

Ecuador  
VALORES VTC-PRONACA  
Primer Seguimiento

## FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS- PRONACA

### Calificación

Serie	Calif. Inicial	Calif. Actual
A	AAA	AAA
B	AAA	AAA

### Características de la Emisión

CARACTERÍSTICAS TÍTULOS		
	Serie A	Serie B
Monto Emisión Autoriz.(USD)	Hasta 15 MM	Hasta 20 MM
Monto Emitido (USD)	11,620,000	20,000,000
Fecha Emisión	12-Dic-08	12-Dic-08
plazo (días)	1,080	1,530
Fecha Vencimiento	27-Nov-11	19-Feb-13
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>100.0%</b>

### 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: Abril 30, 2009**

**ESTADOS FINANCIEROS A: MARZO, 2009**

### RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados a diciembre 08 de Pronaca y del Fideicomiso; de estados financieros internos del Pronaca a febrero 09; de estados financieros internos del Fideicomiso a marzo 09; y de la demás información recibida con los cortes anteriormente indicados, el comité de calificación de BankWatch Ratings, ha decidido mantener a la calificación de **las Series A y B** que emitió el Fideicomiso de Titularización de Flujos-Pronaca, en **AAA**, la 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 el análisis realizado por Bankwatch Ratings a PRONACA en relación a su capacidad de pago y desempeño como negocio en marcha así como en la estructura de la titularización y los niveles de cobertura de los flujos esperados del Fideicomiso, los cuales se mantienen holgados frente a los requeridos por su calificación de riesgo.

La cobertura de los flujos respecto de los dividendos por pagar protege 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 son acreditados directamente por el “cliente” a la cuenta del Fideicomiso que será manejada exclusivamente por el Agente de Manejo. Este compromiso se ha formalizado a través de la instrucción irrevocable impartida por el Originador a uno de los clientes seleccionados y de la aceptación de este 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.

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 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 hace efectiva cada vez que se generan las cuentas por cobrar a los “clientes seleccionados” y, de 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 contempla la emisión de 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. La primera colocación de valores se realizó el 12 de diciembre del 2008 por lo que, de acuerdo a lo definido en sus escrituras, esta se convierte en la fecha de emisión de todos los valores en circulación y por emitirse.

Los valores pagan interés trimestralmente y capital de acuerdo a los plazos y porcentajes indicados en el Cronograma de Amortización de Capital. Para efectos del cálculo de los intereses se toma 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.

El monto autorizado de la emisión del Fideicomiso representa el 16.10% del pasivo total de Pronaca (16.10% en la calificación original), porcentaje que permite reconocer en la calificación de la titularización la prelación sobre los flujos titularizados respecto a las demás obligaciones 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)

De acuerdo al reporte del Administrador Fiduciario, a febrero 09 el indicador de endeudamiento se encuentra en un nivel de 1.42.

### 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 dividendo 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 dividendo 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 dividendo 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 dividendo 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.

Para constituirlo, se tomará de los flujos que se generen desde la constitución del Fideicomiso hasta la fecha de la primera colocación de los valores el 2% mensual hasta completar una suma en efectivo de USD 806.250. De ser insuficiente, la diferencia se completará con los recursos provenientes de la primera colocación de los valores.

### 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 realiza 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 sirven, de requerirse, para restituir el fondo rotativo y/o el depósito de garantía a sus montos base.

El Originador actúa 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 son acreditados directamente en una cuenta del Fideicomiso. Una vez efectivizados los fondos, el Originador tiene 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 debe 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 dividendo 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:

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

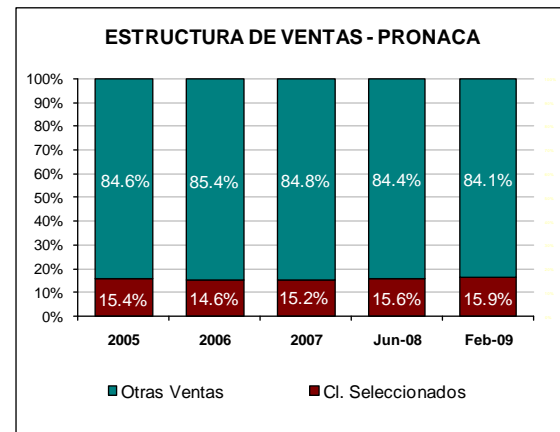
Cabe indicar que en la fórmula anterior el saldo insoluto de los valores emitidos por el presente Fideicomiso se considera dentro del pasivo total.

La Fiduciaria realiza un seguimiento de todas las condiciones de control establecidas en los numerales anteriores (clausula 14 del Fideicomiso). A la fecha de corte de este informe, no se ha cumplido ningún causal para la declaración de redención anticipada o de retención de flujos.

### ANÁLISIS DE ACTIVO SUBYACENTE

#### 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 a febrero 09 representan el 15.9% de los ingresos de la Empresa.



Fuente: PRONACA y Fideicomiso.  
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.

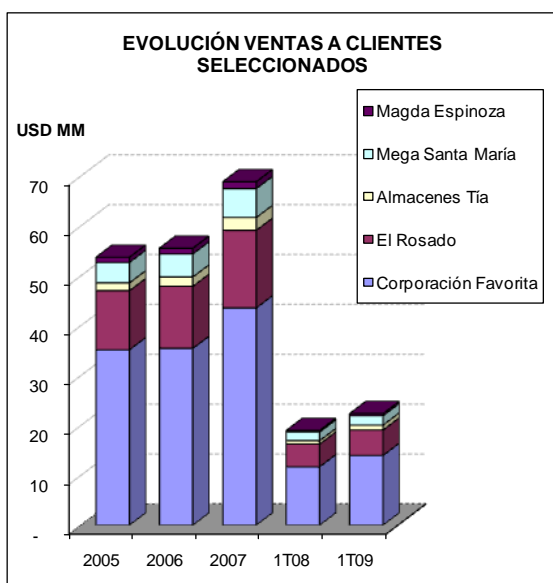
Dentro de estos, Corporación Favorita (Supermaxi) continua siendo el contribuyente más importante, aportando el 62.54% de las ventas de este grupo en el primer trimestre del 2009. Le siguen Importadora el Rosado (22.85%), Mega Santa María (8.36%), Almacenes Tía (4.43%), y Supermercados Magda Espinoza (1.82%). El riesgo de concentración en



Corporación Favorita 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.

Las ventas de estos clientes en el 1T09 muestran un crecimiento del 18% respecto al mismo trimestre del año anterior, lo cual es positivo para la estructura considerando que en la calificación inicial se utilizó un escenario conservador de crecimiento de 0% en el transcurso de la vida de la titularización.

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



Fuente: PRONACA y Fideicomiso.  
Elaboración: Bankwatch Ratings

### EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN

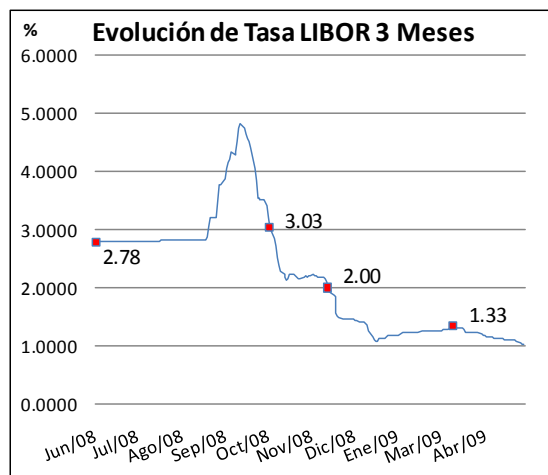
El Fideicomiso ha realizado la colocación de valores de la serie A y B por USD 11.62 MM y USD 20 MM, respectivamente, por lo que a marzo 09 se encuentran pendientes por colocar USD 3.38 MM.

El Fideicomiso realizó el 12 de marzo 09 el pago del primer cupón de interés ordinario de cada serie. La primera amortización de capital para la serie A se realizará en junio 09, y en septiembre 09 para la serie B.

Para el segundo pago trimestral de interés que se realizará el 10 de junio 09, la tasa LIBOR de 3 meses de referencia para el reajuste es de 1.33%, por lo que las series A y B pagarían una tasa de interés de 4.83% y 5.08%, respectivamente.

Cabe indicar que debido a la coyuntura internacional la tasa LIBOR de 3 meses se mantiene por debajo de lo proyectado en la calificación inicial, lo que beneficia al Fideicomiso al generar un menor gasto de interés.

A continuación se muestra un gráfico de la evolución de la tasa LIBOR de 3 meses

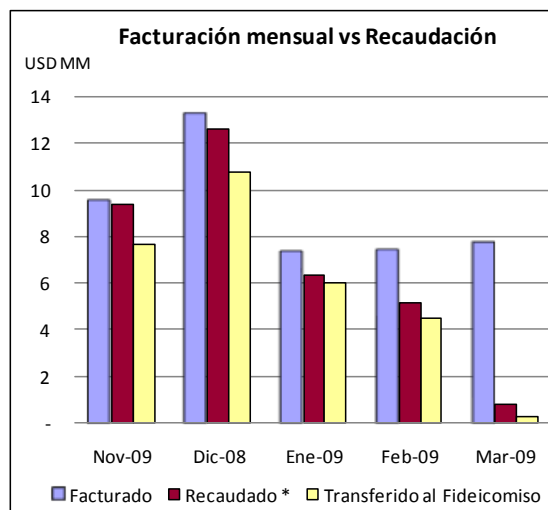


Fuente: Bloomberg  
Elaboración: Bankwatch Ratings

### Resumen de Flujos Recaudados

Las ventas a los “clientes seleccionados” muestran estacionalidad, registrando mayores ventas en el segundo semestre de cada año. Por otro lado, debe indicarse que la recaudación de las ventas a los “clientes seleccionados” demoran aproximadamente dos meses, lo que se refleja en la diferencia entre la facturación mensual y su recaudación. La volatilidad existente se encuentra mitigada por los niveles holgados de cobertura existentes.

En el siguiente gráfico se compara la facturación mensual con la recaudación de estas hasta la fecha de corte de este informe:



\*El monto recaudado es bruto de descuentos por retenciones en la fuente, notas de crédito y otros.

\* El monto recaudado y el monto transferido al Fideicomiso se ubica en el gráfico de acuerdo al mes de la factura recaudada y no en relación a la fecha de recaudación.

Fuente: PRONACA y Fideicomiso.  
Elaboración: Bankwatch Ratings

La diferencia entre el flujo recaudado y el transferido al Fideicomiso corresponde principalmente a a) los descuentos por diferencias de precio y/o peso, devoluciones de mercadería, y rebajas por volumen y/o

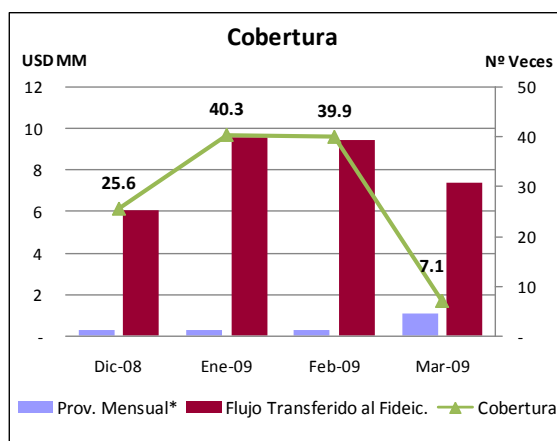


promociones y b) a las recaudaciones de la última semana de marzo 09, que son transferidas al Fideicomiso en la primera semana de abril 09.

### Cobertura

Los flujos recaudados cubren holgadamente los requerimientos de provisiones para el pago de los dividendos actuales y la cobertura se mantiene holgada frente a los niveles consistentes con la calificación otorgada.

Si bien no se ha colocado la totalidad de los valores y la tasa de reajuste se encuentra en niveles bajos, consideramos importante medir la cobertura en un escenario más conservador. Por este motivo, a continuación se muestra un gráfico de la cobertura del Fideicomiso, que compara a) los flujos recaudados mensualmente por el Fideicomiso desde la fecha de emisión de los valores y b) la provisión mensual requerida asumiendo la colocación total de los valores autorizados y una tasa LIBOR de tres meses de 4.50%.



\*Supone colocación total de los USD 35MM y tasa LIBOR3M de 4.50%

Fuente: PRONACA y Fideicomiso.

Elaboración: Bankwatch Ratings

También 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 secciones anteriores de este informe.

### Evolución de los Gastos del Fideicomiso

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

Desde la fecha de constitución del Fideicomiso, se han registrado gastos por USD 44 M de los cuales el 66.3% corresponde a comisiones del agente de manejo y el agente pagador, el 18.6% a impuesto a la renta y de salida de divisas, y el 15.2% pertenece a otros gastos operacionales.

Consideramos que los gastos operacionales se han mantenido dentro de los niveles esperados.

### 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 febrero 2009, 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 el mayor nivel de actividad alcanzado por la empresa durante los últimos periodos y reconoce las estrategias de la administración para mantener su franquicia en el mercado nacional. En sus líneas básicas, nutrición animal, y carne de aves y cerdo para el consumo humano, la participación de mercado se ubica en 50%, 30% y 17.4%, respectivamente. Y registran participaciones crecientes en conservas. Embutidos, huevos comerciales y arroz, tienen mayor competencia actualmente.

La estrategia de diversificación de productos ha sido elemental 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. Actualmente los 5 clientes más grandes de autoservicios representan el 15.9% de los ingresos.

Operan en instalaciones y con tecnología moderna, lo cual les otorga la posibilidad de adaptar sus productos a las necesidades de sus clientes. Sin embargo, no tienen capacidad para crecer en las líneas de aves y huevos, por estar 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 provistas a sus integrados de materia prima local.

La estrategia de recomposición del pasivo hacia el largo plazo, sumado a un menor requerimiento de capital trabajo para las actividades de operación, permite la recuperación del capital de trabajo y liquidez de la compañía. Con todo el endeudamiento, que en los dos últimos años creció significativamente, como estrategia de sobre abastecimiento de materia prima ante volatilidad de los precios y aumento de la operación, también por inversiones en activos fijos e inversiones en acciones de empresas relacionadas, se conserva en moderado.

En tanto, la deuda financiera más contingentes respecto del EBITDA sigue alta pero estable. Entre el 2006 y 2007 se duplica de 1.37 a 2.89 veces. Para dic-08 se ubica en 2.81 veces.

La representación relativa del EBITDA Operativo sobre el nivel de ingresos continúa descendiendo. Este pierde un punto porcentual respecto al 2007 y se ubica en 9.1%. Durante el 2008 todavía presionó el incremento de todos los componentes del costo de ventas: la materia prima por su incremento en el precio local e internacional, depreciaciones por mayores inversiones en activos fijos, otros costos de fabricación, y costo laboral por una estructura mayor requerida para la diversificación de los negocios de la compañía.

Por otro lado, cambios estructurales en PRONACA, durante el 2007 y lo que va del 2008, no admiten mayores ahorros en estos temas.

Con todo, nominalmente el EBITDA Operativo repunta y confirma la capacidad de generación de ingresos de la compañía.

Consideramos posible la recuperación del margen del negocio en el mediano plazo influenciado por el descenso rápido en el precio de las materias primas a nivel mundial y debido a que las inversiones mayores en lo que se refiere a la estructura física, administrativa y comercial, ya se realizaron.

Asimismo la generación de caja operativa es inferior a lo histórico pero muestra recuperación en este periodo gracias al manejo comercial. Consideramos que la recuperación en la generación del negocio es de mediano plazo y se lograría a través de las estrategias de los accionistas para los próximos cinco años. La planificación está encaminada a profundizar participaciones de mercado de PRONACA en líneas que generan mayor rendimiento y proporcionar volumen a aquellas en las cuales los márgenes son reducidos y sensibles a la variación del precio, pero con importante mercado local (línea de aves).

Las inversiones de PRONACA hasta el 2009 apuntalan las estrategias de mediano plazo y son la construcción de

un nuevo centro de distribución en la ciudad de Guayaquil y la ampliación de la planta de conservas, por un total de USD 12 MM.

Preocupa todavía las inversiones en empresas relacionadas. Las condiciones en los mercados globales, reducen posibilidad de llegar a puntos de equilibrio. Esto es un factor importante en el manejo de las relaciones de liquidez y endeudamiento de la compañía, ya que por su naturaleza de largo plazo originaron descalce de plazos en la estructura del balance y por ende presionado la liquidez. Al momento estos impactos se minimizan por la recuperación lenta del EBITDA Operativo, reestructuración del endeudamiento, y la decisión de no reparto de dividendos de los resultados del 2008.

Dado que se mantiene la incertidumbre con relación al requerimiento de liquidez de las empresas relacionadas y debido a que no tienen límites establecidos y no manejan políticas de endeudamiento para con éstas. La calificadora hará seguimiento al desarrollo del plan de inversiones y evaluará su impacto en el perfil financiero de la empresa.

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

La Administradora de Fondos y Fideicomisos, Produfondos S.A., actúa 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, tiene una calificación de AA+ en escala local, confirmada por BankWatch Ratings con información a septiembre 08.

Produfondos se constituyó mediante escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994 ante el 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.