



Ecuador  
VALORES VTC-PRONACA

## FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS- PRONACA

### Calificación

Serie	Calif. Inicial
A	AAA
B	AAA

### Características de la Emisión

CARACTERÍSTICAS TÍTULOS		
	Serie A	Serie B
V. Nominal Total (USD)	15 millones	20 millones
V. Nominal por Valor (USD)	10,000	10,000
plazo (días)	1,080	1,530
Periodicidad pago interés	Trimestral	Trimestral
Periodicidad pago capital	Semestral	Ver tabla
tasa de reajuste	LIBOR*+3.50%	LIBOR*+3.75%
Forma de cálculo intereses	360/360	360/360

\* Tasa LIBOR 3 meses publicada por Bloomberg. Reajuste trimestral.

CRONOGRAMA AMORTIZACIÓN DE CAPITAL			
SERIE A		SERIE B	
Días desde Fecha emisión	Amortiz%	Días desde Fecha emisión	Amortiz%
180	16.0%	270	12.50%
360	16.0%	450	12.50%
540	16.0%	630	12.50%
720	16.0%	810	12.50%
900	18.0%	990	12.50%
1080	18.0%	1170	12.50%
		1350	12.50%
		1530	12.50%
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>		<b>100.00%</b>

Punto de equilibrio: 1 valor

### Contrapartes Relevantes

**Originador:** Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA.

**Fiduciaria:** Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A.

**Agente Pagador:** Produbanco.

**Estructurador Financiero:** Produvalores S.A.

**Estructurador Legal:** Profilegal Cía. Ltda.

### Contactos

Patricia Pinto de Baus  
ppinto@bankwatchratings.com

María Sol Merino  
mariasol.merino@bankwatchratings.com

Carlos Ordóñez  
carlosordonez@bankwatchratings.com

(593)-2-254-8393 (593)-2-222-323

**FECHA COMITE: Octubre / 24 / 2008**

### RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El comité de calificación de BankWatch Ratings ha decidido otorgar a las Series A y B que emitirá el Fideicomiso de Titularización de Flujos-Pronaca, la calificación de 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”.

En vista de que la generación de los flujos del fideicomiso para el pago a los inversionistas depende del Originador y su comportamiento, esta calificación se fundamenta en el análisis realizado por Bankwatch Ratings a PRONACA en relación a su capacidad de pago y desempeño como negocio en marcha.

La calificación incorpora los niveles de cobertura de los flujos esperados del Fideicomiso, respecto de los dividendos por pagar, los cuales protegen al inversionista de algunos factores como las fluctuaciones en la generación de los flujos recaudados, la calidad crediticia de los clientes y la volatilidad de las tasas de interés. Adicionalmente, se considera que la estructura de la Titularización otorga a los inversionistas de esta emisión, prelación de pago frente al resto de acreedores del Originador respecto a los flujos que generen sus ventas en el futuro. Esta transacción representa una pequeña proporción de los pasivos totales del Originador.

Así mismo, la transacción mitiga el riesgo de “voluntad de pago” del originador y desvío de fondos ya que la mayor parte de las recaudaciones de los derechos de cobro transferidos serán acreditados directamente por el “cliente” a la cuenta del fideicomiso que será manejada exclusivamente por el Agente de Manejo. Este compromiso se formaliza a través de la instrucción irrevocable impartida por el Originador a uno de los clientes seleccionados y de la aceptación de éste para cumplir con la instrucción.

Por otro lado, 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.

La cesión irrevocable de los derechos de cobro de PRONACA al Fideicomiso está realizada y definida en la escritura del Fideicomiso. La cesión de los derechos de cobro se hará efectiva una vez que se produzcan las cuentas por cobrar a los “clientes seleccionados” y, de

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 impositivas tributarias que afecten al instrumento calificado.



ser el caso, a los “clientes adicionales” y “clientes extras”, según se establece y se define en la mencionada escritura, a partir de la fecha de constitución del Fideicomiso y mientras este se encuentre vigente.

Contamos con una opinión legal positiva de nuestros abogados en cuanto a la legalidad y forma de transferencia de los derechos de cobro.

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

**CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

El Fideicomiso podrá emitir títulos de contenido crediticio expresados en dólares de los Estados Unidos de América, denominados “VTC-PRONACA” hasta por USD 35 millones, divididos en dos series con igual prelación. Las dos series tendrán la misma fecha de emisión, definida por la fecha en la que se realice la colocación del primer valor en el mercado.

Los valores pagarán interés trimestralmente y capital de acuerdo a los plazos y porcentajes indicados en la primera página de este informe. Para efectos del cálculo de los intereses se tomará la forma 360/360 que corresponde a años de trescientos sesenta días, de doce meses, con duración de treinta días cada mes.

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 “clientes extras” del Originador. Esto, junto a la baja representatividad que tiene la emisión frente a la deuda total del Originador (16.1%) permite reconocer mayor fortaleza a la presente emisión frente a las obligaciones generales del Originador.

Cabe indicar que a través de la escritura del Fideicomiso el Originador se obliga a mantener un indicador de endeudamiento igual o inferior a 1.35. Por desfases temporales en su capital de trabajo, el Originador podría incrementar el nivel de endeudamiento hasta un máximo de 1.49 por un período inferior a seis meses consecutivos. Este indicador deberá calcularse de la siguiente forma:

Índice de Endeudamiento = (Pasivo total + contingentes + deuda adquirida por leasing) / (Patrimonio – Activos diferidos – activos intangibles)

▪ **ACTIVO SUBYACENTE**

El activo subyacente estará conformado principalmente por el Derecho de Cobro, el Depósito de Garantía y el Fondo Rotativo.

**A) Derecho de Cobro**

El Originador transfiere al Fideicomiso:

1) El derecho de cobro que se genere a futuro por la totalidad de las ventas que el Originador realice a favor de los “clientes seleccionados” a partir de la vigencia del Fideicomiso, de tal manera que al momento mismo en que la venta se produzca, el Fideicomiso será el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de su recaudación.

Los “clientes seleccionados” son:

- **El Rosado S.A.** (Mi Comisariato), RUC # 990004196001
- **Corporación Favorita C.A.** (Supermaxi), RUC # 1790016919001
- **Tiendas Industriales Asociadas Tía S.A.** (Almacenes Tía) RUC # 9900175114001
- **Mega Santa María S.C.C.**, RUC # 1792060346001
- **Magda Espinosa S.A.**; RUC #: 1791739876001

2) El derecho de cobro que se genere a futuro por la totalidad de las ventas que el originador realice a favor de los “clientes adicionales”. Esta transferencia se la hace bajo condición suspensiva que se entenderá cumplida cuando se den uno de los siguientes hechos:

- (i) que los flujos producidos mensualmente por la recaudación de los derechos de cobro de los “clientes seleccionados” sean inferiores a 2.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo trimestral de los valores de todas las series en las que se divida la emisión o,
- (ii) por decisión conjunta de la Fiduciaria y del Originador, si es que a criterio de estos es necesario para salvaguardar el cumplimiento futuro de las obligaciones del fideicomiso.

Cumplida tal condición suspensiva, el derecho de cobro de los “clientes adicionales” pertenecerá al Fideicomiso hasta que la cobertura del próximo dividendo de todas las series vigentes con los flujos provenientes del Derecho de Cobro correspondiente a los “clientes seleccionados” se restituya al menos a 4.5 veces.

Los “clientes adicionales” son:

- **Nikamar S.A** RUC# : 992312440001
- **Pronacnor Cia. Ltda.**; RUC # 1791751914001
- **Pronavalle SCCI**; RUC #: 1791748727001
- **Distribuidora Martínez Ramos S.A DISMARAN.**; 19032520001
- **Diproe S.A.**; RUC #: 1001677226001
- **Distribuidora Posso Cueva Cia. Ltda.**; RUC #: 190335100001
- **Dizomodi S.A.**; 992390875001
- **Franklin Cristóbal Cevallos Macas**; RUC # 1102767264001
- **Mariuxi Natali Jaramillo Niola**; RUC # 0703635250001
- **Green Land S.A.**; RUC # 1791844254001
- **Manuel de Jesús Jimenez Mendoza**; RUC # 1202969778001
- **Julio Eduardo Miranda Vargas**; RUC # 1706748033001
- **Sevagonor SC**; RUC # 1091705520001

3) El derecho de cobro que se genere a futuro por la totalidad de las ventas que el Originador realice a favor de los “clientes extras”. Esta transferencia se la hace bajo condición suspensiva que se entenderá cumplida cuando la sumatoria de los flujos recaudados de los “clientes seleccionados” y de los “clientes adicionales”, en el plazo de un mes después de haberse cumplido la condición suspensiva señalada en el numeral anterior, sea inferior a 4.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo trimestral de todos los



valores en circulación. Cumplida tal condición suspensiva, de pleno derecho, el derecho de cobro vigente de los “clientes extras” pertenecerá al Fideicomiso y por ende será este el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de la recaudación de tal derecho.

El Originador tendrá un plazo de diez días luego de cumplida esta condición suspensiva para escoger a los “clientes extras” cuyos derechos de cobro permitan generar flujos que, sumados a los flujos provenientes de los “clientes seleccionados” y “clientes adicionales”, cubran en al menos 4.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo diviendo trimestral de todos los valores en circulación. Si en dicho plazo el Originador no ha escogido a los “clientes extras”, o si los flujos que estos pueden generar, sumados a los de los “clientes seleccionados” y los “clientes adicionales”, no cubren en al menos 4.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo diviendo semestral de todos los valores en circulación, se entenderá cumplida una nueva condición suspensiva, con lo cual los derechos de cobro futuro que se genera a futuro por la totalidad de las ventas que el Originador realice a favor de todo el resto de clientes del Originador pasarán a ser de propiedad del Fideicomiso y por ende, será este último el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de la recaudación del derecho de cobro vigente de todo el resto de clientes del Originador.

El Originador deberá seleccionar “clientes extras” adicionales cada vez que se cumpla la condición suspensiva explicada anteriormente.

Una vez que la sumatoria de los flujos provenientes de la recaudación del derecho de cobro correspondiente a los “clientes seleccionados” y a los “clientes adicionales” cubran en al menos 4.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo diviendo trimestral de todos los valores en circulación, se suspenderá la transferencia a favor del Fideicomiso de los derechos de cobro de los “clientes extras” hasta que nuevamente se produzca la condición suspensiva indicada.

#### **B) Depósito de Garantía**

El depósito de garantía consiste en recursos líquidos que el Fideicomiso mantendrá para cubrir desfases de liquidez y otros riesgos. Este comenzará con un monto de USD 806,250 y se irá ajustando en el tiempo para que su saldo represente siempre el 25% del siguiente diviendo a pagar de todas las series. De ser utilizado, este depósito será repuesto de acuerdo a la prelación establecida en el contrato del Fideicomiso.

El objetivo del depósito de garantía es cubrir distintos riesgos que el Fideicomiso pueda tener y que limitaran temporalmente su liquidez.

Este depósito se constituirá con el aporte inicial del Originador con parte de los flujos que se generen desde la constitución del Fideicomiso, y de estos no ser suficientes, con el producto de la colocación de los valores en el mercado.

#### **C) Fondo Rotativo**

El fondo rotativo está compuesto por recursos líquidos por un monto base de USD 10,000 aportados

originalmente por el Originador y que servirán para el pago de los gastos del Fideicomiso. Cada vez que sea utilizado, el Fondo Rotativo deberá ser repuesto de acuerdo a la prelación establecida en el contrato del Fideicomiso.

#### **▪ ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN**

El pago de los pasivos con los inversionistas se realizará principalmente con los flujos provenientes de la cobranza de los derechos de cobro adeudados por los “clientes seleccionados” y, si fuera el caso, de los flujos provenientes de la cobranza de los derechos de cobro adeudados por los “clientes adicionales” y los “clientes extras”. De igual forma, estos flujos servirán, de requerirse, para restituir el fondo rotativo y/o el depósito de garantía a sus montos base.

El Originador actuará como agente de recaudo de los flujos provenientes del derecho de cobro titularizado, salvo en el caso de aquellos provenientes de Corporación La Favorita, los cuales serán acreditados directamente en una cuenta del Fideicomiso. Una vez efectivizados los fondos, el Originador tendrá un plazo máximo de dos días hábiles para transferirlos a la cuenta del Fideicomiso.

A partir de las fechas en las que los perciba, la Fiduciaria deberá destinar los recursos recibidos de acuerdo al siguiente orden de prelación:

- 1) Completar el fondo rotativo, en caso de que éste haya disminuido su valor.
- 2) Aprovisionar mensualmente un tercio del monto del diviendo siguiente a vencer de cada una de las series en las que se divida la emisión, hasta completar el monto requerido. Si en cualquier mes no se hubiere podido completar el un tercio de la provisión antes señalada, en el próximo mes deberá aprovisionarse el monto no aprovisionado en el mes anterior y el monto que corresponda al mes en el que se está haciendo la provisión.
- 3) Completar el depósito de garantía, en caso de que no se encuentre en el nivel requerido.
- 4) Una vez cumplidos los numerales anteriores, restituir al Originador, dentro del día hábil siguiente, los excedentes de flujos que hubiera en el Fideicomiso.

Hemos recibido una opinión legal positiva respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo y a la transferencia efectiva de propiedad sobre el derecho de cobro titularizado hacia el Fideicomiso.

#### **Retención de Flujos y/o Redención Anticipada Parcial**

En caso de que se produzcan las causales para tal efecto, la Fiduciaria: (i) no devolverá el exceso de flujos al Originador hasta alcanzar un monto máximo del cien por ciento (100%) del monto pendiente de pago de capital e intereses de los valores; y, (ii) de existir recursos disponibles, podrá llamar a una redención anticipada parcial o total, según lo permita la disponibilidad de recursos en efectivo. Se aclara que el llamado a redención anticipada es una facultad de la Fiduciaria que la ejercerá estudiando las circunstancias que existan y



siempre tomando en cuenta lo que fuere más conveniente para los inversionistas. El llamado de redención anticipada será obligatorio para los inversionistas y no constituirá un vencimiento anticipado de los valores.

La retención de flujos se da en los siguientes casos:

- Si los flujos mensuales efectivamente recibidos por el Fideicomiso por la cobranza del derecho de cobro registran un nivel inferior a 2.5 veces la provisión requerida mensualmente para el pago del próximo dividendo pendiente de pago de los valores de todas las series en las que se divida la emisión, durante tres meses consecutivos, salvo que el Originador incluya a los “clientes extras” que permitan incrementar la relación entre los flujos mensuales proyectados y la provisión mensual requerida al menos a cinco veces. Para efecto de este cálculo, los flujos proyectados de los clientes a incluirse serán calculados como el promedio mensual de los flujos de estos clientes en los últimos 12 meses. Se aclara que la causal a la que se refiere este numeral se entenderá cumplida cuando no haya sido posible llegar a la cobertura de 2.5 veces, inclusive luego de incluir a los “clientes adicionales” y a los “clientes extras”.
- Si la Fiduciaria identifica que el Originador muestra una pérdida operativa neta y/o una pérdida neta en cuatro trimestres consecutivos. Se mantendrá la retención hasta que el Originador muestre una utilidad operativa neta y una utilidad neta en cuatro trimestres consecutivos. En este caso, y únicamente si es que no existen otras causales de retención activas, la retención se realizará por el 75% del flujo disponible para la devolución al Originador;
- Si el Originador ha caído en mora de pago de cualquier emisión de valores que haya realizado; y,
- Si el Originador es sometido a un proceso de regularización, concurso de acreedores, quiebra, disolución, concurso preventivo o liquidación forzosa u otros similares; y/o haya adoptado resoluciones de disolución y liquidación voluntaria u otros similares.
- Si el ORIGINADOR mostrara por seis meses consecutivos un indicador de endeudamiento superior a 1.35 pero inferior a 1.50. La retención se mantendrá hasta que el ORIGINADOR muestre por un trimestre consecutivo un indicador de endeudamiento igual o inferior a 1.35.
- Si el ORIGINADOR mostrara en un mes determinado un indicador de endeudamiento igual o superior a 1.50. Se mantendrá la retención hasta que el ORIGINADOR muestre por un trimestre consecutivo un indicador de endeudamiento igual o inferior a 1.35.

Para los puntos e) y f), el indicador de endeudamiento deberá calcularse de la siguiente forma:

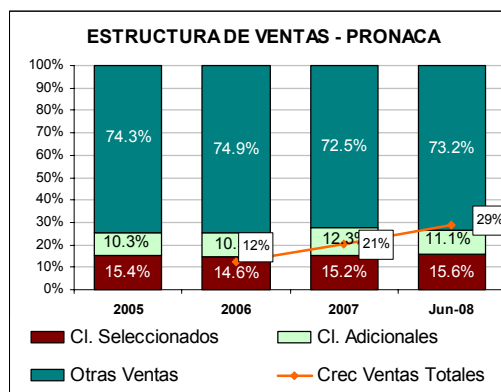
$$\text{Índice de Endeudamiento} = (\text{Pasivo total} + \text{contingentes} + \text{deuda adquirida por leasing}) / (\text{Patrimonio} - \text{Activos diferidos} - \text{activos intangibles})$$

Cabe indicar que en la fórmula anterior el saldo insoluto de los VALORES emitidos por el presente Fideicomiso se considerará dentro del pasivo total.

### ANÁLISIS DE ACTIVO SUBYACENTE

#### Ventas y Flujos Históricos

La primera fuente de pago de las obligaciones asumidas por el Fideicomiso con los inversionistas serán los flujos recaudados por el derecho de cobro futuro que se genere sobre los “clientes seleccionados”, los cuales en los últimos años han representado entre 14.6% y 15.6% de las ventas totales de PRONACA.



\* Crecimiento de junio 08 realizado frente a ventas acumuladas de enero a junio 07

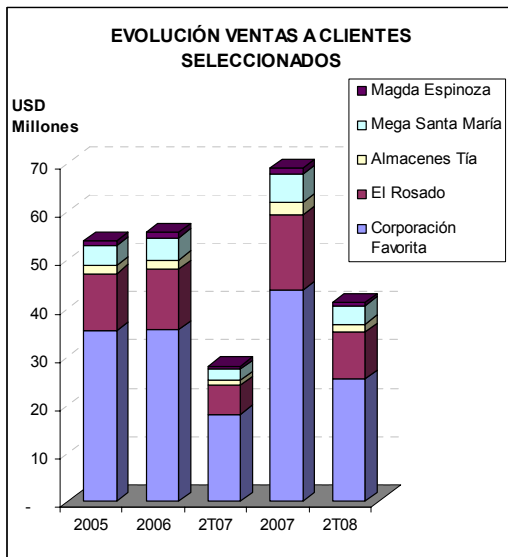
Fuente: PRONACA.

Elaboración: Bankwatch Ratings

Estos clientes son participantes importantes dentro de los segmentos en los que se desenvuelven y han mantenido una relación comercial de varios años con PRONACA. Los días promedio de cobro con estos clientes son aproximadamente 50 días.

Dentro de estos, Corporación Favorita (Supermaxi) es el más importante, aportando el 61.3% de las ventas de este grupo en el primer semestre del 2008. Le siguen Importadora el Rosado (23.7%), Mega Santa María (9.3%), Almacenes Tía (4.0%), y Supermercados Magda Espinoza (1.7%). El riesgo de concentración se mitiga por su franquicia, el tiempo de relación comercial con PRONACA y por el hecho de que de necesitarlo, el derecho de cobro sobre los demás clientes del Originador se transferirá al Fideicomiso automáticamente.

A continuación se muestra un gráfico de la evolución de las ventas a los “clientes seleccionados” desde el 2005.

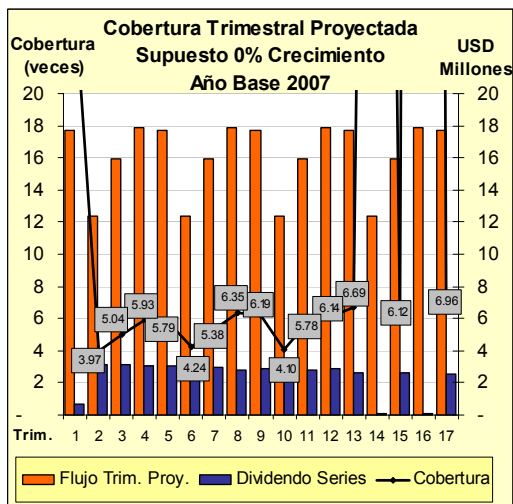


Fuente: PRONACA.  
Elaboración: Bankwatch Ratings

**Gastos Projectados del Fideicomiso**

El nivel proyectado de gastos del Fideicomiso es inferior a los USD 10,000 mensuales, valor no material en relación con la emisión y el volumen proyectado de recaudación de los flujos generados por el derecho de cobro titularizado.

**Cobertura Projectada de los Flujos Futuros**



Para el análisis de cobertura de los flujos futuros se ha tomado al 2007 como año base y se ha analizado la cobertura de este flujo considerando 0% de crecimiento a lo largo de la vigencia de la emisión, lo cual constituye un escenario conservador en relación al crecimiento histórico y proyectado de las ventas del Originador. Adicionalmente, puesto que la tasa de interés de las series es reajutable se ha considerado como escenario base una tasa LIBOR de 3 meses de 4.5% para todo el

período analizado. Más adelante se sensibiliza también este supuesto.

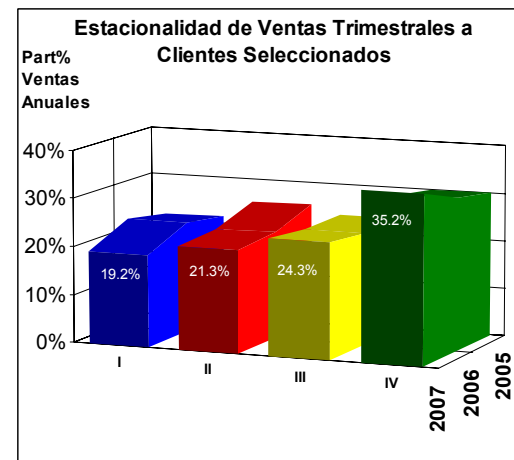
Se debe considerar que en los trimestres 1, 14 y 16 posteriores a la fecha de emisión, el Fideicomiso deberá pagar únicamente dividendos de interés, por lo que en estos períodos las coberturas son extraordinariamente altas. Por este motivo, para obtener el promedio de la cobertura a lo largo de la vigencia de cada serie se utiliza la Mediana.

Con base en estos supuestos se estima que en promedio los flujos que recibirá el Fideicomiso permitirán cubrir en 5.78 y 6.12 veces durante su período de vigencia a las series A y B, respectivamente. En ambos casos la cobertura mínima trimestral fue de 3.97, correspondiente al segundo trimestre luego de la fecha de emisión.

ANÁLISIS DE COBERTURA TRIMESTRAL		
	Serie A	Serie B
Plazo	36 meses	51 meses
Cobertura mínima	3.97	3.97
Cobertura máxima*	6.35	6.96
Cobertura Promedio**	5.78	6.12

Con respecto a la sensibilidad de la cobertura de los flujos a variaciones en la tasa LIBOR de tres meses, se considera que los flujos proyectados cubren este riesgo. Aún en un escenario donde la tasa en referencia se incrementara a 10.38% (nivel más alto de la serie diaria presentada por Bloomberg desde 1984 hasta la fecha) la cobertura promedio de las dos series continuaría siendo superior a las cinco veces y la cobertura trimestral mínima se ubicaría en 3.40 veces.

Cabe indicar que las ventas a los “clientes seleccionados” muestran estacionalidad, registrando mayores ventas en el segundo semestre de cada año. También debe indicarse que la recaudación de las ventas a los “clientes seleccionados” demoran aproximadamente 50 días, por lo que los flujos recaudados estarían desplazados en un trimestre aproximadamente. La volatilidad existente se encuentra mitigada por los niveles holgados de cobertura existentes.



Fuente: PRONACA.  
Elaboración: Bankwatch Ratings



Se debe recalcar que si bien el análisis de cobertura se ha realizado con los flujos que provendrían 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 secciones anteriores de este informe.

Por último se indica que en el informe de estructuración financiera se indica la metodología y el resultado del cálculo del índice de desviación de los flujos proyectados, el cual se encuentra cubierto ampliamente por el exceso de flujos, de acuerdo a la norma legal vigente.

#### ▪ PRONACA (Originador)

La metodología de calificación de titularizaciones de flujos futuros requiere que, puesto que los flujos futuros que pagarán las obligaciones del Fideicomiso dependen de la continuidad del Originador como negocio en marcha, se haga un análisis profundo respecto al mismo. Partiendo de ese análisis se realiza una valoración del riesgo de la Titularización, considerando además la fortaleza que le brinda la estructura frente a las obligaciones generales del Originador.

El originador de esta titularización es Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA. Esta empresa se encuentra ligada a dos sectores industriales, desde 1958 opera en el sector agrícola y desde 1979 en el sector de alimentos (procesamiento de carne de aves, res, porcino, comercialización de arroz y conservas, producción huevos comerciales).

En la línea de alimentos su producto estrella es la carne de pollo, no obstante, otros productos de la misma línea han ganado representación sobre las ventas de la compañía, mitigando la concentración en ventas. La experiencia en la integración con proveedores y compradores, les ha permitido consolidar su presencia y prestigio en el mercado local.

Se realizó el análisis de sus estados financieros auditados de PRONACA a Diciembre del 2007, balances internos a Agosto 2008, e información adicional presentada correspondiente a las fechas de análisis.

El Comité de Calificación le otorgó al Originador una calificación de riesgo de crédito en un grado alto de inversión, menor a la calificación otorgada a la Titularización, y una calificación de “negocio en marcha” consistente con la calificación de la transacción. La prelación que otorga la estructura planteada a los inversionistas de esta titularización y la baja proporción de esta emisión en el pasivo total del Originador, le dan mayor fortaleza frente a las obligaciones generales del Originador, lo que se refleja en la calificación otorgada.

La calificación de crédito otorgada al Originador refleja la positiva gestión operativa histórica que, si bien se ha visto afectada desde el 2007, especialmente por el incremento en el precio de las materias primas, sigue siendo buena con rendimientos sobre ventas, activos y patrimonio de 4.64%, 6.50% y 13.8% respectivamente a agosto 08. Durante el 2008, se observa una recuperación de estos indicadores, tendencia que se esperaría que se

mantenga a mediano plazo. Se reconoce también el crecimiento constante de las ventas y el mayor nivel de las mismas durante los últimos periodos y las estrategias de la Administración para mantener su imagen y posicionamiento en el mercado nacional. En sus líneas básicas (nutrición animal, y carne de aves y cerdo para el consumo humano) la participación de mercado es importante ubicándose en 50%, 28.6% y 19.4%, respectivamente. Registran participaciones crecientes otros productos que al momento todavía tienen en el mercado representaciones menores (arroz, huevos comerciales y conservas). Una de las fortalezas de PRONACA constituye su red de distribución nacional.

A partir del 2007, el endeudamiento de la empresa ha aumentado, mostrando relaciones de endeudamiento sobre patrimonio tangible de hasta 1.38:1. A agosto 08, esta relación es de 1.35:1. Se ha sensibilizado este indicador restando del patrimonio tangible los activos de largo plazo con relacionadas que muestran lenta recuperación, con lo cual este índice llega a ser de 1.54:1. Si bien el apalancamiento de la empresa no es significativamente alto, el mayor endeudamiento ha generado presiones de liquidez ya que mientras éste se concentra en el corto plazo, financia activos de largo plazo o de lenta recuperación.

Tomando en cuenta que entre los mayores riesgos de la Empresa está la transferencia de fondos a empresas relacionadas a través de préstamos o inversiones, sin políticas establecidas, para efectos de las calificaciones como emisor, como probabilidad de negocio en marcha y por lo tanto para la titularización, se ha establecido en la titularización un resguardo de endeudamiento. De esta manera, cualquier inversión o transferencia de fondos que requiera de endeudamiento adicional tendría que estar respaldada con los correspondientes niveles de patrimonio. Dado el nivel de generación operativa la empresa sí estaría en capacidad de mantener los niveles de endeudamiento.

La calificación incorpora los riesgos inherentes al plan de inversiones propuesto por la empresa hasta el 2009 por USD12MM (nuevo centro de distribución en Guayaquil y ampliación de la planta de conservas), el mismo que se calzaría con una obligación de largo plazo que se está negociando con la Corporación Andina de Fomento. Las inversiones de PRONACA hasta el 2009 apuntalan las estrategias de producción y ventas de mediano plazo.

Igualmente, la empresa ha emprendido en una reestructuración de pasivos de corto a largo plazo a través de la titularización de flujos futuros y un crédito otorgado por la Corporación de Financiamiento Internacional (IFC organismo del Banco Mundial). La deuda a canjearse con la titularización asciende al 16.09% del pasivo total a agosto 2008.

La empresa es generadora de flujos operativos positivos, los cuales en el 2007 no fueron suficientes para cubrir las importantes necesidades de capital de trabajo, que se incrementaron de forma importante tanto por el crecimiento del negocio como por la estrategia de sobre abastecimiento de materias primas. Estas necesidades sin embargo no representaron una parte importante en el crecimiento de la deuda y son de corto plazo. A agosto 08, el flujo de caja luego de las variaciones de capital de



trabajo es positivo pero muy pequeño (7%) en relación a los vencimientos financieros de corto plazo.

El Comité de Calificación consideró como factores positivos, la restructuración de los pasivos y la limitación del nivel de endeudamiento, lo cual relajará las presiones de liquidez que provienen principalmente de inversiones en acciones, inversiones de capital y transferencia de fondos a relacionadas. Estos desembolsos son parte de la estrategia comercial de la Empresa.

La estrategia de diversificación de productos ha sido indispensable en la ampliación de las ventas de la Compañía, apoyada además por la conformación de una cadena de distribución con cobertura nacional y venta universal multi marcas. A agosto 08 los 5 clientes más grandes representan el 15.6% de los ingresos.

La empresa opera en instalaciones y con tecnología moderna, lo cual le otorga la posibilidad de adaptar sus productos a las necesidades de sus clientes. Sin embargo, no tiene capacidad para crecer en las líneas de aves y huevos, por estar estas utilizadas al máximo de su capacidad.

La calidad de sus productos responde en gran medida al trabajo de investigación y mejoramiento de semillas. Estas son proveídas a sus integrados de materia prima local.

▪ **Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. (Agente de Manejo)**

La Administradora de Fondos y Fideicomisos, Produfondos S.A., actuará como Agente de Manejo de la presente titularización.

Esta institución forma parte del Grupo Financiero Producción (GFP), cuarto grupo financiero del País por su monto de activos. Produbanco, cabeza del GFP, mantiene una calificación local de AA+ asignada por esta calificadora.

Produfondos se constituyó mediante escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994 ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, Dr. Enrique Díaz Ballesteros, inscrita ante el Registro Mercantil del mismo cantón el 29 de marzo del mismo año, bajo la denominación social de compañía Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. con un plazo de duración de 50 años. Fue autorizada para operar como Administradora de Fondos y Fideicomisos por parte de la Superintendencia de Compañías en junio de 1994 y para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización en octubre del 2002.

A nuestro criterio, Produfondos posee la capacidad técnica y administrativa necesaria para actuar como Fiduciaria del presente proceso de titularización.