



Ecuador
VALORES VTC-NESTLE
Quinto Seguimiento

FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - NESTLÉ ECUADOR

Calificación

Serie	Calif. Inicial	Calif. Actual	Último cambio
A	AAA	AAA	--
B	AAA	AAA	--
C	AAA	AAA	--

Características de la Emisión

	CARACTERÍSTICAS TÍTULOS		
	Serie A	Serie B	Serie C
Monto Emisión Autoriz.(USD)	Hasta 10 MM	Hasta 20 MM	Hasta 40 MM
Monto Emitido (USD)	10,000,000	20,000,000	40,000,000
Saldo Insoluto	1,250,000	11,225,977	26,000,000
Fecha Emisión	28-nov-08	28-nov-08	28-nov-08
plazo (años)	2	4	5
Fecha Venc.	28-nov-10	28-nov-12	28-nov-13
Periodicidad pago interés y capital	Trimestral	Trimestral	Trimestral
tasa interés	7.50%	8.00%	8.50%

Contrapartes Relevantes

Originador: Nestlé Ecuador S.A.

Fiduciaria: Administradora de Fondos Fondospichincha S.A.

Agente Pagador: Fondospichincha S.A.

Estructurador Financiero: Picaval S.A.

Estructurador Legal: Profilegal Cía. Ltda.

Contactos

Patricia Pinto de Baus
593-2 2222-323
ppinto@bankwatchratings.com

María Sol Merino
mariasol.merino@bankwatchratings.com
593-2 2222-323

Carlos Ordóñez, CFA
carlosordonez@bankwatchratings.com
593-2-2548-393

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El comité de calificación de BankWatch Ratings ha decidido mantener la calificación de las Series A, B y C de la emisión del Fideicomiso de Titularización de Flujos Nestlé Ecuador, en AAA que, de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores, “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”.

Esta calificación se fundamenta en los niveles actuales de cobertura de los flujos esperados del Fideicomiso, respecto de los dividendos por pagar a los inversionistas, y en el análisis realizado por Bankwatch Ratings al Originador y a su posibilidad de continuidad como negocio en marcha.

El análisis del Originador considera el soporte de su accionista principal, Nestlé Suiza, que mantiene una calificación de largo plazo en escala internacional de AA+, con perspectiva estable, otorgada por Fitch Ratings. Cabe indicar que la Casa Matriz ha manifestado expresamente su compromiso de apoyar a Nestlé Ecuador si es que lo requiriera, para que el presente fideicomiso cumpla su propósito.

El exceso de flujos recibidos en relación a los flujos requeridos para el pago de las series emitidas, protegen al inversionista de algunos factores, principalmente de la fluctuación del volumen de los flujos y de la calidad crediticia de los “clientes seleccionados” y “clientes adicionales” de Nestlé Ecuador S.A.

Cabe indicar como hecho subsecuente que la serie A venció y se pagó en su totalidad en noviembre de 2010.

Hemos recibido una 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 Nestlé Ecuador al Fideicomiso está realizada y definida en la escritura del Fideicomiso. La cesión de los

FECHA COMITE: Diciembre/29/2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Octubre/2010

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado. La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.



derechos de cobro se hace efectiva cada vez que se producen las cuentas por cobrar a los “clientes seleccionados” y, de ser el caso, a los “clientes adicionales”, mientras que el Fideicomiso se encuentre vigente.

Por último las cláusulas de retención de flujos y de redención anticipada protegen al inversionista al darle proactividad al Fideicomiso frente a situaciones que pudieran comprometer la continuidad del originador como empresa en marcha y/o la generación futura de los flujos titularizados.

Los participantes relevantes en esta transacción han sido evaluados satisfactoriamente por esta Calificadora.

▪ **Hechos Relevantes y Subsecuentes**

Reformas a la Ley de Régimen Tributario Interno

El 8 de junio del 2010 se publica en el Registro Oficial, el Reglamento para la Aplicación de la Ley de Régimen Tributario Interno, en el cual se establece que “Los fideicomisos mercantiles y los fondos de inversión legalmente constituidos, en cualquier caso, deberán liquidar y pagar el Impuesto a la Renta que corresponda a las sociedades, de acuerdo con las normas generales.”

Se espera que esta norma no tenga efecto alguno en la presente titularización, puesto que por su estructura, el Fideicomiso no genera utilidades en ningún período.

Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)

De acuerdo a lo dispuesto por la resolución No. 06.Q.ICI-004 de la Superintendencia de Compañías, a partir de enero del 2010 el Fideicomiso emite estados financieros de acuerdo a las NIIF. El cambio de estándar contable no ha generado ajustes significativos en los estados financieros del Fideicomiso.

▪ **ENTORNO ECONÓMICO**

Ver anexo 1

▪ **RIESGO SECTORIAL**

Ver anexo 2

▪ **ANÁLISIS DE LA TITULARIZACIÓN**

Evolución de la Emisión

El Fideicomiso ha realizado la colocación total de valores de la serie A, B y C por un total de USD 70 millones.

La primera colocación de valores se realizó el 28 de noviembre del 2008 por lo que, de acuerdo a lo definido en la escritura del Fideicomiso, esta se convierte en la fecha de emisión de todos los valores colocados.

A la fecha de corte se ha realizado el pago de siete dividendos trimestrales de cada serie, el último de los cuales se da en agosto del 2010. Como hecho subsecuente, se indica que el octavo dividendo se pagó en noviembre del 2010, con lo cual se cancelaron todos los títulos de la series A.

La estructura de la titularización le da a la emisión prioridad de cobro sobre los flujos futuros generados por el derecho de cobro sobre los clientes seleccionados y, de darse las condiciones para tal efecto, sobre los clientes adicionales y otros clientes del Originador.

El Fideicomiso tiene recursos líquidos por USD 6.9MM, los cuales corresponden principalmente a la provisión para el próximo dividendo trimestral (USD 5.3 millones) y al depósito de garantía (USD 1.3 millones). De la liquidez total, USD 4.0MM se encuentra depositado en una cuenta a la vista en Banco Pichincha, y USD 2.9MM se encuentran invertidos en depósitos de corto plazo en Banco Internacional.

Ventas y Flujos Históricos

La primera fuente de pago de las obligaciones asumidas por el Fideicomiso con los inversionistas son los flujos recaudados por el derecho de cobro futuro que se genere sobre los “clientes seleccionados”, los cuales representan cerca del 40% de las ventas totales de Nestlé Ecuador.

Estos clientes son participantes importantes dentro de los segmentos en los que se desenvuelven y han mantenido una relación comercial con Nestlé que en el caso de La Favorita, Mi Comisariato y Almacenes Tía supera los 50 años, y es mayor a 13 años en el caso de Fybeca y Difare. La política de días de cobro con estos clientes es de 30 días.

Con respecto a la facturación a los clientes seleccionados, esta se contrajo de forma importante en el 1T09 debido a un ajuste hacia abajo del nivel de inventarios que mantienen estos clientes. No obstante, el nivel de ventas se regulariza desde abril-09. La facturación a los clientes seleccionados en el 2009 termina con un monto inferior en 6% a la del 2008.



Para los años posteriores, Nestlé espera conseguir crecimientos importantes en sus volúmenes de ventas, lo que de cumplirse generaría mayores flujos para el Fideicomiso. En el 2010, Nestlé proyecta incrementar sus ventas en alrededor de 12%, apoyado en el impulso comercial a nivel de publicidad, así como por el mejoramiento de su producción local con nuevas inversiones de capital. Las ventas de los “clientes seleccionados” crecen en 23.9% frente al mismo período del año anterior.

Es importante notar que alrededor del 48% de la facturación de los clientes seleccionados es de Supermercados La Favorita, seguido de Mi Comisariato con el 28% y por los tres restantes con el 24%. El riesgo de concentración se mitiga por la Franquicia de estos clientes y por el hecho de que de necesitarlo, el derecho de cobro sobre los demás clientes del Originador se transferirá al Fideicomiso automáticamente.

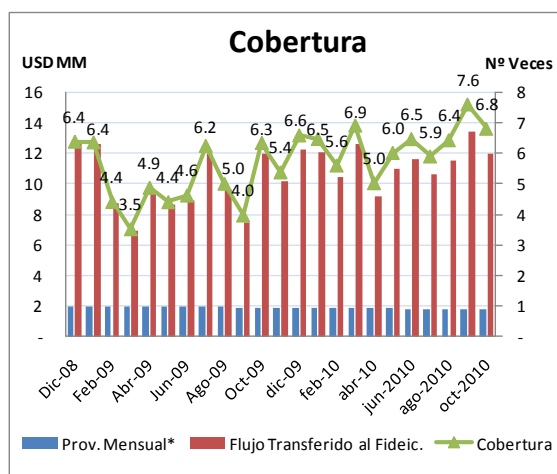
Evolución de Gastos del Fideicomiso

Los gastos operacionales del Fideicomiso son pagados con cargo a un fondo rotativo de USD 10,000 que debe ser repuesto con los flujos recaudados.

Desde la fecha de emisión del Fideicomiso, se han registrado gastos (excluyendo los intereses pagados de las series) por USD 284 M, de los cuales el 48% corresponde a comisiones pagadas en la colocación de los valores, que fueron descontados del producto neto de la colocación de valores previo a la devolución al Originador.

Los gastos asumidos por el Fideicomiso no son significativos frente al monto emitido y al volumen de flujos generados y esperados.

Cobertura



* Provisión y cobertura calculados suponiendo colocación total de los valores en todos los períodos

La cobertura mensual refleja la estacionalidad propia de las ventas de la Empresa y mantiene una tendencia a incrementarse conforme el saldo

insoluto de los títulos se reduce. Cabe indicar que se espera que la cobertura mensual se incremente de forma importante luego de la cancelación de la serie A en noviembre del 2010.

La cobertura promedio de los flujos recibidos por el Fideicomiso desde el inicio de la titularización hasta la fecha de corte se ubica en 5.71 veces el nivel mensual requerido de provisiones, nivel consistente con la calificación otorgada.

Se debe recalcar que si bien el análisis de cobertura se ha realizado con los flujos que provienen del derecho de cobro a los “clientes seleccionados”, el derecho de cobro de los demás clientes del Originador pasarían a propiedad del Fideicomiso de requerirlo, de acuerdo a las condiciones suspensivas explicadas en la escritura del mismo.

▪ Nestlé Ecuador (Originador)

Nestlé Ecuador S.A. es 100% propiedad de Nestlé S.A. (Suiza), una de las compañías más grandes en el mundo, dedicada a la producción de alimentos con valor agregado.

En el país Nestlé Ecuador S.A. y su subsidiaria Industrial Surindu S.A., producen y comercializan dos líneas de alimentos: culinarios y galletería y repostería. Adicionalmente, el Originador comercializa otras varias líneas producidas por sus relacionadas a nivel mundial.

Luego de analizar los estados financieros y demás información combinada de Nestlé Ecuador S.A. e Industrial Surindu S.A., de diciembre 2009 y octubre 2010, se concluye que el riesgo de continuidad del negocio es consistente con la calificación otorgada a la presente titularización.

La calificación del Originador se fundamenta en el soporte de su Casa Matriz, Nestlé S.A., con base en Suiza, con la que existe integración operacional, financiera y estratégica. El soporte se ha materializado en distintas ocasiones a través de préstamos directos (que al momento no existen), líneas de crédito garantizadas, etc. Para los procesos de titularización de flujos 1 y 2, la Casa Matriz se ha comprometido con Nestlé Ecuador S.A. a soportarlo, en la moneda de curso legal en territorio ecuatoriano y de acuerdo a las normas legales vigentes en su momento, en caso de que no se generen los flujos suficientes que requieren los fideicomisos.

Fitch Ratings ha otorgado a Nestlé S.A. (con base en Suiza), una calificación de largo plazo de “AA+” y de corto plazo en “F1+”, con perspectiva estable. Estas calificaciones que se ubican en las categorías más altas de inversión en la escala internacional, fueron ratificadas en agosto-2010.



Se considera además las fortalezas de la compañía local y la habilidad para manejar entornos de menor crecimiento económico y competencia, permitiendo que la generación de la empresa local sea suficiente para honrar sus obligaciones.

Entre sus fortalezas están el posicionamiento de la marca Nestlé y de la Empresa en el mercado ecuatoriano.

La administración de Nestlé Ecuador S.A., está conducida por profesionales cuya trayectoria técnica, comercial y de manejo ha sido adquirida dentro del grupo Nestlé S.A., y que se manejan bajo las políticas y objetivos administrativos, financieros, comerciales y tecnológicos de su casa matriz.

La diversificación de productos y su liderazgo en algunos de ellos les permiten manejar precios, mantener crecimientos en ventas y conservar márgenes en ventas y operativos saludables.

La mayor cantidad de productos se producen localmente, lo que les da una mejor posición competitiva frente a las líneas importadas. De igual forma, cuentan con líneas importadas que tienen baja o moderada competencia local, y que les permite mayor flexibilidad en el manejo del precio.

Las ventas de Nestlé Ecuador son concentradas ya que sobre el 40% se realizan a 11 clientes. Estos clientes sin embargo han sido estables y están muy bien posicionados en el mercado por lo que se estima que las ventas a dichos clientes se mantendrán en el futuro. Históricamente la morosidad de las cuentas por cobrar ha sido baja, lo que se debe a las políticas de ventas y cobranza.

El endeudamiento de Nestlé Ecuador S.A. combinado con Industrial Surindu S.A., es alto en relación al patrimonio neto consolidado. No obstante, esto no compromete la capacidad de generar flujos. El soporte expreso de su Casa Matriz cubre el riesgo de crédito del balance local.

El monto a emitirse por el fideicomiso analizado, sumado al saldo insoluto de la primera titularización, representa aproximadamente el 55% del pasivo combinado de Nestlé Ecuador y Surindu (su relacionada local por accionariado) a octubre-2010. De acuerdo a nuestra metodología, el alto peso dentro del pasivo total hace que la calificación de la presente titularización no pueda superar a la calificación de riesgo de crédito del Originador. No obstante, en este caso, se considera que la calificación de Nestlé Ecuador es consistente con la calificación otorgada a esta estructura.

▪ **Fondospichincha S.A. (Fiduciaria)**

La Administradora de Fondos del Pichincha, Fondospichincha S.A., actúa de Agente de Manejo. Esta institución forma parte del Grupo Financiero Pichincha, cuya cabeza es Banco Pichincha; este último tiene una calificación local emitida por Bankwatch Ratings de AA+ en escala local.

Fondospichincha fue autorizada en febrero de 1994 como la primera administradora en el Ecuador. La estructura administrativa de la Empresa está bien definida y cuenta con procedimientos y controles adecuados y bien implementados.

La Fiduciaria tiene cobertura geográfica a través de sus propias oficinas en Quito, Guayaquil y Cuenca y en las agencias y sucursales del Banco Pichincha a nivel nacional

Fondospichincha cuenta con un Comité de Negocios encargado de detectar, analizar y mitigar riesgos en las estructuras fiduciarias que ofrece a sus clientes. Adicionalmente, en forma regular se convocan Juntas de Fideicomisos y Comités Técnicos para asegurar una adecuada coordinación entre las necesidades de sus clientes y las personas involucradas en el negocio, conforme a lo indicado en cada contrato.

El Directorio y Comité de Riesgos ofrecen a la Administradora respaldo técnico y de experiencia, con apoyo del Grupo al que pertenece.

Consideramos que Fondospichincha tiene la experiencia, capacidad técnica e infraestructura tecnológica necesaria para desempeñar adecuadamente su función de Administradora del Fideicomiso.

Todavía se encuentra pendiente la generación de un reporte que permita a la Fiduciaria validar periódicamente la activación o no de estas cláusulas. Por el momento, la Fiduciaria realiza únicamente la validación de la cobertura de los flujos. Si bien, a la fecha de corte de este informe no se ha cumplido ningún causal para la declaración de retención de flujos y/o redención anticipada, consideramos que la falta de procedimientos formales para la revisión de estos causales podría reducir la habilidad del Fideicomiso para actuar con proactividad frente a los eventos de riesgo descritos en tales cláusulas.

▪ **ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN**

Hemos recibido una 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 Nestlé Ecuador al Fideicomiso está realizada y definida en



la escritura del Fideicomiso. La cesión de los derechos de cobro se hace efectiva cada vez que se producen las cuentas por cobrar a los “clientes seleccionados” y, de ser el caso, a los “clientes adicionales”, mientras que el Fideicomiso se encuentre vigente.

Los flujos mensuales, en conjunto con los demás mecanismos de garantía, cubren holgadamente el

requerimiento de 1.5 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero en la calificación inicial (20.52%).

Las principales características de la estructura de la titularización se resumen en la calificación inicial de la titularización, disponible en www.bankwatchratings.com.



ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009
PIB (USD M ill.2000)	21.962	22.410	24.032	24.119
Inc. PIB (Mill.2000)%	4,75	2,04	7,24	0,36
Inflación Anual %	2,87	3,32	8,83	4,31
Deuda del Gobierno/PIB%	32,3	30,2	25,2	19,2
Cuenta Corriente/PIB %	3,9	3,6	2,0	-0,6
Presupuesto General del Estado/PIB	-0,2	-0,1	-1,1	-4,8
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	65,4	72,7	97,7	64,0

	enero- junio	junio- junio
crecimiento PIB 2010	1,59%	1,70%

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2010	julio de 2010
IPC	3.4%	3.4%
IPP	5.2%	6%

INDICADORES PROYECTADOS

Previsiones FITCH	2010f	2011f	2012f
Inc. PIB (Mill.2000)%	2,6	2,8	2,9
Inflación Anual %	3,7	3,6	4,1
Deuda del Gobierno/PIB%	22,3	24,9	27,4
Cuenta Corriente/PIB %	-0,8	-1,2	-1,3
Presupuesto General del Estado/PIB	-4,2	-4,1	-4,4
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	80	85	85

Las estimaciones oficiales de crecimiento para el 2010, se han reducido del 6% al 3.7%, lo cual parecería ser una proyección más realista pero todavía optimista en relación a las expectativas de otros analistas que en general estiman un crecimiento de alrededor del 3%.

Algunos aspectos que han afectado negativamente en la economía:

1. La economía mundial en el segundo semestre del 2010 no se reactivó al mismo ritmo que en el primer semestre, limitando la demanda de nuestros productos y el aumento de las remesas.
2. En el primer semestre del 2010, la producción petrolera cae en -4.2% en relación al mismo período del año anterior y la producción de combustible en -12,8% (obras de rehabilitación de la refinería de Esmeraldas). Si bien la producción petrolera se ha recuperado en el segundo semestre, el crecimiento estable y sostenido de la producción petrolera es todavía un tema incierto.
3. La estructura de inversión privada no ha logrado fortalecerse y el marco institucional sigue siendo débil, no se ha logrado generar las fuentes necesarias de empleo ni fomentar el gasto de capital.
4. Las exportaciones no petroleras y que no dependen del gasto público ni de las

importaciones se están desacelerando, en parte debido al deterioro de marco jurídico y regulatorio para la producción y exportación de productos. Es de esperarse presión adicional tanto en la balanza comercial como en la global, las mismas que al momento ya son deficitarias.

Factores que han influenciado positivamente en la economía:

1. El precio del petróleo todavía se mantiene alto. Si baja a menos de USD73/b, sería un factor negativo.
2. El gobierno ha logrado obtener el financiamiento para la ejecución de al menos una parte de la inversión pública que llegará a ser el 80% de lo presupuestado (préstamos de China y Fondos del IESS).
3. Incremento en recaudación tributaria.
4. El consumo de los hogares se seguirá beneficiando de las inyecciones de dinero a la economía a través de subsidios y del permanente crecimiento del gasto en la administración pública.

Según “Análisis Semanal”, las industrias que resultarán beneficiadas del crecimiento en el 2010 serán las que alimenten el consumo interno, entre ellas : manufactura, servicios , agricultura. Según la misma fuente, el fomento al consumo interno resultará también en el crecimiento de las importaciones en un 9% luego de la contracción del -11% en 2009. La demanda interna crecería en 6%, y el 30% de esta sería satisfecha por importaciones. Si se estima que las exportaciones crecerán en 3%, significa que la demanda interna crecerá el doble que la economía.

El reto para la economía ecuatoriana es soportar el incremento del gasto sin fuentes estructurales de generación y con alternativas limitadas de financiamiento.

La estrategia de crecimiento económico a través de los fondos del IESS, de crédito externo (que es limitado) y de impuestos adicionales no constituye una estrategia sostenible en el tiempo, por lo que tanto analistas económicos internos como externos coinciden en que el crecimiento económico del Ecuador se desacelerará a partir del 2011.

A menos que surjan fuentes adicionales de nuevo financiamiento, la economía ecuatoriana irá perdiendo gradualmente su liquidez y por lo tanto se esperaría que el volumen de ventas en el 2011 sea menor que en el 2010.

Fuentes: BCE y Ecuador Analysis
Superintendencia de Bancos y Seguros
FitchRatings-Rating Report Ecuador

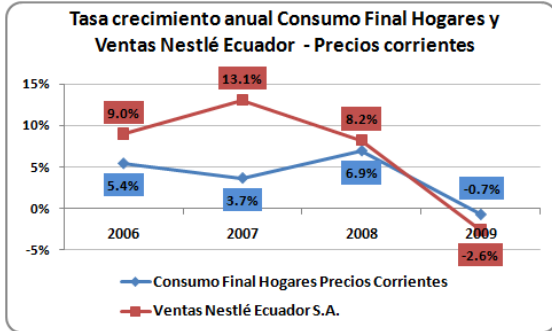
Elaboración: BWR.

Fuente: BCE y Ecuador Analysis



ANEXO 2

RIESGO SECTORIAL



Fuente: Banco Central del Ecuador, Compañía. Precios corrientes.
Elaboración: BWR

La demanda de productos alimenticios como la confitería y chocolates es vulnerable a las condiciones económicas, las preferencias, competencia, y las fluctuaciones de precios de los alimentos, entre otros

factores. El mercado es muy sensible a los precios por lo que el manejo de los mismos es crítico.

La bolsa de productos de Nestlé Ecuador S.A., está conformada principalmente por productos alimenticios específicos, que tienen un buen posicionamiento de mercado gracias a la calidad y valor agregado de los mismos.

La investigación y versatilidad de fabricación les permite desarrollar presentaciones o nuevos productos que alimentan la bolsa de productos, apuntalando sus ingresos.

La compañía mantiene la habilidad de manejar precios. No obstante, busca potenciar la producción local en pro de mejorar su participación en el mercado de alimentos de valor agregado.

El crecimiento esperado para el año 2010 se ubica en alrededor del 16%.