal Ecuador.
 Elaboración: BWR

El sector de alojamiento y servicios de comida, representa el 2.3% del PIB, con una tendencia incremental hasta 2015. La volatilidad de este sector es ligeramente superior a la del PIB. Dentro de este, los enfocados a almuerzos diarios tienen una demanda menos elástica que los de naturaleza suntuaria. En el primer trimestre del 2016 esta actividad cae en 13.2% en forma interanual, seguramente afectada por menor consumo en restaurantes y hoteles.

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.

Deli Internacional S.A., 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. La diversificación en tipos de establecimientos le permite competir dentro de varios segmentos económicos.

En el 2015 las cifras oficiales prevén un crecimiento de 0.3% en términos constantes, mientras que para el 2016 el Banco Central indica una contracción interanual de la economía de 3%. Por su parte, 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.

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 del derecho de cobro al Fideicomiso la define su escritura de constitución, donde establece que este pertenecerá exclusivamente al Fideicomiso, el momento mismo en el que el derecho de cobro seleccionado se genere, lo que sucederá cuando 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). Por tanto, el Fideicomiso tendrá derecho de recibir y encargarse de los flujos procedentes de la recaudación de tal derecho.

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 Originador tiene la obligación de depositar diariamente los flujos recaudados directamente en las cuentas del Fideicomiso.

A partir de las fechas en que han sido recibidos, los flujos serán destinados de acuerdo al siguiente orden de prelación:

1. Completar el Fondo rotativo, si es que este ha disminuido su valor
2. Reponer el Depósito de Garantía, si es que este ha disminuido su valor.
3. Suministrar el dinero necesario para el pago de los títulos emitidos. La provisión será de un octavo semanal del dividendo siguiente a vencer de los valores en circulación de cada una de las series. La provisión deberá incluir los gastos trimestrales relacionados con el Fideicomiso. Al cabo de dos meses quedará aprovisionado el 100% del dividendo inmediato a pagar.
4. Una vez realizadas las provisiones y reposiciones señaladas en el numeral anterior, restituir al Originador, dentro del mismo día o del día hábil siguiente, los flujos excedentes que quedaren en el Fideicomiso.

En la escritura de constitución del Fideicomiso, el originador declara bajo juramento lo siguiente:

1. Que el derecho de cobro y los recursos en efectivo aportados y que se aporten a futuro al Fideicomiso tienen origen lícito y han sido habidos legítimamente y específicamente, no provienen ni provendrán de ninguna conducta tipificada como delito en la Ley para Reprimir el Lavado de Activos o de actividades relacionadas con la producción, almacenamiento, transporte o tráfico ilícito de sustancias estupefacientes y psicotrópicas o cualquier otra actividad ilegal o ilícita.
2. Que el contrato del Fideicomiso no adolece de causa u objeto ilícito y no tiene la intención de causar perjuicios a terceros o sus acreedores.
3. Que la información legal y financiera presentada y que a futuro se presente a la Fiduciaria es fidedigna, real y completa. De manera que, el Apoderado del Originador y como tal, serán penal y civilmente responsables por cualquier falsedad u omisión contenida en tal información, esto de acuerdo con la legislación aplicable.
4. Que toda la información relevante sobre el Originador y sobre los derechos de cobro, será difundida a los potenciales inversionistas para precautelar los derechos de estos en la toma de su decisión de inversión.

5. Que el derecho de cobro y los recursos en efectivo aportados y que se porten en un 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.
6. Que la celebración del contrato del Fideicomiso y el cumplimiento de las obligaciones que asume el originador no contraviene restricciones estatutarias ni contractuales del Originador.
7. Que las obligaciones que asume derivadas del contrato del Fideicomiso han sido válida y legalmente contraídas, pudiendo exigirse su cumplimiento al Originador conforme legislación y normativa complementaria aplicable.
8. Que cuenta con todas las aprobaciones, autorizaciones y permisos para celebrar el contrato del Fideicomiso y para cumplir con todas las obligaciones que se derivan de este último.

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 los siguientes:

- American Deli Guayaquil: A07 San Marino, A19 Mall del Sol, A20 Plaza Village, A24 Mall del Sur y A33 City Mall
- El Español Quito: E24 CCI PB, E03 Quicentro, E17 Jardín, E20 CCI y E21 San Luis.

En el momento en que hayan sido cancelados totalmente los valores de la serie A dejará de ser parte del derecho de cobro seleccionado las ventas en efectivo de los siguientes locales:

- American Deli Guayaquil: A24 Mall del Sur y A33 City Mall
- El Español Quito: E21 San Luis y E24 CCI PB.

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 se genera siempre que los flujos de fondos obtenidos por el pago del derecho de cobro sean mayores a los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.



Adicionalmente, el mismo debe ser superior a 1.5 veces el índice de desviación para cumplir con la normativa legal vigente.

El Depósito de Garantía forma parte del exceso de flujo de fondos y su objetivo es mantener en el Fideicomiso una reserva en dinero en efectivo o en documentos de alta liquidez, que en el evento de insuficiencia de los flujos podrá ser utilizada para el pago de los títulos colocados.

El Depósito de Garantía puede estar conformado por a) dinero en efectivo y/o por b) una garantía bancaria incondicional, irrevocable y de cobro inmediato. Al momento se ha optado por la segunda opción.

En caso de que se conforme con garantía bancaria, esta deberá ser emitida por una institución financiera del exterior que cuente con calificación de riesgo internacional de al menos A, o por una institución financiera local con calificación de al menos AAA-.

Dicha garantía podrá ejecutarse cuando siete 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. La garantía bancaria también se podrá ejecutar si no ha sido renovada por el Originador con al menos 15 días de anticipación a su vencimiento.

Este depósito debe ser de USD 608,041 mientras la serie A se encuentra vigente. Una vez amortizada dicha serie, su monto ascenderá a USD 260,093.

Cabe indicar que el Depósito en Garantía se ha instrumentado a través de una garantía bancaria con el Banco Santander International, por un monto de USD 608,041, que se renueva anualmente. La fecha de expiración del documento vigente es el 30 de agosto de 2016.

Con respecto al segundo mecanismo de garantía, el Originador constituye fianza solidaria a favor del Fideicomiso para el pago de los pasivos con inversionistas, obligándose así a responder solidariamente con el Fideicomiso por el pago total de estos pasivos, cuando el Fideicomiso no cuente con los flujos suficientes para hacerlo.

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

El cuadro siguiente detalla los pasivos que tendrían prelación en un escenario de liquidación, respecto de las deudas de Deli, con datos a mayo-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 4.7MM), inversiones en acciones (USD 2.1MM) y activos intangibles (USD 9.9MM).

Fecha de corte	May-16
Activo Líquido (USD M)	430
Activo Ajustado (USD M)	4,948
Activo Total (USD M)	21,612

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	2,671	2,671	0.16	1.85
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	2,914	5,585	0.08	0.89
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	11,923	17,509	0.02	0.28
TOTAL		17,509	17,509	0.02	0.28

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.

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 de Deli Internacional S.A., 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.

Deli Internacional S.A. (Deli en adelante), sucursal de la empresa panameña con el mismo nombre, opera en Ecuador desde el 2007, y se dedica principalmente a la venta de comida rápida, a través de locales distribuidos a nivel nacional, que trabajan bajo las marcas American Deli, El Español, Tropiburger, Baskin Robbins, Il Capo y Café Astorias. En total el Originador maneja 136 locales, y ha planificado la apertura de tres locales más en el 2016.

Las marcas que manejan se encuentran bien posicionadas dentro de su mercado objetivo gracias al impulso promocional, ubicación de los locales (centros comerciales y plazas) y precios



competitivos. Las ventas se encuentran altamente diversificadas debido a que atienden principalmente a clientes finales.

El principal proveedor de la empresa es su relacionada Int Food Services, empresa que representa aproximadamente el 50% de la deuda comercial, y se encarga de la preparación de los distintos alimentos que requieren los distintos locales, así como su distribución, junto con los suministros que requiere dicha operación. Esto le permite a acceder a mayores economías de escala, que se refleja en amplio margen bruto, cercano al 60%.

La empresa mantiene una elevada carga operativa (53.7% de los ingresos operativos al 2015, 60% a mayo-2016), que incluye una nómina elevada de personal para el funcionamiento de sus puntos de venta, el costo de arriendo de los locales de atención al público, y la amortización de los gastos anuales de adecuación y mejora de los locales arrendados donde comercializa sus productos, entre otros. Pese a esto, Deli mantiene niveles de rentabilidad relativamente atractivos aunque más volátiles desde el 2015.

Dentro del entorno económico actual, se espera en el 2016 una contracción económica generalizada, la cual ya se refleja a la fecha de corte en las ventas del Originador, que se reducen en 7.6% frente al mayo-2015. Si bien la empresa mantiene el objetivo de revertir esta tendencia hacia fin de año, bajo proyecciones más conservadoras estimamos que el EBITDA¹ se reduciría en aproximadamente 15% respecto al 2015, para ubicarse en USD 4.8MM.

La relación entre la deuda financiera y el EBITDA se ubicó en 2015 en 2.1 veces, y se espera que esta se mantenga en niveles similares en los próximos años, lo cual le otorga al Originador flexibilidad financiera. La cobertura del gasto financiero con el EBITDA de igual forma es holgada (5.67 veces en 2015).

Si bien la operación requiere anualmente inversiones importantes de adecuación y mejoras de los locales que arrienda, que se registran como activos intangibles, en la mayoría de períodos analizados el flujo de operación ha podido cubrir dicho requerimiento, y obtener un flujo de caja libre positivo y una reducción sostenida de su endeudamiento.

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.

El patrimonio de la empresa es a la fecha de corte de USD 4 millones, al mismo tiempo que la empresa mantiene activos intangible por USD 9.9MM; inversiones en acciones por USD 2.1MM, y otros activos financieros con relacionadas por USD 4.7MM. Esto deriva en un patrimonio tangible² débil frente a otras empresas con calificación similar.

A la fecha de corte, el pasivo financiero se encuentra concentrado en el corto plazo (96%), lo cual reduce los indicadores de liquidez de la empresa. No obstante, se indica como hecho subsecuente que el Originador ha refinanciado alrededor del 58% de la misma, a través de una operación que vence en marzo-2018 y hasta esa fecha esta parte no requerirá amortizaciones de capital, sino únicamente el pago del costo financiero. Esto reduce el riesgo de refinanciamiento de la empresa, dentro del plazo de vigencia de la presente titularización.

■ 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.

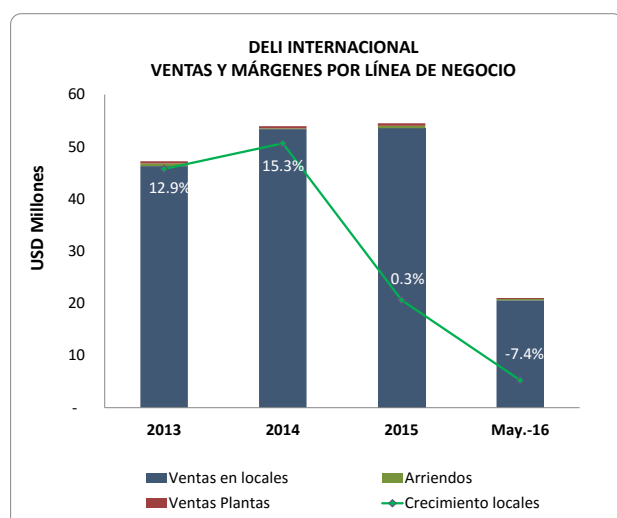
La ubicación de los locales seleccionados que conforman el derecho de cobro titularizado es estratégica ya que estos se encuentran en los principales locales comerciales de Quito y Guayaquil.

Si bien la forma de pago utilizada mayoritariamente es efectivo, el cual forma parte del derecho de cobro titularizado, esta forma de pago ha ido perdiendo participación frente a los pagos con tarjeta de crédito.

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.

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

Ventas y Flujos Históricos



Fuente: Deli Internacional. Proyección ajustada por BWR.
Elaboración: BWR.

Los ingresos operativo de Deli Internacional S.A., originador del presente proceso de titularización, proviene casi en su totalidad de las ventas de comida preparada que se realizan en las seis cadenas de comida rápida que administra, dentro de las cuales destacan American Deli (32.4% de las ventas del 2015), El Español (30.7%) y Tropi Burger (19.3%). Los locales seleccionados que generan el derecho de cobro titularizado pertenecen a las dos primeras cadenas nombradas.

Las ventas mostraron hasta el 2014 una expansión importante, gracias al posicionamiento de las marcas que administra, y al crecimiento en número de locales, aunque a partir del 2015 se aprecia un cambio de tendencia vinculada al menor dinamismo de la economía ecuatoriana.

En los primeros cinco meses del 2016 las ventas del Originador se contraen en 7.4% frente al mismo período del año anterior, situación que coincide con la reducción de la actividad de alojamiento y servicios de comida explicada en el análisis sectorial incluido en este informe.

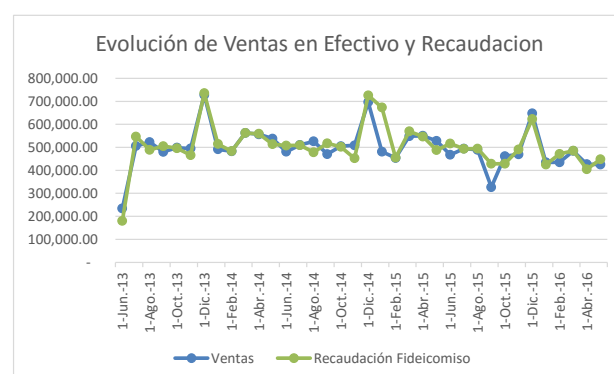
La empresa considera que a través de la aplicación de estrategias de comercialización podrá reducir la caída de los ingresos a -2.8%, aunque en el análisis financiero realizado se ha optado por una estimación más conservadora de -5.5%. El resultado final dependerá en buena medida de la evolución del entorno económico en el segundo semestre del año.

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 que el de 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.

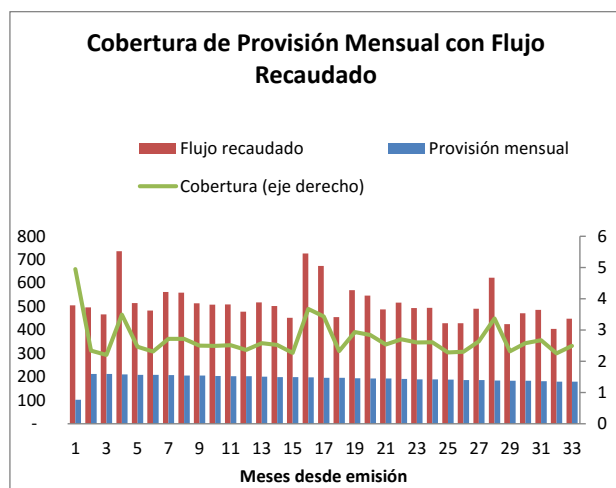


Fuente: MMG Trust Ecuador S.A.
Elaboración: BWR

El derecho de cobro titularizado mostró desde el inicio una ligera tendencia a decrecer debido a la ganancia de participación de las ventas con tarjeta de crédito (-6.50% interanual en 2015), aunque en 2016 la misma se ha profundizado (-13.9% entre mayo-2015 y mayo 2016) por la reducción de ventas del Originador, proveniente de la contracción económica existente.

Pese a lo indicado, la estructura se beneficia del hecho de que los títulos emitidos se amortizan mediante pagos de capital iguales, hace que los dividendos a pagar sean decrecientes en tiempo, y por tanto compensan en el tiempo la reducción del derecho de cobro recaudado.

La cobertura de las provisiones mensuales requeridas para el pago de los dividendos a los inversionistas, con los flujos que depositados en la cuenta del Fideicomiso mantienen una cobertura adecuada (2.7 veces en promedio, 2.5 veces si solamente se consideran los últimos 12 meses), por lo cual en circunstancias normales se esperaría que no se requiera acudir a la aplicación de la fianza solidaria para poder cumplir con sus obligaciones.



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

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 en los 33 meses transcurridos, y la provisión requerida en el mismo plazo, este habría cubierto en 3.5 veces el índice de desviación de 17.6% estimado por el estructurador financiero.

La estructura establece que el índice de desviación será actualizado a los 1081 días contados desde la fecha de emisión de la serie A, es decir luego de su vencimiento.

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 establecido.

Los gastos operativos no son materiales respecto al monto originado, ni a la cuantía de los flujos generados y esperados. Desde la constitución del Fideicomiso hasta la fecha de corte se han registrado gastos operativos por USD 58M, un promedio de USD 1,663 mensuales. De este valor el 71% corresponde a los honorarios a la fiduciaria, y la diferencia se reparte principalmente entre la auditoría externa, custodia y pagos a la bolsa de valores. Para 2016 se espera un crecimiento ligero de los gastos del fideicomiso debido al incremento de 2 puntos porcentuales del IVA.

Adicionalmente, en caso de que el Fideicomiso no pudiera hacerlo, el Originador tiene la obligación de la reposición del fondo rotativo dentro de los dos días hábiles posteriores a la fecha en que la Fiduciaria así lo haya solicitado a través de comunicación escrita. El Originador es

solidariamente responsable con el Fideicomiso para el pago de los pasivos con terceros distintos a los inversionistas.

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 Deli Internacional S.A. 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 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.