

## INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DECAMERON ECUADOR

Quito – Ecuador

Sesión de Comité No. 222/2018, del 27 de septiembre de 2018

Información Financiera cortada al 31 de julio de 2018

Analista: Econ. Juan Fernando Espinoza

[juan.espinoza@classrating.ec](mailto:juan.espinoza@classrating.ec)

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

**HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A.**, es una empresa legalmente constituida en Ecuador, líder en la industria de Hoteles todo incluido, y se ha consolidado a nivel latinoamericano e internacional, expandiendo sus operaciones a países como Colombia, México, Jamaica, Panamá, Perú, Marruecos, Senegal, Mauritania y Cabo Verde.

### Revisión

**Resolución No. SC.IMV.DAYR.DJMV.G.12.0003077, emitida el 14 de junio de 2012.**

### Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 222/2018, del 27 de septiembre de 2018 decidió otorgar la calificación de “AA” (Doble A) al “**FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DECAMERON ECUADOR**”, por un monto de veintisiete millones de dólares (USD 27'000.000,00).

**Categoría AA:** “Corresponde al patrimonio autónomo que tiene muy buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión”.

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

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

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

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

La calificación otorgada al “**FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DECAMERON ECUADOR**”, se fundamenta en:

### Sobre la Titularización de Flujos:

- Con fecha 16 de noviembre de 2011, mediante Escritura Pública, HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. y Administradora de Fondos del Pichincha, FONDOSPICHINCHA S.A. (quien actualmente es FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos), suscribieron la constitución del Fideicomiso Mercantil denominado “**FIDEICOMISO MERCANTIL DE TITULARIZACIÓN DECAMERON ECUADOR**”.
- Posteriormente, se realizaron varias reformas al contrato del Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador, mismas que se detallan a continuación: La primera de ellas se ejecutó el 09 de enero de 2012, misma que fue celebrada ante la Notaria Segunda del Cantón Quito, la segunda fue el 29 de marzo

de 2012, ante la Notaría Décima del Cantón Quito y, finalmente el 29 de mayo de 2012 se realizó la tercera reforma al fideicomiso, misma que fue otorgada por la Notaría Segunda del Cantón Quito.

- Según lo dispuesto en el art. 109 de la Ley de Mercado de Valores, el Originador cede y transfiere al Fideicomiso, a título de Fideicomiso Mercantil irrevocable, sin reserva ni limitación alguna: i) La suma de USD 10.000,00, que constituye su Aporte Inicial al Patrimonio de Propósito Exclusivo, ii) Los bienes Inmuebles una vez cancelado el gravamen que pesa sobre los mismos, iii) Los recursos económicos que provienen de los remanentes de la cartera fideicomitida en el Fideicomiso Decameron - Mompiche, y los que se generen durante la vigencia del Fideicomiso provenientes de los derechos económicos de los Contratos Multivacaciones, iv) Finalmente transfiere las sumas que requiere el Fideicomiso para el pago de Valores y demás Gastos.
- Los valores "FMTDE" fueron colocados el 28 de junio de 2012 en un 100% entre diferentes inversionistas.
- Hasta el 31 de julio de 2018, el Agente Pagador realizó la cancelación del décimo segundo dividendo. Por lo que el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas asciende a la suma de USD 5,67 millones.
- Desde el mes de agosto de 2012 hasta el de julio de 2018, el Originador transfirió al Fideicomiso un monto total de USD 37,67 millones. Durante ese mismo periodo, el Fideicomiso restituyó al Originador una suma de USD 3,56 millones.
- Para el presente proceso, se consideraron dos mecanismos de garantía y un resguardo adicional, los cuales se describen a continuación: i) Exceso de Flujo de Fondos, es el mecanismo de garantía que consiste en que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos. Dentro del Excesos de Flujos, se creó la Cuenta de Garantía misma que no deberá ser menor al 50% del dividendo próximo a vencer; ii) Sustitución de Activos, son las sustituciones de cartera que tengan vencimientos mayores de 120 días, por nueva cartera y que deberá mantener un saldo igual a lo determinado por la estructuración financiera; y, iii) Resguardos Adicionales, que es un bien inmueble, que en el caso de no disponer de los recursos suficientes para el pago de las obligaciones con inversionistas, antes detallados, se ejecutará con el fin de disponer de los recursos necesarios para el cumplimiento de las obligaciones contraídas.
- Al 31 de julio de 2018, el total de Mecanismos de Garantía (USD 16,18 millones), registró una cobertura de 285,29% sobre el saldo de capital pendiente por pagar a los inversionistas (USD 5,67 millones).
- La calificadora verificó las cifras de las proyecciones iniciales de flujos del Estructurador Financiero, evidenciando que el valor presente de los flujos proyectados en un escenario pesimista ascendió a USD 30,95 millones, monto que fue descontado a una tasa del 8,17%, evidenciando de esta manera que el 90% de los flujos proyectados alcanzó la suma de USD 27,86 millones, siendo éste el máximo valor que la compañía podía emitir.
- El riesgo de un uso imprudente de los flujos recaudados por el lado del Originador, que fue contratado por el Administrador Fiduciario para que realice la recaudación de los Flujos, es mitigado en buena parte con la suscripción de contratos legales en la titularización de flujos.
- CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., una vez que analizó y estudió la documentación suministrada por el Fiduciario, Originador y los términos establecidos en el contrato de Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador, establece apropiada la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo y la cesión del Derecho de Cobro de los flujos por Contratos de Multivacaciones.
- CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., después de estudiar y analizar los Mecanismos de Garantía contemplados en el presente proceso, determina que la estructura de los mismos es aceptable, y, dado el caso de requerirse, estos podrían otorgar liquidez y cobertura para los pagos de los valores emitidos, en caso de que el flujo sea insuficiente.

### Sobre el Originador:

- HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A., es una compañía que presta servicios de hotelería y turismo en el Ecuador, la misma que fue constituida en el año 2006, como expansión a las operaciones de su Casa Matriz ubicada en Colombia. Su plazo social tiene vigencia hasta el 16 de marzo de 2105.
- HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. es dueña de dos complejos turísticos en el Ecuador, denominados: Complejo Vacacional Royal Decameron Mompiche y Royal Decameron Punta Centinela. Estos complejos son los que representan la mayor operación para la compañía en Ecuador. Adicionalmente manejan otros

conceptos de negocio relacionados al turismo como son la Agencia de viajes minorista Decameron Ecuador, Agencia de viajes mayorista Servincludos, Decameron Explorer y la Hacienda "La Morería", esta última ubicada en la ciudad de Quito.

- Los procesos que la compañía maneja en su ciclo de negocio están alineados a la satisfacción total del cliente, en sus paquetes todo incluido, en sus diferentes destinos turísticos tanto a nivel nacional como internacional.
- HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A., no mantiene lineamientos de Gobierno Corporativo definidos, aunque mantiene una estructura jerárquica definida en varias direcciones, determinando para ello diversas funciones para cumplir como su objetivo social.
- Como hecho relevante en el primer semestre de 2017, la compañía reportó la renuncia de su Director General, Dr. Enrique Ponce de León, por cuanto en el mes de mayo de 2017 fue posesionado como Ministro de Turismo, y del Ab. Carlos Larrea, quien fungía como Gerente Legal y también fue designado Viceministro de esa Cartera de Estado. Después de lo mencionado, el Gerente General fue designado por la Junta General de Accionistas el 22 de junio de 2017, el nombramiento de Daniel Suárez Caicedo se inscribió en el Registro Mercantil del cantón Quito el 30 de junio de 2017. La compañía informó que la figura de Director Financiero estará centralizada desde el corporativo en Colombia, con ayuda del departamento de contabilidad internacional, es por este motivo que por el momento no se realizará el nombramiento en Ecuador.
- Los ingresos de la compañía demostraron una tendencia variable a lo largo de los años, ubicándose en USD 32,69 millones en 2015 USD 26,86 millones<sup>1</sup> en 2016 y USD 28,30 millones al cierre de 2017<sup>2</sup>. Para los cortes interanuales los ingresos se incrementaron levemente, pasando de USD 15,73 millones en julio de 2017 a USD 16,01 millones en julio de 2018, como efecto del aumento en los ingresos por actividades de recreación y otros.
- Es de relevancia indicar que los ingresos que se registran en la compañía corresponden exclusivamente a los generados por los hoteles, propiedad de HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. Las ventas registradas por concepto del producto Multivacaciones, se registran en el pasivo como una cuenta por pagar, que es compensada con DECAMERON Colombia, el mismo que mantiene un contrato de intermediación con su representante en Ecuador, la misma que reconoce un *fee* del 0,05%, por las ventas realizadas mensualmente.
- Los gastos operacionales se los registra en función de la ocupación de los hoteles. Adicionalmente, los gastos que se generan por los huéspedes que reciben del extranjero son registrados como parte de la operación, aunque su ingreso no sea registrado como propio.
- La utilidad operacional presentó una tendencia decreciente durante el período analizado, hasta registrar una pérdida operativa en los años 2016 y 2017 que significaron el -15,05% de los ingresos y el -6,59% de los ingresos, debido en parte a que los ingresos generados no fueron suficientes para cubrir sus gastos operativos. Otro factor que influyó sobre lo mencionado anteriormente, fueron los bajos niveles de ocupación registrados en los hoteles, específicamente en el hotel ubicado en la provincia de Esmeraldas, debido especialmente al terremoto registrado el pasado abril de 2016. A julio de 2018 la utilidad operacional de la compañía se recupera frente a lo arrojado en su similar de 2017, registrando valores positivos (1,94% de los ingresos), gracias a un mejor control de sus gastos.
- Los gastos financieros mermaron la utilidad operacional a tal punto que, durante todo el período analizado, se registraron pérdidas netas, inclusive en los años 2014 y 2015 en los que se generó utilidad operativa. Es así que el resultado neto luego de haber significado un -9,63% de los ingresos en 2014, pasó a -24,34% en 2017 (-3,12% en julio de 2018), lo que hace evidente un deterioro importante de sus resultados.
- Los activos totales de la empresa presentan una tendencia creciente, desde USD 111,42 millones en 2014 hasta USD 192,34 millones en 2017 y USD 203,62 millones a julio de 2018, producto del mayor registro en las cuentas por cobrar largo plazo, donde se registran principalmente las cuentas por cobrar correspondientes al producto Multivacaciones, que poseen con su casa Matriz, Perú, Panamá y Colombia, las cuales deben ser debidamente compensadas.
- El pasivo de la empresa es el principal financiador de su actividad, puesto que pasó de 76,37% de los activos en 2014 hasta un 97,60% en 2017 y un 97,98% en julio 2018. Lo anterior revela un alto indicador de apalancamiento, también con tendencia creciente, desde 3,23 veces en 2014 hasta 40,73 veces en 2017 y 48,55 veces en julio de 2018.

<sup>1</sup> Disminución que obedece a bajos niveles de reserva que se han registrado en los hoteles Decameron, por los acontecimientos telúricos suscitados el pasado 16 de abril de 2016, en razón de lo cual la compañía dejó de percibir aproximadamente USD 5,00 millones en ingresos, adicionalmente HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. registró contablemente la condonación de deuda al ex socio ECUAKKAR

<sup>2</sup> Crecimiento dado en parte a las estrategias implementadas por la compañía para atraer mayores turistas.

- La deuda financiera de la empresa presenta una tendencia decreciente a lo largo de los ejercicios económicos analizados, pasando de financiar el 38,39% de los activos en 2014 al 10,64% en 2017 y 7,46% en julio de 2018, misma que se encuentra conformada principalmente por las titularizaciones que la compañía mantiene vigentes en el Mercado de Valores y que a julio de 2018 representan en conjunto el 78,88% de la deuda financiera, la diferencia corresponde a créditos de la Corporación Financiera Nacional EP.
- El patrimonio de la compañía presentó una tendencia decreciente a lo largo del periodo analizado, de USD 26,33 millones en 2014 (23,63% de los activos) a USD 4,61 millones (2,40% de los activos) en 2017 y USD 4,11 millones (2,02% de los activos) en julio de 2018, lo que obedece a las constantes y mayores pérdidas retenidas de la compañía.
- El capital social de la empresa se mantuvo sin variación hasta diciembre de 2017 (USD 6,05 millones) y financió en ese año apenas un 3,15% de los activos. En marzo de 2018 la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó el aumento de capital social de la compañía a USD 9'217.182,00, hecho que muestra el compromiso de los accionistas con la empresa, monto que sin embargo apenas financió el 4,53% de los activos a julio de 2018; sin embargo, a pesar del esfuerzo, las pérdidas retenidas siguen siendo superiores al 50% del capital social, y superiores al 50% de la suma el capital social y de los resultados NIIF, evento que viene arrastrando desde diciembre de 2017. Conforme al Art. 361 de la Ley de Compañías, se establece como causal de disolución: "Por pérdidas del cincuenta por ciento o más del capital social o, cuando se trate de compañías de responsabilidad limitada, anónimas, en comandita por acciones y de economía mixta, por pérdida del total de las reservas y de la mitad o más del capital". Por lo mencionado anteriormente, la compañía podría estar incurriendo en dicha causal de disolución, por lo cual los accionistas de la empresa deberían optar en el corto plazo por inyectar nuevos aportes de recursos frescos, con la finalidad de fortalecer el patrimonio y contrarrestar las pérdidas que la compañía ha venido presentando y no estar expuestos en la probabilidad de incurrir en los causales determinados en el artículo mencionado anteriormente.
- HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. presenta índices de liquidez (Razón Circulante) inferiores a la unidad, y con tendencia decreciente, durante el periodo analizado, lo que implica además el registro de un capital de trabajo negativo.
- El EBITDA (acumulado) de la compañía presentó una tendencia decreciente desde el 20,84% de los ingresos en 2014 hasta el -6,18% en 2016, fruto de la coyuntura económica por la que atraviesa el país, agravada por el nerviosismo que ha producido en la población los movimientos telúricos registrados desde abril de 2016. Al cierre de 2017 el EBITDA (acumulado) sigue siendo negativo al significar el -2,06% de los ingresos. Para julio de 2018 el EBITDA (acumulado) se recupera gracias a un mejor control de sus costos y gastos frente a lo arrojado en su similar de 2017, representando el 6,66% de los ingresos, lo que generó una cobertura positiva sobre sus gastos financieros.

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

- El riesgo asociado a la ocupación de las habitaciones de los hoteles y el flujo de personas que hacen uso de las instalaciones, dentro de los complejos turísticos de la compañía, puede determinar su mayor o menor operación. El riesgo de no disponer de habitaciones disponibles para el uso de sus clientes, por una sobreventa, hace que se direccione a dichos clientes a otros hoteles de similares características en servicios "todo incluido", que en el caso de Royal Decameron Mompiche no sería posible porque dentro del área donde realiza operaciones no se dispone de uno de similares características. Por el lado del hotel Decameron Punta Centinela, sí existen otros de similares características. Para mitigar este riesgo la compañía mantiene un análisis de la ocupación de las habitaciones de la compañía, permitiéndole de esta manera gestionar de mejor manera la afluencia de huéspedes.
- Los servicios asociados que se incluyen en el formato "todo incluido" se encuentran a disponibilidad de terceros. Como ejemplo se puede indicar que los viajes desde y hacia los hoteles, pueden no tener una disponibilidad adecuada para ingresar a las instalaciones ya sea vía aérea o vía terrestre, por lo que se puede generar un descontento por parte de los clientes.

- Una reducción de los niveles de ingresos de personas nacionales o extranjeras, como consecuencia de una menor actividad económica o una recesión marcada, determinarían la demanda del uso de las instalaciones de los hoteles, generando menores ingresos para la compañía. Para mitigar este riesgo la compañía, genera promociones según la época del año, así como por situaciones de coyuntura de cada uno de los complejos que tiene a cargo. Por otro lado el concepto de Multivacaciones, le permite mantener en cierta medida el nivel de ocupación de sus hoteles tanto nacionales como extranjeros.
- Eventos naturales que se registren en la zona de influencia de los hoteles de la compañía podrían atentar contra su infraestructura y producir nerviosismo en la gente, de tal modo que se vería afectada la demanda y consecuentemente los ingresos y el flujo de efectivo de la compañía.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía
- Las continuas pérdidas registradas en los estados financieros determinan que sean superiores al 50% del capital social y superiores al 50% de la suma del capital social y resultados NIIF.

### ÁREAS DE ANÁLISIS EN LA CALIFICACIÓN DE RIESGOS:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo del Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador, es tomada de fuentes varias como:

- Contrato y Reformas del Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador.
- Reglamento de Gestión.
- Estructuración Financiera.
- Estados de Situación Financiera del Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador, cortados al 31 de julio de 2018, mismos que se encuentran bajo NIIF.
- Acta de la Asamblea de Inversionistas.
- Experiencia del Administrador Fiduciario en el manejo de activos del patrimonio autónomo.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Originador.
- Calidad del Activo Subyacente (Activo titularizado).
- Calidad del Originador (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Estados de Situación Financiera auditados anuales de 2014, 2015, 2016 y 2017 y Estados de Situación Financiera internos no auditados, sin notas a los estados financieros, de HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A., al 31 de julio de 2017 y 31 de julio de 2018. Es relevante indicar que los EEFF auditados se encuentran bajo NIIF.
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa originadora.

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

- Capacidad de los activos integrados al patrimonio de propósito exclusivo para generar los flujos futuros de fondos, así como la idoneidad de los mecanismos de garantía presentados.
- Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo, en base a la documentación suministrada por el fiduciario, el originador y a los términos establecidos en el contrato.
- Estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia.
- Evaluación matemática, estadística y actuarial de los flujos que hayan sido proyectados en base a la generación de recursos del proyecto involucrado en la titularización.
- Análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas.
- Calidad de las garantías que cubran las desviaciones indicadas y cualquier otra siniestralidad.
- Punto de equilibrio determinado para la iniciación del proceso de titularización.
- La capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del originador y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del originador, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.

- Consideraciones de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.

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 debidamente 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 del Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador, 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 Titularización**

Con fecha 14 de junio de 2012, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó el presente proceso de titularización, bajo Resolución No. SC.IMG.DAYR.DJMV.G.12.0003077, por un monto de hasta USD 27'000.000,00, previamente constituida mediante Escritura Pública otorgada por Notaría Segunda del Cantón Quito con fecha 16 de noviembre de 2011.

Posteriormente, se realizaron varias reformas al contrato del Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador, mismas que se detallan a continuación: La primera de ellas se ejecutó el 09 de enero de 2012, misma que fue celebrada ante la Notaría Segunda del Cantón Quito, la segunda fue el 29 de marzo de 2012, ante la Notaría Décima del Cantón Quito y, finalmente el 29 de mayo de 2012 se realizó la tercera reforma al fideicomiso, misma que fue otorgada por Notaría Segunda del Cantón Quito.

Los títulos fueron denominados "FMTDE" desmaterializados. A continuación se detallan las características del proceso:

**CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN**

TITULARIZACIÓN DECAMERON ECUADOR			
Originador	HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A.		
Patrimonio Autónomo	Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador		
Monto total de la emisión	Hasta USD 27.000.000,00		
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.		
Agente de Manejo	FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomiso (antes Administradora de Fondos del Pichincha, FONDOSPICHINCHA S.A.)		
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DCV - BCE		
Estructurador Legal	DRET Consultores Cía. Ltda.		
Estructurador Financiero	DRET Consultores Cía. Ltda.		
Agente Colocador	PICAVAL Casa de Valores S.A. (antes Pichincha Casa de Valores PICAVAL S.A.)		
Activo Titularizado	Son los recursos económicos provenientes de los remanentes de la cartera fideicomitida en el FIDEICOMISO DECAMERON-MOMPICHE y los que se generen durante la vigencia del fideicomiso provenientes de los derechos económicos de los Contratos Multivacaciones y los documentos o títulos que los instrumentan, en la forma establecida en el contrato de fideicomiso mercantil y su reglamento.		
Serie Única		Monto	Tasa
		USD 27'000.000,00	8,50%
Pago de intereses		Semestral	
Amortización de capital		Semestral, conforme la tabla determinada en el contrato de fideicomiso	

## Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador

Septiembre 2018

Forma de Cálculo de la Tasa de Interés	30/360, considerando años de 360 días y meses de 30 días
Tipo de Oferta	Pública
Sistema de Colocación	Bursátil
Mecanismos de Garantía	Exceso de Flujo de Fondos, Sustitución de Activos y Resguardos Adicionales
Destino	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Adquisición de Contratos Multivacaciones para consolidar operación local</li> <li>▪ Sustitución de pasivos</li> <li>▪ Ampliación de infraestructura hotelera</li> <li>▪ Capital de trabajo</li> </ul>
Fecha de Emisión	Es la fecha en que se coloque en forma primaria el primer título de cualquier serie.

Fuente: Estructuración Financiera DRET Consultores Cía. Ltda. / Elaboración: Class International Rating

## Amortización de capital y pago de intereses

A continuación se presenta el esquema respecto a la amortización de capital y pago de intereses a los inversionistas de los valores “FMTDE”.

CUADRO 2: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES

Serie Única					
Fecha	Capital Inicial	Interés	Capital	Dividendo	Saldo
28/12/2012	27.000.000,00	1.147.500,00	1.350.000,00	2.497.500,00	25.650.000,00
28/06/2013	25.650.000,00	1.090.125,00	1.350.000,00	2.440.125,00	24.300.000,00
28/12/2013	24.300.000,00	1.032.750,00	1.350.000,00	2.382.750,00	22.950.000,00
28/06/2014	22.950.000,00	975.375,00	1.350.000,00	2.325.375,00	21.600.000,00
28/12/2014	21.600.000,00	918.000,00	1.350.000,00	2.268.000,00	20.250.000,00
28/06/2015	20.250.000,00	860.625,00	1.350.000,00	2.210.625,00	18.900.000,00
28/12/2015	18.900.000,00	803.250,00	1.620.000,00	2.423.250,00	17.280.000,00
28/06/2016	17.280.000,00	734.400,00	1.620.000,00	2.354.400,00	15.660.000,00
28/12/2016	15.660.000,00	665.550,00	2.160.000,00	2.825.550,00	13.500.000,00
28/06/2017	13.500.000,00	573.750,00	2.160.000,00	2.733.750,00	11.340.000,00
28/12/2017	11.340.000,00	481.950,00	2.835.000,00	3.316.950,00	8.505.000,00
28/06/2018	8.505.000,00	361.462,50	2.835.000,00	3.196.462,50	5.670.000,00
28/12/2018	5.670.000,00	240.975,00	2.835.000,00	3.075.975,00	2.835.000,00
28/06/2019	2.835.000,00	120.487,50	2.835.000,00	2.955.487,50	-
	<b>10.006.200,00</b>	<b>27.000.000,00</b>	<b>37.006.200,00</b>		

Fuente: Estructuración Financiera DRET Consultores Cía. Ltda. / Elaboración: Class International Rating

## Estructura Legal

### Patrimonio Autónomo de la Titularización Decameron Ecuador<sup>3</sup>

Mediante Escritura Pública, conformada el 16 de noviembre de 2011, en la ciudad de Quito, ante la Notaría Segunda del Cantón Quito, HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. y Administradora de Fondos del Pichincha, FONDOSPICHINCHA S.A., constituyeron el Fideicomiso Mercantil irrevocable “Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador”. Por otro lado, se debe indicar que en el año 2012 se realizaron ciertas reformas al contrato inicialmente constituido, misma que ya fueron descritas anteriormente.

El Fideicomiso Mercantil irrevocable al que se le denominó “Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador” consiste en un Patrimonio Autónomo, dotado de personalidad jurídica separado e independiente de aquel o aquellos del Originador, de la Fiduciaria o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios administrados por la Fiduciaria.

Según lo dispuesto en el art. 109 de la Ley de Mercado de Valores, el Originador cede y transfiere al Fideicomiso, a título de Fideicomiso Mercantil irrevocable, sin reserva ni limitación alguna:

- La suma de USD 10.000,00, que constituye su Aporte Inicial al Patrimonio de Propósito Exclusivo.
- Adicionalmente cede y transfiere al Fideicomiso los bienes Inmuebles una vez cancelado el gravamen que pesa sobre los mismos.

<sup>3</sup> Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador

- También está conformado por los recursos económicos que provienen de los remanentes de la cartera fideicomitida en el Fideicomiso Decameron - Mompiche, y los que se generen durante la vigencia del Fideicomiso provenientes de los derechos económicos de los Contratos Multivacaciones.
- Finalmente transfiere las sumas que requiere el Fideicomiso para el pago de Valores y demás Gastos.

El Fideicomiso, sus activos y sus flujos en general, no pueden ser objeto de medidas cautelares ni providencias preventivas dictadas por Jueces o Tribunales, ni ser afectados por embargos ni secuestros dictados en razón de deudas u obligaciones del Originador, de la Fiduciaria o de terceros en general, y estará destinado única y exclusivamente al cumplimiento del objeto del Fideicomiso, en los términos y condiciones señalados en el Contrato de Constitución del Fideicomiso.

Por lo descrito anteriormente, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., conforme la documentación suministrada por el fiduciario, el originador y a los términos establecidos en el contrato de la Titularización Decameron Ecuador y, de acuerdo al análisis y estudio realizado a dicha documentación, opina que existe consistencia en la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio de propósito exclusivo y cesión del Derecho de Cobro al Fideicomiso. Además la legalidad y forma de transferencia se ajusta a lo que señala el artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento a lo estipulado en el literal b, numeral 3 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; al Art. 151 de la Ley de Mercados de Valores, y, al Literal d) del Art. 188 de la misma Ley.

### Operatividad del Patrimonio de Propósito exclusivo<sup>4</sup>

La Fiduciaria, como representante legal del Fideicomiso, cumplirá con las instrucciones fiduciarias que se describen a continuación:

- Registrar en la contabilidad del Patrimonio de Propósito Exclusivo el Aporte Inicial del Originador.
- Suscribir el Contrato de Compra-Venta con el Originador.
- Adquirir con cargo a las sumas de dinero que integran el Patrimonio de Propósito Exclusivo según lo establecido en el orden de prelación, los Contratos Multivacaciones al precio fijado para el efecto conforme los contratos correspondientes.
- Efectuar la recompra de Contratos Multivacaciones y la sustitución de los mismos en la forma prevista en el Reglamento de Gestión.
- Registrar en el Patrimonio de Propósito Exclusivo los recursos económicos que provienen de los remanentes de la cartera fideicomitida en el Fideicomiso Decameron Mompiche y los que se generen durante la vigencia del fideicomiso provenientes de los derechos económicos de los Contratos Multivacaciones y los documentos o títulos que los instrumentan, en la forma establecida en el contrato y en el Reglamento de Gestión.
- Abrir una cuenta corriente en una institución financiera nacional que cuente con una calificación mínima de "AA".
- Administrar los activos integrados en el Patrimonio de Propósito Exclusivo, tendiendo a la obtención de los Flujos; para el efecto contratará una Administradora de Activos que podrá ser el mismo Originador y cuyas funciones, deberes y obligaciones se señalan en el Reglamento de Gestión.
- Administrar e incorporar los Flujos al Fideicomiso en la forma señalada en el Reglamento de Gestión, que dará cuenta del destino de la recaudación efectiva esperada.
- Efectuar los pagos que corresponden a los pasivos del Patrimonio del Propósito Exclusivo en la forma y con la prelación establecida en el contrato.
- Obtener las autorizaciones que se requieran para llevar adelante el proceso de titularización, conforme con las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores y del Libro II, Mercado de Valores, del Tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, publicada en el Registro Oficial, Edición Especial No. 44, de 24 de julio de 2017.
- Contratar un agente pagador y suscribir el contrato respectivo.

<sup>4</sup> Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador, Reglamento de Gestión y Prospecto de Oferta Pública.

- Contratar la calificación de riesgo y sus actualizaciones con una firma calificadora de Riesgo legalmente constituida y registrada en el Registro de Mercado de Valores, y suscribir el contrato respectivo.
- Contratar a una Casa de Valores legalmente constituida y registrada en el Registro de Mercado de Valores, para la colocación de los valores suscribir el contrato respectivo.
- Contratar la auditoría externa del Patrimonio de Propósito Exclusivo y suscribir el contrato respectivo.
- Emitir el Prospecto de Oferta Pública y el Reglamento de Gestión.
- Emitir valores respaldados con el Patrimonio de Propósito Exclusivo en la forma y con las características señaladas en el contrato, en el Prospecto de Oferta Pública y en el Reglamento de Gestión.
- Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores.
- En el evento de alcanzar el Punto de Equilibrio aplicar los Mecanismos de Garantía en la forma señalada en el contrato y en el Reglamento de Gestión a fin de precautelar a los Inversionistas.
- Pagar a los Inversionistas, en la forma señalada en el contrato y en el Reglamento de Gestión.
- Transferir semanalmente al Originador los Flujos remanentes, una vez que se hayan evacuado los pagos y provisiones que correspondan al pago de capital e intereses de los Valores emitidos y los demás establecidos en el orden de prelación en la forma señalada en el contrato y en el Reglamento de Gestión.
- Transferir al Originador los Contratos Multivacaciones en el evento de que el Patrimonio de Propósito Exclusivo, hubiera redimido en su totalidad los Valores.
- Restituir al Originador los Inmuebles una vez que se hubieran redimido la totalidad de los Valores emitidos.
- Convocar, en la forma señalada por el contrato, a Asamblea de Inversionistas para la elección de los miembros del Comité de Vigilancia.
- Registrar los nombres, firmas y demás documentos que considere necesarios para acreditar la representación de los miembros de la Asamblea de Inversionistas
- Proporcionar la información referida en el Reglamento de Gestión a los Inversionistas, a los partícipes del mercado y a las autoridades competentes
- Invertir, previa aprobación del Originador, los recursos del patrimonio autónomo, si los hubiera, cuando los flujos de caja lo permitan y en las Inversiones que sean determinadas en el Reglamento de Gestión procurando que dichas inversiones se realicen bajo los principios de seguridad, liquidez y rentabilidad, en ese orden; las inversiones deberán realizarse observando que no afecten a los pagos y las fechas en que deben realizarse los pagos a los Inversionistas
- Ejercer todas las acciones, derechos y obligaciones inherentes de la calidad de representante legal del fideicomiso mercantil poseedor y propietario de los Activos que se transfieren o se transferirán en el futuro a cualquier título
- Celebrar todos los actos y contratos que fueren necesarios para cumplir con la finalidad del fideicomiso y con las instrucciones establecidas por el originador o su sucesor en el derecho
- Consignar ante un Juez de lo Civil del cantón Quito, los recursos que les pudieren corresponder a los Inversionistas o al Originador en virtud de lo estipulado en este contrato, en caso que luego de transcurridos seis (6) meses contados a partir de la fecha en que se haya generado a favor de dichas personas el derecho a recibir los recursos antes referidos, no hayan recibido los mismos o se hayan negado de manera tácita o expresa a su recepción, en este caso no se reconocerá a favor del Inversionista, intereses adicionales a los establecidos en el o los dividendo(s) respectivo(s) no recibidos por el Inversionistas. Los recursos que no hayan sido recibidos por los Inversionistas serán invertidos de conformidad con lo establecido en el contrato y en el Reglamento de Gestión reglamento por el plazo en que deba efectuarse el pago por consignación.
- En el evento de que no llegare a colocar los valores necesarios para alcanzar el Punto de Equilibrio, devolver a los inversionistas las sumas que le hubieran sido transferidas por la adquisición de los valores más los intereses correspondientes, en un plazo no mayor a treinta días contados a partir de la fecha en que el Agente de Manejo determine que no se ha alcanzado el Punto de Equilibrio.

### Situación Financiera del Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador.

Al 31 de julio de 2018, el Estado de Situación Financiera del Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador estuvo conformado por un total de activos igual a USD 21,46 millones, de los cuales el 27,63% estuvo

constituido por Activos Financieros, dentro de la cual se encuentran registradas las Cuentas por Cobrar al Originador.

Por otro lado, los pasivos alcanzaron la suma de USD 5,96 millones, en donde el monto más importante corresponde a los Valores de Titularización por USD 5,67 millones (95,07% de los pasivos). El patrimonio por su parte, ascendió a USD 15,90 millones, en donde las cuentas más representativas fueron Aportes en Especies y Aportes en Efectivo, las mismas que registran el Aporte Inicial del Fideicomiso y los apostes adicionales.

### **Colocación de los valores “FMTDE” y Pago de Dividendos**

Con fecha 14 de junio de 2012, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó la Titularización Decameron Ecuador, por la suma de USD 27,00 millones, bajo la Resolución No. SC.IMP.DAYR.DJMV.G.12. 3077, siendo inscrita en el Registro de Mercado de Valores el 20 de junio de 2012. Es relevante mencionar que el plazo de la oferta pública de la presente titularización venció el 14 de marzo de 2013.

Por otro lado, se debe acotar que PICAVAL Casa de Valores S.A. (antes Pichincha Casa de Valores PICAVAL S.A.), el 28 de junio de 2012 efectuó la colocación del 100% de los títulos valores entre diferentes inversionistas.

Hasta el 31 de julio de 2018, el Agente Pagador realizó la cancelación del décimo segundo dividendo. Por lo que el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas asciende a la suma de USD 5,67 millones.

### **Situación actual del Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador.**

Respecto a las provisiones efectuadas por la Fiduciaria y a su inversión, según información proporcionada por el Agente de Manejo, al 31 de julio de 2018, éstas se efectuaron con normalidad y conforme a las condiciones que le fueron señaladas en el contrato del Fideicomiso. En este sentido y conforme al informe del Administrador fiduciario, en el mes de julio de 2018 se realizaron provisiones para la cancelación del décimo tercer dividendo de capital e interés, por la suma de USD 0,49 millones, que representa el 15,77% del valor a cancelar del siguiente dividendo que vence en diciembre de 2018.

Por otro lado, la transferencia de recursos al Fideicomiso por parte del Originador, por concepto de recaudo para constituir las provisiones de los pagos, se efectuó de manera irregular; sin embargo, como ya se señaló, fueron suficientes para cumplir oportunamente con los pagos. Durante los últimos meses la compañía ha venido igualándose. Según información más actualizada, a julio de 2018 el flujo se encuentra al día.

Desde agosto de 2012 hasta el cierre de julio de 2018, el Originador transfirió al Fideicomiso un monto total de USD 37,67 millones. Durante ese mismo periodo, el Fideicomiso restituyó al Originador una suma de USD 3,56 millones.

**CUADRO 3: RECAUDACIONES Y RESTITUCIONES (USD)**

Fecha	Flujo Recaudado	Monto Restituido al Originador
2012	2.227.861	69.397
2013	6.755.906	753.985
2014	6.164.285	1.510.576
2015	5.862.991	137.672
2016	5.823.757	1.091.396
2017	7.180.333	-
2018*	3.650.000	-
<b>Total</b>	<b>37.665.133</b>	<b>3.563.026</b>

Fuente: Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomiso/ Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, respecto a las cifras que se proyectaron que recaudaría el Fideicomiso, se presentan valores que superan a las proyecciones iniciales en un escenario pesimista hasta el año 2016; no obstante, a partir del año 2017 la estructuración financiera contempló una subida importante en los flujos proyectados y debido a la situación económica coyuntural ya analizada, se presentó un cumplimiento de sólo el 56,14%, mientras que

para julio de 2018 el flujo real cubrió en 80,64% lo proyectado.

**CUADRO 4: RECAUDACIONES REALES VS. PROYECCIONES<sup>5</sup> (USD)**

Año	Flujo Proyectado Pesimista	Flujo Real	Exceso/Déficit	% Variación
2013	5.806.129	6.755.906	949.777	116,36%
2014	5.628.816	6.164.285	535.469	109,51%
2015	5.194.806	5.862.991	668.185	112,86%
2016	4.754.502	5.823.757	1.069.254	122,49%
2017	12.790.986	7.180.333	-5.610.653	56,14%
2018*	4.526.211	3.650.000	-876.211	80,64%
<b>Total</b>	<b>34.175.240</b>	<b>31.787.272</b>	<b>-2.387.968</b>	<b>93,01%</b>

Fuente: Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Class International Rating

## Mecanismos de Garantía<sup>6</sup>

Para salvaguardar los intereses de los inversionistas, la presente emisión se encuentra respaldada por los siguientes mecanismos de garantía:

### Exceso de Flujo de Fondos:

Es el mecanismo de garantía que consiste en que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos.

Como consecuencia del Exceso de Flujos de Fondos, se creó la Cuenta de Garantía cuyo objetivo es respaldar a los Inversionistas frente a eventuales variaciones inesperadas de los flujos. La Cuenta de Garantía podrá estar conformada por recursos monetarios, Póliza de Seguros, aval bancario (emitido por un banco con calificación mínima de A+), o cualquier otra caución equivalente. La cuenta de garantía deberá contar con recursos monetarios o las cauciones detalladas anteriormente, por un monto que represente el 50% del siguiente dividendo de todas las series en las que se divide la emisión, de manera que si por alguna razón en cualquier momento la Fiduciaria determina que no se encuentra en el nivel requerido procederá a reponer esta cuenta de garantía con los flujos, respetando el orden de prelación establecido, hasta restablecer la cuenta de garantía en el nivel mencionado. Por el contrario, si el monto de la cuenta de garantía excede el cincuenta por ciento del siguiente dividendo de todas las series en las que se divide la emisión, la Fiduciaria procederá a restituir al Originador el remanente de estos recursos, siempre y cuando no se hayan cumplido alguna de las causales de retención de flujos detalladas en el documento de estructuración. Se aclara que los dividendos a los que se hace referencia en este numeral pueden ser de interés o de capital e interés, según corresponda.

Esta cuenta de garantía se podrá utilizar cuando los flujos sean insuficientes para aprovisionar mensualmente lo requerido para el pago del próximo dividendo de todas las series en las que se divide la emisión. En el caso de que la cuenta de garantía sea utilizada, deberá ser repuesta con los flujos que ingresen al Fideicomiso de acuerdo a la prelación de pagos mencionada anteriormente. Los recursos de la cuenta de garantía o las cauciones en caso de haberlas serán restituidos totalmente al originador cuando se haya cancelado en su totalidad los valores.

Cumpliendo con lo estipulado en el contrato constitutivo del fideicomiso, el 05 de julio de 2012 se creó la cuenta corriente No. 2100007416 en el Banco del Pichincha, con el fin de aprovisionar el Fondo de Garantía.

Conforme estipula el contrato constitutivo del fideicomiso, a partir de abril de 2017 el fondo de garantía debe incrementarse en USD 0,25 millones, por lo tanto al 31 de julio de 2018 la Cuenta de Garantía mantiene USD 1,54 millones, valor que constituye el 50,00% del décimo tercer dividendo, con lo cual se cumple con lo estipulado el Contrato de Fideicomiso. Cabe puntualizar que en adelante el valor del mecanismo de garantía no deberá ser incrementado.

<sup>5</sup> Los flujos reales en el año 2018, se los considera hasta el mes de julio.

<sup>6</sup> Tercera Reforma al Contrato del Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador.

**CUADRO 5: 50% MÍNIMO DEL DIVIDENDO SEMETRAL**

Semestre	Capital	Interés	Dividendo	50% Mínimo en Cuenta de Garantía
1	1.350.000	1.147.500	2.497.500	1.248.750
2	1.350.000	1.090.125	2.440.125	1.220.063
3	1.350.000	1.032.750	2.382.750	1.191.375
4	1.350.000	975.375	2.325.375	1.162.688
5	1.350.000	918.000	2.268.000	1.134.000
6	1.350.000	860.625	2.210.625	1.105.313
7	1.620.000	803.250	2.423.250	1.211.625
8	1.620.000	734.400	2.354.400	1.177.200
9	2.160.000	665.550	2.825.550	1.412.775
10	2.160.000	573.750	2.733.750	1.366.875
11	2.835.000	481.950	3.316.950	1.658.475
12	2.835.000	361.463	3.196.463	1.598.231
13	2.835.000	240.975	3.075.975	1.537.988
14	2.835.000	120.488	2.955.488	1.477.744

Fuente: Informe de Estructuración Financiera DRET Consultores / Elaboración: Class International Rating

### **Sustitución de Activos:**

Consiste en sustituir los activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, a fin de incorporar al patrimonio de propósito exclusivo, en lugar de los activos que han producido dichas desviaciones o distorsiones, otros activos de iguales o mejores características. Los activos sustitutos serán provistos por el originador, debiéndosele transferir a cambio, los activos sustituidos.

Los documentos de crédito que entraren en mora por más de 120 días (o los que hubieren sido adquiridos inicialmente y cuya mora superare ese plazo) deberán ser sustituidos por el Originador por nuevos documentos de crédito, empezando esta sustitución por la documentos de crédito con mayor periodo de mora.

Los nuevos documentos de crédito que ingresen al Fideicomiso, tanto por la compra de nuevos documentos de crédito como por la sustitución de documentos de crédito en mora, no podrá superar el valor de USD 2.500.000 por mes.

Según lo reportado por la Fiduciaria, la cartera no presentó morosidad de más de 120 días; sin embargo, el Originador sustituyó cartera con morosidad de menos de 90 días, cartera totalmente cancelada o cartera inactiva, durante 2017 por un valor de USD 9,71 millones y en lo que va de 2018 (hasta julio) sustituyó una suma de USD 4,20 millones.

**CUADRO 6: CARTERA SUSTITUIDA (USD)**

Fecha	Cartera Sustituida
2016	11.072.850,09
2017	9.706.768,29
2018*	4.202.422,00

Fuente: Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Class International Rating

El saldo de cartera en el fideicomiso, según lo reporta la Fiduciaria al 31 de julio de 2018, es de USD 5,67 millones. La cartera comprometida de HOTELES DECAMERON S.A. a esa fecha, tuvo una cobertura del 100,00% sobre el saldo de capital por pagar a los inversionistas de la Titularización a julio de 2018 (USD 5,67 millones).

### **Resguardos Adicionales:**

A pesar de los resguardos previamente detallados, en el evento en que por cualquier causa no existieren recursos suficientes para afrontar los pagos a los inversionistas, y que los mecanismos de garantía no provean los recursos suficientes para dichos pagos, el Fideicomiso contará aun con los activos transferidos y/o adquiridos durante el plazo de la titularización para poder efectuar la venta de los mismos, y afrontar el pago de los valores

emitidos. Dichos activos son los documentos de créditos adquiridos, y el inmueble donde funciona el Hotel Decameron Mompiche; cuyo valor en activos supera el monto total emitido bajo la presente titularización.

Según lo reportado por la Fiduciaria, el último avalúo realizado al Hotel en el año 2011, registró un valor comercial por USD 57,06 millones, el mismo que fue aportado al Fideicomiso Mercantil con fecha 31 de agosto de 2012, fecha de inscripción en el Registro de la Propiedad del Cantón Muisne, evidenciando que el valor del inmueble supera el monto de la titularización (USD 27,00 millones).

### Cobertura sobre el Índice de Desviación y sobre Pasivos a Inversionistas

A efectos del cálculo de la cobertura de los Mecanismos de Garantía sobre el Índice de Desviación, se evidencia que para el 31 de julio de 2018, se mantuvo una cobertura de 142,04 veces sobre el índice de desviación, determinando de esta manera que dicha cobertura se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

CUADRO 7: COBERTURA DE MECANISMO DE GARANTÍA SOBRE EL ÍNDICE DE DESVIACIÓN

Año	Flujo Real	3,12% Índice de desviación	Mecanismo de Garantía	Mecanismo / Índice de Desviación
2013	6.755.906	210.784	16.175.823	76,74
2014	6.164.285	192.326	16.175.823	84,11
2015	5.862.991	182.925	16.175.823	88,43
2016	5.823.757	181.701	16.849.722	92,73
2017	7.180.333	224.026	16.339.851	72,94
2018*	3.650.000	113.880	16.175.823	142,04

Fuente: Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Class International Rating

Luego del estudio y análisis de la cobertura de los mecanismos de garantía sobre el índice de desviación, Class International Rating, señala que se ha cumplido con la exigencia establecida en el Art. 17, Sección IV, Capítulo V, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Por otro lado, se debe acotar que al 31 de julio de 2018, el total de Mecanismos de Garantía (USD 16,18 millones), registró una cobertura de 285,29% sobre el saldo de capital pendiente por pagar a los inversionistas.

CUADRO 8: COBERTURA DE MECANISMO DE GARANTÍA SOBRE EL ÍNDICE DE DESVIACIÓN

Descripción	Valor (USD)
Cuenta de Garantía	1.537.988
Inmueble	14.637.836
<b>Total Mecanismo de Garantía</b>	<b>16.175.823</b>
Saldo Capital (al 31 de julio de 2018)	5.670.000
<b>Cobertura (% sobre saldo de capital)</b>	<b>285,29%</b>

Fuente: Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Class International Rating

### Asamblea:

Está conformada por la totalidad de los Inversionistas adquirentes de valores. Presidirá la Asamblea un inversionista nombrado para el efecto de entre los miembros de la Asamblea y actuará como Secretario el representante legal del Agente de Manejo o su delegado con voz pero sin voto. A falta de los titulares en cada Asamblea podrán elegirse un Presidente temporal con carácter de Ad-Hoc.

Tras varias convocatorias fallidas desde marzo de 2014, en 2016 se realizaron 2 convocatorias, en marzo y mayo, mismas que no contaron con el quórum requerido, por lo que se declaró la imposibilidad de instalarse la Asamblea. En 2017 se realizó 1 convocatoria en abril y tampoco contó con el quórum requerido.

Del mismo modo, en 2018 se realizaron 2 convocatorias, en abril y mayo, las mismas que no contaron con el quórum requerido y por ende se declaró la imposibilidad de instalarse la Asamblea.

## Comité de Vigilancia

Está conformado por tres miembros designados por la asamblea de inversionistas. Las designaciones podrán recaer sobre miembros de la asamblea o sobre personas naturales o jurídicas de fuera de su seno, siempre que no estén relacionados ni directa ni indirectamente con el Agente de Manejo ni con el Originador; a falta de elección por parte de la asamblea de los miembros del Comité de Vigilancia por parte de la asamblea se entenderán como miembros del Comité de Vigilancia los inversionistas con mayor porcentaje de los valores emitidos; el Inversionista con más valores invertidos asumirá la Presidencia del Comité y el que lo siga en porcentaje de inversión será Secretario del Comité.

El Comité de Vigilancia está conformado por:

- Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social como Presidente.
- Corporación Financiera Nacional como Secretario.

Con fecha 29 de diciembre de 2015 se reúne el Comité de Vigilancia, en donde se autoriza al agente de manejo para que sustituya la calificadora de riesgos.

Al 31 de julio de 2018, el Comité de Vigilancia no se ha reunido nuevamente.

## Punto de Equilibrio

A efectos de atender la exigencia normativa de la determinación de un punto de equilibrio, se lo fija en la colocación de los valores que proporcionen la suma necesaria para cancelar las obligaciones crediticias con el Banco Pichincha C.A. que tiene el Originador, esto es hasta USD 12,00 millones. En el evento de que no llegare a colocar los valores necesarios para alcanzar el Punto de Equilibrio, el Agente de Manejo deberá devolver a los Inversionistas las sumas que le hubieran sido transferidas por la adquisición de los valores más los intereses correspondientes, en un plazo no mayor a treinta días contados a partir de la fecha en que se hubiera determinado que no se ha alcanzado el Punto de Equilibrio. En caso de que no se cumpla el Punto de Equilibrio: (i) con los recursos del Fideicomiso se pagarán todos los Pasivos con Terceros Distintos de los Inversionistas; (ii) se restituirán los bienes del Fideicomiso al Originador; y, (iii) se liquidará el Fideicomiso.

El Fideicomiso superó el punto de equilibrio con la colocación de los valores en junio de 2012.

## Experiencia del Administrador Fiduciario

FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, se constituyó inicialmente bajo la denominación de Invescorp valores S.A., mediante escritura pública otorgada ante Notaría Segunda del Cantón Quito, el 29 de julio de 1994 e inscrita en el Registro Mercantil el 22 de agosto del mismo año. Posteriormente, cambiaría su denominación bajo Escritura Pública otorgada el 22 de agosto de 1996, por parte de la Notaría Segunda del Cantón Quito, misma que fue inscrita en el Registro Mercantil del mismo Cantón, el 13 de diciembre del mismo año, a Invescorpsecurities S.A. Luego, el 12 de agosto de 1998 mediante Escritura Pública otorgada por la Notaría Quinta del Cantón Quito, la compañía cambiaría su denominación a la actual FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, la cual a su vez fue inscrita en el Registro Mercantil el 28 de octubre de 1998.

Con fecha 12 de abril de 2013, la Fiduciaria se fusionó por absorción con la compañía Administradora de Fondos del Pichincha, FONDOSPICHINCHA S.A., mediante Escritura Pública otorgada por la Notaría Tercera del cantón Quito, la cual fue inscrita en el Registro Mercantil del Cantón Quito el 18 de noviembre de 2013.

Actualmente, el capital suscrito y pagado de la Fiduciaria asciende a USD 1,13 millones.

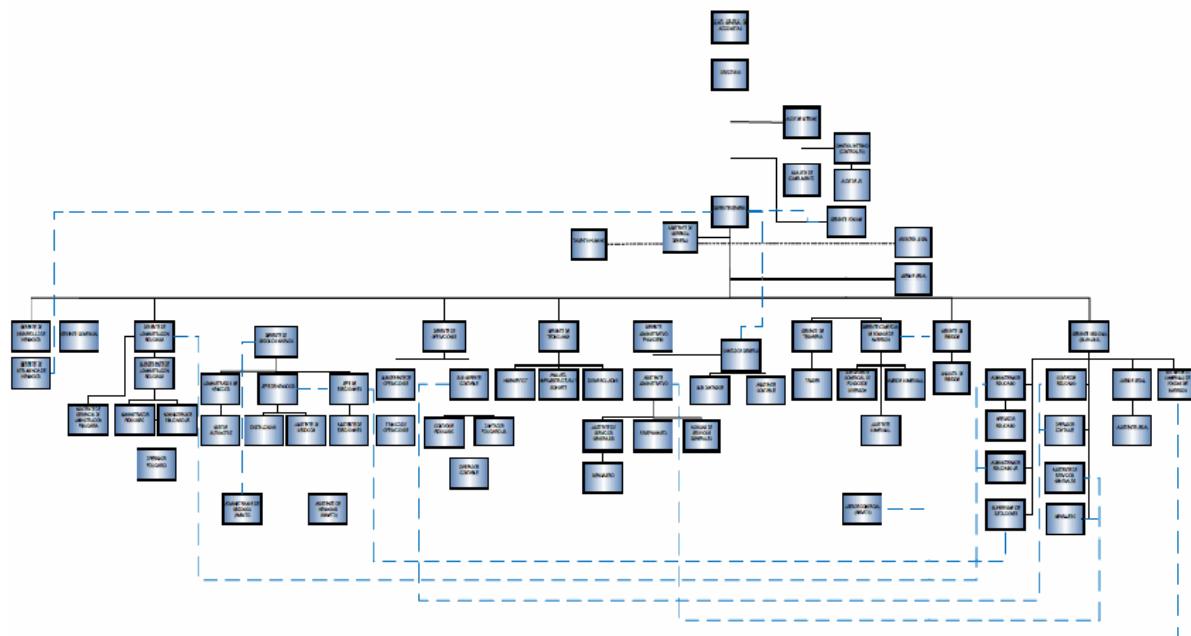
Por otro lado, se debe mencionar que la Fiduciaria posee personal capacitado para el manejo de cada uno de sus procesos, contando así con varios niveles administrativos como: nivel directivo (el cual está representado por la

Junta General de Accionistas y el Directorio), nivel ejecutivo (Presidente del Directorio, Gerente General), y demás niveles operativos.

Mantiene dos estructuras de tecnología BLADE SYSTEM C3000, con seis servidores físicos HP de séptima generación y con varios servidores generados en ambientes virtuales. Adicionalmente, cuenta con sistemas de almacenamiento de datos Storage HP, modelo EVA 6300 y un modelo P2000 para base de datos, aplicativos, correo, archivos de usuarios, etc.

A continuación se puede apreciar el organigrama de la Fiduciaria:

#### GRÁFICO 1: ORGANIGRAMA FIDUCIARIA



Fuente y Elaboración: Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos

Por lo expuesto, se observa que la administradora presenta una apropiada estructura administrativa, adecuada capacidad técnica, y un aceptable posicionamiento en el mercado, con lo cual se da cumplimiento a lo determinado en el literal c, numeral 3 del Artículo 19, del Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

## Calidad del Activo Subyacente

Los Flujos, según el Contrato del Fideicomiso, se refiere los recursos económicos que forman parte del Fideicomiso y que provienen de los remanentes de la cartera fideicomitida en el Fideicomiso Decameron-Mompiche y los que se generen durante la vigencia del fideicomiso provenientes de los derechos económicos de los Contratos Multivacaciones en la forma establecida en el Contrato de Fideicomiso y en el Reglamento de Gestión.

Los activos que se titularizan son los recursos económicos provenientes de los remanentes de la cartera fideicomitida en el Fideicomiso Decameron-Mompiche y los que se generen durante la vigencia del fideicomiso provenientes de los derechos económicos de los Contratos Multivacaciones y los documentos o títulos que los instrumentan, en la forma establecida en el contrato y en el Reglamento de Gestión.

### Contratos Multivacaciones:

Para cumplir adecuadamente con la finalidad y los objetivos del contrato de fideicomiso, la Fiduciaria, celebró y suscribió con el Originador el Contrato de Compra-Venta, hasta por el valor definido en el Prospecto de Oferta Pública y el Reglamento de Gestión. El Contrato de Compra-Venta debe contemplar adquisiciones adicionales de los derechos económicos de los Contratos Multivacaciones y sustituciones conforme los parámetro señalados en el Contrato de Fideicomiso y en el Reglamento de Gestión. Los Contratos Multivacaciones y los derechos económicos derivados de estos que adquiere el Patrimonio de Propósito Exclusivo deben corresponder únicamente a “Multivacaciones Decameron” y deben estar adecuadamente instrumentados.

Los Contratos Multivacaciones se refieren al conjunto de contratos y documentos que instrumentan las obligaciones adquiridas en el programa denominado Multivacaciones Decameron, consistente en la adquisición de una cantidad determinada de unidades incorporales, denominadas Decas, las cuales pueden ser canjeadas por noches de alojamiento en los hoteles que hacen parte del programa, en los términos y condiciones establecidos en el respectivo contrato de compraventa y del reglamento que hace parte del mismo, como su anexo; entendiéndose como tales a los derechos económicos correspondientes a la totalidad de las obligaciones de carácter económico y compromisos de pago asumidos por los Deudores en los Contratos Multivacaciones, en los que se incluye todos los recursos derivados de la cobranza y recaudo a los Deudores por parte del Administrador de Activos.

### Remanentes de los Derechos Existentes sobre Cartera Fideicomitida:

Para cumplir adecuadamente con la finalidad y los objetivos del Contrato de Fideicomiso, la Fiduciaria, en su calidad de representante legal del Patrimonio Autónomo de Propósito Exclusivo, cumplirá las siguientes instrucciones:

- Registrar en el Patrimonio de Propósito Exclusivo los recursos económicos que provienen de los remanentes de la cartera fideicomitida en el Fideicomiso Decameron - Mompiche y los que se generen durante la vigencia del fideicomiso provenientes de los derechos económicos de los Contratos Multivacaciones y los documentos o títulos que los instrumentan, en la forma establecida en el Contrato de Fideicomiso y en el Reglamento de Gestión.
- Abrir una cuenta corriente denominada Cuenta de Pago de Gravamen a la que ingresa los recursos necesarios para el pago de las obligaciones de crédito que permitan el levantamiento del gravamen.
- Abrir una cuenta corriente en representación del Patrimonio de Propósito Exclusivo a la que se transfiere el Flujo, en la forma establecida en el Contrato de Fideicomiso y en el Reglamento de Gestión.
- Transferir semanalmente al Originador el remanente de los flujos una vez provisionado el capital y los intereses correspondientes a los Valores emitidos y los demás rubros establecidos en el orden de prelación de uso de recursos, en la forma y con las excepciones señaladas en el Reglamento de Gestión y el Contrato de Fideicomiso.
- Recibir directamente la cartera fideicomitida (Contratos Multivacaciones) del Fideicomiso Decameron- Mompiche, una vez cancelado el crédito del Banco del Pichincha C.A., en virtud de la transferencia que ha efectuado el Originador en el Contrato de Fideicomiso.

### Certidumbre de los Flujos

Se analiza el comportamiento histórico de las ventas del programa Multivacaciones. Se considera más importante a los ingresos generados a partir del año 2009, puesto que en ese año se da inicio a la construcción del Hotel Decameron Mompiche, el mismo que da un impulso a las ventas de años anteriores, siendo ya un esquema exitoso de negocio.

CUADRO 9: VENTAS DE CONTRATOS MULTIVACACIONES

Años	Ecuador	Colombia	Total
2006 (3 meses)	468.763		
2.007	2.387.897		

2.008	4.100.975		
2.009	10.184.000	958.050	11.142.050
2.010	22.971.050	790.000	23.761.050
2.011	28.073.000	509.400	28.582.400
2012 ( a Abril)	12.563.025		12.563.025
<b>Total</b>	<b>73.791.075</b>	<b>2.257.450</b>	<b>76.048.525</b>

Fuente: Informe de Estructuración Financiera DRET Consultores / Elaboración: Class International Rating

De estas ventas se considera que, las realizadas en Colombia son a ecuatorianos. Como se aprecia, las ventas a partir del año 2009 son mucho más pronunciadas que las de años anteriores, por lo que se separa entre ambas, para determinar proyecciones con mayor exactitud.

El producto se vende mediante el pago de hasta un 30% en efectivo, y la diferencia se la financia sin interés hasta 36/42 meses plazo. Estos flujos contienen los anticipos de las ventas realizadas, así como los saldos por los contratos de Multivacaciones por cobrar para los años en detalle.

CUADRO 10: RECAUDACIÓN PROMEDIO EN EFECTIVO

Años	Ecuador	Colombia	Total
2.009	24,85%	22,78%	24,67%
2.010	26,65%	21,62%	26,48%
2.011	26,11%	23,08%	26,06%
2012 ( a Abril)	23,85%		23,85%
<b>Total</b>	<b>25,72%</b>	<b>22,44%</b>	<b>21,68%</b>
		<b>Promedio</b>	<b>25,18%</b>

Fuente: Informe de Estructuración Financiera de DRET Consultores / Elaboración: Class International Rating

El Promedio de pagos en efectivo del 25,18% fue utilizado como el valor para realizar las proyecciones que se presentaron como flujos futuros generados por los Contratos de Multivacaciones.

## Metodología de cálculo para el índice de desviación

La fluctuación de los flujos futuros en la adquisición de los documentos de crédito del Programa Multivacaciones, obedece a un potencial deterioro o retraso en el cobro de los documentos de crédito.

Para la estructuración efectuada se determinó el impacto en términos monetarios que tendría un potencial retraso en el cobro de los documentos de crédito, y este impacto en términos monetarios se lo transformó en un equivalente en porcentaje de ocupación y este indicador relacionado con el nivel de ocupación se utilizó como índice de desviación para el modelo.

En la recuperación de los documentos de crédito, se calculó el impacto en recuperación total que representa el deterioro de 5% en la cobranza de las cuotas mensuales planificadas, por la totalidad de los documentos de crédito adquiridos.

La recuperación durante los primeros 24 meses, período de más alta desviación, en el escenario optimista, es de USD 23.182.418,60; en el escenario moderado, es de USD 22.911.264,80; en el escenario pesimista, que tiene tasas de recuperación mensual inferiores en un 5% al escenario moderado, es de USD 21.284.341,70. La diferencia entre el escenario optimista y el moderado es de USD 271.153,80, y entre el pesimista y el moderado es de USD 1.626.923,10. El promedio de ambos valores es de USD 949.038,46.

CUADRO 11: CÁLCULO DE LA DESVIACIÓN PROBABLE

Rubro	Escenario Optimista	Escenario Moderado	Escenario Pesimista
Recuperación	23.182.419	22.911.265	21.284.342
Diferencia Optimista Moderado		271.154	
Diferencia Pesimista Moderado		1.626.923	
<b>Promedio</b>		<b>949.038</b>	

Cálculo del índice de desviación	
Ingresos con ocupación al 90%	30.393.150
Nivel de ingreso	303.932
Desviación Probable	3,12

Fuente: Informe de Estructuración Financiera DRET Consultores / Elaboración: Class International Rating

Si se analiza la totalidad de ingresos de los hoteles Decameron Ecuador (Mompiche/Punta Centinela) proyectada, el monto total es de USD 30.393.150 para un nivel de ocupación del 90%. Por tanto, cada punto porcentual representa un nivel de ingresos de USD 303.931,50. La relación entre USD 949.038,46 y USD 303.931,50 es 3,12%, lo cual implica que el impacto que tiene la desviación probable de los flujos provenientes de la recuperación total de los documentos de crédito expresada en términos de ocupación hotelera es del 3,12%.

Por tanto, el Índice de desviación de los flujos futuros esperados para la presente titularización es del 3,12%, expresado en términos de ocupación de infraestructura hotelera.

A continuación se evidencia un detalle de los diferentes escenarios presentados para la titularización:

CUADRO 12: ESCENARIOS (USD)			
Año	Pesimista	Moderado	Optimista
2012	4.195.652	4.295.657	4.312.324
2013	5.806.129	6.094.021	6.142.003
2014	5.628.816	6.062.147	6.134.369
2015	5.194.806	5.694.891	5.778.239
2016	4.754.502	5.330.763	5.426.807
2017	12.790.986	13.642.525	13.784.448
2018	4.526.211	4.879.288	4.938.134
2019	115.376	125.761	127.492
<b>Total</b>	<b>43.012.480</b>	<b>46.125.054</b>	<b>46.643.816</b>

Fuente: Informe de Estructuración Financiera de DRET Consultores / Elaboración: Class International Rating

Luego del análisis y estudio realizado sobre la capacidad de generar flujos, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. señala que la empresa posee una aceptable aptitud 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, por lo tanto, los flujos son suficientes para cubrir en forma adecuada todos los pagos que deba afrontar el Fideicomiso, tanto para amortizar la deuda de capital e intereses, realizar provisiones para pagos, así como con el resto de obligaciones, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato del Fideicomiso y en las proyecciones que constan en la estructura financiera de la presente 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 el literal a, numeral 3 del Artículo 19, del Sección II, Capítulo II, Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

### **Monto Máximo de la emisión:**

De acuerdo a las proyecciones iniciales presentadas en el informe de estructuración financiera elaborada por DRET Consultores, se determina que en un escenario pesimista, fue capaz de generar flujos futuros proyectados por una suma de USD 43,01 millones durante la vigencia de los valores, siendo el valor presente de dichos flujos la suma de USD 30,95 millones, monto que fue descontado a una tasa de 8,17% (Tasa activa referencial señalada por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior en la cual fue el cálculo correspondiente), evidenciando de esta manera que el 90% de los flujos proyectados corresponde a USD 27,86 millones, siendo éste el máximo valor que la compañía podía emitir, el cual es superior al monto de la presente emisión.

CUADRO 13: FLUJOS DESCONTADOS

Año	Pesimista	Moderado	Optimista
2012	3.878.758	3.971.209	3.986.617
2013	4.962.186	5.208.232	5.249.239
2014	4.447.301	4.789.674	4.846.736
2015	3.794.391	4.159.663	4.220.542
2016	3.210.487	3.599.608	3.664.462
2017	7.984.782	8.516.355	8.604.951
2018	2.612.083	2.815.844	2.849.804
2019	61.555	67.095	68.019
<b>Flujo Total Descontado</b>	<b>30.951.543</b>	<b>33.127.681</b>	<b>33.490.371</b>
<b>90% del Flujo Descontado (Monto Máximo)</b>	27.856.388	29.814.913	30.141.334
<b>Monto de la Emisión</b>	27.000.000	27.000.000	27.000.000
<b>Cobertura Monto Máximo / Emisión (veces)</b>	1,03	1,10	1,12
<b>Flujo Total Descontado / Emisión (veces)</b>	1,15	1,23	1,24

Fuente: Informe de Estructuración Financiera de DRET Consultores / Elaboración: Class International Rating

Luego del análisis y estudio de los valores emitidos frente al monto máximo que podría emitirse, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., señala que el monto a emitirse por medio de la Titularización está dando cumplimiento a lo establecido en el Artículo 5, numeral 4, literal b, Sección I, Capítulo V, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

### Estudios sobre el Patrimonio y la estructura

Las titularizaciones son procesos mediante los cuales se emiten títulos valores susceptibles de ser negociados y colocados en el mercado de valores, con cargo a un patrimonio autónomo, que deberá pagar las obligaciones financieras a los inversionistas en las condiciones acordadas. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener un instrumento, ni una garantía de pago, ni estabilidad en su precio, sino una evaluación de su riesgo involucrado.

El proceso de análisis requiere verificar aspectos cualitativos y cuantitativos de si el originador presenta información representativa y válida, sin que esto signifique que se realice un proceso adicional de auditoría a la misma, ni que la calificadora se responsabilice sobre la veracidad de ella. Se trata de determinar, a juicio de Class International Rating si los estados financieros, el Derecho de Cobro, los Flujos, y otros antecedentes complementarios, son suficientes para inferir razonablemente la situación financiera del patrimonio fideicometido y, evaluar el riesgo asociado a los títulos de oferta pública emitidos a raíz del proceso de titularización. Todos estos aspectos han sido estudiados en la Titularización Decameron Ecuador, los mismos que tienen una fortaleza importante, así como una interesante proyección de recuperación de flujos y cobertura de los pagos.

Para la calificación de los valores producto de un proceso de titularización, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. considera necesario evaluar una serie de factores que incluyen: la calidad del activo subyacente, la seguridad de los flujos de caja esperados, los mecanismos de cobertura, así como la experiencia y calidad del originador y del administrador fiduciario, además de la estructura legal del fideicomiso. Estos aspectos han sido analizados en la Titularización Decameron Ecuador, los mismos que guardan razonablemente consistencia, y una adecuada estructura del administrador fiduciario para manejar estos procesos.

En base a estos temas CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. busca establecer la probabilidad de que los inversionistas reciban a tiempo el pago de capital e intereses según lo establecido en el contrato de fideicomiso, así como la cobertura de los Mecanismos de Garantía establecidos. De esta forma, se determina que la Titularización Decameron Ecuador está en capacidad de generar los flujos adecuados para cubrir con el pago a los inversionistas, además, los Mecanismos de Garantía son aceptables para darle liquidez a la titularización, en caso de requerir, la misma que cubre hasta determinado monto de pagos. El contrato de fideicomiso resguarda el uso y manejo adecuado de los recursos, y le da seguridad legal a la titularización, mientras que la constitución de un Comité de Vigilancia aporta al seguimiento del desempeño operativo y

financiero del fideicomiso.

## 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 conflictos comerciales entre las principales economías, mayor incertidumbre sobre el ritmo de ajuste de la política monetaria, altos y crecientes niveles de deuda y mayores tensiones geopolíticas<sup>7</sup>.

Todavía persiste inestabilidad en grandes economías de Latinoamérica, como la constrección 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), 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 1,6% en 2018 y 2,6% en 2019<sup>8</sup>.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un crecimiento económico positivo para el año 2018. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE)<sup>9</sup>, el repunte económico del 2,0% en 2018 se daría gracias al aumento en la inversión agregada. Por su parte, el Banco Mundial pronostica un crecimiento de 2,2% en 2018 y 1,5% en 2019<sup>10</sup>. Las últimas proyecciones realizadas por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estiman un crecimiento del 1,5%<sup>11</sup>. En cambio, según las estimaciones realizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento del Ecuador sería de 2,5% en 2018, superando así al crecimiento promedio de la región<sup>12</sup>. 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 inversión<sup>13</sup>.

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

CUADRO 14: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (millones USD 2007) I trimestre 2018	17.895,08	Crecimiento anual PIB (t/t-4) I trimestre 2018	1,92%
Deuda Externa Pública como % PIB (julio - 2018)	33,13%	Inflación mensual (agosto- 2018)	0,27%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - jul 2018	106,85	Inflación anual (agosto - 2018)	-0,32%
RI (millones USD al 14 de septiembre - 2018)	2.586,06	Inflación acumulada (agosto - 2018)	0,08%
Riesgo país (18 - septiembre - 2018)	708,00	Remesas (millones USD) II trimestre 2018	767,31
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 18 - sep- 2018)	69,85	Tasa de Desempleo Urbano (II trimestre 2018)	5,21%

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

<sup>7</sup> [https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP\\_2018\\_Mid-year\\_Update.pdf](https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP_2018_Mid-year_Update.pdf)

<sup>8</sup> <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2018/07/02/world-economic-outlook-update-july-2018>

<sup>9</sup> El crecimiento estimado del 2% obedece a las estadísticas iniciales que publicó el Banco Central. Cabe señalar, que a la fecha el Banco Central no ha actualizado su previsión de crecimiento, pues advirtió que ante el envío de la Ley de Fomento Productivo a la Asamblea Nacional se proyectarían cambios en sus estimaciones iniciales.

<sup>10</sup> <http://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

<sup>11</sup> <https://www.cepal.org/es/publicaciones/43964-estudio-economico-america-latina-caribe-2018-evolucion-la-inversion-america>

<sup>12</sup> Debido a que en la revisión de julio 2018 no estuvieron disponibles los detalles por país, se empleó la actualización que realizó el FMI en abril y cuyo link es el siguiente:

<https://www.imf.org/en/publications/WEO/Issues/2018/03/20/world-economic-outlook-april-2018>

<sup>13</sup> <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/1/la-economia-de-ecuador-crecera-el-2-en-2018>

**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 2,0%. 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%, cifra que resulta 0,6% inferior a la estimación inicial publicada en marzo de 2018; lo cual obedece al hecho de que las principales fuentes públicas y privadas han enviado información actualizada, completa y más desagregada. Este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones<sup>14</sup>.

En los meses de enero a julio de 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 12.473,5 millones, siendo superior en 20,5% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 10.349,7 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (39,9%), bienes de consumo (22,5%), bienes de capital (19,4%), materias primas (11,4%) y productos diversos (33,7%). 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 julio de 2018 alcanzaron USD 12.580,4 millones, siendo superiores en 14,4% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 10.996,0 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -5,8%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 34,2%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 42,2 durante enero-julio 2017 a USD 60,0 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-julio de 2018 crecieron en 3,9% frente al 2017, alcanzando USD 7.455,8 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 Unidos<sup>15</sup>. 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. Por otro lado, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo<sup>16</sup>. A julio de 2018 del total de crudo producido apenas un 22,41% corresponde a producción de empresas privada. A través de la ronda petrolera "Intracampos", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país<sup>17</sup>. En cuanto a la producción promedio diaria a julio de 2018, esta alcanzó los 523.341 barriles, siendo un 1,21% superior a la registrada en junio de 2018 pero un 3,29% inferior a julio de 2017<sup>18</sup>.

Después de la caída del precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, se muestra un comportamiento relativamente estable en lo que va del 2018, pues en enero 2018 se registró un promedio de USD 63,70 por barril, mientras que en julio de 2018 llegó a USD 70,98 por barril y se ubica en USD 69,03 en promedio hasta el 19 de septiembre 2018.

<sup>14</sup> <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>

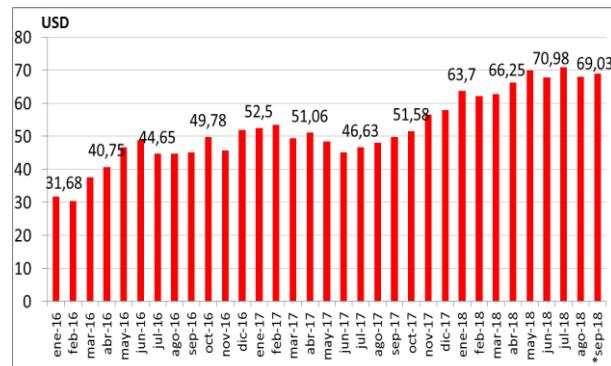
<sup>15</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendran-comercio.html>

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

<sup>17</sup> [https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizarian-50\\_-de-beneficios-para-ecuador](https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizarian-50_-de-beneficios-para-ecuador)

<sup>18</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadísticas/Hidrocarburos/indice.htm>

GRÁFICO 2: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO



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

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias hasta agosto de 2018, sumó USD 9.761,92 millones, siendo un 8,52% superior a lo registrado entre enero-agosto 2017 (USD 8.995,56 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de importaciones y de operaciones internas) con USD 4.433,69 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.284,45 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 794,99 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de importaciones y de operaciones internas) con USD 670,37 millones<sup>20</sup>.

La **inflación** anual en agosto de 2018 fue de -0,32%, siendo una de las variaciones anuales más bajas desde 2009; mientras que la inflación mensual se ubicó en 0,27%, luego de cuatro meses seguidos de deflación. Desde mediados de 2015, la inflación anual presenta una marcada reducción que refleja la desaceleración económica del país; siendo agosto 2018 el decimosegundo mes consecutivo en registrar valores negativos de inflación anual.

En referencia al **salario nominal promedio**, en agosto de 2018, alcanzó USD 450,26<sup>21</sup>; 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 107,28 para este mes<sup>22</sup>. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a agosto de 2018, ésta se ubicó en USD 710,76<sup>23</sup>, 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 101,38% del costo de la canasta

En relación a los indicadores laborales a junio de 2018, se observó que el 70,5% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar, de ésta el 66,4% se encuentra económicamente activa (7,98 millones de personas); para el mismo periodo se aprecia que el **empleo bruto nacional** se ubicó en 63,6% (65,6% a junio de 2017); la tasa de **desempleo** nacional alcanzó 4,1% (4,5% a junio de 2017); y el **empleo adecuado**, fue de 38,9%, inferior en 1,2% al registrado en junio de 2017 (40,1%)<sup>24</sup>. Esta disminución del empleo adecuado o pleno entre junio de 2017 y junio de 2018 significó una reducción de cerca de 161.689 puestos de trabajo. En cambio, se refleja un incremento de otro empleo no pleno, que pasó de representar el 24,3% de la población económicamente activa en junio de 2017 a 26,5% en el mismo mes de 2018. 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 laboral<sup>25</sup>.

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%),

<sup>19</sup> [https://www.eia.gov/dnav/pet/pet\\_pri\\_spt\\_s1\\_m.htm](https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm)

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

<sup>21</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201808.pdf>

<sup>22</sup> 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 2004=100.

<sup>23</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Agosto-2018/Boletin\\_tecnico\\_08-2018.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Agosto-2018/Boletin_tecnico_08-2018.pdf)

<sup>24</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Junio-2018/Informe\\_Economia\\_laboral-jun18.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Junio-2018/Informe_Economia_laboral-jun18.pdf)

<sup>25</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

mientras que Cuenca es la que presenta 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 ciudades<sup>26</sup>. Según el INEC, la pobreza en el área rural alcanzó el 43,0% en junio del 2018. Cabe señalar que, 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 respectivamente<sup>27</sup>.

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 5,08% para septiembre de 2018, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 8,01%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,93%<sup>28</sup>.

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el segundo trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron menos restrictivos en el otorgamiento de créditos de vivienda y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue positivo. Por otro lado, en los segmentos de productivo y consumo el saldo fue nulo<sup>29</sup>.

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)<sup>30</sup>.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el primer trimestre de 2018 fueron de USD 223,58 millones; monto superior en 21,28% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 184,35 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras, industria manufacturera, servicios prestados a empresas y comercio<sup>31</sup>.

Al mes de julio de 2018, de acuerdo a información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 34.459,3 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra presentó un incremento del 20,40% con respecto a julio de 2017 (USD 28.620,5 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta julio de 2018 fue de USD 7.743,8 millones, que equivale al 7,44% del PIB<sup>32</sup>, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de julio de 2018, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 46,5% del PIB<sup>33</sup>, 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 PIB<sup>34</sup>.

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 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 14 de septiembre de 2018 el saldo de reservas internacionales disminuyó a USD 2.586,06 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

<sup>26</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuatorianos-cifras-pobreza-inec-2018.html>

<sup>27</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Junio-2018/Informe\\_pobreza\\_y\\_desigualdad-junio\\_2018.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Junio-2018/Informe_pobreza_y_desigualdad-junio_2018.pdf)

<sup>28</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadísticas/SectorMonFin/TasasIntereses/Indice.htm>

<sup>29</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIT-2018.pdf>

<sup>30</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadísticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201802.pdf>

<sup>31</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadísticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversiónExtranjera/Directa/indice.htm>

<sup>32</sup> La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 104.021 millones, según última revisión de cifras del BCE.

<sup>33</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2018/09/1AGOSTO-2018.pdf>

<sup>34</sup> <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

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 externo<sup>35</sup>.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas en la reciente 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 básicas<sup>36</sup>. El déficit fiscal pasó de USD -2.146 millones en agosto de 2017 a USD -996,7 millones en agosto de 2018 y de acuerdo al Ministro de Economía y Finanzas, los principales factores de esta disminución han sido un menor gasto y una mayor recaudación tributaria. 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 industrial<sup>37</sup>.

## **Riesgo del Negocio**

### **Descripción de la Empresa**

La compañía HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. se constituyó el 12 de diciembre de 2005, mediante Escritura Pública otorgada por la Notaría Trigésimo Segunda del Cantón Quito, la cual fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros el 30 de enero de 2006, y que fue inscrita en el Registro Mercantil del Cantón Quito el 16 de marzo de 2006. El plazo de duración de la compañía es de 99 años, con vigencia hasta el 16 de marzo de 2105.

La compañía tiene por objeto social el desarrollo y promoción de proyectos turísticos y hoteles; el desarrollo, promoción y operación de proyectos de turismo receptivo y emisivo, incluyendo la operación y venta de paquetes turísticos nacionales e internacionales; el establecimiento de Centros de Entretenimiento y Diversión; la presentación de servicios de hotelería, restaurantes, bares, spa; el desarrollo, promoción y venta de programas de vacaciones a tiempo compartido; la realización de operaciones turísticas y venta de excursiones; transporte de turistas y persona por vía terrestre, aérea y marítima; el establecimiento y operación de zonas francas; la promoción, marketing y venta de productos relacionados con estas materias; y, el desarrollo de proyectos inmobiliarios.

HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. es dueña de dos complejos turísticos en el Ecuador, denominados: Complejo Vacacional Royal Decameron Mompiche y Royal Decameron Punta Centinela. Estos complejos son los que representan la mayor operación para la compañía en Ecuador. Adicionalmente manejan otros conceptos de negocio relacionados al turismo como son la Agencia de viajes minorista Decameron Ecuador, Agencia de viajes mayorista Servinclusivos, Decameron Explorer y la Hacienda “La Morería”, esta última ubicada en la ciudad de Quito.

La compañía pertenece a la Cadena de Hoteles Decameron, la misma que nació en Colombia, cuando su fundador, Lucio García Mansilla, abrió el primer Hotel Decameron Cartagena y en el año de 1998 dio inicio al programa denominado Multivacaciones, que actualmente cuenta con más de 60.000 socios activos y las inversiones desarrolladas superan la suma de USD 500 millones. Cuenta con operaciones en varios países de Latinoamérica, así como en otros países de Centroamérica y África.

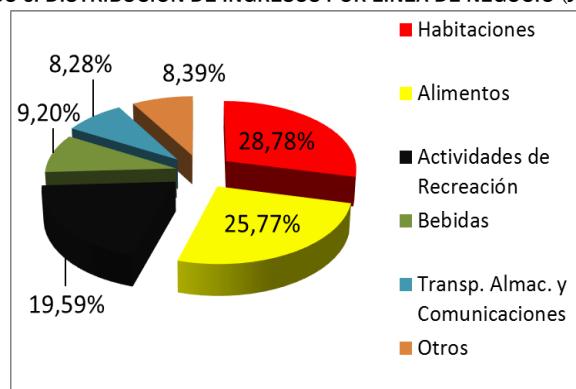
Los procesos que la compañía maneja en su ciclo de negocio están alineados a la satisfacción total del cliente, en sus paquetes todo incluido, en sus diferentes destinos turísticos tanto a nivel nacional como internacional. La principal fuente de ingresos de la compañía es la venta de alojamiento que se registra como Habitaciones. Cabe indicar que los flujos de ingreso generados por la venta de los Contratos de Multivacaciones, no se registran en el Estado de Resultados, debido a que el dueño del producto es su empresa relacionada del Grupo, Hoteles Decameron Colombia, quien mantiene firmado con HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A., un contrato de Agencia Comercial en el Ecuador, mediante el cual por las ventas que se realicen por concepto de dichos Contratos Multivacaciones, se cancelará un *fee* del 0,05% mensual.

<sup>35</sup> [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505)

<sup>36</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

<sup>37</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

GRÁFICO 3: DISTRIBUCIÓN DE INGRESOS POR LÍNEA DE NEGOCIO (Julio 2018)



Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente según información de la empresa, la distribución de ingresos generados se distribuye aproximadamente de la siguiente manera: El Complejo Vacacional Royal Decameron Mompiche se constituye en el principal generador de recursos de la compañía, con un aproximado de 53,42% de los ingresos ordinarios; le sigue Royal Decameron Punta Centinela con un aproximado de 40,75%; el 5,83% restante se distribuye entre otros servicios menores.

El hotel ROYAL DECAMERON MOMPICHE registró un nivel de ocupación del 89,32% en 2017, el del hotel ROYAL DECAMERON PUNTA CENTINELA se ubicó en el 75,93%; para julio de 2018 los niveles de ocupación fueron del 95,37% y del 89,52% para los dos hoteles respectivamente.

## Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de julio de 2018, HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. presentó un capital suscrito y pagado que ascendió a la suma de USD 9,22 millones, monto que está constituido por 9'217.182 acciones de valor nominal de USD 1,00 cada una. A continuación se detallan los accionistas de la compañía:

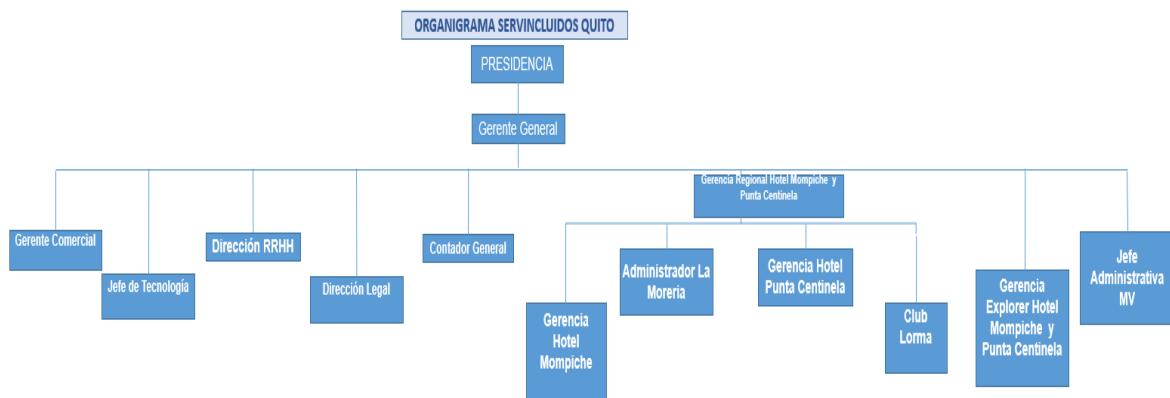
CUADRO 15: ACCIONISTAS DE HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A.

Nombre	Nacionalidad	Capital	Participación
HOTELES DECAMERON ESPAÑA S.L.	España	4.608.591	50,00%
HOTELES DECAMERON COLOMBIA S.A.S.	Colombia	4.608.591	50,00%
<b>Total</b>		<b>9.217.182</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Orgánicamente, en HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. la Junta General es el órgano supremo de la sociedad y tiene todos los deberes, atribuciones y responsabilidades que señala la ley, asimismo se debe indicar que se encuentra administrada por el Presidente, al que le sigue su Director General, en el siguiente nivel la Dirección comercial y la Gerencia regional, y a continuación diferentes estamentos estratégicamente seleccionados, que abarcan el desarrollo del negocio de la compañía.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Como hecho relevante en el primer semestre de 2017, la compañía reportó la renuncia de su Director General, Dr. Enrique Ponce de León, por cuanto en el mes de mayo de 2017 fue posesionado como Ministro de Turismo, y del Ab. Carlos Larrea, quien fungía como Gerente Legal y también fue designado Viceministro de esa Cartera de Estado.

El Gerente General fue designado por la Junta General de Accionistas el 22 de junio de 2017, el nombramiento de Daniel Suárez Caicedo se inscribió en el Registro Mercantil del cantón Quito el 30 de junio de 2017. La compañía informó que la figura de Director Financiero estará centralizada desde el corporativo en Colombia, con ayuda del departamento de contabilidad internacional, es por este motivo que por el momento no se realizará el nombramiento en Ecuador.

A continuación se muestra un detalle de los principales ejecutivos de HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A., directivos y gerentes.

CUADRO 16: PRINCIPALES EJECUTIVOS

Nombre	Cargo
Hernán Patricio Sosa Proaño	Director Comercial
Luis Payes	Gerente Regional Ecuador
Susana Quezada	Gerente Operadora Turística

Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Empleados

En la actualidad, HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A., posee varias áreas dentro de las cuales se desarrolla diversas actividades para el normal desenvolvimiento del negocio, contando para esto con 1.540 empleados, que representa una disminución 49 colaboradores en el último semestre.

Existe una Asociación de empleados creada en el mes de mayo de 2014, la misma que abarca solo a los empleados del hotel en Mompiche. La administración indica que no se ha tenido ningún problema, por lo que las operaciones se realizan con absoluta normalidad.

## Gobierno Corporativo

HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A., no cuenta con una estructura de Gobierno Corporativo estructurada como tal, pero se puede apreciar que la estructura que maneja para el desarrollo de su negocio está elaborada conforme sus necesidades.

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 Seguros.

### Empresas vinculadas o relacionadas

HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. mantiene una relación de tipo accionarial con la compañía LORMA S.A., y posee el 99% de sus acciones.

HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A., al ser parte de la Cadena de Hoteles Decameron a nivel internacional, mantiene vinculación por su actividad económica con Hoteles Decameron Perú y Colombia, entre otras empresas. Si bien la compañía las considera relacionadas para el negocio, no son de jurisdicción nacional.

### Responsabilidad Social

Desde la apertura del Complejo Vacacional Royal Decameron Mompiche, la Compañía Hoteles Decameron Ecuador S.A. ha concentrado sus esfuerzos para conseguir que las poblaciones aledañas a su desarrollo turístico hotelero se vean beneficiadas. Es así que se ha conseguido, por medio de la gestión constante frente a las autoridades nacionales y locales lo siguiente:

- **Con la niñez:** Entrega de desayunos escolares todos los días a 350 niños de las comunidades de Mompiche, Portete y Bolívar, desde el año 2009. Hoteles Decameron Ecuador enfoca su atención especial en la niñez y es por ello que habitualmente organiza programas de entretenimiento y agasajo para los estudiantes de las escuelas de las zonas, en fechas específicas como atención a festividades importantes.
- **Vialidad:** Arreglo de las vías y gestoría en la pavimentación del acceso principal desde la ruta del Spondilus hasta las Poblaciones de Mompiche y Portete.
- **Energía eléctrica:** Gestoría en la dotación de energía eléctrica trifásica en cantidad y calidad suficiente para la población de Mompiche y poblaciones aledañas, y aporte para la conducción de la misma.
- **Seguridad:** Seguridad para las poblaciones, reforzando los vínculos con la Policía Nacional del Ecuador, se está gestionando la instalación de un destacamento policial integrado para que las comunidades aledañas puedan contar con mayor seguridad y así disminuir drásticamente los niveles de inseguridad y violencia.
- **Salud:** Hoteles Decameron Ecuador S.A. ha patrocinado y auspiciado para que las Brigadas Médicas del Hospital Metropolitano de Quito, del Club Kiwanis, realicen procedimientos médicos e incluso de alta cirugía en las comunidades del Cantón Muisne.
- **Agua dulce:** En asocio con las autoridades del gobierno seccional ha presentado un proyecto de dotación y conducción del líquido vital y ha impulsado ante las autoridades del agua la legalización de la misma para la comunidad de Mompiche.
- **Trabajo:** Actualmente el Complejo Vacacional Royal Decameron Mompiche da trabajo directo a 506 empleados, todos los cuales se encuentran debidamente afiliados a la Seguridad Social y perciben salarios justos de conformidad con la legislación ecuatoriana vigente, lo cual se traduce en Dignidad. Tales empleos directos generan aproximadamente 2.000 fuentes indirectas de trabajo para la zona de impacto.
- **Capacitación:** La compañía brinda talleres de capacitación para que los micro empresarios turísticos de Mompiche y Portete conozcan acerca de los modelos de desarrollo turístico, además de brindar constantes capacitaciones en lo que se refiere al manejo de los Alimentos y Bebidas. Hoteles Decameron Ecuador S.A ofrece permanentemente capacitación a sus trabajadores para que puedan calificarse en todas las áreas que implica la operación Hotelera.
- **Discapacidad y tercera edad:** Hoteles Decameron Ecuador en apoyo con programas de distintas Organizaciones No Gubernamentales y con los Gobiernos locales acoge en sus instalaciones a grupos de personas con discapacidad y de la tercera edad que por sus escasos recursos económicos no pueden acceder a disfrutar de destinos turísticos como los ofrecidos por Decameron.

## Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

### **Clientes**

Al ser un negocio dirigido principalmente al consumidor final, es decir, a personas que se trasladan hacia las instalaciones de la compañía para hacer uso de las mismas o empresas que hacen uso de las mismas para convenciones o eventos en el hotel, no se otorga crédito, por lo que la cartera de clientes es muy diversa y el plazo máximo que se otorga para quienes requieran de plazos para los pagos, es de hasta 60 días. Por tal motivo, contablemente la compañía no registra dentro de su balance cuentas por cobrar a clientes.

El rubro más importante en su participación sobre las ventas de HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. es el de grupos y convenciones, que en cada ejercicio económico corresponde a diferentes instituciones o empresas, en vista de que las características propias de la actividad determinan que si bien es cierto la calidad del servicio crea fidelidad por parte de los clientes, ésta no se manifiesta con frecuencias altas. Adicionalmente, los denominados clientes particulares, también tienen su importancia dentro de los niveles de ventas.

La cuentas por cobrar que se reflejan en el balance en los cortes anuales e interanuales, se refiere a los pagos que deben ser compensados con las compañías relacionadas del exterior por motivo del envío de turistas hacia los destinos turísticos extranjeros, mismas que se van compensando entre ellas, únicamente mediante movimientos en cuentas de los balances de cada una de las empresas con las que se realiza dicho movimiento contable.

Con respecto a las Políticas establecidas para Cuentas por Cobrar, Hoteles Decameron no otorga crédito a sus clientes; por tal razón, la cartera que mantiene con clientes no relacionados no es mayor a 60 días. Contablemente no se ha creado una Provisión para cuentas incobrables, en vista de que la antigüedad de dicha cartera no lo amerita.

La estructura de la cartera a julio de 2018 revela una participación del 32,68% de cartera por vencer, la cartera vencida hasta 90 días representó el 48,71% y la cartera vencida más de 90 días representó el 18,61%. Lo anterior sugiere el reforzamiento de la gestión de cobranzas por parte de la compañía.

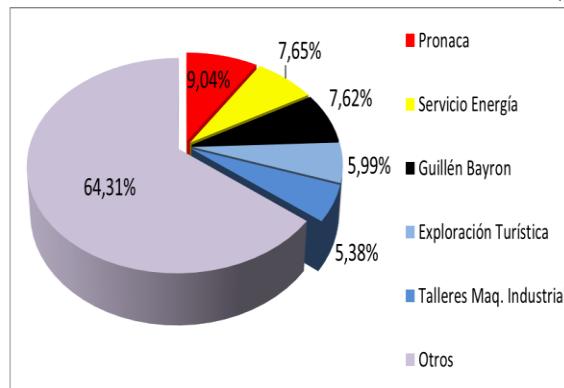
### **Proveedores**

HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A., cuenta con diversos proveedores de muy variados materiales e insumos que utiliza en sus diferentes áreas dentro de hoteles y otros negocios de la compañía. Entre los servicios más importantes, podemos encontrar al de transporte, provisión de alimentos, suministro de energía, vigilancia y seguridad, gas, repuestos y artículos varios, trámites aduaneros, materiales de construcción para adecuaciones, entre otros.

El pago a proveedores se realiza de acuerdo a los plazos negociados con los mismos, los que varían entre 15 y 30 días, a excepción de los pagos efectuados a las empresas que proveen de servicios básicos, los cuales son cancelados de contado.

Conforme a la información provista por la compañía, del total de compras al 31 de julio de 2018, el mayor proveedor representó el 9,04%. En el siguiente gráfico pueden apreciarse los proveedores más relevantes, la representación de cada proveedor, dentro del total de proveedores, revela una distribución adecuada, que no propende a la concentración.

GRÁFICO 5: PRINCIPALES PROVEEDORES DECAMERON MOMPICHE (Julio 2018)



Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Estrategias y Políticas de la Empresa

Las estrategias a las cuales está orientada la compañía son las de promoción de productos Decameron nacionales e internacionales.

Los dos complejos más importantes para HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A., son Complejo Vacacional Royal Decameron Mompiche y Royal Decameron Punta Centinela. Hasta julio de 2018, estos complejos reportaron una ocupación del 95,37% y del 89,53% respectivamente. Se espera seguir ampliando sus instalaciones, por lo que parte de sus estrategias es consolidarse como destinos vacacionales permanentes.

La apertura de nuevos destinos, como es la Hacienda La Morería, ha permitido manejar otros conceptos de recreación enfocada a niños y adultos. La recurrencia de dicha hacienda desde su inauguración ha sido importante, puesto que recibe dentro de la misma alrededor de 1.400 personas.

Debido a los eventos del 16 de abril de 2016, la compañía ha tomado ciertas medidas con la finalidad de afrontar las dificultades del turismo en los últimos meses. Mencionan que ha bajado tarifas para generar demanda, reprogramación de destinos y fechas, incentivos en comisiones, así como ser previsivos para los meses de mayor demanda.

## Política de Precios

La empresa opera bajo la modalidad de Todo Incluido en sus dos complejos a nivel nacional. Los precios de los paquetes se ofertan dependiendo de las habitaciones disponibles para la venta. El programa tiene la característica de brindar todas las comodidades al cliente que lo adquiere sin tener que realizar gastos adicionales en lo que se refiere a comidas, bebidas y entretenimiento de forma ilimitada.

Además, la compañía busca establecer precios razonables y competitivos, para ello realiza una mezcla estratégica de los siguientes elementos:

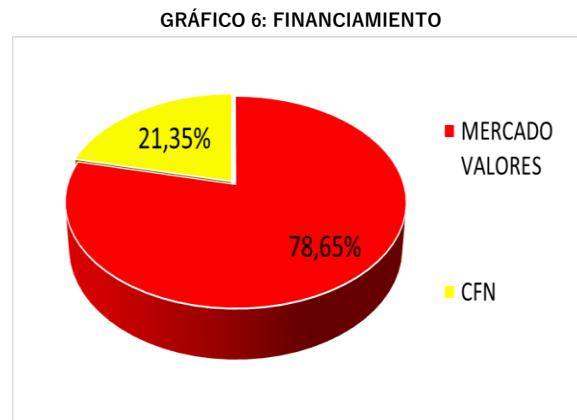
- **Mercado objetivo:** Aquel que puede acceder y nos permite vender las unidades requeridas para alcanzar altos índices de ocupación.
- **Costos:** Aplicando el concepto de economías de escala.
- **Distribución:** Se caracteriza por la diversificación y el control de su propio destino. Los Hoteleros tradicionales de playa cuyo objetivo también es lograr volúmenes altos de ocupación, dependen de los operadores de tour masivos y están sujetos a cambios en las políticas de estos al igual que a las condiciones que estos, como único productor, establecen para cada destino hotelero. Decameron ha tomado el control del negocio mediante la creación de un amplio canal de distribución que da la posibilidad de controlar precios y ocupaciones en la medida que beneficien al huésped del Hotel tanto como al operador de tour o a la agencia de viajes.

- Competencias: Directa o indirecta entendiéndose como indirecta a aquella que sin tener un producto similar, se orienta al mismo segmento de mercado.
- Demanda: Por la temporalidad (feriados, festivos, periodo de vacaciones sierra – oriente y costa). A mayor demanda mayores precios y viceversa, en un ejercicio de análisis diario de ocupación y ventas, que permitan mejorar el “Revenue”.
- Utilidad: Busca una rentabilidad razonable.

### Política de Financiamiento

HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A., ha mantenido históricamente un importante nivel de financiamiento de sus activos con pasivos. Principalmente, su financiamiento ha sido mediante dos titularizaciones que mantiene vigentes en el Mercado de Valores, una de las cuales es objeto del presente estudio. También se ha financiado a través de instituciones del sistema financiero nacional, quienes le permitieron financiar la adquisición de uno de sus complejos turísticos.

A continuación se presenta la estructura de la deuda financiera de la compañía al 31 de julio de 2018, en la que destacan los recursos obtenidos en el mercado de valores a través de las titularizaciones, con la mayoría del financiamiento (78,65%); este financiamiento más los créditos de la Corporación Financiera Nacional EP, han contribuido a mantener un financiamiento a largo plazo, que es el adecuado para la infraestructura propia de la actividad.



Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

### Política de Inversiones

HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. ha realizado inversiones importantes con el fin de brindar a sus clientes mejores opciones dentro del servicio de alojamiento, alimentación y transporte, en sus paquetes todo incluido. Es así que en el año de 2012, dio por finalizada la remodelación del complejo vacacional Royal Decameron Punta Centinela, el mismo que dispuso para sus clientes 198 habitaciones.

Parte del compromiso de la mejora que desarrolla constantemente la compañía, es el financiamiento que obtuvo para la adquisición de mencionado complejo, que le permitió generar mayores ventas.

Por otro lado, las inversiones realizadas en la hacienda La Morería Decameron, ubicada al sur de la ciudad de Quito, permite recrear a sus visitantes con aspectos de la naturaleza de la sierra ecuatoriana. Esto confirma el compromiso de la compañía de ampliar sus lugares de visita para turistas nacionales y extranjeros.

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

La empresa no está sujeta a regulaciones especiales, a más de las tradicionales; sin embargo, de acuerdo a su actividad económica, el objetivo es dar el mejor servicio en paquetes todo incluido. Además debe ser responsable

con el lugar turístico del que hace uso la compañía. Los entes reguladores a los que responde la compañía son entre otros, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Servicio de Rentas Internas, Ministerio del Trabajo, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social. Adicionalmente, la actividad hotelera debe sujetarse a los lineamientos del Ministerio de Turismo, Ministerio del Ambiente, las Normas Municipales, entre otras.

Adicionalmente, corre el riesgo de perder reputación si el servicio que brinda a quienes hacen uso de las instalaciones de los hoteles, no satisface sus expectativas.

## Riesgo Legal

Según información proporcionada por la empresa, HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. no tiene procesos judiciales ni contingencias que puedan afectar de manera importante a la estabilidad de la empresa.

## Liquidez de los títulos emitidos

Al referirnos a los títulos valores del Fideicomiso Mercantil de Titularización Decameron Ecuador, se puede determinar que fueron colocados en su totalidad (100%) el 28 de junio de 2012.

La compañía tiene vigente dentro del Mercado de Valores dos procesos de titularización, a continuación un detalle:

CUADRO 17: INSTRUMENTOS EMITIDOS POR HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. (USD)

Instrumento	Año Emisión	Monto autorizado	Monto Colocado	Saldo Capital jul-18
Titularización de Flujos Futuros Decameron Ecuador	2012	20.500.000,00	20.500.000,00	6,150.000,00
Titularización Decameron Ecuador	2012	27.000.000,00	27.000.000,00	5.670.000,00

Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

## 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 mencionado por la Bolsa de Valores, no han existido negociaciones en el mercado primario y secundario durante el periodo febrero 2018 a julio 2018 para los valores de la titularización sujetos 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.

## Eventos importantes

- En marzo de 2018 la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó el aumento de capital social de la compañía a USD 9'217.182,00, hecho que muestra el compromiso de los accionistas con la empresa, monto que sin embargo apenas financió el 4,53% de los activos a julio de 2018; sin embargo, a pesar del esfuerzo, las pérdidas retenidas siguen siendo superiores al 50% del capital social, y superiores al 50% de la suma el capital social y de los resultados NIIF, evento que viene arrastrando desde diciembre de 2017. Conforme al Art. 361 de la Ley de Compañías, se establece como causal de disolución: "Por pérdidas del cincuenta por ciento o más del capital social o, cuando se trate de compañías de responsabilidad limitada,

anónimas, en comandita por acciones y de economía mixta, por pérdida del total de las reservas y de la mitad o más del capital". Por lo mencionado anteriormente, la compañía podría estar incurriendo en dicha causal de disolución, por lo cual los accionistas de la empresa deberían optar en el corto plazo por inyectar nuevos aportes de recursos frescos, con la finalidad de fortalecer el patrimonio y contrarrestar las pérdidas que la compañía ha venido presentando y no estar expuestos en la probabilidad de incurrir en los causales determinados en el artículo mencionado anteriormente.

- A julio de 2018 la compañía reportó la salida del Director Comercial debido a nuevos lineamientos de la casa matriz e informa sobre el nombramiento del Ing. Patricio Sosa Proaño como representante legal de la compañía.
- Desde la Casa Matriz en Colombia surgen nuevos lineamientos con cambios que definen la reestructuración corporativa, a los que HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. debe regirse. Dentro de esto destaca la salida del Director Financiero, cuya posición no será reemplazada, sus funciones se manejarán desde el corporativo en Colombia.
- Los auditores independientes emitieron una opinión calificada sobre los estados financieros al 31 de diciembre de 2017, cuya base se refiere a una desviación a las Normas NIIF, referente a que los estados de situación y de resultados integrales no incluyen el efecto de costo amortizado de cuentas por cobrar y pagar con compañías relacionadas. En opinión de los auditores independientes, esta situación podría generar una subestimación del patrimonio y una sobreestimación del pasivo, sobre los cuales la compañía no ha efectuado el mejor estimado del periodo de liquidación de dichos saldos.

### Situación del Sector

El sector Turismo es uno de los de mayor dinamismo a nivel mundial. Las personas se trasladan de un país a otro por diversos motivos, siendo estos por estudios, salud, trabajo o placer. Dentro de la economía ecuatoriana a este sector se lo integra a las cuentas nacionales dentro del rubro de Alojamiento y servicios de comida, mismo que, a comparación de las demás industrias del país, no representa un porcentaje alto. En 2016, el terremoto de abril afectó el segundo trimestre y desde entonces no se ha visto una mejoría notable, el primer trimestre de 2017 disminuye un 0,9% con respecto al cuarto trimestre de 2016 y un 2,1% respecto al su periodo similar en 2016. Sin embargo, para el tercer trimestre de 2017 se presentó un crecimiento del 1,7%<sup>38</sup>. En lo que va del año 2018, la industria registró una tasa de variación interanual positiva de 7,5% y aportó al crecimiento interanual del PIB en 0,13 puntos porcentuales.<sup>39</sup>

Según el Ministerio de turismo se ha mostrado un crecimiento de sector en cuanto a la cantidad de turistas que han ingresado. Respecto al año anterior, la cifra incrementó en un 14%. Incrementaron también las divisas que llegaron al país por este concepto, en un 14,8%, y el turismo nacional también aumentó en un 35% en comparación con el año 2017.<sup>40</sup>

Las llegadas de turistas internacionales aumentaron en un 6% en los primeros cuatro meses del año 2018, con lo que no solo continúa la marcada tendencia al alza de 2017, sino que se superan las previsiones de la OMT para el 2018. Al frente de dicho crecimiento se sitúa Asia y el Pacífico (+8%), junto con Europa (+7%), África (+6%), Oriente Medio (+4%) y las Américas (+3%) también registraron sólidos resultados. Anteriormente la OMT había pronosticado un aumento de entre 4% y 5% para 2018.<sup>41</sup> En el año 2018 el turismo Internacional sigue creciendo de forma significativa en todo el mundo lo que se traduce en creación de empleo en muchas economías. Dicho crecimiento nos recuerda que es necesario aumentar nuestra capacidad de desarrollar y gestionar el turismo en forma sostenible, forjando destinos inteligentes y aprovechando al máximo la tecnología y la innovación.

La confianza en el turismo mundial sigue siendo fuerte, según el último estudio del panel de expertos en turismo de la OMT, cuyas previsiones para el periodo de entre mayo y agosto se cuentan entre las más optimistas en diez años, gracias a unas sensaciones especialmente positivas en África, Oriente Medio y Europa. La evaluación

<sup>38</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

<sup>39</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1105-la-economia-ecuatoriana-crecio-19-en-el-primer-trimestre-de-2018>

<sup>40</sup> <https://www.publicafm.ec/noticias/actualidad/1/ingreso-turistas-ecuador-turismo-economia>

<sup>41</sup> <http://media.unwto.org/es/content/unwto-news-77>

que los expertos realizaron de los resultados turísticos en los cuatro primeros meses de 2018 también fue sólida, en consonancia con los buenos resultados registrados en muchos destinos a nivel mundial.

Según el estudio que realiza dicha organización, se considera a este sector como una actividad resistente y fuerte y que aporta a la recuperación económica, ya que genera miles de millones de exportaciones, así como genera millones de puestos de trabajo directo e indirecto. Parte de esos puestos de empleo se generan en base a las actividades que abarcan al sector, siendo estas de alojamiento, transporte, alimentación, excursiones, entre otros.

Entre abril y junio de 2018 se registró un ingreso de 355.566 personas por motivos de turismo. Mientras tanto el crecimiento en julio de 2018 fue de 13,19% respecto a la cifra registrada al año anterior. La llegada de viajeros extranjeros al Ecuador creció un 12,85% durante el segundo trimestre de 2018, en comparación al mismo periodo en el año 2017, estas cifras de crecimiento no reflejan los ingresos de venezolanos al país. Analizando las llegadas según tipo de mercado, tenemos que el Mercado Objetivo conformado por Canadá, Alemania, Reino Unido y Estados Unidos creció un 40,7%; el de Mantenimiento integrado por Bélgica, Suiza, España, Francia, Italia, Países Bajos y Suecia creció en 46,6%, esto durante el segundo trimestre de 2018 comparado con el mismo trimestre anterior.<sup>42</sup>

De acuerdo con medios españoles, durante su participación en la Feria Internacional del Turismo celebrada en Madrid en enero de 2018, Ecuador alcanzó acuerdos millonarios en el sector hotelero con cadenas como SCH Group, con quienes llegaron a un acuerdo valorado en 500 millones de dólares<sup>43</sup>.

Por su parte, de países localizados al otro lado del Atlántico, se destacan los europeos como: España, Alemania y Reino Unido con el 4,3%, 2,1% y el 1,7%, respectivamente. Como dato interesante se encuentra que de las personas que ingresaron al Ecuador, el 95% mantiene el carácter de no inmigrantes, es decir, personas que no tienen intención de radicarse en el país. Del total de personas que ingresan al país, el 73,8% están motivas por el turismo, siendo el 47,4% personas económicamente activas<sup>44</sup>.

De acuerdo a datos de la Corporación Financiera Nacional, el consumo turístico como fuente de ingresos para el país representó el 71,5% de los ingresos por exportación de servicios durante el primer trimestre de 2017, mostrando un incremento del 5% respecto a 2016. Adicionalmente en el IV trimestre de 2017 se ha empleado a 496.833 de personas, reflejando un incremento del 2,5% con respecto de su similar en el año anterior. Los empleados en este sector representan el 6,4% del total de empleados en la economía<sup>45</sup>. Lo que le permite a dicha actividad ubicarse entre las 6 industrias económicas de mayor contribución al empleo nacional.

Luego del terremoto de 7,2 grados en la escala de Richter, el turismo hacia la costa ecuatoriana se redujo considerablemente, pues luego de dicho evento se registraron nuevas réplicas de magnitudes similares en toda la costa, afectando a las provincias de Manabí y Esmeraldas, principalmente. Según lo reportado, la ciudad de Pedernales es la más afectada a nivel nacional, las ciudades de Manta, Bahía de Caráquez y Canoa, también sufrieron daños a su localidad. En la Provincia de Esmeraldas, fueron afectados sobre todo los cantones de Muisne y Atacames<sup>46</sup>.

Las principales playas Esmeraldeñas han registrado una moderada afluencia de turistas que han llegado principalmente de las provincias cercanas de la Sierra. Los balnearios de las Palmas, Tonsupa y Atacames eran los que tenían parte de ese flujo de visitantes que aprovecharon para pasear. Según entidades del sector turístico, los sitios de hospedaje de la provincia tenían un 40% de ocupación en lo que va del mes de mayo con lo que se espera una mejora con el paso de los días.<sup>47</sup>

<sup>42</sup> <https://www.turismo.gob.ec/arribo-de-extranjeros-a-ecuador-aumento-el-segundo-trimestre-de-2018/>

<sup>43</sup> <https://iberoeconomia.es/mercados/ecuador-cierra-acuerdos-millonarios-sector-hotelero-futur-2018/>

<sup>44</sup> <http://servicios.turismo.gob.ec/descargas/Turismo-cifras/BoletinesEstadisticos/Anuario/Boletin-Estadisticas-Turisticas-2010-2014.pdf>

<sup>45</sup> <https://www.cfn.fin.ec/wp-content/uploads/2017/10/Ficha-Sectorial-Turismo.pdf>

<sup>46</sup> <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/ecuador/3/manabi-y-esmeraldas-son-las-mas-afectadas>

<sup>47</sup> <https://www.eluniverso.com/opinion/2018/05/27/nota/6779192/ocupacion-hoteles-esmeraldenos-rondo-40>

## Expectativas

La industria de la Hotelería en el Ecuador está pasando por una etapa difícil. Después de varios años de crecimiento, en 2016 se vio una disminución del ingreso de turistas por varios aspectos; entre los principales destaca un dólar apreciado que ha causado que el país sea un destino caro. A esto se deben sumar varios factores externos como el terremoto de Abril, el Brexit en Inglaterra, el Sika, entre otros. Todos estos factores causan que los posibles turistas que querían viajar al Ecuador no vengan o cancelen sus viajes.

La compañía espera que para el año 2018, el turismo tenga una recuperación que le permita recobrar los niveles de ocupación de sus hoteles, considerando que el modelo de negocio de la compañía no tiene un competidor fuerte que le permita arrebatar el liderazgo logrado; efectivamente, a diciembre de 2017 la compañía ya registró un nivel de ingresos superior al de 2016, el incremento es leve (+3,26%), pero marca la pauta de una recuperación, que conforme manifiesta la empresa, se verá acentuada en las temporadas altas de 2018. En general, las perspectivas económicas nacionales no son muy alentadoras, por lo que la compañía se esfuerza por mantener promociones que le permitan ser asequibles para los clientes.

Otro aspecto de importancia es el análisis de las épocas del año, puesto que la estacionalidad en el requerimiento de los servicios de los hoteles es marcada, lo que le permite a la compañía trabajar sobre estrategias para completar el ciclo del negocio, para lo cual cuenta con su amplia cadena de distribución para ofrecer sus servicios.

## Posición Competitiva

El único producto nacional conocido y ofrecido como Todo Incluido en el mercado y que podría considerarse como competencia directa del Hotel Royal Decameron Mompiche, es el Barceló Colón Miramar, ubicado en la provincia de Santa Elena, cantón Salinas. Por su costo es un producto o una opción para un segmento medio alto en adelante, precisamente por esa razón se ha posicionado en el mercado ecuatoriano como un hotel costoso.

De igual manera, y por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 18: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Excelente imagen de la marca DECAMERON.	Dependencia de prestadores de servicios de transporte (líneas aéreas).
Excelente reputación de seriedad y cumplimiento de la compañía.	
Reconocido liderazgo en el mercado.	
Manejo adecuado del concepto economías de escala.	Personal de servicio que labora en el Hotel Royal Decameron Mompiche está en proceso de educación y capacitación en turismo y atención al cliente.
Óptimo manejo de costos de comercialización.	
Manejo de tecnología de punta – sistema de reservas y ventas Hodelineweb.	
Facilidad para implementar y realizar agresivas campañas de publicidad y promoción.	Altos costos de transporte de productos e insumos para el hotel.
Excelentes índices de servicio al cliente.	Gran cantidad de agencias minoristas con poca experiencia.
Amplio y exitoso sistema de distribución (canales).	
Modelo de negocios probado desde 1987, controla sobre el 70% de la ocupación de sus hoteles, el otro 30% los maneja a través de socios comerciales con los que tiene relación de años...	Altos costos de mantenimiento de la infraestructura del hotel.
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Lograr alianzas estratégicas con otros operadores para fortalecer el exitoso sistema de comercialización de Decameron.	Probable ingreso de competidores potenciales.
Mejorar la calidad de vida de las poblaciones aledañas al hotel, pues se incentiva el desarrollo económico y turístico de la zona generando plazas de trabajo.	Paros o huelgas por influencia política de líderes comunitarios de las zonas donde se ubica el hotel.
Mejorar la infraestructura turística de la zona.	Aumento de la inseguridad en el país.
Incrementar el turismo receptivo.	Competencia desleal, quienes pagan sobre comisiones al canal de distribución mayorista y minorista.

Creciente voluntad política en reconocer al turismo como prioritario para el desarrollo del país.	Deficientes servicios públicos (agua, electricidad, comunicaciones) en las zonas donde se ubica el hotel.
Aumentar la venta de nuestros productos a través de canales alternativos simultáneos (internet), no convencionales y tradicionales, lo cual permitirá una reducción de costos comercialización.	Cambios climáticos.
Incrementar el turismo de congresos y eventos.	Inestabilidad política.
Capacitar al personal del canal minorista en la comercialización de nuestros destinos turísticos.	
Establecer relaciones favorables con las organizaciones políticas y de masas de la zona donde se ubica el hotel.	Intermitencia en la promoción turística por parte del estado en el país y en el exterior.
Desarrollar nuevos mercados nacionales e internacionales.	

Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

### **Riesgo operacional**

Los principales riesgos que pudieran afectar al flujo de caja previsto por el originador, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, sucesos naturales, fallas humanas, entre otros.

La compañía se encuentra expuesta a riesgos propios de la naturaleza del negocio, sobre todo a la dependencia de la disponibilidad de recursos que posean los clientes, puesto que la situación económica del país, y mundial, podría generar un menor flujo de personas interesadas en hacer uso de las instalaciones y de los servicios que Hoteles Decameron ofrece. Este riesgo se mitiga mediante promociones que constantemente emite la compañía, con la finalidad de garantizar sus niveles de ocupación altos.

Por otro lado, los riesgos informáticos por posibles pérdidas de información concerniente al giro del negocio de la compañía, pueden suscitarse por cualquier evento externo a las actividades normales de la compañía. Para efectos de mitigar el riesgo, la compañía cuenta con un sistema creado por la propia Casa Matriz ubicada en Colombia, quienes han desarrollado un sistema propio de manejo de datos para los hoteles. Un sistema extracontable para control de reservas (Hodeline Web) y en el caso de contratos Multivacaciones (Multinet). El único que no maneja un sistema propio de la compañía es la hacienda La Morería, quien cuenta con un sistema de terceros (Micros).

Así mismo, HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. se expone a la posibilidad de que uno de sus proveedores desaparezca o se deteriore su relación comercial con el mismo; sin embargo, con el fin de mitigar esto, la compañía mantiene relación con varios de los proveedores, por lo que si pierde relación con un proveedor no causaría un fuerte impacto sobre el normal desempeño de la compañía.

Por otro lado, HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. al ser una empresa que principalmente se dedica a brindar servicios de alojamiento y alimentación, dentro de sus grandes instalaciones cuenta con pólizas de seguros multirriesgo, mismas que abarcan incendio, robo, equipo electrónico, rotura de maquinaria. Adicionalmente cuenta con pólizas de seguros de fidelidad, dinero y valores, equipo y maquinaria, limpieza de playa, casco de buques, vehículos, por responsabilidad civil, seguro de crédito en las ventas y un seguro ganadero (equinos, ovino, bovinos, entre otros), las mismas que se encuentran vigentes hasta junio de 2019.

### **Riesgo Financiero**

El análisis financiero efectuado a **HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A.**, se realizó con base a los informes auditados de los años 2014, 2015, 2016 y 2017, junto a los estados financieros internos no auditados, sin notas a los estados financieros, cortados al 31 de julio de 2017 y 31 de julio de 2018.

## Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de la compañía demostraron una tendencia variable a lo largo de los años, ubicándose en USD 32,69 millones en 2015 USD 26,86 millones<sup>48</sup> en 2016 y USD 28,30 millones al cierre de 2017<sup>49</sup>.

Para los cortes interanuales los ingresos se incrementaron levemente, pasando de USD 15,73 millones en julio de 2017 a USD 16,01 millones en julio de 2018, como efecto del aumento en los ingresos por actividades de recreación y otros.

Los ingresos de la compañía son percibidos principalmente de los paquetes “todo incluido” que la compañía ofrece a sus clientes de los dos hoteles que es propietaria dentro del Ecuador: Complejo Vacacional Royal DECAMERON – MOMPICHE y Royal DECAMERON Punta Centinela. Dentro de los complejos se ofrecen diversos servicios, que se incluyen dentro del paquete y otros que no son incluidos, los mismos que ayudan a diversificar la fuente de ingresos que genera la compañía, siendo las Habitaciones la línea que genera mayores ingresos. Es de importancia señalar que los ingresos que se registran en la compañía corresponden exclusivamente a lo generados por los hoteles, propiedad de HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. Las ventas registradas por concepto del producto Multivacaciones, se registran en el pasivo como una cuenta por pagar, que es compensada con DECAMERON Colombia, el mismo que mantiene un contrato de intermediación con su representante en Ecuador, la misma que reconoce un *fee* del 0,05% por las ventas realizadas mensualmente.

Los ingresos que efectivamente se registran dentro del Estado de Resultado de la compañía, corresponden a los hoteles Mompiche y Punta Centinela, además de la Granja La Morería y, por concepto de la Agencia de Viajes, que cabe indicar son ingresos que se registran directamente en los hoteles mencionados.

Los costos de ventas presentan una tendencia creciente en el periodo analizado, desde el 16,87% de los ingresos en 2014 hasta el 50,67% en 2017; lo cual derivó en un margen bruto decreciente, pues pasó de un 83,13% en 2014 a un 49,33% en 2017.

Para los periodos interanuales, los costos de ventas presentaron un comportamiento decreciente, lo que impulsó su utilidad bruta, pues luego de significar el 42,95% de los ingresos en julio de 2017 pasó a un 47,52% en julio de 2018.

Los costos de venta son distintos entre periodos anuales e interanuales, debido a la estructura de costos que maneja la compañía, puesto que al ser una empresa que ofrece paquetes turísticos y un servicio de “*all inclusive*” (todo incluido), los costos que se registran son determinados conforme la ocupación de los hoteles, misma que varía conforme van llegando los clientes y según el gusto en el consumo de lo que incluye en el paquete por parte de los clientes que hacen uso de las instalaciones.

Los gastos operacionales presentaron un comportamiento variable en su representación sobre los ingresos, desde el 69,47% en 2014 hasta el 55,92% en 2017 (en 2016 se produjo un crecimiento originado en las características especiales que presentó ese año).

A julio de 2018, los gastos operacionales mantuvieron el comportamiento decreciente de 2017 al ubicarse en el 45,58% de los ingresos, inferior al 48,48% en julio de 2017.

Los gastos operacionales de la compañía se registran en función de los diversos departamentos que mantienen las operaciones necesarias para el cumplimiento del objetivo de HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. Cabe destacar que los gastos que se generan por atención a huéspedes en los hoteles de la compañía a extranjeros, se los registra como parte de la operación, aunque el ingreso por dicho huéspedes (contratos Multivacaciones) no se reflejan dentro del ingreso operativo de la compañía.

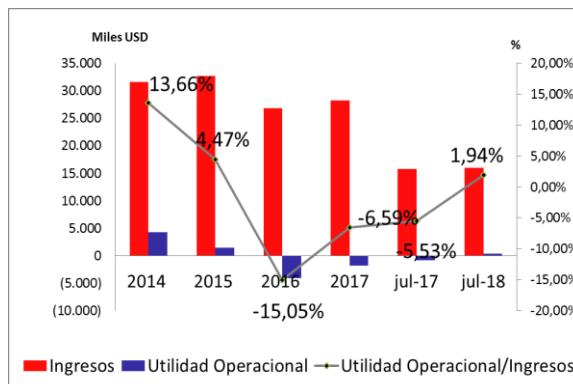
<sup>48</sup> Disminución que obedece a bajos niveles de reserva que se han registrado en los hoteles Decameron, por los acontecimientos telúricos suscitados el pasado 16 de abril de 2016, en razón de lo cual la compañía dejó de percibir aproximadamente USD 5,00 millones en ingresos, adicionalmente HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. registró contablemente la condonación de deuda al ex socio ECUAKKAR

<sup>49</sup> Crecimiento dado en parte a las estrategias implementadas por la compañía para atraer mayores turistas.

La utilidad operacional presentó una tendencia decreciente durante el período analizado, hasta registrar una pérdida operativa en los años 2016 y 2017 que significaron el -15,05% de los ingresos y el -6,59% de los ingresos, debido en parte a que los ingresos generados no fueron suficientes para cubrir sus gastos operativos. Otro factor que influyó sobre lo mencionado anteriormente, fueron los bajos niveles de ocupación registrados en los hoteles, específicamente en el hotel ubicado en la provincia de Esmeraldas, debido especialmente al terremoto registrado el pasado abril de 2016.

A julio de 2018 la utilidad operacional de la compañía se recupera frente a lo arrojado en su similar de 2017, registrando valores positivos (1,94% de los ingresos), gracias a un mejor control de sus gastos.

**GRÁFICO 7: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS**



Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los gastos financieros mermaron la utilidad operacional a tal punto que durante todo el período analizado, se registraron pérdidas netas, inclusive en los años 2014 y 2015 en los que se generó utilidad operativa. Es así que, en 2016, la pérdida neta significó un -55,18% de los ingresos, mientras que al cierre de 2017 fue -24,34% de los ingresos, pues los ingresos de la compañía no han sido suficientes como para cubrir sus gastos de operación y financieros. Esto se debe principalmente a la afectación en las ventas de la compañía, pues el terremoto suscitado en abril de 2016, ocasionó la disminución de sus operaciones, afectando de manera directa a sus resultados.

A julio de 2018 el nivel de pérdida disminuyó respecto a julio de 2017, pues registró USD -0,50 millones (USD -2,42 millones a julio de 2017) y representó el -3,12% de los ingresos (-15,36% a julio de 2017).

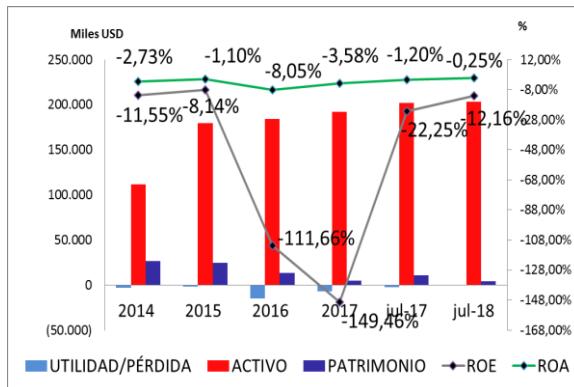
### Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Para el análisis de los resultados presentados durante el período bajo análisis, se debe tomar en consideración el comportamiento de costos y gastos, así como también las fuentes de ingresos que percibe HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A., teniendo presente que no todos los ingresos que recibe son registrados en el Estado de Resultados, puesto que lo que recauda de los contratos de Multivacaciones es registrado en las cuentas por pagar a su relacionada en Colombia; sin embargo, los gastos incurridos en la atención a los clientes de Multivacaciones sí se registran como parte de la operación de HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A., a cambio de una modesta comisión del 0,05%. Con los antecedentes antes descritos se puede mencionar que la compañía no registró rentabilidad alguna durante los períodos analizados.

CUADRO 19, GRÁFICO 8: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Indicador	2014	2015	2016	2017
ROA	-2,73%	-1,10%	-8,05%	-3,58%
ROE	-11,55%	-8,14%	-111,66%	-149,46%

Indicador	jul-17	jul-18
ROA	-1,20%	-0,25%
ROE	-22,25%	-12,16%



Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) de la compañía presentó una tendencia decreciente desde el 20,84% de los ingresos en 2014 hasta el -6,18% en 2016, fruto de la coyuntura económica por la que atraviesa el país, agravada por el nerviosismo que ha producido en la población los movimientos telúricos registrados desde abril de 2016, factor que ha disuadido a los potenciales clientes de acudir a las zonas donde opera la compañía, especialmente a su ubicación en Esmeraldas (Mompiche). Cabe destacar sin embargo, que la no afectación a la infraestructura ha dado mucha tranquilidad para seguir ofreciendo los servicios, lo cual ha provocado que las ventas y la cartera se recuperen paulatinamente. La recuperación de la demanda hotelera se registró a partir del mes de julio de 2016. Al cierre de 2017 el EBITDA (acumulado) sigue siendo negativo al significar el -2,06% de los ingresos.

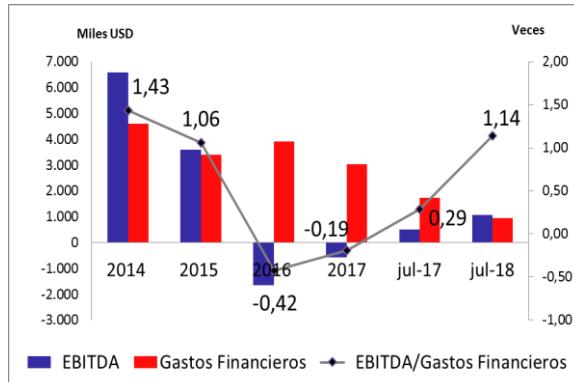
Por lo mencionado el EBITDA (acumulado) generó cobertura sobre los gastos financieros hasta el año 2015, demostrando de esta manera la capacidad de atender sus obligaciones con la generación de recursos propios. Para los años 2016 y 2017 la compañía no generó cobertura alguna debido a la generación de flujos negativos.

Para julio de 2018 el EBITDA (acumulado) se recupera gracias a un mejor control de sus costos y gastos frente a lo arrojado en su similar de 2017, representando el 6,66% de los ingresos, lo que generó una cobertura positiva sobre sus gastos financieros.

CUADRO 20, GRÁFICO 9: EBITDA Y COBERTURA GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)

Concepto	2014	2015	2016	2017
EBITDA	6.583	3.587	-1.659	-583
Gastos Financieros	4.599	3.394	3.918	3.037
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	1,43	1,06	-0,42	-0,19

Concepto	jul-17	jul-18
EBITDA	494	1.066
Gastos Financieros	1.720	934
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	0,29	1,14



Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Capital Adecuado

### Activos

Los activos totales de la empresa presentan una tendencia creciente, desde USD 111,42 millones en 2014 hasta USD 192,34 millones en 2017 y USD 203,62 millones a julio de 2018, producto del mayor registro en las cuentas por cobrar largo plazo, donde se registran principalmente las cuentas por cobrar correspondientes al producto

Multivacaciones, que poseen con su casa Matriz, Perú, Panamá y Colombia, las cuales deben ser debidamente compensadas.

En lo que respecta a su estructura, fueron los activos no corrientes los de mayor participación en los años 2014 (82,59%) y 2015 (87,14%) debido al registro de las cuentas por cobrar Multivacaciones. A partir de 2016, los estados financieros auditados registran esta cuenta en el activo corriente, no así los estados financieros internos de la compañía, situación que provoca diferentes estructuras del activo entre los estados financieros auditados y los internos.

La participación de la Propiedad, planta y equipo de la compañía es decreciente desde el 63,10% del total de los activos en 2014 hasta el 36,47% en 2017 y el 34,22% en julio de 2018; dentro del rubro se encuentran los valores de los Hoteles Punta Centinela y Mompiche.

### **Pasivos**

El pasivo de la empresa es el principal finanziador de su actividad, puesto que pasó de 76,37% de los activos en 2014 hasta un 97,60% en 2017 y un 97,98% en julio 2018. Lo anterior revela un alto indicador de apalancamiento, también con tendencia creciente, desde 3,23 veces en 2014 hasta 40,73 veces en 2017 y 48,55 veces en julio de 2018.

Se debe indicar que las cuentas por pagar Multivacaciones se registró en el pasivo no corriente hasta el año 2015 y a partir de 2016, los estados financieros auditados registran esta cuenta en el pasivo corriente, no así los estados financieros internos de la compañía, situación que provoca diferentes estructuras del pasivo entre los estados financieros auditados y los internos. Las cuentas por pagar Multivacaciones son ventas de propiedad de DECAMERON Colombia, por lo que no se registran como ingreso.

La deuda financiera de la empresa presenta una tendencia decreciente a lo largo de los ejercicios económicos analizados, pasando de financiar el 38,39% de los activos en 2014 al 10,64% en 2017 y 7,46% en julio de 2018, misma que se encuentra conformada principalmente por las titularizaciones que la compañía mantiene vigentes en el Mercado de Valores y que a julio de 2018 representan en conjunto el 78,88% de la deuda financiera, la diferencia corresponde a créditos de la Corporación Financiera Nacional EP.

### **Patrimonio**

El patrimonio de la compañía presentó una tendencia decreciente a lo largo del periodo analizado, de USD 26,33 millones en 2014 (23,63% de los activos) a USD 4,61 millones (2,40% de los activos) en 2017 y USD 4,11 millones (2,02% de los activos) en julio de 2018, lo que obedece a las constantes y mayores pérdidas retenidas de la compañía.

Hasta mediados de 2017 el patrimonio estuvo integrado mayormente por Resultados NIIF (USD 29,26 millones), no obstante, al cierre de ese año se registraron valores de pérdidas retenidas superiores, pues pasaron de USD -12,15 millones (-10,90% de los activos) en 2014 hasta USD -34,48 millones (-17,93% de los activos) en 2017 y USD -34,37 millones (-16,88% de los activos) en julio de 2018.

El capital social de la empresa se mantuvo sin variación hasta diciembre de 2017 (USD 6,05 millones) y financió en ese año apenas un 3,15% de los activos. En marzo de 2018 la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó el aumento de capital social de la compañía a USD 9'217.182,00, hecho que muestra el compromiso de los accionistas con la empresa, monto que sin embargo apenas financió el 4,53% de los activos a julio de 2018; sin embargo, a pesar del esfuerzo, las pérdidas retenidas siguen siendo superiores al 50% del capital social, y superiores al 50% de la suma el capital social y de los resultados NIIF, evento que viene arrastrando desde diciembre de 2017.

Conforme al Art. 361 de la Ley de Compañías, se establece como causal de disolución: "Por pérdidas del cincuenta por ciento o más del capital social o, cuando se trate de compañías de responsabilidad limitada,

anónimas, en comandita por acciones y de economía mixta, por pérdida del total de las reservas y de la mitad o más del capital".

Por lo mencionado anteriormente, la compañía podría estar incurriendo en dicha causal de disolución, por lo cual los accionistas de la empresa deberían optar en el corto plazo por inyectar nuevos aportes de recursos frescos, con la finalidad de fortalecer el patrimonio y contrarrestar las pérdidas que la compañía ha venido presentando y no estar expuestos en la probabilidad de incurrir en los causales determinados en el artículo mencionado anteriormente.

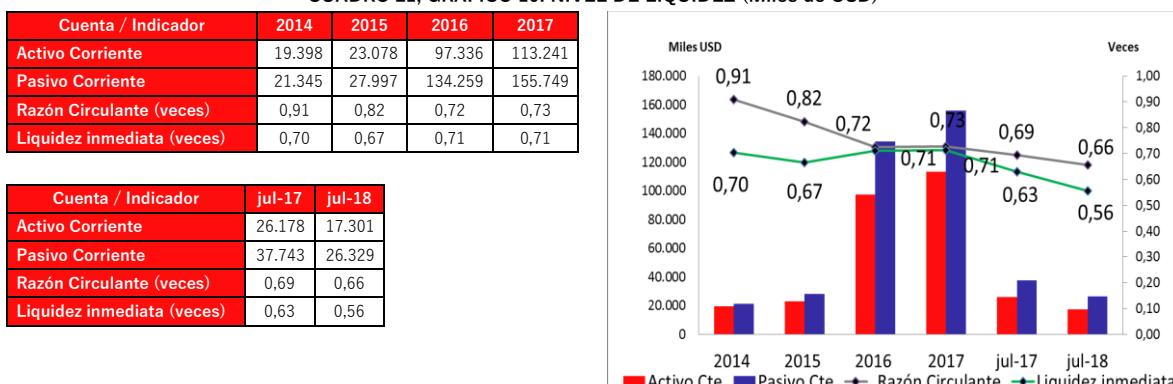
## Flexibilidad Financiera

HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. presenta índices de liquidez (Razón Circulante) inferiores a la unidad, y con tendencia decreciente, durante el periodo analizado, lo que implica además el registro de un capital de trabajo negativo.

Luego de afectar a los activos corrientes, dejando de considerar los inventarios y gastos anticipados (impuestos corrientes), se determina una liquidez inmediata para la compañía que para diciembre de 2017 se ubicó en 0,71 veces, lo que no permite a la compañía cubrir sus pasivos de corto plazo con sus activos más líquidos. Cabe tomar en consideración lo referente a las compensaciones pendientes; por otro lado, los inventarios para la compañía no representan un rubro significativo dentro de sus activos, pues a lo largo de todo el periodo analizado representaron menos del 1% de los activos. A julio de 2018 se ubicó en 0,56 veces.

Las necesidades de efectivo varían conforme la ocupación de los hoteles de la compañía y los pagos de la deuda financiera que realiza.

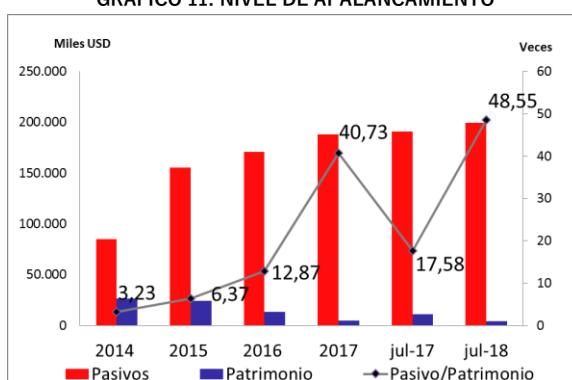
CUADRO 21, GRÁFICO 10: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles de USD)



Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

GRÁFICO 11: NIVEL DE APALANCIAMIENTO



Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

El nivel de apalancamiento de HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. crece de manera importante a lo largo del periodo analizado, debido al aumento de sus pasivos, principalmente en la cuenta de otros pasivos<sup>50</sup>, así como una disminución en su patrimonio, específicamente por el registro de mayores pérdidas retenidas.

El resultado de la relación pasivo total frente al EBITDA (anualizado), para los años 2016 y 2017 es indeterminado, dado que el EBITDA fue negativo, lo que evidenció que para estos periodos la compañía no registró recursos suficientes para cubrir sus obligaciones. A julio de 2018 el EBITDA (anualizado) mejora, arrojando resultados positivos, pero no suficientes para cubrir sus obligaciones en un plazo razonable.

La relación Deuda financiera sobre EBITADA (anualizado), determinó un tiempo de 8,31 años para julio de 2018, tiempo en el cual la compañía podría cancelar sus obligaciones con costo.

### Contingentes

Al 31 de julio de 2018, la compañía no registra contingentes como garante o codeudor que puedan afectar al normal curso de la compañía.

### Liquidez de los instrumentos

#### Situación del Mercado Bursátil<sup>51</sup>

Durante julio de 2018, el Mercado de Valores autorizó 27 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 9 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 18 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 164,80 millones, valor que representó 39,87% del monto total de emisiones autorizadas.

Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 55,53% y las acciones el 1,21% del total aprobado hasta el 31 de julio de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 413,31 millones hasta julio de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 64,24%, comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas con el 18,94%.

Atentamente,



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



Econ. Juan Fernando Espinoza  
**Analista**

<sup>50</sup> Corresponde a los contratos por vacaciones pre-pagadas

<sup>51</sup> <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

**ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. (Miles de USD)**

Cuenta	2014	2015	2016	2017	jul-18
<b>ACTIVOS</b>					
Efectivo en caja y bancos	362	552	777	349	3.424
Clientes	987	1.663	1.283	1.145	508
Compañías relacionadas	8.602	10.949	88.912	105.219	0
Derechos fiduciarios	3.031	3.694	2.534	2.799	2.799
Inventario	1.005	1.126	696	665	617
Otros activos corrientes	5.411	5.094	3.134	3.063	9.953
<b>Total Activo Corrientes</b>	<b>19.398</b>	<b>23.078</b>	<b>97.336</b>	<b>113.241</b>	<b>17.301</b>
Propiedad, planta y equipo, neto	70.309	68.566	72.372	70.143	69.680
Inversiones en acciones	2.350	2.350	637	180	180
Otros activos no corrientes	19.363	85.493	13.777	8.776	116.456
<b>Total Activo No Corrientes</b>	<b>92.022</b>	<b>156.410</b>	<b>86.786</b>	<b>79.098</b>	<b>186.316</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>111.420</b>	<b>179.488</b>	<b>184.122</b>	<b>192.340</b>	<b>203.616</b>
<b>PASIVOS</b>					
Obligaciones financieras, Titularizaciones y otras corriente	5.718	7.555	9.664	10.597	10.419
Proveedores locales	1.635	3.954	2.809	3.384	1.805
Relacionadas	8.478	8.744	112.708	130.786	0
Otros pasivos corrientes	5.514	7.744	9.078	10.981	14.104
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>21.345</b>	<b>27.997</b>	<b>134.259</b>	<b>155.749</b>	<b>26.329</b>
Obligaciones financieras, Titularizaciones y otras no corriente	37.060	29.048	19.611	9.872	4.773
Otros pasivos no corrientes	26.685	98.095	16.977	22.109	168.405
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>63.745</b>	<b>127.143</b>	<b>36.588</b>	<b>31.982</b>	<b>173.178</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>42.778</b>	<b>36.603</b>	<b>29.276</b>	<b>20.470</b>	<b>15.192</b>
Deuda Financiera C/P	5.718	7.555	9.664	10.597	10.419
Deuda Financiera L/P	37.060	29.048	19.611	9.872	4.773
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>85.090</b>	<b>155.140</b>	<b>170.847</b>	<b>187.731</b>	<b>199.507</b>
<b>PATRIMONIO</b>					
Capital Social	6.050	6.050	6.050	6.050	9.217
Aportes a futuras capitalizaciones	3.167	3.167	3.167	3.778	0
Resultados NIIF	29.262	29.262	29.262	29.262	29.262
Utilidades (pérdidas) retenidas	-12.149	-14.131	-25.204	-34.481	-34.370
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>26.330</b>	<b>24.348</b>	<b>13.275</b>	<b>4.609</b>	<b>4.109</b>

Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

**ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. (Miles de USD)**

ESTADO DE RESULTADOS	2014	2015	2016	jul-17	2017	jul-18
<b>Ingresos</b>	<b>31.588</b>	<b>32.693</b>	<b>26.863</b>	<b>15.729</b>	<b>28.298</b>	<b>16.006</b>
Costo de ventas	5.330	13.176	12.801	8.974	14.339	8.400
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>26.258</b>	<b>19.517</b>	<b>14.062</b>	<b>6.756</b>	<b>13.960</b>	<b>7.606</b>
Total Gastos Operativos	21.944	18.054	18.106	7.626	15.824	7.296
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>4.314</b>	<b>1.463</b>	<b>(4.044)</b>	<b>(870)</b>	<b>(1.864)</b>	<b>310</b>
Gastos Financieros	4.599	3.394	3.918	1.720	3.037	934
Otros ingresos (egresos) netos	362	523	(4.227)	174	(2.110)	125
<b>UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPOTOS.</b>	<b>77</b>	<b>(1.408)</b>	<b>(12.190)</b>	<b>(2.416)</b>	<b>(7.011)</b>	<b>(500)</b>
Participaciones e impuestos	(3.119)	(575)	(2.633)		123	
<b>UTILIDAD/PÉRDIDA NETA</b>	<b>(3.042)</b>	<b>(1.983)</b>	<b>(14.823)</b>	<b>(2.416)</b>	<b>(6.888)</b>	<b>(500)</b>

Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

**ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A.**

Razón Financiera	2014	2015	2016	jul-17	2017	jul-18
Gastos Operacionales / Ingresos	69,47%	55,22%	67,40%	48,48%	55,92%	45,58%
Utilidad Operacional / Ingresos	13,66%	4,47%	-15,05%	-5,53%	-6,59%	1,94%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	-9,63%	-6,07%	-55,18%	-15,36%	-24,34%	-3,12%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	-141,81%	-73,78%	27,28%	36,02%	27,06%	-62,03%
Otros ingresos (Otros egresos) / Utilidad Neta del Ejercicio	-11,90%	-26,37%	28,52%	-7,20%	30,62%	-24,96%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	-151,18%	-171,15%	-26,43%	-71,18%	-44,10%	-187,00%
<b>Rentabilidad</b>						
Rentabilidad sobre Patrimonio	-11,55%	-8,14%	-111,66%	-22,25%	-149,46%	-12,16%
Rentabilidad sobre Activos	-2,73%	-1,10%	-8,05%	-1,20%	-3,58%	-0,25%
<b>Liquidez</b>						
Razón Circulante	0,91	0,82	0,72	0,69	0,73	0,66
Liquidez inmediata	0,70	0,67	0,71	0,63	0,71	0,56
Capital de Trabajo	-1.947	-4.919	-36.922	-11.565	-42.508	-9.028
Capital de Trabajo/Total Activos	-1,75%	-2,74%	-20,05%	-5,73%	-22,10%	-4,43%
<b>Cobertura</b>						
EBITDA	6.583	3.587	-1.659	494	-583	1.066
EBITDA (anualizado)	6.583	3.587	-1.659	847	-583	1.828
Ingresos	31.588	32.693	26.863	15.729	28.298	16.006
Gastos Financieros	4.599	3.394	3.918	1.720	3.037	934
EBITDA / Ingresos	20,84%	10,97%	-6,18%	3,14%	-2,06%	6,66%
EBITDA/Gastos Financieros	1,43	1,06	-0,42	0,29	-0,19	1,14
Utilidad Operativa/Deuda Financiera	0,10	0,04	-0,14	-0,03	-0,09	0,02
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	7,26	2,31	-6,38	3,66	-0,49	-1,54
Gastos de Capital / Depreciación	0,40	0,73	0,11	0,17	0,93	-1,57
<b>Solvencia</b>						
Pasivo Total / Patrimonio	3,23	6,37	12,87	17,58	40,73	48,55
Capital Social / Activo Total	5,43%	3,37%	3,29%	3,00%	3,15%	4,53%
Deuda Financiera / EBITDA anualizado	6,50	10,20	-18	29	-35,13	8,31
Pasivo Total / EBITDA anualizado	12,93	43,25	-103	225	-322	109
Deuda Financiera / Pasivo	0,50	0,24	0,17	0,13	0,11	0,08
Deuda Financiera / Patrimonio	1,62	1,50	2,21	2,30	4,44	3,70
Pasivo Total / Activo Total	76,37%	86,43%	92,79%	94,62%	97,60%	97,98%
<b>Solidez</b>						
Patrimonio Total / Activo Total	23,63%	13,57%	7,21%	5,38%	2,40%	2,02%
<b>Eficiencia</b>						
Periodo de Cobros (días)	11	19	17	9	15	7
Duración de Existencias (días)	69	31	20	14	17	16
Plazo de Proveedores (días)	392	209	276	509	270	263

Fuente: HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. / Elaboración: Class International Rating

**ANEXO IV: ESTADOS FINANCIEROS FIDEICOMISO MERCANTIL TITULARIZACIÓN DECAMERON ECUADOR (USD)**

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	jul-18	ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	jul-18
<b>ACTIVO</b>		<b>INGRESOS</b>	
Efectivo y equivalentes de efectivo	606.381,67	Ingresos por actividades ordinarias	
Activos Financieros	5.931.256,08	Intereses ganados	43.391,90
Activos No Corrientes	14.927.076,00	<b>GASTOS</b>	
<b>Total Activos</b>	<b>21.464.713,75</b>	Gastos financieros	399.616,87
Total de cuentas de resultados deudoras	439.832,61	Otros gastos	40.215,74
<b>TOTAL ACTIVOS Y GASTOS</b>	<b>21.904.546,36</b>	<b>RESULTADO</b>	<b>(396.440,71)</b>
<b>PASIVO</b>			
Cuentas por pagar Originador	249.987,55		
Otras obligaciones corrientes	83,29		
Valores de Titularización	5.670.000,00		
Intereses por pagar	44.178,75		
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>5.964.249,59</b>		
<b>PATRIMONIO</b>			
Aportes en efectivo	9.696.464,69		
Aportes en especies	52.861.643,95		
Restituciones aportes	(37.065.650,88)		
Resultados Acumulados	(9.595.552,89)		
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>15.896.904,87</b>		
Total de cuentas de resultados acreedoras	43.391,90		
<b>TOTAL PASIVO, PATRIMONIO E INGRESOS</b>	<b>21.904.546,36</b>		

Fuente: Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Class International Rating