

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO  
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE “TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR”

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 118/2018, del 09 de mayo de 2018

Información Financiera cortada al 31 de marzo de 2018

Analista: Ing. Xavier Espinosa

[xavier.espinosa@classrating.ec](mailto:xavier.espinosa@classrating.ec)

[www.classinternationalrating.com](http://www.classinternationalrating.com)

La compañía **Colegio Menor CMSFQ S.A.** fue constituida en Quito en noviembre del año 2000 con una duración de 50 años. Su objeto social es brindar servicios de educación y enseñanza en todos los niveles permitidos por la Ley, a excepción de la enseñanza superior.

**Nueva**

**Fundamentación de la Calificación**

El Comité de Calificación, reunido en sesión No. 118/2018 del 09 de mayo de 2018 decidió otorgar la calificación de “**AAA**” (**Triple A**) al Fideicomiso Mercantil Irrevocable “**TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR**” por un monto de cinco millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 5'000.000,00).

**Categoría 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”.

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, la presente calificación de riesgo **“no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste.”**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos, en caso que la calificadora decida revisarla en menor plazo.

La calificación otorgada al Fideicomiso Mercantil Irrevocable “**TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR**” se fundamenta en:

**Sobre la Titularización:**

- Con fecha 01 de noviembre de 2017, mediante Escritura Pública celebrada ante la Notaria Septuagésima Primera del Cantón Quito, Colegio Menor CMSFQ S.A. en calidad de Originador y ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos en calidad de Fiduciaria, comparecieron en la constitución del Fideicomiso Mercantil Irrevocable “**TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR**”.
- Con fecha 30 de mayo de 2002, mediante Escritura Pública celebrada ante el Notario Público Décimo Segundo del Cantón Quito, Colegio Menor CMSFQ S.A. constituyó el Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado “**Fideicomiso Colegio Menor – Flujos**”, administrado por Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles. Este instrumento constituye el Fideicomiso de Recaudo del proceso de titularización.
- Con fecha 31 de enero de 2018, mediante Escritura Pública celebrada ante la Notaria Pública Septuagésima Primera del Cantón Quito, Colegio Menor CMSFQ S.A. y ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos,

- suscribieron el Adendum Reformatorio al contrato de fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR".
- Con fecha 18 de abril de 2018, mediante Escritura Pública celebrada ante la Notaria Pública Septuagésima Primera del Cantón Quito, Colegio Menor CMSFQ S.A. y ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, suscribieron el Segundo Adendum Reformatorio al contrato de fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR".
  - Los flujos a ser recibidos por el Fideicomiso de Titularización, de parte del Fideicomiso de Recaudo, equivaldrán al 40% de los recursos generados por el pago de los servicios educativos por parte de los representantes de los estudiantes, que son recaudados por el Fideicomiso de Recaudo, a lo largo de la vigencia de la titularización. El Fideicomiso de Recaudo recibe mensualmente de parte de Dineros Club del Ecuador S.A., los recursos generados por el recaudo de los servicios educativos.
  - Para el presente proceso de titularización, asumiendo un mayor nivel de probabilidad de ocurrencia (68%) para el escenario moderado y del 16% para los escenarios optimista y pesimista, el valor total de variación ponderada, es del 15,40% (Índice de Desviación).
  - El Índice de Desviación sirvió como base para el establecimiento del Depósito de Garantía, que representa 1,5 veces dicho índice, y se lo fijó en USD 145.075,00.
  - El Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR" con la finalidad de salvaguardar los intereses de los futuros inversionistas cuenta con tres mecanismos de garantía: Exceso de Flujo de Fondos (que comporta la existencia de un Depósito de Garantía o Fondo de Reserva), Fianza Solidaria y Garantía Hipotecaria.
    - El Exceso de Flujo de Fondos, que comporta la existencia de un Depósito de Garantía, consiste en que los flujos que se proyectan, generados por el derecho de cobro, sean superiores a los requeridos por el Fideicomiso para cancelar los pasivos con inversionistas. Todo ello de conformidad con la información constante en el informe de estructuración financiera.
    - La Fianza Solidaria consiste en una Fianza Mercantil otorgada por el Originador por medio del Fideicomiso, la cual tiene por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas, conforme con las tablas de pago, y resulten insuficientes los recursos provisionados y los recursos provenientes de la ejecución del Fondo de Reserva.
    - El Originador constituirá la Garantía hipotecaria dentro de los 180 días calendario, posteriores a la fecha de constitución del Fideicomiso, mediante primera hipoteca cerrada a favor del Fideicomiso, como mecanismo de garantía específica que tendrá por objeto cubrir el monto en circulación de la Titularización.
      - ❖ Con fecha 09 de marzo de 2018, Colegio Menor CMSFQ S.A. constituyó a favor del Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR", primera y preferente hipoteca cerrada sobre un terreno de 12.223,71 m<sup>2</sup> en Cumbayá, donde se encuentran ubicadas parte de las instalaciones e infraestructura del colegio.
  - Conforme las proyecciones presentadas en el Informe de Estructuración Financiera, se determina que el derecho de cobro en un escenario pesimista, sería capaz de generar flujos futuros proyectados por una suma de USD 56,02 millones durante la vigencia de los valores, siendo el valor presente de dichos flujos la suma de USD 40,39 millones, monto que fue descontado a una tasa del 7,92%<sup>1</sup>, el 50% de los flujos proyectados alcanzó la suma de USD 20,20 millones, siendo éste el máximo valor que la compañía podría emitir, el cual es superior al monto de la emisión, con lo que el monto de la titularización se encuentra dentro de los parámetros estipulados en la normativa.
  - CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., después de estudiar y analizar los Mecanismos de Garantía contemplados en el presente proceso, determina que la estructura de los mismos es aceptable, y, dado el caso de requerirse, estos podrían otorgar liquidez y cobertura para determinados pagos de los valores emitidos, en caso de que el flujo sea insuficiente.
  - Las proyecciones realizadas por el Estructurador Financiero guardan consistencia y concordancia con las cifras históricas del Originador, sobre las cuales se elaboran, observando y verificando además que estas proyecciones han sido sensibilizadas en distintos escenarios (optimista, moderado y pesimista), los mismos que constan dentro del informe de Estructuración Financiera respectivo.

<sup>1</sup> Tasa de Interés Activa Efectiva Referencial del Banco Central del Ecuador, para el segmento Productivo Corporativo, vigente a marzo de 2018.

- El riesgo de un uso imprudente de los flujos recaudados por el lado del Originador, es mitigado definitivamente con el Fideicomiso de Recaudo.
- CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., una vez que analizó y estudió la documentación suministrada por el Fiduciario, Originador y los términos establecidos en el contrato de Fideicomiso del Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR", establece apropiada la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo y la cesión del derecho de cobro.

### Sobre el Originador:

- Colegio Menor CMSFQ S.A. es un colegio privado bilingüe, que ofrece servicios de educación escolarizada desde guardería hasta décimo segundo grado (estudiantes desde 3 hasta 18 años). En 2013, el colegio decidió expandir sus operaciones a la ciudad de Guayaquil, específicamente en Samborondón.
- La actividad educativa de los dos colegios propiedad de la compañía, se maneja con los principios básicos que inspiraron a los fundadores para crear un colegio renacentista que refleja el mejor de los modelos educativos internacionales y americanos, mientras que enseña a los estudiantes a comprender, respetar y celebrar la diversidad de la cultura ecuatoriana.
- Cada una de las instituciones educativas ofrece a sus estudiantes una educación bilingüe de alta calidad basada en las artes liberales que inspira el pensamiento crítico, la creatividad, la integridad y el liderazgo. El compromiso consiste en la excelencia académica y el mejoramiento organizacional continuo, cumpliendo responsablemente con las obligaciones con todos los miembros de la comunidad.
- La compañía no cuenta con un Gobierno Corporativo formalmente definido; sin embargo, cuenta con un Directorio Académico y una estructura organizacional establecida, que incluye sistemas de información y una adecuada planificación en su organización, los mismos que le permiten identificar tempranamente riesgos financieros y operativos, así como el determinar su magnitud, lo cual le brinda la capacidad de proponer, implementar, ejecutar y controlar medidas de mitigación.
- Los ingresos del colegio presentaron una clara tendencia creciente, es así que pasaron de USD 14,39 millones en 2014 hasta USD 18,72 millones en 2017, puesto que a partir de 2013, con la entrada en operación del Colegio Menor Santiago de Guayaquil, se registraron interesantes incrementos anuales en los ingresos de la compañía. En los cortes interanuales de igual forma se aprecia un comportamiento similar al evidenciado históricamente, pues luego de haber arrojado USD 4,40 millones en marzo de 2017 pasó a USD 4,83 millones en marzo de 2018, producto del incremento en los ingresos por matrículas.
- Producto del comportamiento de sus costos y gastos, el colegio arrojó una utilidad operativa relativamente estable, puesto que pasó de significar el 12,96% de los ingresos en 2014 a 12,47% en 2017. Para marzo de 2018 significó el 21,09% sobre los ingresos.
- Después de descontar los gastos financieros, otros ingresos / egresos y los impuestos pertinentes, la compañía arrojó una utilidad neta fluctuante, que pasó de representar el 0,58% de los ingresos en 2014 a 6,91% en 2017 (7,75% sobre los ingresos en 2015). Al 31 de marzo de 2018, la utilidad antes de impuestos fue de 18,13%, siendo inferior con respecto a la registrada en marzo de 2017, cuando la utilidad representó el 21,73% de los ingresos, debido al registro de mayores gastos financieros.
- El EBITDA (acumulado) de la compañía presentó similar comportamiento que la utilidad operacional; pasando de significar un 19,79% de los ingresos en 2014 a un 18,96% en 2017, lo que evidencia la capacidad de generación de flujos por parte del colegio. En los cortes interanuales se registró un descenso casi imperceptible, pasando de un 27,88% de los ingresos en marzo de 2017 a 27,39% en marzo de 2018.
- Los activos totales de la compañía presentaron una tendencia general creciente a partir del año 2014, pues pasaron de USD 23,88 millones en ese año a USD 28,14 millones en 2017 y USD 31,58 millones a marzo de 2018. El rubro determinante en los incrementos del activo desde 2015 fue propiedad planta y equipo (infraestructura física correspondiente al Colegio Menor Santiago de Guayaquil).
- Colegio Menor CMSFQ S.A. registra una estructura de financiamiento en la que prevalece su pasivo, es así que al 31 de diciembre de 2017 el total de pasivos financió el 57,01% de los activos, mientras que a marzo de 2018 lo hizo en un 58,91%, en donde sus cuentas más representativas fueron los Préstamos de largo plazo e Ingresos diferidos.
- La deuda financiera al cierre de 2017, financió el 27,85% de los activos, y en marzo de 2018 subió a 33,82%, debido a que en este último periodo los ingresos diferidos crecieron de manera importante. Desde el inicio del periodo analizado la empresa registra dentro de su deuda financiera, créditos otorgados por

PRODUBANCO con el propósito de financiar la infraestructura de los colegios, tanto de Quito como de Guayaquil. También incluye el financiamiento de los terrenos donde se asienta el Colegio Menor Santiago de Guayaquil, otorgado por la Compañía Agrícola El Batán en diciembre de 2012, a un plazo de 10 años.

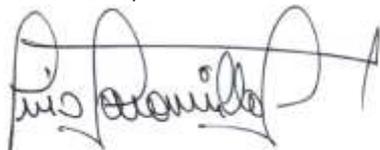
- La compañía presenta un fuerte respaldo por parte de su patrimonio, puesto que para diciembre de 2017 alcanzó un valor de USD 12,10 millones, financiando el 42,99% del total de activos, mientras que al 31 de marzo de 2018 ascendió a USD 12,98 millones, financiando el 41,09% del total de activos. Cabe mencionar que el incremento del patrimonio responde a un aumento de Utilidad neta del ejercicio en 2015 e incrementos de Resultados acumulados en el resto de periodos.
- El capital social de la compañía se ha mantenido sin ninguna variación a lo largo del periodo analizado, con un valor de USD 2,36 millones y un financiamiento de activos con tendencia decreciente, desde el 9,89% en 2014 hasta el 8,39% en 2017 y el 7,48% en marzo de 2018.
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre el patrimonio revela una política de financiamiento que se apoya en el uso de fuentes externas, en tal virtud presentó una tendencia decreciente (matizada por una ligera subida en 2016) lo que obedece al crecimiento constante del patrimonio.
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa durante todo el periodo analizado se ubican por debajo de la unidad (excepto en marzo de 2018) lo que se deriva de la alta representación del rubro Ingresos diferidos, reportado en el pasivo corriente (el mismo que se genera por el cobro anticipado de pensiones, estos pasivos no son cancelados con recursos dinerarios sino con servicios).

### Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- La probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo, lo cual podría repercutir sobre el nivel de ingresos de la compañía.
- Ingreso de nuevos competidores o crecimiento de la competencia, lo cual podría reducir su participación en el mercado.
- Pérdida en Recursos Humanos (personal) que podría verse atraído por mejores salarios de la competencia. Esto podría acarrear una pérdida en inversiones, teniendo en cuenta los recursos continuos que son invertidos por la empresa en la capacitación del personal.
- Es importante mantenerse alerta a las futuras directrices que se den por parte del Gobierno Central a través del Ministerio de Educación para cumplir con todos los condicionamientos que se normen y que puedan comprometer nuevas inversiones por parte de la empresa.
- El impulso del Gobierno a la educación pública con reformas e inversión, eventualmente podría tornar igual de atractivo el acceder a educación pública que a privada, lo cual podría reducir el mercado objetivo de la compañía.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA  
**GERENTE GENERAL**