

Ecuador
Segundo SeguimientoSegunda Titularización de Flujos Deli
Internacional

Calificación

Serie	Calificación Actual	Calificación Anterior	Último Cambio
B	AAA	AA	Jul-2017

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."

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

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

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió incrementar la calificación de los valores de contenido crediticio emitidos por el Fideicomiso de la Segunda Titularización de Flujos Deli Internacional de 'AA' a AAA. La decisión se fundamenta principalmente en el hecho de que a la fecha de corte la liquidez acumulada en el Fideicomiso y el depósito en garantía cubren en su conjunto la totalidad de los dividendos remanentes de 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 ha encontrado en anteriores seguimientos 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. No obstante, en este caso el pago de la titularización está asegurado por los recursos con los que dispone actualmente el Fideicomiso.

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 una continua inversión en mejoras de 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.

El Originador ha mejorado la estructura de plazos del pasivo financiero y su cobertura con el EBITDA muestra una tendencia a mejorar. Adicionalmente se reconoce la capacidad histórica que ha tenido Deli para refinanciar la deuda de corto plazo, lo cual reduce su riesgo de refinanciamiento.

El 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 2.6 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 2016, auditados por BDO y 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 may-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 Deli Internacional S.A., Sucursal Ecuador, a 2016 y 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 de 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 may-2017, 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 y se terminó de pagar en agosto 2016, mientras que la serie B se emitió a partir del 4 de septiembre del mismo año. Dichos valores de 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)	0	500.000
Fecha Emisión	30-ago-13	04-sep-13
plazo (días)	1.080 días	1.440 días
Fecha Vencimiento	30-ago-16	04-sep-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 venció en agosto-2016. A may-2017, la serie B cuenta con un saldo insoluto que representa el 12.5% del saldo inicial; vence en sep-2017. En el caso de la serie B, se han pagado 15 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 may-2017 el Fideicomiso mantiene fondos disponibles por USD 99.1M e inversiones de renta fija por USD 260M.

Los fondos disponibles se encuentran en cuentas a la vista en bancos locales: Boliviano, Pichincha e



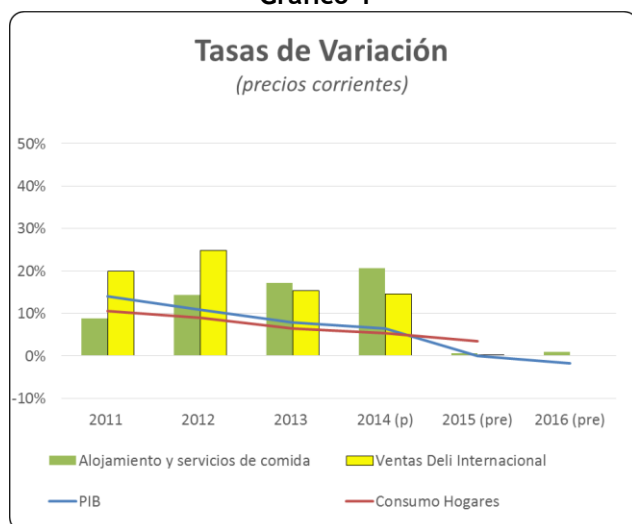
Internacional, instituciones que mantienen calificaciones locales de AAA- otorgadas por BWR y corresponden principalmente al fondo rotativo y a fondos por devolver al Originador.

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 en diciembre de 2016.

Como hecho subsecuente se indica que al 24 de julio de 2017 solamente faltaría por vencer el último dividendo de la serie B por USD 255M, y que el fideicomiso mantendría de acuerdo a la fiduciaria una provisión acumulada de USD 223M, por lo cual en conjunto con el depósito en garantía nombrado anteriormente, la cobertura sería superior a 1 vez.

■ 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 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.

Deli Internacional, 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. La estrategia de la compañía es ofrecer productos para todo precio, posicionándose en distintos segmentos.

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.

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 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.

Tras la cancelación de los valores de la serie A, dejaron 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.

El depósito de la garantía se redujo a USD 260,093 como resultado de la cancelación de la serie A; ese es el valor que se mantiene a may-2017 (originalmente ascendía a: USD 608,041).

Cabe indicar que el Depósito en Garantía se ha instrumentado a través de una garantía bancaria con el Banco Santander International, y se renueva anualmente. La fecha de expiración del documento vigente es el 4 de septiembre de 2017.

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 may-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 2.2MM), inversiones en acciones (USD 41M) y activos intangibles (USD 9.5MM).

Fecha de corte	may-17
Activo Líquido (USD M)	5.561
Activo Ajustado (USD M)	8.020
Activo Total (USD M)	23.959

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	3.463	3.463	1,61	2,32
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	-	3.463	1,61	2,32
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	16.961	20.424	0,27	0,39
TOTAL		20.424	20.424	0,27	0,39

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 138 locales.

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 acceder a mayores economías de escala, que se refleja en amplio margen bruto, alrededor del 58%.

La empresa mantiene una elevada carga operativa (54.5% de los ingresos operativos), 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.

Cabe destacar que Deli mantiene niveles de rentabilidad atractivos; de hecho en 2017 tanto el ROE, como el ROA cerrarían el año en niveles superiores a los dos años precedentes. Si bien, el negocio en 2016 se contrajo, frente al entorno económico, Deli registró una contracción menor (a la de otras empresas y a la esperada). Y a mayo ya muestra una recuperación dinámica; el EBITDA¹ del período mejora 1.3 veces el valor alcanzado un año atrás, para ubicarse en USD 2.1MM.

Si bien la deuda ha crecido, la relación entre la deuda financiera y el EBITDA mejora, a may-2017 es 2.4 veces, y se espera que se reduzca hacia el final de 2017; de manera que hay una mayor flexibilidad financiera del Originador. La cobertura del gasto financiero con el EBITDA sube a 5.18 veces a la fecha de análisis.

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.

El patrimonio de la empresa es a la fecha de corte de USD 3.5MM, al mismo tiempo que la empresa mantiene activos intangibles por USD 10MM; inversiones en acciones por USD 41MM, y otros activos financieros con relacionadas por USD 2.2MM. Esto deriva en un patrimonio tangible² débil frente a otras empresas con calificación similar.

A la fecha de corte, hay una mejor estructura en el pasivo financiero, que se encuentra concentrado en el corto plazo (41%); históricamente, la empresa mantiene capacidad para refinanciar su deuda. Dicho comportamiento explica los bajos indicadores de liquidez de la empresa. Esto reduce el riesgo de

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

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



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

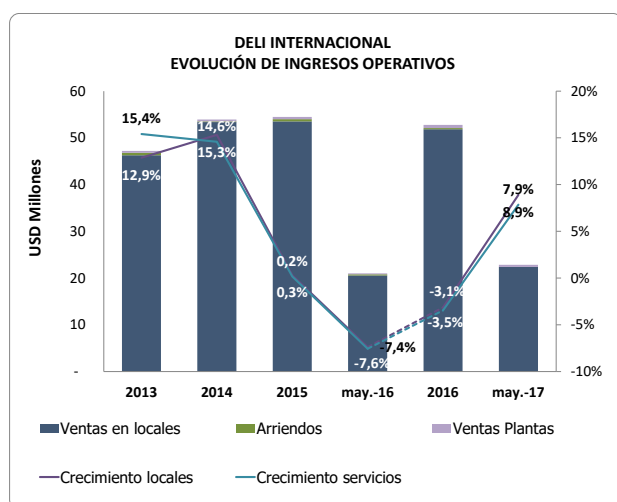
Como se mencionó en párrafos anteriores, la generación de los flujos que requiere el Fideicomiso dependerá tanto de la continuidad del negocio y riesgo de crédito del Originador, como del derecho de cobro titularizado. El primero se abordó en el apartado anterior y el segundo se analiza a continuación.

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.

Ventas y Flujos Históricos



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

Los ingresos operativos de Deli Internacional S.A., originador del presente proceso de titularización, provienen casi en su totalidad de las ventas de comida preparada que se realizan en las cadenas de comida rápida que administra. Los locales seleccionados que generan el derecho de cobro

titularizado pertenecen a las dos primeras cadenas nombradas.

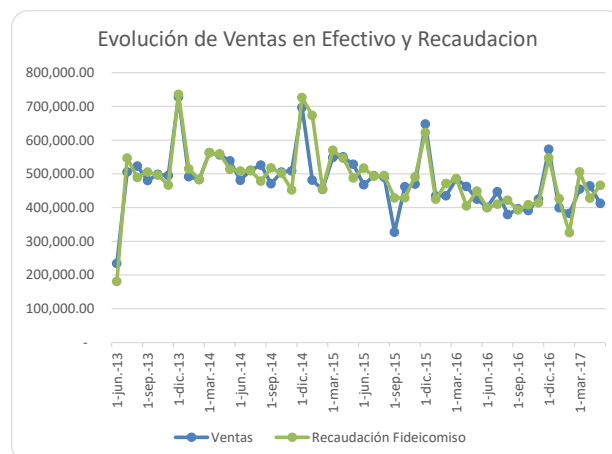
Si bien 2016 fue un año complicado, que registró un decrecimiento en ventas del -3.46%, 2017 es un período de recuperación, y a may-2017 el incremento anual llega al 7.9%. Las ventas de la cadena se apoyan en el posicionamiento de las marcas que administra y en el crecimiento en número de locales.

Deli Internacional aplica desde el segundo semestre de 2016 una estrategia de control de costos; a may-2017, el peso del gasto operativo representa el 54.5% de los ingresos operativos. Esto, junto al incremento en ventas, explica la mejoría en el margen bruto.

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

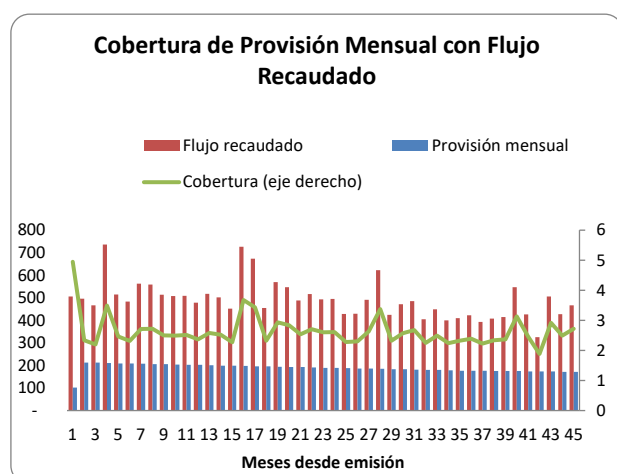
Como se puede ver en el gráfico, el derecho de cobro titularizado mantiene una ligera tendencia a decrecer debido a la creciente participación de las ventas con tarjeta de crédito. A may-2017, las ventas del originador muestran una mejoría anual



del 3.5%, en línea con el desempeño de la economía.

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 (2.61 veces en promedio, 2.46 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 45 meses transcurridos, y la provisión requerida en el mismo plazo, este habría cubierto en 3.51 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. A partir de la cancelación de la serie A, el fondo de reserva equivale a 1.5 veces el índice de desviación.

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 76.2M, un promedio de USD 1,693 mensuales. De este valor el 71.5% 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.

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