
INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO – ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 283/2018, del 28 de diciembre de 2018

Información Financiera cortada al 31 de octubre de 2018

Analista: Ing. Masiel Ponce

masiel.ponce@classrating.ec

www.classinternationalrating.ec

ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., nace en diciembre de 1969, con el objeto de realizar actividades turísticas promoviendo cruceros al archipiélago de Galápagos y viajes dentro del territorio nacional. La empresa tiene dos líneas principales de negocio: Cruceros a las Islas Galápagos y Tours dentro del continente. Es una compañía que forma parte integrante del Grupo Futuro S.A GRUFUSA que tiene como su marca comercial más representativa en el sector turismo A Metropolitan Touring (Principal corporación de viajes del Ecuador).

Revisión

Resolución No. SC.IMV.DJM.V. DAYR.G.10.0001432, emitida el 04 de marzo de 2010

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 283/2018 de 28 de diciembre de 2018 decidió otorgar la calificación de **“AAA-” (Triple A menos)** a la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo de EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A. (ETICA) por un monto de nueve millones de dólares (USD 9'000.000,00).

Categoría AAA: “Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general”.

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 de 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 de seis meses si la calificadora decide revisarla en menor tiempo.

La calificación otorgada a la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A, se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A forma parte integrante del Grupo Futuro S.A GRUFUSA que tiene como su marca comercial más representativa en el sector turístico a Metropolitan Touring (Principal corporación de viajes del Ecuador).
- Los altos estándares de calidad y la amplia experiencia con la que opera el holding al que pertenece, le ha permitido a su marca obtener reconocimiento y prestigio internacional, habiendo sido acreedora de múltiples galardones y premio por su desempeño y gestión.

- La principal actividad de la compañía es la promoción del turismo nacional e internacional, durante los años 2016 y 2017 operó los buques Santa Cruz e Isabela II.
- Los ingresos de la compañía entre los años 2014 y 2015 presentaron un importante crecimiento, pasando de USD 47,46 millones a USD 54,21 millones, gracias al apoyo del gobierno, específicamente con la campaña All You Need is Ecuador; no obstante, para el año 2016 los ingresos disminuyen en 1,86%, como consecuencia de los fenómenos naturales que afectaron al país y finalmente gracias a las estrategias comerciales de la empresa y al impulso al sector turístico, la entidad registró un crecimiento de 3,17% al cierre del año 2017 alcanzando ingresos por USD 54,88 millones. Al cierre de octubre de 2018, el total de ventas alcanzó la suma de USD 50,07 millones, evidenciando un incremento (+9,00%) en comparación a su similar período del año 2017 cuando registró USD 45,93 millones, producto de las estrategia de incluir dentro del empaque de embarcaciones sus hoteles propios y la apertura de entradas flexibles en el caso del Finch Bay.
- Los costos de ventas y gastos operativos fueron cubiertos de manera adecuada por sus ingresos, lo que le permitió generar una utilidad operativa positiva durante el periodo analizado, con una tendencia creciente en términos monetarios entre los años 2014 al 2016, y una representación de las ventas estable puesto que pasó de significar 5,71% de los ingresos en 2014 a 6,93% en el 2016 (5,66% a diciembre 2015), mientras que para diciembre de 2017, ésta disminuyó levemente a 5,88% de los ingresos debido al ligero incremento de sus costos de ventas. Para octubre de 2018 la utilidad operativa representó un 6,70% de los ingresos, porcentaje inferior a lo arrojado en octubre de 2017 (8,64% de los ingresos).
- Luego de deducir los gastos financieros, otros ingresos, gastos e impuesto, la utilidad neta de la compañía registró un comportamiento fluctuante entre los años 2014- 2016 al pasar de USD 1,68 millones (3,54% sobre el total de ventas) a USD 1,56 millones (2,92% de las ventas), sin embargo, para diciembre de 2017, la utilidad neta subió a USD 2,37 millones (4,32% de las ventas), gracias a las estrategias para incrementar sus ventas. Para octubre 2018, la compañía registró una utilidad antes de impuestos de USD 5,06 millones (10,10% de las ventas) siendo superior a lo presentado en su similar período de 2017, USD 4,45 millones (9,68% de las ventas), comportamiento que obedeció al crecimiento en sus ventas y a que lo costos se han mantenido estables.
- El EBITDA (acumulado) presentó una tendencia creciente entre los años 2014 al 2016, es así que pasó de USD 5,29 millones (11,14% de los ingresos) en 2014 a USD 6,35 millones (11,93% de los ingresos) en el 2016. Para diciembre de 2017, el EBITDA (acumulado) decreció en 3,00% frente a lo reportado en 2016, totalizando USD 6,16 millones (11,22% de los ingresos) debido a una reducción en su margen operativo. Para octubre de 2018, el EBITDA (acumulado) de la compañía presentó un decrecimiento de 6,85% respecto a octubre de 2017 debido un ligero incremento del costo de ventas y consecuentemente disminución de su utilidad operativa, arrojando así una suma de USD 5,75 millones (USD 6,18 millones octubre 2017) que representó el 11,49% de los ingresos (13,44% a octubre de 2017).
- El activo total de la compañía registró un comportamiento creciente entre los años 2014 y 2015, es así que pasaron de USD 44,72 millones en 2014 a USD 60,20 millones al cierre de 2015, producto del aumento en propiedad planta y equipo, sin embargo, para el año 2016 se evidenció una disminución en el activo arrojando una suma de USD 57,01 millones¹ y manteniéndose sin presentar variación significativa al cierre del año 2017 (USD 57,13 millones). Para octubre de 2018 el total activos fue de USD 56,86 millones, comportamiento que está relacionado a la reducción de activos por impuestos corrientes, efectivo y equivalentes y activos financieros mantenidos hasta su vencimiento entre los principales.
- A partir del año 2015 el pasivo total de la compañía, presentó una tendencia decreciente, pasando de USD 40,36 millones (67,04% de los activos) en el 2015 a USD 33,38 millones (58,42% de los activos) en 2017, lo que obedece en los primeros años al decrecimiento en proveedores; y para los siguientes años la reducción de la deuda financiera tanto de corto como a largo plazo. Para octubre de 2018, la tendencia decreciente se mantiene, los pasivos alcanzaron USD 31,47 millones² y financiaron el 55,36% de los activos.
- La deuda financiera ha fondeado una parte importante de los activos a lo largo de los periodos analizados, mostrando una tendencia creciente, es así que luego de financiar el 25,37% en 2014, pasó a 34,95% en diciembre de 2016. Para el año 2017 se presentó una reducción, financiando 27,51% (25,29% en octubre de 2018). Dicha deuda estuvo conformada por obligaciones con Instituciones Financieras del Sector Privado, compañías relacionadas que generan intereses y obligaciones con el mercado de valores.

¹ Disminución presentada en activos por impuestos corrientes, activos disponibles para la venta y cuentas por cobrar (clientes y relacionadas)

² Decrece deuda financiera de largo plazo

- El patrimonio de ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., muestra una tendencia creciente durante el período analizado, puesto que pasó de USD 17,95 millones (40,14% de los activos) en 2014 a USD 23,75 millones (41,58% de los activos) al cierre del 2017 y USD 25,38 millones (44,64% de los activos) en octubre de 2018, producto de la generación continua de resultados acumulados positivos.
- En todos los periodos bajo análisis, los pasivos de ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A superaron a su patrimonio, con lo cual los indicadores de apalancamiento (pasivo total / patrimonio) pasaron de 1,49 veces en 2014 a 1,41 veces en 2017 (1,24 en octubre de 2018).
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa registraron valores inferiores a la unidad a lo largo de los periodos analizados, debido a una participación superior del pasivo corriente con respecto del activo corriente, lo que arrojó un capital de trabajo negativo que representó el -9,66% de los activos en octubre de 2018.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 29 de octubre de 2009, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., autorizó el presente proceso por un monto de hasta USD 9,00 millones, el mismo que se encuentra respaldado por una garantía general.
- Posteriormente, ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., y MANUEL FERNANDEZ DE CORDOVA REPRESENTACIONES CÍA LTDA., con fecha 15 de diciembre de 2009, suscribieron el contrato de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A.
- Con fecha 30 de marzo de 2010, PROBROKERS S.A. CASA DE VALORES inició la colocación de los valores, observando que hasta el 9 de abril de 2010 logró colocar USD 9,00 millones, que representó el 100,00% del monto aprobado.
- Hasta el 31 de octubre de 2018, el saldo de capital por pagar a los inversionistas llegó a la suma de USD 1,13³ millones.
- La Emisión de Obligaciones a Largo Plazo se encuentra respaldada por una garantía general, por lo tanto, el emisor está obligado a cumplir con los resguardos que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los mismos que se detallan a continuación:
 - La compañía podrá mantener un índice máximo de apalancamiento (pasivo total/sobre patrimonio total) de 2,1, que permita cumplir holgadamente con las obligaciones de la compañía como medida orientada a preservar el cumplimiento de su objeto social y garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas.
 - No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - Mantener una relación de activos libres de gravamen sobre el monto nominal de la emisión en circulación de al menos 1,25, según los términos de la Ley de Mercado de Valores. Este resguardo y las limitaciones al endeudamiento de la compañía constituyen las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades de la compañía, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones los inversionistas.
 - ❖ Al 31 de octubre de 2018, la compañía cumplió con los resguardos listados anteriormente.
- Al 31 de octubre de 2018, la compañía contó con activos libres de gravamen, por la suma de USD 56,86 millones, siendo el 80,00% de los mismos, USD 45,48 millones, presentando este último una cobertura de 40,43 veces sobre el saldo de capital de la Emisión, cumpliendo de esta manera con los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. De acuerdo al periodo transcurrido y que se incluye dentro del horizonte de proyección, se observa que el comportamiento de la compañía y sus resultados superaron dichas proyecciones.

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

³ En los balances la emisión se encuentra registrada al costo amortizado según las NIIF, por lo que el saldo difiere de las tablas de amortización.

de Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- En la actualidad los cambios climáticos son muy frecuentes, principalmente debido al calentamiento global causado por la contaminación, que podría causar fenómenos naturales. En el sector turístico, el cambio climático puede producir grandes pérdidas por falta de realización de los TOURS o disminuir la cantidad de turistas del exterior, por lo que ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL CA., podría verse afectada.
- La variación o incremento de los insumos utilizados por la compañía podrían aumentar los costos y consecuentemente afectar los resultados finales de la compañía.
- El desabastecimiento de alimentos, podría afectar de manera significativa su normal operación.
- El ingreso al mercado de nuevos competidores o la repotenciación de los ya existentes, podrían disminuir la cuota de mercado de la cual actualmente goza la compañía con una consecuente afectación en el nivel de sus ingresos.
- La reducción en los niveles de ocupación, debido a mayor oferta hotelera es un riesgo inherente para la industria y que ahondada por la dificultada de incrementar las tarifas por la alta competencia que existe en el mercado, podría reducir los resultados de la compañía.
- La apreciación del dólar hizo que los precios en el Ecuador sean menos competitivos con respecto al extranjero (Europa).
- Otros de los riesgos a los que se expone la compañía está relacionado con la estacionalidad propia del sector, dado que la demanda de los mismos aumenta o disminuye dependiendo de la temporada, existiendo así un riesgo que podría afectar los resultados de la compañía. No obstante, ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL CA. ha tratado de mitigar este riesgo adelantado sus promociones y direccionándolos a los diferentes países con la debida antelación.
- El aumento de los gastos de mercadeo y la publicidad online debido a la reformulación en la dependencia a de agencias de viaje, podrían impactar los resultados netos de empresa.
- Ordenanzas municipales (normativas ambientales, restricciones en el uso del Archipiélago entre otros) que afecten la normal operación del servicio.
- Medidas gubernamentales sobre el cuidado de las Islas Galápagos, podría afectar la operación de la compañía.
- Presencia de piratería que podría afectar la normal operación de la empresa.
- Factores externos, políticos, económicos normativos, entre otros, podrían afectar al mercado de manera que se restrinja la demanda de los productos ofertados por la compañía y se vean disminuidas sus ventas.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- Un posible daño en los cruceros podría ocasionar retrasos y pérdidas en el negocio, no obstante, la compañía con la finalidad de mitigar este evento realiza continuos mantenimientos, que le permite alargar su vida útil.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de Emisión de Obligaciones a Largo Plazo.
- Acta de la Junta General Universal y Extraordinaria de Accionistas de ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A celebrada el 29 de octubre de 2009.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2014, 2015, 2016 y 2017 de ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A. y, Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales no auditados con corte al 31 de octubre de 2017 y 31 de octubre de 2018 (sin notas a los Estados Financieros).
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

En base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor o del garante, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debida realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa vigente o cuando las circunstancias lo ameriten.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En Guayaquil, el 29 de octubre de 2009, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., la cual estuvo conformada por el 100% de sus accionistas. En esta reunión se resolvió autorizar la Emisión de Obligaciones, por un monto de hasta USD 9'000.000,00.

Posteriormente, ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., y MANUEL FERNANDEZ DE CORDOVA REPRESENTACIONES CÍA LTDA., con fecha 15 de diciembre de 2009, suscribieron el contrato de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo – ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A, de donde se desprenden las siguientes características:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO

EMISIÓN DE OBLIGACIONES A LARGO PLAZO - ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A				
Emisor	ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A			
Monto	USD 9'000.000,00			
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.			
Títulos de las obligaciones	Las obligaciones serán al portador, por tanto los cupones conjuntos y separados para el pago del capital y de los intereses, según el caso, serán al portador. Con un valor nominal de USD 10 mil para la serie A1, USD 20 mil para la serie A2 y USD 40 mil para la serie A3.			
Clase, Serie	Clase	Monto USD	Plazo	Tasa
	Tramo 1-Serie A1	3.000.000,00	1.440 días	Será igual a la tasa pasiva referencial publicada por el Banco Central del

Emisión de Obligaciones a Largo Plazo ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., DICIEMBRE 2018

	Tramo 2- Serie A2	3.000.000,00	3.600 días	Ecuador más dos puntos anuales, vigente para la semana de emisión de los títulos de cada serie, la misma que será reajustada cada 90 días, contados a partir de la fecha de emisión de las obligaciones, en todas las series.
	Tramo 2-Serie A3	3.000.000,00	3.600 días	
Rescates Anticipados y Conversión	Convocará a los obligacionistas por medio de un aviso publicado en un periódico de circulación nacional. En la fecha prevista para el rescate, la emisora establecerá el precio máximo del rescate y el monto nominal de obligaciones a rescatarse. Las obligaciones rescatadas no podrán ser colocadas nuevamente en el mercado por parte del emisor.			
Contrato Underwriting	No existe contrato de Underwriting.			
Tipo de Oferta	Pública.			
Sistema de Colocación	Bursátil, mediante cualquiera de los sistemas existentes.			
Agente Colocador / Estructurador Financiero	PROBROKERS S.A. Casa de Valores.			
Agente Pagador	ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A			
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo al Art.162 de la Ley de Mercado de Valores.			
Estructurador financiero y Jurídico	Oblicorp Asesores En Obligaciones Corporativas Y Mercado De Capitales Cia. Ltda.			
Amortización Capital	El capital será pagado, en la serie A1 en 16 partes cada 90 días a partir de la fecha de emisión de los títulos. En la serie A2 y A3 el capital se pagará en 32 partes cada 90 días a partir del día 810 contados desde la fecha de emisión.			
Pago de Intereses	Cada 90 días desde la fecha de emisión de las obligaciones, en todas las series.			
Destino de los recursos	Reestructuración de pasivos.			
Fecha de emisión	Fecha en que se realice la primera colocación de la emisión.			
Representante de Obligacionistas	MANUEL FERNANDEZ DE CORDOVA REPRESENTACIONES CIA LTDA.			
Resguardos establecidos en la Codificación de la Resolución del C.N.V. (hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera)	<p>Conforme lo que señala la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> • La compañía podrá mantener un índice máximo de apalancamiento (pasivo total/sobre patrimonio total) de 2,1, que permita cumplir holgadamente con las obligaciones de la compañía como medida orientada a preservar el cumplimiento de su objeto social y garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas. • No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. • Mantener una relación de activos libres de gravamen sobre el monto nominal de la emisión en circulación de al menos 1,25, según lo establecido en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros) 			

Fuente: Escritura Emisión de Obligaciones / Elaboración: Class International Rating

A continuación se presentan la tabla de amortización de capital y pago de intereses de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo:

CUADRO 2 y 3: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (TÍTULOS DESMATERIALIZADOS) (USD)

Serie A1					
Fecha	Capital	tasa	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
					3.000.000
jun-10	187.500	6,87%	51.525	239.025	2.812.500
sep-10	187.500	6,40%	45.000	232.500	2.625.000
dic-10	187.500	6,25%	41.016	228.516	2.437.500
mar-11	187.500	6,28%	38.269	225.769	2.250.000
jun-11	187.500	6,59%	37.069	224.569	2.062.500
sep-11	187.500	6,58%	33.928	221.428	1.875.000
dic-11	187.500	6,58%	30.844	218.344	1.687.500
mar-12	187.500	6,53%	27.548	215.048	1.500.000
jun-12	187.500	6,53%	24.488	211.988	1.312.500
sep-12	187.500	6,53%	21.427	208.927	1.125.000
dic-12	187.500	6,53%	18.366	205.866	937.500
mar-13	187.500	6,53%	15.305	202.805	750.000
jun-13	187.500	6,53%	12.244	199.744	562.500
sep-13	187.500	6,53%	9.183	196.683	375.000
dic-13	187.500	6,53%	6.122	193.622	187.500
mar-14	187.500	6,53%	3.061	190.561	-
	3.000.000		415.392	3.415.392	

Serie A2 y A3					
Fecha	Capital	tasa	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
					6.000.000
jun-10		6,87%	103.050	103.050	6.000.000
sep-10		6,40%	96.000	96.000	6.000.000
dic-10		6,25%	93.750	93.750	6.000.000
mar-11		6,28%	94.200	94.200	6.000.000
jun-11		6,59%	98.850	98.850	6.000.000
sep-11		6,58%	98.700	98.700	6.000.000
dic-11		6,58%	98.700	98.700	6.000.000
mar-12		6,53%	97.950	97.950	6.000.000
jun-12	187.500	6,53%	97.950	285.450	5.812.500
sep-12	187.500	6,53%	94.889	282.389	5.625.000
dic-12	187.500	6,53%	91.828	279.328	5.437.500
mar-13	187.500	6,53%	88.767	276.267	5.250.000
jun-13	187.500	6,53%	85.706	273.206	5.062.500
sep-13	187.500	6,53%	82.645	270.145	4.875.000
dic-13	187.500	6,53%	79.584	267.084	4.687.500
mar-14	187.500	6,53%	76.523	264.023	4.500.000
jun-14	187.500	6,53%	73.463	260.963	4.312.500
sep-14	187.500	7,19%	77.517	265.017	4.125.000
dic-14	187.500	6,98%	71.981	259.481	3.937.500
mar-15	187.500	7,18%	70.678	258.178	3.750.000
jun-15	187.500	7,31%	68.531	256.031	3.562.500
sep-15	187.500	7,48%	66.619	254.119	3.375.000

dic-15	187.500	7,55%	63.703	251.203	3.187.500
mar-16	187.500	7,14%	56.897	244.397	3.000.000
jun-16	187.500	7,95%	59.625	247.125	2.812.500
sep-16	187.500	8,00%	56.250	243.750	2.625.000
dic-16	187.500	7,78%	51.056	238.556	2.437.500
mar-17	187.500	7,12%	43.388	230.888	2.250.000
jun-17	187.500	7,12%	40.050	227.550	2.062.500
sep-17	187.500	7,12%	36.713	224.213	1.875.000
dic-17	187.500	7,12%	33.375	220.875	1.687.500
mar-18	187.500	7,12%	30.038	217.538	1.500.000
jun-18	187.500	7,12%	26.700	214.200	1.312.500
sep-18	187.500	7,12%	23.363	210.863	1.125.000
dic-18	187.500	7,12%	20.025	207.525	937.500
mar-19	187.500	7,12%	16.688	204.188	750.000
jun-19	187.500	7,12%	13.350	200.850	562.500
sep-19	187.500	7,12%	10.013	197.513	375.000
dic-19	187.500	7,12%	6.675	194.175	187.500
mar-20	187.500	7,12%	3.338	190.838	-
	6.000.000		1.479.094	2.979.094	

Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A.

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de octubre de 2018)

Con fecha 04 de marzo de 2010, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, resolvió aprobar la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo por un monto de USD 9,00 millones, mediante la Resolución No. SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.10.0001432, y con fecha 11 de marzo 2010 fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores. Finalmente se debe mencionar que la fecha de vencimiento de la oferta pública fue hasta el 04 de diciembre de 2010.

Colocación de los Valores

Con fecha 30 de marzo de 2010, PROBROKERS S.A. CASA DE VALORES inició la colocación de los valores, observando que hasta el 9 de abril de 2010 logró colocar USD 9,00 millones, que representó el 100,00% del monto aprobado.

Saldo de Capital

Luego de haber cancelado en su totalidad la serie A1 y el trigésimo cuarto dividendo de intereses y el dúo sexto dividendo de capital de la serie A2 Y A3 de la Emisión, el saldo de capital por pagar a los obligacionistas, al 31 de octubre de 2018, ascendió a la suma de USD 1,13⁴ millones.

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II), el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

- La compañía podrá mantener un índice máximo de apalancamiento (pasivo total/sobre patrimonio total) de 2,1, que permita cumplir holgadamente con las obligaciones de la compañía como medida orientada a preservar el cumplimiento de su objeto social y garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener una relación de activos libres de gravamen sobre el monto nominal de la emisión en circulación de al menos 1,25, según los términos de la Ley de Mercado de Valores. Este resguardo y las limitaciones al endeudamiento de la compañía constituyen las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades de la compañía, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones los inversionistas.

⁴ En los balances la emisión se encuentra registrada al costo amortizado según las NIIF, por lo que el saldo difiere de las tablas de amortización.

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados, dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión de obligaciones aprobada por la Junta, según lo estipulado en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros).

Al 31 de octubre del 2018, la compañía cumplió con los resguardos establecidos anteriormente. A continuación se observa un detalle de los resguardos cuantificables:

CUADRO 4: RESGUARDOS

Resguardos	Límite establecido	oct-18	Cumplimiento
Pasivo/Patrimonio	No mayor a 2,1 veces	1,24	SI
Activos libres de gravan/Emisión de Obligaciones	Al menos 1,25 veces	50,54	SI

Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A.

Activos Libres de Gravamen

La Emisión de Obligaciones a Largo Plazo está respaldada por una Garantía General otorgada por ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la empresa. Es así que al 31 de octubre de 2018, la empresa alcanzó un total de activos de USD 56,86 millones, de los cuales el 100% corresponde activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 5: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (USD Octubre 2018)

Activos	Libres	%
Disponibles	2.241.784	3,94%
Exigibles	4.929.165	8,67%
Realizables	2.956.949	5,20%
Propiedad Planta y Equipo	26.120.727	45,94%
Otros activos	20.607.248	36,24%
TOTAL	56.855.873	100,00%

Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que el certificado de activos libres de todo gravamen de la empresa, con información financiera cortada al 31 de octubre de 2018, esté dando cumplimiento a lo que estipula la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros). que señala que el monto máximo de las emisiones amparadas con garantía general no podrán exceder el 80,00% del total de Activos Libres de todo Gravamen menos los activos diferidos, los que se encuentran en litigio, el monto no redimido de cada emisión de obligaciones en circulación y de cada proceso de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador y como garante; así como los derechos fiduciarios de fideicomisos en garantía, en los que el emisor sea el constituyente o beneficiario.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de octubre de 2018, presentó un monto de activos libres de gravamen de USD 56,86 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 45,48 millones, determinando el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Por otro lado, se pudo apreciar que el 80,00% de los activos libres de gravamen de la compañía presentaron una cobertura de 40,43 veces sobre el saldo de capital de la Emisión.

CUADRO 6: CALCULO DEL 80% ACTIVOS LIBRES DE TODO GRAVAMEN

Descripción	oct-18
	Valor (USD)
Total Activos (USD)	56.855.873
(-) Activos Gravados (USD)	-

Activos Libres de Gravámenes (USD)	56.855.873
80.00% Activos Libres de Gravámenes (USD)	45.484.699
(-) Activos Diferidos (USD)	375.798
(-) Activos en Litigio (USD)	-
(-) Activos Percibibles	2.956.949
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación (USD)	
(-) Monto no redimido de Titularizaciones (USD)	-
(-) Derechos Fiduciarios (USD)	-
Monto Máximo de Emisión = 80% Activos Libres de Gravamen – a), b), c), d) y e)	42.151.951
Saldo de Capital Emisión de Obligaciones (USD)	1.125.000
Total Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	50,54
80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	40,43
Monto Máximo de Emisión / Saldo de la Emisión (veces)	37,47

Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de octubre de 2018, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,35⁵ veces sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Proyecciones del Emisor

CUADRO 7: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Rubro	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	56.181	40.568	42.952	45.492	48.199	51.084
Costo de Ventas	37.495	30.812	32.013	33.278	34.610	36.014
Utilidad Bruta	18.686	9.756	10.939	12.214	13.589	15.070
Gastos Operativos	8.915	7.328	7.621	7.926	8.243	8.572
Trasferencias por manejo	456	456	456	456	456	456
Total Gastos de operacionales	8.459	6.872	7.165	7.470	7.787	8.116
Utilidad Operacional	10.227	2.884	3.774	4.744	5.802	6.954
Gastos Financieros	312,19	244,69	177,19	109,69	42,19	0
Otros ingresos y Egresos	1371,81	1374,31	1369,81	1359,31	1340,81	1326
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	8.543	1.265	2.227	3.275	4.419	5.628

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las ventas de la compañía, fueron elaboradas bajo un modelo conservador ajustándose a la realidad del mercado, es así, que se proyectó un incremento de los ingresos de aproximadamente el 6% durante los años 2015 al 2020.

Por su parte, los costos de ventas, registrarían ligeras variaciones en su participación sobre las ventas, que pasarían de un 66,74% para el año 2015 a un 70,50% al cierre de 2020. Al referirnos a los gastos operacionales, donde se incluyen los gastos de administración, ventas y depreciaciones, estos se mantienen relativamente estables al pasan de 15,06% de las ventas en el 2015 al 15,89% en 2020, lo que generarían una utilidad operativa creciente respecto a sus ventas desde el año 2017, representando el 8,79% en 2017 y 13,61% en el año 2020.

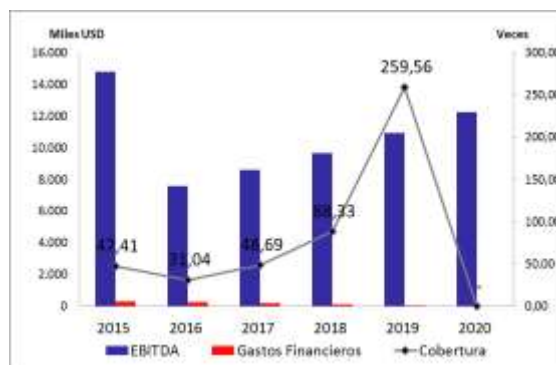
Posteriormente, dentro del modelo financiero de la proyección, se observa el rubro correspondiente a gastos financieros que son derivados de las obligaciones con costo que la compañía mantiene y estima contraer que muestran una tendencia decreciente.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva por parte del EBITDA frente a los

⁵ (Total Activos Deducidos – Obligaciones emitidas) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas).

gastos financieros que pasaría de 47,41 veces en el año 2015 a 259,56 veces en el año 2019, demostrando que el emisor gozaría en estos periodos de una capacidad de pago suficiente y aceptable para los gastos señalados, en vista de que sus fondos propios superan a los gastos financieros que registraría.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Comparativo de Resultados Reales vs. Proyectados:

Comparando el estado de resultados proyectados a diciembre 2018 frente al real obtenido a octubre de 2018, se espera un cumplimiento del 83,33%, no obstante, las ventas netas sobre pasaron este cumplimiento con el 110,06% mientras que sus costos de ventas registraron un cumplimiento del 110,90%. Por otro lado los gastos operacionales se ubicaron por encima del proyectado, arrojando un cumplimiento de 131,28% sobre lo proyectado, determinando en la Utilidad Operacional con un cumplimiento del 70,72%.

Los gastos financieros reales por su parte registraron un cumplimiento superior frente a lo proyectado a octubre de 2018; finalmente, luego de incorporar y deducir otros ingresos, otros gastos, la utilidad antes de impuestos y participación a trabajadores registró un cumplimiento de 154,44%, gracias al registro de otros ingresos no operativos, que no fueron estimados.

Por otra parte al realizar un análisis en relación al presupuesto, se puede apreciar un sobre cumplimiento en los rubros analizados, tal como se muestra en el cuadro a continuación:

CUADRO 8: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO y PRESUPUESTO VS REAL (Miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS	PRESUPUESTO 2018	PROYECTADO 2018	REAL oct-2018	CUMPLIMIENTO REAL VRS PRESUPUESTO	CUMPLIMIENTO REAL VRS PROYECTADO
Ventas	51.309,52	45.492,00	50.067,40	97,58%	110,06%
Costo de ventas	37.180,03	33.278,00	36.905,49	99,26%	110,90%
MARGEN BRUTO	14.129,48	12.214,00	13.161,91	93,15%	107,76%
Total Gastos Operacionales	10.650,99	7.470,00	9.806,72	92,07%	131,28%
UTILIDAD OPERACIONAL	3.478,49	4.744,00	3.355,18	96,46%	70,72%
Gastos Financieros	898,00	109,69	789,86	87,96%	720,09%
Otros ingresos no operacionales	1.822,28	-	2.492,70	136,79%	0,00%
Otros egresos no operacionales	894,50	1.359,31	-	0,00%	0,00%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	3.508,27	3.275,00	5.058,03	144,17%	154,44%

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Al cierre de octubre de 2018 el flujo de efectivo fue positivo en 1,21 millones, destacando, que a la fecha de corte del presente informe la Compañía ha cumplido oportunamente con el pago de los inversionistas.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de efectivo y de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiera, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de

las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con sus obligaciones con costo, así como con los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía **Sector Real**

De acuerdo con la actualización de las estimaciones de corto plazo realizadas por la ONU, se elevó a 3,2% el crecimiento mundial de la economía para 2018 y 2019, lo cual se sustentaría en la aceleración salarial, mejores condiciones de inversión y el efecto a corto plazo de un paquete de estímulo fiscal en los Estados Unidos. Sin embargo, en paralelo con la mejora del crecimiento mundial persiste un aumento en los riesgos para las perspectivas económicas, incluido un aumento en la probabilidad de conflicto comercial entre las principales economías, mayor incertidumbre sobre el ritmo de ajuste de la política monetaria, altos y crecientes niveles de deuda y mayores tensiones geopolíticas⁶.

Todavía persiste inestabilidad en grandes economías de Latinoamérica, como la constricción de las condiciones financieras y el ajuste necesario de las políticas en Argentina; los efectos de las huelgas y la incertidumbre política en Brasil; y las tensiones comerciales y la prolongada incertidumbre que rodea la renegociación del TLCAN y el programa de políticas del nuevo gobierno en México. Las publicaciones recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM), Organización de las Naciones Unidas (ONU) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), indican que en 2018 las perspectivas de crecimiento económico para América Latina y el Caribe son positivas (salvo en el caso de Venezuela y Argentina), aunque podrían verse comprometidas por algunos riesgos a la baja. Para el FMI, el crecimiento regional fue de 1,3% en 2017, y estima un ligero aumento de 1,2% en 2018 y 2,2% en 2019⁷.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un crecimiento económico moderado para el año 2018. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), la economía crecería un 1,1% en 2018, cifra menor a la previsión inicial, debido a problemas de déficit fiscal, que se reflejan en una reducción del gasto corriente y de la inversión pública⁸. Por su parte, los pronósticos de crecimiento del Banco Mundial se reducen a 1,5% en 2018 y 1,6% en 2019⁹. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento del 1,0% en 2018 y 0,9% en 2019¹⁰. De igual forma, el Fondo Monetario Internacional (FMI), rebajó las estimaciones de crecimiento del país a 1,1% en 2018 y 0,7% en 2019¹¹. El centro de investigación Corporación de Estudios para el Desarrollo (Cordes), advierte que ese crecimiento no implica una verdadera recuperación de la economía porque se basa, principalmente, en un gasto público (financiado con nueva deuda) y no en una mayor inversión¹².

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a diciembre de 2018 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

⁶ https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP_2018_Mid-year_Update.pdf

⁷ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

⁸ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/sector-real> y <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/10/23/nota/7013945/economia-ecuador-creceria-11-2018-ajuste-fiscal-segun-banco-central>.

⁹ <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/30478/211373SP.pdf>

¹⁰ <https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019>

¹¹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

¹² <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/1/la-economia-de-ecuador-creceria-el-2-en-2018>

CUADRO 9: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (millones USD 2007) II trimestre 2018	17.848,71	Crecimiento anual PIB (t/t-4) II trimestre 2018	0,92%
Deuda Externa Pública como % PIB (octubre - 2018)	32,15%	Inflación mensual (noviembre- 2018)	-0,25%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - oct 2018	-263,53	Inflación anual (noviembre - 2018)	0,35%
RI (millones USD al 07 de diciembre - 2018)	2.562,57	Inflación acumulada (noviembre - 2018)	0,17%
Riesgo país (16 - diciembre - 2018)	735,00	Remesas (millones USD) II trimestre 2018	767,31
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 16 - dic - 2018)	51,20	Tasa de Desempleo Urbano (III trimestre 2018)	5,20%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg-INEC / Elaboración: Class International Rating

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 1,3%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones¹³. Al segundo trimestre de 2018, el PIB real alcanzó USD 17.848,71 millones y reflejó una variación anual de 0,9% y un crecimiento trimestral de 0,4%, donde el gasto de consumo de los hogares fue la variable que tuvo la mayor incidencia¹⁴.

Durante enero a octubre 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 18.498,26 millones, siendo superior en 19,018 en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 15.534,40 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (39,9%), bienes de consumo (17,8%), bienes de capital (15%), materias primas (12,7%) y productos diversos (46,6%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, Perú y otros.

Por su parte, las **exportaciones** totales entre enero y octubre de 2018 alcanzaron USD 18.234,73 millones, siendo superiores en 16,01% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 15.718,82 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -4,2%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 35,8%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 43,3 durante enero-octubre 2017 a USD 61,3 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-octubre de 2018 crecieron en 5,08% frente al mismo periodo del 2017, alcanzando USD 10.638,07 millones.

Se debe indicar que el sector comercial exportador se ha beneficiado gracias al proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, pactado el 13 de febrero de 2018 por la Cámara de Representantes de Estados Unidos¹⁵. Otro de los factores que benefició este sector fue el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

Por otro lado, desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. No obstante, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo¹⁶. A través de la ronda petrolera "Intracampes", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país¹⁷. La OPEP y sus aliados, anunciaron el 6 de diciembre 2018 una reducción conjunta de su producción petrolífera de 1,2 millones de barriles diarios al primer semestre de 2019, para evitar un exceso de oferta y frenar así la caída de los precios que se evidencia desde octubre 2018. Ecuador deberá reducir 2,5% de una producción de 524.000 barriles diarios. Actualmente, Ecuador tiene una producción de 515.000 barriles diarios¹⁸.

¹³ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

¹⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

¹⁵ <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

¹⁶ <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

¹⁷ <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

¹⁸ <http://noticiasbvg.com/la-cotizacion-del-petroleo-cae-pese-al-recorte-de-la-opep/>

El precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2018, pues en enero se registró un promedio de USD 63,70 por barril, ascendió a USD 70,75 a octubre, y cae a USD 51,89 al 16 de diciembre. La proforma presupuestaria 2019, estima un valor de USD 50,05 para las exportaciones de petróleo.

GRÁFICO 2: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO (WTI)



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA)¹⁹ / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias hasta noviembre de 2018 sumó USD 13.135,65 millones, siendo un 8,07% superior a lo registrado entre enero-noviembre 2017 (USD 12.155,22 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de importaciones y de operaciones internas) con USD 6.119,89 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 4.273,66 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.089,54 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de importaciones y de operaciones internas) con USD 912,19 millones²⁰.

La **inflación** anual en noviembre de 2018 fue de 0,35%, luego de registrarse doce meses consecutivos de inflación anual negativa hasta agosto 2018. Por otro lado, la inflación mensual se ubicó en -0,25%, lo que se debe, principalmente a la disminución en los precios de los segmentos de recreación y cultura; prendas de vestir y calzado; y, alimentos y bebidas no alcohólicas.

En referencia al **salario nominal promedio**, a noviembre de 2018, se mantuvo en USD 450,26²¹; mientras que el **salario unificado nominal** fue fijado en USD 386,00; reflejando un incremento frente a los rubros del año 2017 (USD 437,44 y USD 375,00 respectivamente). En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se ubicó en 107,19 para este mes²². En cuanto al costo de la canasta básica familiar a noviembre de 2018, ésta se ubicó en USD 714,67²³, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 720,53 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 100,82% del costo de la canasta

En relación a los indicadores laborales a septiembre de 2018, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar, de ésta el 68,1% se encuentra económicamente activa (8,27 millones de personas); para el mismo periodo se aprecia que el **empleo bruto nacional** se ubicó en 65,4% (66,0% a septiembre 2017); la tasa de **desempleo** nacional alcanzó 4,0% (4,1% a septiembre 2017); y el **empleo adecuado**, fue de 39,6%, inferior en 0,8% al registrado en septiembre 2017 (40,4)%²⁴. De manera técnica, las variaciones en las cifras laborales no son estadísticamente significativas, es decir, que los indicadores se mantienen estables en relación a agosto 2017²⁵. Para la institución Cordes, son importantes las señales económicas que envíe el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral²⁶.

¹⁹ https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm

²⁰ <http://www.sri.gov.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

²¹ <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201811.pdf>

²² Es el valor del salario nominal promedio dividido para el índice de precios al consumidor del mes de referencia. Está expresado como índice cuya base es 2014=100.

²³ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Noviembre-2018/Boletin_tecnico_11-2018-IPC.pdf

²⁴ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Septiembre-2018/092018_Mercado%20Laboral.pdf

²⁵ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/10/16/nota/7002953/ecuador-cifras-empleo-desempleo-empleo-adecuado-se-mantienen>

²⁶ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 24,5% a junio de 2018; el resultado anterior presentó un incremento de 1,4% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 9,0% a junio de 2018, reflejando un incremento de 0,6% en relación a junio de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (14,1%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (4,6%), mientras que Cuenca presenta la menor tasa de pobreza (2,8%) y menor pobreza extrema (0,2%). La pobreza difiere en las zonas rurales, donde este indicador triplica al obtenido en las ciudades²⁷. Según el INEC, la pobreza en el área rural alcanzó el 43,0% en junio del 2018. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en el mes de junio de 2018 se ubicaron en USD 84,72 y USD 47,74 mensuales por persona respectivamente²⁸.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial mensual fue de 5,43% para diciembre de 2018, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 8,69%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,26%²⁹.

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el tercer trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron más restrictivos en el otorgamiento de los créditos productivo y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue negativo. En cambio, los créditos de consumo fueron menos restrictivos y para vivienda el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas fueron menos restrictivas en microcrédito y más restrictivas en consumo y vivienda³⁰.

El flujo de **remesas** que ingresó al país el II trimestre de 2018 totalizó USD 767,31 millones, cifra superior en 7,31% con respecto al I trimestre de este año y mayor en 9,79% en relación al II trimestre del 2017. El incremento se atribuye de manera especial al crecimiento y dinamismo de la economía estadounidense y por la acentuación de su política migratoria, que presionó a los migrantes a remitir más recursos. Al II trimestre de 2018, el 90,74% del total de remesas recibidas provinieron de Estados Unidos (USD 438,24 millones), España (USD 196,90 millones), Italia (USD 39,08 millones) y México (USD 22,04 millones). Guayas, Azuay y Pichincha concentraron el 64,90% del total de remesas (USD 497,96 millones)³¹.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2018 fueron de USD 205,01 millones; monto superior en 8,58% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 188,81 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras, transporte, almacenamiento y comunicaciones, industria manufacturera y servicios prestados a empresas. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de México, España, Canadá, Chile, China, Uruguay, Estados Unidos, Francia, y otros³².

Al mes de octubre de 2018, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 35.192,7 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 12,78% superior con respecto a octubre de 2017 (USD 31.205,7 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta octubre 2018 fue de USD 8.152,9 millones, que equivale al 7,45% del PIB³³, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de octubre de 2018, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 44,8% del PIB³⁴, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 48.000 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB³⁵.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 y disminuyeron a USD 2.451 millones en 2017. Los principales ingresos

²⁷ <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuatorianos-cifras-pobreza-inec-2018.html>

²⁸ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Junio-2018/Informe_pobreza_y_desigualdad-junio_2018.pdf

²⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

³⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-III-2018.pdf>

³¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201802.pdf>

³² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indexe.htm>

³³ La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 109.453,3 millones, según última previsión de cifras del BCE.

³⁴ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2018/11/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%ABlica-Octubre-2018.pdf>

³⁵ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y exportaciones privadas, entre otros. Al 07 de diciembre de 2018 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 2.562,57 millones.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo³⁶. Por su parte, la calificación otorgada por Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana bajó de B3 estable a B3 negativo, cuando Ecuador consiguió en diciembre de 2018 deuda por USD 900 millones de China, lo cual indica un deterioro en la percepción del mercado acerca de la capacidad de pago del país³⁷.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas en la Ley de Fomento Productivo, es el de incentivos tributarios; entre ellos, la exoneración por 15 años del impuesto a la renta a las nuevas inversiones en industrias básicas³⁸. El déficit del presupuesto del Estado entre enero y septiembre de 2018 se redujo en USD 1.664 millones, es decir un 57% en relación al mismo periodo del 2017, lo cual significa que las necesidades de financiamiento del presupuesto general del Estado se reducen. De acuerdo con las cifras del Ministerio de Finanzas, se estima alcanzar un déficit global del 4,1% del PIB y un déficit primario del 1,2% para finales del 2018³⁹. Además, entre las medidas del Plan de Prosperidad 2018-2021, se cuentan la reducción del subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial⁴⁰, al mismo tiempo que se anunció una reducción de subsidios a los combustibles de gasolina Extra y Ecopaís⁴¹.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

Con fecha 07 de diciembre de 1969, mediante Escritura Pública otorgada ante el notario Carlos Quiñonez Velásquez del Cantón Guayaquil, fue constituida la compañía, bajo la denominación ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A, e inscrita en el Registro Mercantil el 29 de enero de 1970. El plazo de duración de la compañía es de cincuenta (50) años desde la fecha de inscripción de la escritura de constitución, es decir hasta el 29 de enero de 2020.

ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A. tiene como objeto ejercer en la forma más amplia toda clase de actividades turísticas permitidas por las leyes pudiendo a tal efecto; promover el turismo nacional e internacional; instalar y administrar sitios de atracción, adquirirlos en propiedad, tomarlos y darlos en arrendamiento. Especialmente promoverá cruceros a y en la Provincia de Galápagos, así como en otras zonas de País, y viajes en general dentro o fuera del territorio nacional.

La Empresa forma parte integrante del Grupo Futuro S.A GRUFUSA que tiene como su marca comercial más representativa en el sector turístico a Metropolitan Touring (Principal corporación de viajes del Ecuador). Los altos estándares de calidad y la amplia experiencia con la que opera el holding al que pertenece, le ha permitido a su marca obtener reconocimiento y prestigio internacional, habiendo sido acreedora de múltiples galardones y premio por su desempeño y gestión. Durante los años 2016 y 2017 operó los buques Santa Cruz e Isabela II.

EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A (ETICA), mantiene varas certificaciones que acreditan su calidad, seguridad y manejo prudente del impacto ambiental, tales como ABS (Nave Registrada, Royal Institution of Naval Architects), SOLAS (Safety of Life at Sea), ISM (Código Marítimo Internacional de seguridad, esta certificación se recibe por manejo de seguridad, prevención de fuego y organización labora), entre otras.

³⁶ https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505

³⁷ <http://noticiasbvg.com/credito-de-china-por-900-millones/>

³⁸ <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

³⁹ <https://www.elcomercio.com/actualidad/deficit-fiscal-baja-enero-septiembre.html>

⁴⁰ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

⁴¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/12/18/nota/7104063/asambleista-advierte-que-gobierno-actualiza-precios-combustibles>

La compañía realiza sus ventas a través de 4 canales:

- ✓ Charteadores
- ✓ Mayoristas – Tour Operadores
- ✓ Minoristas – Agencias de Viajes
- ✓ Ventas Directas

Las principales líneas de negocio son:

- ✓ Barcos 50%
- ✓ Land 41%
- ✓ Servicios Logísticos 8%
- ✓ Bar y Bazar 2%

Es importante también señalar que la clave del éxito descrito por EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A (ETICA), al ser una empresa de servicios, tiene una gran diversidad de proveedores como: hoteles, restaurantes, guías, transportistas, transfer entre otros, por lo que no depende de un solo proveedor principal.

La empresa mantiene una ocupación promedio entre el 84% y 85%, gracias a la realización de preventa; adicionalmente su capacidad instalada se encuentra en 90 cupos para Santa Cruz, 48 Pinta y 45 Isabela, que son cupos establecidos por el Municipio del Parque Nacional Galápagos.

Análisis del Grupo

ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., pertenece a Grupo Futuro GRUFUSA que está constituida en el Ecuador y su objeto social es la compra y tenencia de acciones y/o participaciones de otras compañías, con la finalidad de vincularlas y ejercer su control a través de vínculo de propiedad accionaria, gestión, administración y conformar un grupo empresarial.

En la actualidad Grupo Futuro S.A. GRUFUSA no tiene empleados y mantiene participación accionaria en las siguientes subsidiarias o asociadas: Seguros Equinoccial S.A., Esquivida Compañía de Seguros y Reaseguros S.A., Inmobiliaria Invernal II S.A., Medisystem Holding S.A., Hotel mashpi S.A., Hotel Casagangotena S.A. Tecniseguros S.A., Estrategacorp S.A. y como asociada ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A.

Propiedad Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de octubre de 2018, EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A (ETICA), registró la suma de USD 14.594.081 como capital suscrito. A continuación se evidencia un detalle de la distribución accionarial de la compañía según el capital pagado:

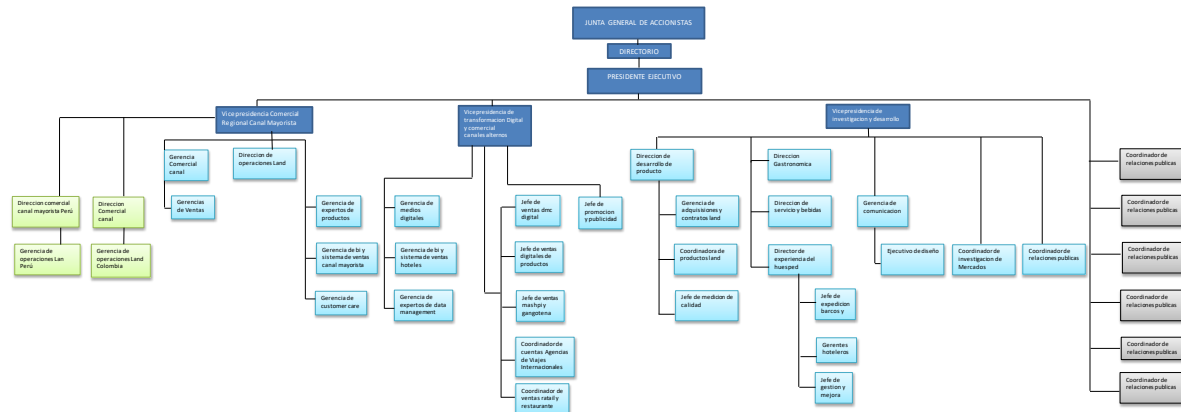
CUADRO 10: ACCIONISTAS

Nombre	Capital (USD)	Participación %
GRUPO FUTURO GRUFUSA S.A.	5.564.408,00	38,13%
SEVILLA LARREA ROQUE SIMON	3.819.503,00	26,17%
ROMERO CEVALLOS LUIS JOAQUIN	1.601.426,00	10,97%
TERNEUS ERAZO HECTOR FERNANDO	1.095.576,00	7,51%
NAVARRO STEVENSON PABLO FERNANDO	818.872,00	5,61%
OTROS	1.694.296,00	11,61%
Total	14.594.081,00	100%

Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A. / Elaboración: Class International Rating

El gobierno de la compañía lo ejerce la Junta general y la administración de la misma corresponde al Directorio, de acuerdo a las facultades y atribuciones asignadas a cada uno de ellos, las cuales están señaladas en los Estatutos de la empresa. A continuación se aprecia el organigrama de ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A.:

GRÁFICO 3: ORGANIGRAMA



Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A.

La Plana Gerencial de la compañía se encuentra conformada por profesionales de alto nivel y amplia experiencia en cada una de las actividades desarrolladas, lo que les permite promover una adecuada gestión y estimular de forma positiva el crecimiento del negocio.

CUADRO 11 y 12: PRINCIPALES DIRECTORES Y PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
Director Principal	Martha Tufiño
Director Principal	Fernando Navarro
Director Principal	Joaquín Zevallos
Director Principal	Pilar Pérez
Director Principal	Daniel Hidalgo
Director Suplente	Juan Ribadeneira
Director Suplente	Luz Elena Coloma
Director Suplente	Juan Carlos Holguín
Director Suplente	Silvia Pesantes
Director Suplente	Juana Ordoñez

Cargo	Nombre
Presidente Ejecutiva	Burbano De Lara Moncayo Maria Paulina
Vicepresidente De Marketing Y Desarrollo	Alzamora Guerrero Maria Cecilia
Vicepresidente Comercial TR	Navarro Lecaro Francisco Javier
Vicepresidente Transformación e Innovación Digital	Peñañiel Schweitzer Adrián Fernando
Director De Recursos Humanos	Arias Aguirre Dalia Karina
Director De Operaciones Land Y Reservas	Benitez Torres Nicolas
Director De Logística Y Abastecimiento	Bernal Ordoñez Dorys Katherine
Director De Operaciones Marítimas	Brito Arevalo Jose Teodoro
Director De Finanzas Y Contabilidad	López Hidalgo Mónica Del Pilar
Director De Bebidas	Lujan Bernaola Jossimar Alberto
Director Gastronómico	Rivera Real Byron Alexander
Director Comercial Nuevos Canales	Wollschlaeger Freia Tamara

Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A.

Gobierno Corporativo

Al 30 de octubre de 2018, es importante señalar que la compañía mantiene lineamientos para un Buen Gobierno Corporativo, existen normas de cumplimiento normativo para directivos, empleados y terceros descritas en su código de ética.

Una vez al mes existe una reunión del comité directivo conformado por los principales ejecutivos de la empresa, en donde se tratan temas de importancia a nivel financiero, administrativo y operativo que se han presentado dentro del mes y se toman decisiones en conjunto considerando la estrategia en general de la empresa y las políticas corporativas. Adicionalmente este comité se reúne una vez al año para elaborar la planificación estratégica de la empresa en donde se definen lineamientos específicos para la obtención de los objetivos del año.

El directorio es conformado por ejecutivos internos y externos que se reúnen en forma bimensual para analizar la situación comercial y financiera de la compañía, así como hechos de relevancia.

La Presidenta Ejecutiva es la encargada de mantener un diálogo permanente con los accionistas para fomentar su participación activa en las decisiones de la empresa.

Como política corporativa la reunión con los accionistas se la celebra una vez al año, con el fin de informarles sobre la situación de la compañía.

Colaboradores

Al 31 de octubre de 2018, la compañía contó con 438 empleados de los cuales el 93,84% tienen contrato fijo, el 3,88% eventual y el 2,28% son pasantes. Adicionalmente, es importante señalar que la compañía no posee sindicatos ni comités de empresa que obstruyan el normal desarrollo de sus actividades, todo lo contrario, la compañía mantiene una relación positiva con sus empleados.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Empresas Vinculadas o Relacionadas

CUADRO 13: VINCULADAS

Empresa	Relación
Hotel Casa Gangotena	COMERCIAL
Hotel Mashpi Lodge	COMERCIAL
MT Colombia	COMERCIAL
MT Peru	COMERCIAL
Wayabero	COMERCIAL
Indefatigable	COMERCIAL
Interlago	COMERCIAL

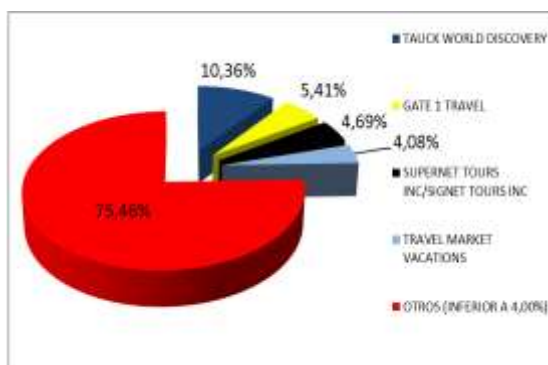
Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A.

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A. mantiene una amplia gama de clientes, sin embargo, el cliente con mayor representación dentro de sus ingresos es TAUCK WORLD DISCOVERY, que al 31 de octubre de 2018, representó el 10,36% de las ventas de la compañía, seguido por GATE 1 TRAVEL con el 5,41%, SUPERNET TOURS INC con el 4,69% y TRAVEL MARKET VACATIONS con el 4,08%; la diferencia, 75,46%, corresponde a clientes con una participación individual inferior al 4,00%. En efecto se puede observar que no existe una concentración importante de sus clientes, lo cual implica que la compañía no tiene una alta dependencia en un solo cliente.

GRÁFICO 4: PRINCIPALES CLIENTES (OCTUBRE - 2018)



Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A.

Al 31 de octubre de 2018, se determinó que el total de cuentas por cobrar estuvo compuesto por el 85,41% de cartera por vencer y el 14,59% de cartera vencida, dentro de la cartera vencida existe mayor concentración en el rango comprendido entre 91 y 120 días, lo que evidencia que la compañía mantiene un porcentaje considerable de cartera deteriorada, por lo que debería fortalecer su gestión de cobranza con la finalidad de evitar un posible de riesgo de incobrabilidad.

Proveedores

Al referirnos a los proveedores de ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., se debe indicar que la compañía tiene una variedad de proveedores nacionales, lo cual evita la concentración y dependencia de un solo proveedor. Al 31 de octubre del 2018, los proveedores con mayor participación sobre los costos fue Hoteles con el 16,00%, seguido por su relacionada con el 11,87%, víveres y bebidas con el 9,28%, y Aerolíneas que alcanzó el 9,11%, distribuidos en una gran diversidad de proveedores.

Estrategias y Políticas de la Empresa

Políticas de Precios

Se basa en publicar una tarifa referencial de venta RRP (Retail Reference Price). Sobre esta tarifa, dependiendo de la cantidad de días que exista entre la venta y la operación del tour y, dependiendo del canal se aplican distintos descuentos.

Desde un “early bird” que puede estar entre un 15-25% hasta un last minute que puede esta llegar al 50%. Esta administración de precios está basada en un sistema estadístico de “yield” y “price management”.

Para realizar una reserva se necesita un 15% del valor del paquete turístico. El saldo se lo cobra 60 días antes de la fecha de operación. En fechas picos, se pide un 25% de depósito para la reserva y el saldo se lo debe pagar 120 días antes de la fecha de operación.

Política de Financiamiento

ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., durante los últimos 4 años, ha financiado sus actividades principalmente con Instituciones financieras; adicionalmente en el año 2010, la compañía incursiona en el Mercado de Valores con la finalidad de diversificar y mejorar las condiciones de sus fuentes de financiamiento e incrementar su capital de trabajo.

Política de Inversiones

Al referirnos a la política de inversión de la compañía, se debe mencionar que los principales ejecutivos de ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., han destinado los recursos obtenidos tanto del sector financiero como del mercado de valores al mejoramiento y mantenimiento de los diques Santa Cruz e Isabela, invirtiendo en propiedad planta y equipo.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa, Normas de Calidad y Certificaciones

Es una empresa legalmente constituida en el Ecuador, por lo que está sujeta a las regulaciones tradicionales del país, las mismas que están definidas por diferentes entes gubernamentales los cuales vigilan el cumplimiento de normas y procesos en sus distintas operaciones. Los organismos públicos que norman a la compañía son: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Ministerio del Ambiente, Ministerio de Trabajo, Ministerio de Transporte y Obras Públicas, Servicio de Rentas Internas, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, Normas Municipales, Defensoría del Pueblo, Ministerio de Salud, Entre otros.

Adicionalmente, la compañía en la actualidad está sujeta a las normas de calidad ISM, que es el Código Marítimo Internacional de seguridad y la ventaja de asumir el soporte y vigilancia de una sociedad clasificadora

de renombre como es el ABS, lo que garantiza que todos los productos que utiliza en las áreas de hotel, están normados para uso marino, retardantes al fuego, no tóxicos, etc. Lo que incide directamente en la seguridad del huésped.

Responsabilidad Social y Ambiental

En lo que se refiere a responsabilidad ambiental, la compañía tiene implantado un plan de manejo ambiental en todos sus procesos con el objetivo de reducir impactos ambientales.

La compañía durante el año 2018 continúa con su programa de cruceros educativos, la Fundación Galápagos Ecuador mantiene el compromiso de ofrecer una oportunidad para conocer el entorno natural y sus frágiles ecosistemas de las Islas Galápagos para la comunidad de Galápagos principalmente enfocados en la comunidad educativa.

Metropolitan Touring tiene muy en alto los valores culturales y naturales de los destinos donde opera. Proyectos emblemáticos y generadores de cambio positivo, incluyeron iniciativas por más de 15 años en los campos de impacto ambiental del ser humano en las Islas Galápagos. La creación de la Fundación Galápagos-Ecuador permitió incursionar en proyectos innovadores como reciclaje de residuos sólidos, limpieza costera junto a pescadores locales y voluntarios, campañas locales de educación, transporte de aceites quemados y residuos y el programa de estudiantes a bordo de sus barcos de expedición.

La creación de la Reserva Mashpi y el icónico Mashpi Lodge, marcaron un nuevo rumbo en protección y conservación de recursos naturales altamente vulnerables.

El proyecto MT-Carbono Neutro inicia en Agosto 2017 es un proyecto emblemático que MT impulsa para lograr su neutralidad en sus emisiones de carbono, busca que no únicamente el operador tome responsabilidad de sus emisiones, sino también el explorador (viajero huésped) tome conciencia de sus emisiones.

En el proyecto existe una empresa encargada del proceso de inventariar emisiones (para calcular la huella ambiental). Esta empresa es Sambito S.A., y a su vez esta empresa los pone al frente de la empresa certificadora (TÜVRheinland) quien emite el certificado de Carbono Neutralidad en base a la norma ISO 14064-3. Esta certificación se va a obtener para Noviembre 2018. A futuro, las auditorías anuales permitirán revisar los procedimientos internos y alinear la performance de productos & empresa a la norma ISO 14064-1.

Eventos Importantes

El informe de auditoría externa al 31 de diciembre 2017, de la firma PWC presentó una opinión calificada, el fundamento de la opinión es la siguiente: El Servicio de Rentas Internas emitió la resolución N° 112012017RCBR016746, en la cual se establece un cronograma de pagos por un total de USD 6,64 millones relacionado a un proceso en contra de la Compañía por devolución indebida de Impuesto al Valor Agregado. Al 31 de diciembre 2017 se realizaron pagos por USD 1,65 millones, con contrapartida a una cuenta por cobrar "pago indebido". Por la diferencia de USD 4,99 millones, la compañía no ha constituido las provisiones requeridas. En consecuencia, los activos y los resultados integrales se encuentran sobreestimados; mientras que los pasivos se encuentran subestimados. No obstante, la compañía indicó que en agosto de 2018, esto ya se había cancelado en su totalidad.

Riesgo Legal

Al 31 de octubre de 2018, la Administración señala que La compañía ETICA EMPRESA TURISTICA INTERNACIONAL C.A. fue notificada con la Resolución No. 112012017RREC012312, emitida por el Director Zonal 5 del Servicio de Rentas Internas, en la cual se resolvió NEGAR el reclamo administrativo de impugnación a la Liquidación de Pagos por Diferencias en la Declaración de Impuesto a la Renta No. 20201606501242534 correspondiente al ejercicio fiscal 2013 que tiene referencia a la provisión para atender jubilación patronal. La

misma establece un saldo a pagar de USD 61.936,63, más intereses y recargo. Actualmente el Recurso de Casación propuesto se encuentra admitido pendiente de notificación de fecha para la realización de la Audiencia de Casación en la cual se dictará la sentencia.

Liquidez de los títulos

Con fecha 30 de marzo de 2010, PROBROKERS S.A. CASA DE VALORES inició la colocación de los valores, observando que hasta el 9 de abril de 2010 logró colocar USD 9,00 millones, que representó el 100,00% del monto aprobado.

ETICA EMPRESA TURISTICA INTERNACIONAL C.A., no registra emisiones anteriores, por lo que la presente Titularización fue su primera incursión en el Mercado de Valores.

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes.

Según lo que informan las Bolsas de Valores, no han existido negociaciones en el mercado primario y secundario durante el periodo mayo 2018 a octubre 2018 para los valores de la Emisión de Obligaciones sujeto de calificación en el presente informe; por lo que no se puede calcular dicho indicador al corte mencionado.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Situación del Sector

De acuerdo con el informe de la Organización Mundial de Turismo (OMT), desde las últimas décadas, el turismo ha evidenciado una continua expansión y diversificación, representando uno de los sectores económicos de mayor crecimiento del mundo. Para finales del año 2017, el sector turístico se constituyó como el tercer de mayor importancia dentro de las exportaciones no petroleras, dado que alcanzó los USD 1663 millones⁴², lo cual denota su importancia dentro de la economía ecuatoriana.

El turismo se constituye un potencial económico que generó mil 487 millones de dólares, gracias a un millón 557 mil turistas que llegaron al Ecuador y que posibilitó la creación de 345 mil empleos, de los cuales el 67% de la fuerza laboral son mujeres. El gobierno busca que para 2018 el turismo sobrepase a estos dos productos primarios. Hasta el momento, el turismo representa el 5% del PIB ecuatoriano y uno de cada veinte empleos.

La región insular representa un gran aporte al país en términos turísticos, económicos y científicos. Las islas Galápagos son una fuente de biodiversidad importante en Ecuador. En el archipiélago se registran 296 hoteles, 160 establecimientos de alimentos/bebidas, 184 agencias de viaje, y 69 cruceros navegables, según el Observatorio de Turismo de Galápagos.

El Observatorio de Turismo de Galápagos informó que el número de turistas en las islas Galápagos en el 2017 creció en un 10,73% en la cantidad de llegadas de turistas a las Islas Galápagos. De un total de 241.800 de

⁴² <https://www.turismo.gob.ec/balanza-turistica-con-saldo-positivo-en-2017/>

arribos turísticos a Galápagos, 167.051 fueron extranjeros y 74.749 nacionales, donde los principales países de origen extranjero fueron: Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Canadá, España entre otros.⁴³

El mercado turístico de las Islas Galápagos está regulado por una patente de operación turística en el Parque Nacional Galápagos, esta patente es otorgada por el Ministerio de Ambiente, que ha mantenido los cupos disponibles durante los últimos 30 años. Cada cupo representa un visitante al PNG, es decir, no puede haber más visitantes del cupo permitido en cualquier momento dentro del parque nacional. En términos generales, el mercado turístico en las Galápagos muestra un entorno económico de oferta limitada y alta demanda, principalmente para embarcaciones de alto nivel. En busca de obtener el menor impacto ambiental, PNG ha determinado que por cada 16 pasajeros a bordo, debe haber un guía naturalista autorizado.

El hecho de que existan cupos limitados de turistas en cruceros navegables, hace que sea un mercado de vendedores donde la demanda ha sido constantemente superior a la oferta. Lo mencionado es uno de los principales motivos del porque las Islas Galápagos es un destino internacional con precios elevados, donde el 95% de los turistas a bordo de cruceros navegables son de procedencia extranjera. La industria de cruceros navegables es un servicio de exportación, por lo tanto, no es susceptible al clima económico del Ecuador.

Dentro de las barreras de entrada, tal como se ha mencionado en reiteradas oportunidades, para poder operar en el PNG, se necesita de cupos de operación turística navegable, los mismos que únicamente son otorgados por el Ministerio del Ambiente. El ministerio no emitirá más cupos de esta modalidad, mismo hecho que provoca que la barrera de entrada para este mercado sea sumamente costosa. Los cupos pueden ser adquiridos si es que se encuentra algún interesado en venderlos. Por lo general, estas ventas se dan en situaciones por percances poco habituales, por el hundimiento de su embarcación y decide retirarse del mercado. En estos casos poco usuales, el precio de venta por cupo, es aproximadamente de USD 150 mil. Esta cifra no incluye los costos de aprendizaje de la problemática y logística que conlleva operar un yate de pasajeros a 1.000km de distancia del continente.

Las barreras de salida son bajas, dado que el clima económico de las Islas Galápagos es muy atractivo para cualquier inversionista, sea privado o participante de la industria.

Expectativas

Para septiembre 2018 Ecuador fue nominado en 38 categorías de los World Travel Awards (WTA) y obtuvo 25 galardones, lo que genera grandes expectativas para el año 2019, pues se convierte en uno de los destinos turísticos más llamativos para el turismo internacional.

El Ministerio de Turismo a finales de año 2017 lanzó la “Gran Feria Turística del Ecuador” bajo el slogan “Ecuador, tu lugar en el Mundo”, una de las metas más ambiciosas para el acontecer turístico nacional, concebida para motivar a los ecuatorianos a re enamorarse de las bellezas turísticas que tiene el país. Se trata de un proyecto de promoción enfocado al turismo interno, que cuenta con el respaldo tanto de instituciones públicas como de la industria turística del país (sector hotelero, líneas aéreas, transporte turístico, entre otros), que busca generar una reacción inmediata y a corto plazo de los 16 millones de ecuatorianos, para que viajen los 365 días del año. Se realizó la etapa de lanzamiento y promoción, la etapa de la venta de los programas turísticos en el primer semestre del 2018 esperando obtener los réditos deseados.⁴⁴

En el año 2019 Ecuador será la sede de la próxima edición de la Conferencia Anual sobre la inversión Hotelera y Turística de América Latina (SAHIC) que promueve proyectos comerciales y de bienes raíces en la región. Allí pondrán concretar negocios en el sector turístico, con ejecutivos top de los principales grupos hoteleros e inmobiliarios internacionales, operadores, desarrolladores, profesionales especializados, asesores financieros, agentes inmobiliarios, abogados, diseñadores, arquitectos, consultores, será sede de este importantísimo evento al cual asistirán 400 inversionistas de 20 países.

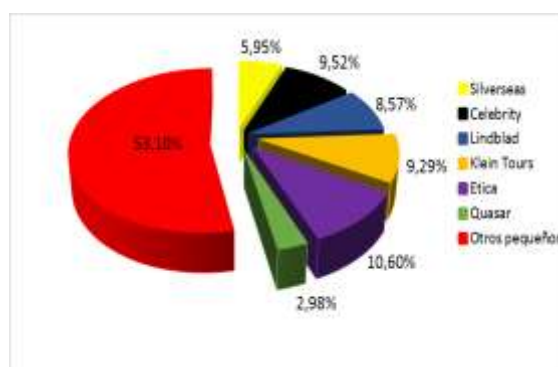
⁴³ <https://www.turismo.gob.ec/el-71-de-arribos-a-galapagos-son-de-extranjeros/>

⁴⁴ <http://www.entornoturistico.com/proyeccion-del-turismo-para-ecuador-en-el-2018/>

Posición Competitiva de la Empresa

Los altos estándares de calidad y la amplia experiencia con la que opera el holding al que pertenece, le ha permitido, posicionarse como líder del mercado con una participación del 11%. Entre sus principales competidores se encuentran: Celebrity, Lindblad, Klein Tours, mientras que otros operadores pequeños representaron el 53,10% del mercado.

GRÁFICO 5 POSICIÓN COMPETITIVA



Fuente/Elaboración: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A.

Al realizar un Marketshare por barco, se puede visualizar que la empresa mantiene la quinta embarcación con más plazas siendo las más grandes: Silver Galapagos, Legend, Xpedition, endeavour y Santa Cruz⁴⁵.

Las principales empresas que desarrollan el turismo en la isla son Ecoventura, de la cual forma parte Panakruz S.A., ETICA C.A., Canadros, Klein Tours, entre otras. Actualmente operan 69 cruceros en las islas, de los cuales 51 parten de Puerto Ayora, 16 de Puerto Baquerizo Moreno y 2 de Puerto Villamil. El 81% de las embarcaciones tiene una capacidad de 11-20 personas. Más aún, los cruceros navegables más conocidos de la región insular son Isabela II, La Pinta, Explorador II y el Eric, Letty & Flamingo.

Finalmente, y por considerarse una herramienta que permite visualizar la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen:

CUADRO 14: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Marca consolidada en la industria turística.	Marca orientada al mayorista y no al consumidor
Posee tres cruceros reconocidos.	
Reconocimientos por cuidado ambiental	
Premios a Finch Bay Hotel	
Uno de los mejores DMC, en Sudamérica	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Crecimiento del turismo a nivel mundial y nacional.	Desastres naturales
	Contaminación del ecosistema
Gobierno quiere convertir al turismo en la mayor fuente de ingresos no petroleros.	Extinción de especies
	Cambio constante en regulaciones del Parque Nacional Galápagos.
	Depreciación monedas: libra, yen, euro.

Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A.

⁴⁵ Pertenece a ETICA.

Riesgo operacional

El riesgo operacional comprende la posibilidad de que el resultado económico y los flujos de una compañía se vean afectados al encontrarse expuesta a ciertos aspectos o factores de riesgo asociados con su recurso humano, procesos, la tecnología que utiliza, el manejo de la información, entre otros.

En lo que respecta a riesgos informáticos, la empresa tiene un Manual de Políticas de Tecnología de Información el cual representa una importante herramienta que servirá para garantizar el buen funcionamiento de los procesos, para contribuir con su eficiencia, para optimizar los sistemas internos y garantizar la calidad en la gestión, con el objetivo de asegurar la seguridad de la información.

El manual tiene como objetivo: Crear y definir las políticas generales y específicas que faciliten la ejecución de las actividades de tecnología de la información en las diferentes áreas de la compañía; Promover el uso adecuado de los recursos tecnológicos y Establecer las políticas para resguardo y garantía de acceso apropiado de la información.

De igual manera y para asegurar, que ante el supuesto no consentido de que eventos contrarios y desfavorables, afecten la operación de la compañía y las instalaciones, ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., ha suscrito pólizas de seguro contra todo riesgo y precautela sus barcos Isabela II, Santa Cruz y La Pinta con un seguro Casco & Maquinaria, mismas que están vigentes por un año y fueron renovadas en marzo del 2018.

Con respecto al riesgo de continuidad de negocio, la empresa tienen un Plan de Recuperación de Desastres de Aplicaciones, que tiene como objetivo: garantizar la disponibilidad del sistema ERP y Viajero; Contar con un esquema de contingencias que garanticen la continuidad del negocio ante eventuales fallas del servidor principal; Mejorar las políticas de seguridad y protección de la información mediante un esquema de protección y recuperación de la información debidamente documentado, validado y aprobado; Aprovechar las ventajas tecnológicas de la infraestructura existente para implementar esquemas de recuperación inmediatos o de muy corto tiempo; Contar con un servidor de respaldos actualizado y que pueda activarse inmediatamente en caso de fallas del servidor principal o que eventualmente pueda ser usado como servidor de pruebas; Reducir los tiempos de caída del sistema con un mecanismo de contingencia probado y confiable que permita continuar las operaciones de la empresa utilizando un servidor alterno.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., se realizó sobre la base de los estados de situación financiera auditados del año 2014, 2015, 2016 y 2017 con sus respectivas notas a los estados financieros, y los estados financieros no auditados con corte al 31 de octubre de 2017 y 31 de octubre de 2018.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de la compañía entre los años 2014 y 2015 presentaron un importante crecimiento, pasando de USD 47,46 millones a USD 54,21 millones, gracias al apoyo del gobierno, específicamente con la campaña All You Need is Ecuador; no obstante, para el año 2016 los ingresos disminuyen en 1,86%, como consecuencia de los fenómenos naturales que afectaron al país y finalmente gracias a las estrategias comerciales de la empresa y al impulso al sector turístico, la entidad registró un crecimiento de 3,17% al cierre del año 2017 alcanzando ingresos por USD 54,88 millones.

Al cierre de octubre de 2018, el total de ventas alcanzó la suma de USD 50,07 millones, evidenciando un incremento (+9,00%) en comparación a su similar período del año 2017 cuando registró USD 45,93 millones, producto de las estrategia de incluir dentro del empaque de embarcaciones sus hoteles propios y la apertura de entradas flexibles en el caso del Finch Bay.

Durante el período analizado (2014-2017), la participación del costo de ventas frente al total de ingresos, fue relativamente estable pasando de 75,74% en el año 2014 a 73,69% al cierre del año 2017, producto de la optimización de los costos, permitiéndole arrojar un margen bruto con similar tendencia, pues significó en promedio el 26,30% de los ingresos.

Para octubre de 2018, los costos de venta significaron el 73,71% de los ingresos (72,10% en octubre de 2017), generando así una utilidad bruta de 26,29% de los ingresos (27,90% a octubre de 2017).

Los gastos operativos mantuvieron un comportamiento estable frente al nivel de ingresos, representando entre los años (2014-2017) un promedio de 20,26%, gracias a un control adecuado en sus políticas de gastos. Para octubre 2018 los gastos de operación representaron el 19,59%, siendo similar al 19,26% registrado a octubre 2017. Se debe acotar que dentro de los gastos operativos, se contabiliza la participación de trabajadores, gastos administrativos y de ventas.

Por lo mencionado anteriormente, la utilidad operacional mantuvo imperceptibles fluctuaciones, pasando de representar el 5,71% de los ingresos en 2014 a 5,66% en el 2015, no obstante, para diciembre de 2016, ésta crece a 6,93% de los ingresos gracias a la reducción del costo de ventas y disminuyó a 5,88% al cierre 2017.

Para octubre de 2018, la utilidad operativa, representó un 6,70% de los ingresos, porcentaje levemente inferior a lo arrojado en octubre de 2017 (8,64% de participación sobre los ingresos).

GRAFICO 6: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A

Los gastos financieros se mantuvieron estables con un ligero crecimiento en el año 2016, pasando de 2,08% en el 2014 a 1,73% al cierre de 2017 (1,58% en octubre de 2018), lo que obedece a la amortización normal de sus obligaciones con costo.

Después de deducir otros ingresos, gastos y el impuesto a la renta, la utilidad neta de la compañía registró fluctuaciones, pasando de USD 1,68 millones (3,54% sobre el total de ventas) en el 2014 a USD 2,30 millones (4,26% sobre el total de ventas) en 2015 producto del crecimiento observado en el total de ingresos de la compañía y decrecer al cierre del año 2016, por la situación económica que vive el país. Para diciembre de 2017, la utilidad neta subió a USD 2,37 millones (4,32% de las ventas), gracias a las estrategias para incrementar sus ventas.

Para octubre 2018, la compañía registró una utilidad antes de impuestos de USD 5,06 millones (10,10% de las ventas) siendo superior a lo presentado en su similar período de 2017, USD 4,45 millones (9,68% de las ventas), comportamiento que obedeció al crecimiento en sus ventas y a que los costos se han mantenido estables.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

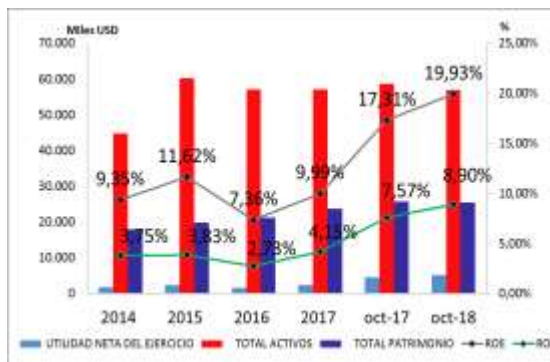
Los indicadores de rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre patrimonio (ROE), presentaron indicadores aceptables durante todos los períodos analizados (2014-2017) gracias a la generación contante de utilidad neta. Para el año 2016 éstos decaen, debido a un menor resultado al final del periodo.

Para octubre 2018 los indicadores de rentabilidad registraron una mejor posición tal como se muestra a continuación.

CUADROS 15, GRÁFICO 7: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2014	2015	2016	2017
ROA	3,75%	3,83%	2,73%	4,15%
ROE	9,35%	11,62%	7,36%	9,99%

Ítem	oct-17	oct-18
ROA	7,57%	8,90%
ROE	17,31%	19,93%



Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A

El EBITDA (acumulado) presentó una tendencia creciente entre los años 2014 al 2016, es así que pasó de USD 5,29 millones (11,14% de los ingresos) en 2014 a USD 6,35 millones (11,93% de los ingresos) en el 2016. Para diciembre de 2017, el EBITDA (acumulado) decreció en 3,00% frente a lo reportado en 2016, totalizando USD 6,16 millones (11,22% de los ingresos) debido a una reducción en su margen operativo.

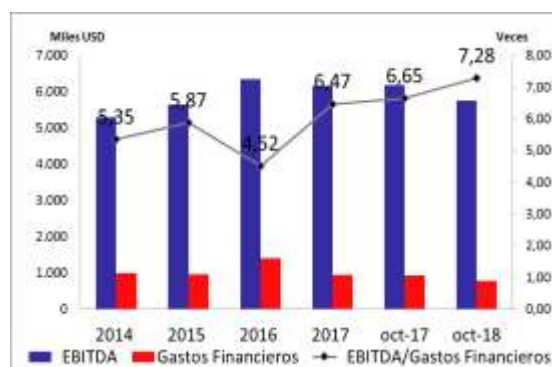
Para octubre de 2018, el EBITDA (acumulado) de la compañía presentó un decrecimiento de 6,85% respecto a octubre de 2017 debido un ligero incremento del costo de ventas y consecuentemente disminución de su utilidad operativa, arrojando así una suma de USD 5,75 millones (USD 6,18 millones octubre 2017) que representó el 11,49% de los ingresos (13,44% a octubre de 2017).

Los resultados generados por la compañía muestran un adecuado flujo propio, el mismo que le permite cubrir sus gastos financieros de manera holgada.

CUADROS 16, GRÁFICO 8: COBERTURA EBITDA / GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)

Ítem	2014	2015	2016	2017
EBITDA	5.289	5.642	6.348	6.157
Gastos Financieros	988	960	1.405	951
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	5,35	5,87	4,52	6,47

Ítem	oct-17	oct-18
EBITDA	6.175	5.752
Gastos Financieros	928	790
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	6,65	7,28



Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A

Capital Adecuado

Activos

El activo total de la compañía registró un comportamiento creciente entre los años 2014 y 2015, es así que pasaron de USD 44,72 millones en 2014 a USD 60,20 millones al cierre de 2015, producto del aumento en propiedad planta y equipo, sin embargo, para el año 2016 se evidenció una disminución en el activo arrojando una suma de USD 57,01 millones⁴⁶ y manteniéndose sin presentar variación significativa al cierre del año 2017 (USD 57,13 millones). Para octubre de 2018 el total activos fue de USD 56,86 millones, comportamiento que está relacionado a la reducción de activos por impuestos corrientes, efectivo y equivalentes y activos financieros mantenidos hasta su vencimiento entre los principales.

En cuanto a su estructura, el principal componente del activo corresponde al grupo de activos no corrientes, el mismo que mantiene una participación promedio (2014-2017) del 75,58% (79,50% a octubre de 2018), misma que estuvo compuesta principalmente por propiedad planta y equipo, y que en el año 2015 presentó un crecimiento relevante, pues la compañía realizó la compra del barco Santa Cruz II, así como una inversión adicional en adecuaciones.

Otra cuenta relevante es inversiones en subsidiarias y otras inversiones que representaron en promedio entre los años 2014-2017, el 32,42% de los activos (30,61% a octubre 2018) y se encentró conformado a diciembre 2017 por las Subsidiarias: Interlago Cía Ltda. Indefatigable S.A., Inversiones Receptour S.A y Hotel Mashpi S.A., todas relacionadas con actividades turísticas.

Para octubre 2018 dentro del activo corriente la cuenta más representativa fue inventarios con el 5,20%, que se encuentra compuesto de inventario perecible (bebidas y alimentos para brindar servicio), materiales y repuestos, suministros, combustibles y lubricantes, importaciones en tránsito, el crecimiento en relación a diciembre 2017, se debe a que la Compañía tuvo dos diques, Santa Cruz e Isabella, estos mantenimientos generan importaciones en tránsito, las mismas que son liquidadas hasta finalizar el año.

Pasivos

A partir del año 2015 el pasivo total de la compañía, presentó una tendencia decreciente, pasando de USD 40,36 millones (67,04% de los activos) en el 2015 a USD 33,38 millones (58,42% de los activos) en 2017, lo que obedece en los primeros años al decrecimiento en proveedores; y para los siguientes años la reducción de la deuda financiera tanto de corto como a largo plazo. Para octubre de 2018, la tendencia decreciente se mantiene, los pasivos alcanzaron USD 31,47 millones⁴⁷ y financiaron el 55,36% de los activos.

En cuanto a su estructura, se observa que históricamente la empresa ha financiado sus actividades principalmente con recursos de terceros, adquiriendo obligaciones tanto a corto como a largo plazo, es así que el pasivo corriente registró una participación promedio (2014-2017) del 36,81% (30,17% a octubre de 2018) y el pasivo no corriente una participación promedio del 25,25% (25,19% a octubre 2018). Referente a su composición, los rubros más representativos históricamente fueron obligaciones financieras, cuentas por pagar a compañías relacionadas seguido por proveedores y obligaciones en el Mercado de Valores a corto y largo plazo.

Patrimonio

El patrimonio de ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., muestra una tendencia creciente durante el período analizado, puesto que pasó de USD 17,95 millones (40,14% de los activos) en 2014 a USD 23,75 millones (41,58% de los activos) al cierre del 2017 y USD 25,38 millones (44,64% de los activos) en octubre de 2018, producto de la generación continua de resultados acumulados positivos.

⁴⁶ Disminución presentada en activos por impuestos corrientes, activos disponibles para la venta y cuentas por cobrar (clientes y relacionadas)

⁴⁷ Decrece deuda financiera de largo plazo

Históricamente el patrimonio de la compañía estuvo conformado principalmente por capital social, es así que a diciembre de 2017 financiaron el 25,54% de los activos, mientras que al 31 de octubre de 2018 lo hicieron en un 25,67%, a éste le sigue el utilidades que fondeó el 7,33% de los activos (5,04% en octubre de 2018) y la utilidad neta del ejercicio que lo hizo en un 4,15% (8,90% en octubre de 2018).

Se debe acotar que el capital social no ha registrado movimiento alguno durante el periodo analizado.

Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa registraron valores inferiores a la unidad a lo largo de los periodos analizados, debido a una participación superior del pasivo corriente con respecto del activo corriente, lo que arrojó un capital de trabajo negativo que representó el -9,66% de los activos en octubre de 2018.

CUADROS 17, GRÁFICO 9: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2014	2015	2016	2017
Activo Corriente	15.097	14.018	10.947	12.246
Pasivo Corriente	16.247	25.260	18.959	20.392
Razón Circulante	0,93	0,55	0,58	0,60
Liquidez Inmediata	0,75	0,48	0,51	0,53

Ítem	oct-17	oct-18
Activo Corriente	13.045	11.657
Pasivo Corriente	16.049	17.152
Razón Circulante	0,81	0,68
Liquidez Inmediata	0,70	0,51



Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A

Indicadores de Eficiencia

Durante el ejercicio económico analizado (2014-2017), la compañía ha presentado en el período de cobro anual que se traduce como el tiempo que le toma a la compañía efectivizar el cobro de cartera, una tendencia a la baja, pasando de 69 días en el 2014 a 19 días en diciembre de 2017. Por otro lado, al referirnos al indicador que mide el período de pago a proveedores, se pudo evidenciar un plazo promedio de 17 días (2014-2017), con excepción del año 2015 donde el plazo alcanzó 69 días⁴⁸. Lo anterior evidencia un descalce entre el periodo de pago a proveedores frente al período de cobro de cartera.

En cuanto a la Duración de Existencias, se pudo evidenciar que la compañía mantuvo sus existencias en bodega por un plazo promedio aproximado de 17 días (2014-2017).

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

En todos los periodos bajo análisis, los pasivos de ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., superaron a su patrimonio, con lo cual los indicadores de apalancamiento (pasivo total / patrimonio) pasaron de 1,49 veces en 2014 a 1,41 veces en 2017 y 1,24 veces en octubre de 2018.

⁴⁸ Por servicios relacionados con la compra de bienes y servicios recibidos para la operación de tours.

GRÁFICO 10: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A

El indicador que relaciona Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) registró un comportamiento relativamente estable durante el periodo 2014-2017, pasando de 2,15 años a 2,55 años y 2,51 años en octubre de 2018, determinando que este sería el tiempo que le tomaría a la compañía cancelar el total de su actual deuda financiera.

Los distintos comportamientos tanto del EBITDA (anualizado) como de los pasivos, determinan que la compañía presente un indicador pasivo / EBITDA (anualizado) si variaciones importantes que pasó de 5,06 años en 2014 a 7,15 años en 2015, mientras que al cierre de 2017, fue de 5,42 años (5,49 años en octubre de 2018) evidenciando que este sería el plazo en el cual la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones con la generación de recursos propios.

Contingentes

De acuerdo a la información presentada por ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., y sus administradores, al 31 de octubre de 2018 la empresa no mantiene operaciones como codeudor ni garante.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁴⁹

Durante octubre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 57 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 19 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 38 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 355,50 millones, valor que representó 49,82% del monto total de emisiones autorizadas. Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 40,08% y las acciones el 0,70% del total aprobado hasta el 31 de octubre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 713,51 millones hasta octubre 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 49,40%, comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas con el 37,74%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

Ing. Masiel Ponce
Analista

⁴⁹ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2014	2015	2016	oct-17	2017	oct-18
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.390	352	2.724	3.036	3.807	2.242
Cuentas por cobrar clientes	1.870	1.913	1.249	1.793	2.019	1.691
Cuentas por cobrar relacionados	7.038	2.204	1.897	577	800	864
Provisión cuentas incobrables	(21)	(6)	(1)	-	(8)	-
Inventarios	2.395	1.937	1.218	1.800	1.390	2.957
Activos por impuestos corrientes	1.385	4.026	2.074	4.603	3.716	2.804
Otros Activos Corrientes	1.040	3.592	1.786	1.237	522	1.099
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	15.097	14.018	10.947	13.045	12.246	11.657
Propiedad, planta y equipo neto	10.675	28.031	27.554	26.616	26.395	26.121
Inversiones en subsidiarias y otras	17.636	17.660	17.367	17.367	17.402	17.402
Cuentas por cobrar relacionadas (L/P)	812	84	722	1.378	722	1.404
Otros Activos No Corrientes	498	409	417	274	365	271
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	29.621	46.184	46.060	45.634	44.885	45.199
TOTAL ACTIVOS	44.718	60.202	57.006	58.680	57.131	56.856
PASIVOS						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	1.560	3.212	2.590	425	2.681	1.085
Proveedores locales y del exterior	1.656	7.579	1.844	2.460	1.971	2.818
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	2.294	4.255	4.175	2.897	3.878	3.683
Anticipo de clientes	7.567	7.630	7.998	8.236	8.998	7.713
Obligaciones Mercado de Valores	750	705	715	183	727	184
Otros Pasivos Corrientes	2.420	1.878	1.636	1.848	2.138	1.668
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	16.247	25.260	18.959	16.049	20.392	17.152
Préstamos (Deuda bancaria LP)	3.739	5.116	6.766	7.185	5.210	6.210
Otros Pasivos No Corrientes	6.781	9.981	10.146	9.761	7.777	8.111
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	10.520	15.097	16.912	16.946	12.986	14.321
Deuda Financiera	11.347	18.908	19.923	15.947	15.714	14.380
Deuda Financiera C/P	4.604	8.173	7.481	3.505	7.286	4.952
Deuda Financiera L/P	6.743	10.735	12.442	12.442	8.428	9.428
TOTAL PASIVOS	26.767	40.357	35.871	32.995	33.379	31.473
PATRIMONIO						
Capital Social	14.594	14.594	14.594	14.594	14.594	14.594
Acciones en tesorería			-105	0	0	29
Reservas	293	523	523	679	679	916
Utilidad neta del ejercicio	1.679	2.307	1.555	4.445	2.373	5.058
Utilidades retenibles	1.385	2.421	4.567	5.967	6.107	4.786
TOTAL PATRIMONIO	17.951	19.845	21.135	25.685	23.752	25.383

Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2014	2015	2016	oct-17	2017	oct-18
Ventas	47.457	54.209	53.199	45.933	54.884	50.067
Costo de ventas	35.943	40.149	38.236	33.119	40.129	36.905
MARGEN BRUTO	11.514	14.060	14.963	12.814	14.755	13.162
Total Gastos Operacionales	8.805	10.992	11.275	8.846	11.528	9.807
UTILIDAD OPERACIONAL	2.709	3.068	3.689	3.969	3.227	3.355
Gastos Financieros	988	960	1.405	928	951	790
Otros ingresos no operacionales	709	1.045		1.405	1.108	2.493
Otros egresos no operacionales	252	0	309			
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	2.178	3.153	1.974	4.445	3.383	5.058
Impuesto a la Renta	499	846	419		1.010	
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	1.679	2.307	1.555	4.445	2.373	5.058

Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2014	2015	2016	oct-17	2017	oct-18
Gastos Operacionales / Ingresos	18,55%	20,28%	21,19%	19,26%	21,00%	19,59%
Utilidad Operacional / Ingresos	5,71%	5,66%	6,93%	8,64%	5,88%	6,70%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	3,54%	4,26%	2,92%	9,68%	4,32%	10,10%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	161,35%	132,99%	237,21%	89,28%	135,98%	66,33%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	27,22%	45,32%	-19,89%	31,60%	46,68%	49,28%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	58,84%	41,63%	90,36%	20,89%	40,09%	15,62%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	9,35%	11,62%	7,36%	17,31%	9,99%	19,93%
Rentabilidad sobre Activos	3,75%	3,83%	2,73%	7,57%	4,15%	8,90%
Liquidez						
Razón Corriente	0,93	0,55	0,58	0,81	0,60	0,68
Liquidez Inmediata	0,75	0,48	0,51	0,70	0,53	0,51
Capital de Trabajo	-1.150	-11.242	-8.013	-3.003	-8.146	-5.495
Capital de Trabajo / Activos Totales	-2,57%	-18,67%	-14,06%	-5,12%	-14,26%	-9,66%
Cobertura						
EBITDA	5.289	5.642	6.348	6.175	6.157	5.752
EBITDA anualizado	5.289	5.642	6.348	7.410	6.157	5.734
Ingresos	47.457	54.209	53.199	45.933	54.884	50.067
Gastos Financieros	988	960	1.405	928	951	790
EBITDA / Ingresos	11,14%	10,41%	11,93%	13,44%	11,22%	11,49%
EBITDA/Gastos Financieros	5,35	5,87	4,52	6,65	6,47	7,28
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,24	0,16	0,19	0,25	0,21	0,23
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	2,06	0,25	2,87	5,06	2,89	2,59
Gastos de Capital / Depreciación	1,00	8,74	0,83	0,66	0,73	0,92
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	1,49	2,03	1,70	1,28	1,41	1,24
Activo Total / Capital Social	3,06	4,13	3,91	4,02	3,91	3,90
Pasivo Total / Capital Social	1,83	2,77	2,46	2,26	2,29	2,16
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	2,15	3,35	3,14	2,15	2,55	2,51
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	5,06	7,15	5,65	4,45	5,42	5,49
Deuda Financiera / Pasivo	42,39%	46,85%	55,54%	48,33%	47,08%	45,69%
Deuda Financiera / Patrimonio	63,21%	95,28%	94,27%	62,09%	66,16%	56,65%
Pasivo Total / Activo Total	59,86%	67,04%	62,93%	56,23%	58,42%	55,36%
Capital Social / Activo Total	32,64%	24,24%	25,60%	24,87%	25,54%	25,67%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	40,14%	32,96%	37,07%	43,77%	41,58%	44,64%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	69	28	22	16	19	16
Duración de Existencias (días)	24	18	12	17	13	24
Plazo de Proveedores	17	69	18	23	18	23

Fuente: ETICA EMPRESA TURÍSTICA INTERNACIONAL C.A., / Elaboración: Class International Rating S.A