

INFORME DE CALIFICACION DE RIESGO

EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO – AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 032/2019, del 28 de febrero de 2019

Información Financiera cortada al 31 de diciembre de 2018

Analista: Econ. Juan Fernando Espinoza

juan.espinoza@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, es el concesionario del Aeropuerto Nacional Seymour ubicado en la Isla de Baltra durante 15 años, tiempo que dura la concesión. Constituida el 11 de noviembre de 2008, con el objeto, de transformar y operar el Aeropuerto Seymour, conforme los términos del contrato de concesión.

Revisión

Resolución No. SC-IMV-DAYR.DJMV-G-11-0007053, emitida el 13 de diciembre de 2011

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 032/2019 del 28 de febrero de 2019 decidió otorgar la calificación de **“AA” (Doble A)** a la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL por un monto de hasta catorce millones de dólares (USD 14'000.000,00).

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

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

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

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

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

La calificación otorgada a la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, se constituyó en la ciudad de Guayaquil el 11 de noviembre de 2008, con el objeto de, por su cuenta y riesgo, transformar y operar el Aeropuerto Nacional Seymour, conforme los términos del Contrato de Concesión, y en general dar ejecución íntegra a dicho contrato.
- El 15 de abril de 2011, se suscribió el Contrato de Concesión conjuntamente entre AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, la Dirección General de Aviación del Ecuador, la Dirección de

- Transporte Aeronáutico Civil, y Corporación América S.A., que establece la concesión del Aeropuerto Nacional Seymour por los próximos 15 años.
- El Aeropuerto Nacional Seymour de Baltra fue planificado, diseñado y construido considerando su relación con el medio ambiente y minimizando su impacto ambiental, por lo cual obtuvo el reconocimiento del Consejo Americano de Construcción Sustentable (USGBC, sus siglas en inglés), que sirve de referente de edificios ecológicos con las mejores prácticas ambientales alrededor del mundo.
 - AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, quien maneja y administra el Aeropuerto Seymour recibió la certificación, LEED (Leadership in Energy and Environmental Design), nivel ORO. Con esta alta distinción se convierte en el primer Aeropuerto Ecológico del Mundo, como construcción completa.
 - El aeropuerto obtuvo la acreditación de Neutralidad de la Huella de Carbono, Nivel 4 el 18 de diciembre de 2017, del programa denominado Airport Carbon Accreditation de la ACI, mismo que reconoce y evalúa el esfuerzo de los aeropuertos involucrados para gestionar, reducir y sobre todo compensar sus emisiones de Gases de Efecto invernadero, lo que lo convirtió en el segundo aeropuerto en todo el continente Americano y el primero en Latinoamérica y el Caribe en ser acreditado como Carbono Neutro.
 - Los ingresos de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL registraron una tendencia creciente durante el periodo analizado (2015-2018), pasando de USD 9,11 millones en el año 2015 a USD 11,12 millones en 2018 (USD 9,97 millones en 2017), como efecto del aumento de número de pasajeros que arribaron a Galápagos por Baltra.
 - La empresa alcanzó niveles positivos en su margen operacional, mismo que se mantuvo dentro del rango del 20%, es así que pasó de significar el 24,47% de los ingresos en 2016 a un 20,86% en el año 2017 y un 22,26% de los ingresos al cierre de 2018, comportamiento que estuvo ligado a las variaciones registradas en sus gastos.
 - Posterior a descontar la participación de trabajadores y el impuesto a la renta, la compañía registró pérdidas netas entre los años 2015 y 2017, mismas que significaron el -0,55% de los ingresos y el -0,65% respectivamente, debido al anticipo del Impuesto a la Renta que la empresa asumió en dichos periodos. La empresa ha solicitado al SRI la devolución del anticipo excedente por 2016 con resultados positivos, y se encuentra solicitando el excedente del año 2017, donde espera el mismo resultado. Para diciembre de 2018, los resultados de la compañía se recuperan, arrojando una utilidad que significó el 1,62% de los ingresos.
 - En base a los resultados arrojados, el EBITDA (acumulado) no reflejó un comportamiento definido, pues luego de representar el 47,78% de los ingresos en 2016 pasó a un 44,49% de los ingresos en el cierre del año 2017 y un 43,77% en 2018. A pesar de estas variaciones, la compañía posee una aceptable capacidad para generar flujos y consecuentemente cobertura suficiente sobre sus gastos financieros.
 - Los activos de la compañía presentaron un comportamiento decreciente, puesto que pasaron de USD 59,83 millones en el año 2015 a USD 40,82 millones en 2018, debido a una reducción en sus activos corrientes, especialmente en sus activos por impuestos corrientes. Respecto a su composición, los activos no corrientes fueron históricamente los de más importantes, es así que a diciembre de 2017 representaron el 86,58% de los activos totales y el 93,62% en diciembre de 2018, mismos que estuvieron conformados mayormente por bienes de terceros en uso.
 - Los pasivos totales presentaron un comportamiento creciente en relación al financiamiento de los activos, pues luego de fondarlos en un 52,36% en 2016, pasaron a un 61,49% en 2018, básicamente por una mayor reducción de los activos que de los mismos pasivos. Dentro de su estructura se destacan los pasivos no corrientes, siendo su cuenta más relevante las cuentas por pagar relacionadas, pues financiaron el 41,40% del total de activos a diciembre de 2018.
 - La deuda financiera estuvo conformada por obligaciones con el mercado de valores y préstamos con empresas relacionadas que generan intereses (Corporación América Sudamericana S.A. sucursal Ecuador y Elenor S.A.) mismos que se destinaron a la construcción del Aeropuerto Nacional Seymour como lo estipula el contrato de concesión. La deuda con costo financió el 56,58% de activos en diciembre de 2018 (52,33% en 2017).
 - El patrimonio pasó de financiar el 54,42% de los activos totales en 2015 a un 38,51% de los activos en diciembre de 2018, reducción que está ligada a la disminución del superávit por revaluación y por mayores pérdidas acumuladas. Cabe mencionar que este ajuste se da por la amortización del activo intangible que se lo realiza de manera anual, es decir, el crédito que se hace al activo intangible se registra contra un débito a la cuenta de superávit por revaluación que corresponde a la valoración del proyecto.
 - La compañía muestra indicadores de liquidez (razón circulante) que superan la unidad durante los periodos 2015-2017, lo que evidencia que la compañía pudo hacer frente a sus pasivos de corto plazo con sus activos

del mismo tipo. Para diciembre de 2018, este indicador decayó por debajo de la unidad, como efecto de la mayor velocidad en el decrecimiento de los activos de corto plazo, lo que repercutió en su capital de trabajo, pues fue negativo (-2,20% de los activos).

- El apalancamiento presentó una tendencia creciente a lo largo del periodo analizado, en parte producto por las contracciones evidenciadas en el patrimonio, y a que, en relación con los créditos con empresas relacionadas, AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL no ha abonado pagos, puesto que se encuentran subordinadas a la emisión de obligaciones, es decir, no puede realizar desembolsos adicionales hasta pagar la emisión de manera íntegra o a menos que se cumpla el índice de cobertura. Es por ello que los créditos con relacionadas, apalancan a la empresa en estos créditos devengados y no pagados.

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, celebrada el 05 de octubre de 2011, resolvió aprobar la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por un monto total de hasta USD 14,00 millones.
- Posteriormente, con fecha 06 de octubre de 2011, AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL como emisor, conjuntamente con Casa de Valores ADVFIN S.A. como agente colocador y Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo.
- Por otro lado, el 30 de noviembre de 2011, se reúne nuevamente la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, en donde se dieron a conocer dos puntos, mismos que fueron reformados mediante escritura pública suscrita el 30 de noviembre de 2011.
- Con fecha 28 de diciembre de 2011, Casa de Valores ADVFIN S.A., inició la colocación de los valores emitidos por AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, logrando vender hasta marzo de 2012, el 100% del total aprobado, es decir, USD 14,00 millones.
- El saldo de capital de la Emisión de Obligaciones al 31 de diciembre de 2018 ascendió a un total de USD 5,00 millones, correspondiente a la Clase B. Cabe indicar que los rubros de la Clase A fueron cancelados oportunamente en su totalidad.
- La compañía, durante la vigencia de la emisión de obligaciones estará obligada a cumplir con los resguardos que señala la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros), los mismos que se detallan a continuación:
 - ✓ Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas.
 - a) Obtener el posicionamiento y prestigio en la administración del aeropuerto;
 - b) Enfocarse en el desarrollo de infraestructura amigable con el medio ambiente;
 - c) Con los recursos propios y con los generados a través del financiamiento en el mercado de valores se busca invertir en la implementación de la nueva terminal aeroportuaria en la Isla de Baltra y otras obras previstas en el Contrato de Concesión; y,
 - d) Mantener una buena relación con el recurso humano y proveedores
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros).
 - ❖ Al 31 de diciembre de 2017 el emisor cumplió con lo mencionado anteriormente.
- Adicionalmente, se constituyó un Fideicomiso Mercantil de Flujos que administrará el 100% de los ingresos que deba recibir ECOGAL, sea por concepto de tasas, ingresos comerciales u otros que pudieren generarse.
 - ✓ El Fideicomiso en su último informe de rendición de cuentas informó, que todos los pagos se han realizado con normalidad.
- ✓ Al 31 de diciembre de 2018, los activos libres de gravamen de la compañía, ascendieron a USD 40,82 millones, determinando que el 80,00% de los mismos arrojó una suma de USD 32,66 millones, monto que cubre en 6,54 veces el saldo de capital de la emisión, lo que evidencia que el mismo se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- ✓ Las proyecciones realizadas indicaron según como fueron establecidas una adecuada disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. No obstante, de acuerdo a los periodos transcurridos, se

observa que el comportamiento de la compañía y algunos de sus resultados no se dieron de acuerdo a dichas proyecciones, a pesar de lo cual los pagos a los inversionistas se han realizado con normalidad en las fechas establecidas para ello acorde a la colocación de los valores.

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:

- La fluctuación de pasajeros y de turismo, podría generar un riesgo de mercado, puesto que más del 50% de los pasajeros que circulan por la terminal aérea son de origen extranjero, sobre los cuales no se puede tener un control absoluto al verse afectado por situaciones o externalidades fuera del contexto del país.
- Eventos climáticos y sísmicos que afecten a la estructura de la terminal aérea o impidan el aterrizaje de los constantes vuelos programados al Aeropuerto Nacional Seymour, podrían repercutir en gastos no programados tanto en hospedaje de pasajeros o en la reparación de las áreas afectadas.
- Factores externos políticos, económicos, normativos y técnicos, entre otros, podrían afectar al mercado de manera que se restrinja la demanda y se vea disminuido el volumen de ingresos de la empresa.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, es tomada de varias fuentes como:

- Estructuración Financiera (Costos, Gastos, Financiamiento, Ingresos, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo.
- Escritura de la Reforma a la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo.
- Escritura de Fideicomiso mercantil de Administración de Flujos.
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL del 05 de octubre de 2011.
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL del 30 de noviembre de 2011.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2015, 2016, 2017 y 2018 de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

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

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor o del garante, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos 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 de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, 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

INTRODUCCION

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 05 de octubre de 2011, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, resolvió autorizar por unanimidad que la compañía realice la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por un monto total de hasta USD 14,00 millones.

Posteriormente, con fecha 06 de octubre de 2011, AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL como emisor, conjuntamente con Casa de Valores ADVFIN S.A. como agente colocador y Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. como Representante de los Obligacionistas, suscribieron el contrato de la Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo.

Finalmente, el 30 de noviembre de 2011, se reúne nuevamente la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, en donde se dieron a conocer dos puntos, mismos que fueron reformados mediante escritura pública suscrita el 30 de noviembre de 2011.

A continuación se exponen las principales características y condiciones de la emisión:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO - AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL		
Emisor	AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL	
Capital a Emitir	USD 14.000.000,00	
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América	
Títulos de las obligaciones	Las obligaciones estarán documentadas o representadas en títulos al portador en caso de ser materializadas, o en anotaciones en cuenta de DECEVALE S.A. o en el Deposito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador DCV-BCE, a elección del inversionista en caso de ser desmaterializadas. Los mencionados valores serán emitidos de forma materializada o desmaterializada a voluntad del inversionista. En caso de ser materializados el valor nominal será múltiplo de USD 20.000. En caso de ser desmaterializado serán emitidos a través del DECEVALE S.A. o del DCV-BCE	
Rescates Anticipados	Los valores correspondientes a esta emisión de obligaciones no serán rescatables anticipadamente y no serán convertibles en acciones.	
Tipo de Oferta	Pública.	
Clase, Monto, Plazo, Tasa	Serie A	Serie B
	5.000.000,00	9.000.000,00
	1.800 días	3.600 días
	8,00% anual.	9,00% anual

Agente Pagador	Será la emisora a través de Fideicomiso Mercantil de Flujos. En caso de emitirse desmaterializadas serán pagadas a través de compensación de DECEVALE o del DCV-BCE en la cuenta de cada beneficiario. En caso de ser materializadas, será en las oficinas que dispone DECEVALE.
Agente Estructurador - Colocador	Casa de Valores ADVFIN S.A.
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a lo estipulado en el Art. 162 Ley de Mercado de Valores.
Amortización Capital	Clase A: Trimestralmente. Clase B: Trimestralmente.
Pago de Intereses	Trimestralmente.
Destino de los recursos	Se destinará el 100% de la emisión para las inversiones que requiere la implementación de la nueva terminal Aeroportuaria en la Isla de Baltra y otras obras previstas en el contrato de concesión y para la sustitución de pasivos.
Forma cálculo de intereses	Se considera una base comercial de 360 días por año.
Fecha de Emisión	Será la fecha valor en que las obligaciones se negocien, es decir, a partir de la fecha en que entren en circulación los valores.
Representante Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Forma de Negociación	Bursátil o Extrabursátil.
Resguardos establecidos en la Codificación de la Resolución del C.N.V. (hoy Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera)	<p>Conforme lo que señala la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas. <ul style="list-style-type: none"> ❖ Obtener el posicionamiento y prestigio en la administración del aeropuerto; ❖ Enfocarse en el desarrollo de infraestructura amigable con el medio ambiente; ❖ Con los recursos propios y con los generados a través del financiamiento en el mercado de valores se busca invertir en la implementación de la nueva terminal aeroportuaria en la Isla de Baltra y otras obras previstas en el Contrato de Concesión; y, ❖ Mantener una buena relación con el recurso humano y proveedores. • No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. • Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros)
Límite de Endeudamiento	La emisora mientras esté vigente la emisión de obligaciones, limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación de activos establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Adicionalmente, se obliga, en defensa de los intereses de los Obligacionistas, a proporcionar a información financiera que le fuere requerida por el Representante de los Obligacionistas.
Resguardos Adicionales	<ul style="list-style-type: none"> • Se constituyó un Fideicomiso Mercantil de Flujos que administrará el 100% de los ingresos que deba recibir ECOGAL, sea por concepto de tasas, ingresos comerciales u otros que pudieren generarse. Dicho Fideicomiso Mercantil tendrá como finalidad la administración de los recursos, debiendo destinarlos a: (i) la operación y construcción del aeropuerto y cumplimiento, en general, del contrato de concesión; (ii) el pago de los créditos adquiridos, conforme los términos del contrato de concesión; y, (iii) Finalmente los recursos existentes en la o las cuentas del patrimonio autónomos se entregarán anualmente a Ecogal, quien podrá disponer de estos recursos. Sin embargo, y dado que, parte de dichos remanentes o todo, podrían corresponder a la utilidad neta, la fiduciaria entregará, en representación del Fideicomiso, a petición expresa ECOGAL y por su cuenta, dicha Utilidad Neta a la DGAC. • Además, dentro del patrimonio autónomo, se constituirá, a partir de la primera colocación de la primera emisión de obligaciones de Ecogal, un fondo de garantía igual a la próxima cuota o dividendo de pago de la emisión de obligaciones que servirá para asegurar el pago. • Durante el plazo de la emisión de obligaciones, ECOGAL, no hará desembolsos para atender gastos por intereses o por pagos de amortizaciones de préstamos que se adquieran, mientras el índice de cobertura¹ sea inferior o igual a 3,5 veces, si el índice es superior a 3,5 veces se podrá realizar pagos de intereses y de amortizaciones de capital hasta por el monto excedente. • Por último, como resguardo adicional, la fiduciaria retendrá a ECOGAL el 8% que por <i>managment fee</i> tiene derecho a cobrar sobre el total de los Ingresos Aeroportuarios, conforme el contrato de concesión, hasta por un monto igual a un dividendo trimestral de las Obligaciones. Este fondo que estará invertido en Inversiones Permitidas, servirá para cubrir cualquier desviación de flujo de fondos necesario para las Obligaciones, luego de fuere utilizado el Fondo de Garantía estipulado en el Fideicomiso. Una vez completado el monto de este Fondo de Respaldo, se pagará el <i>managment fee</i> a ECOGAL.

¹ Índice de cobertura: Flujo de caja operacional (del periodo)/ Gastos financieros de la emisión de obligaciones (del periodo). Donde, Flujo de Caja Operacional se calcula: Total de Ingresos menos egresos operacionales menos participaciones de trabajadores e impuesto a la renta más egresos que no signifiquen desembolsos. Se calculará utilizando periodo de semestres móviles de enero a junio y de julio a diciembre para determinar el excedente generado.

Activos esenciales

Los activos esenciales de la compañía comprenden, entre otros, el contrato de concesión del sistema aeroportuario de la Isla de Baltra, adjudicado mediante resolución 159ª del 15-09-2008 de la DGAC y firmado el 15 de abril de 2011, entre la compañía y la Dirección General de Aviación Civil. El Contrato establece un plazo de concesión de 15 años a partir del 20 de julio de 2011.

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

A continuación se presenta el esquema bajo el cual se realizará la amortización de capital y pago de intereses a los obligacionistas:

CUADRO 2: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

Año	Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
2011				14.000.000,00
2012	326.250,00	930.018,75	1.256.268,75	13.673.750,00
2013	420.000,00	1.168.262,50	1.588.262,50	13.253.750,00
2014	1.241.250,00	1.112.781,25	2.354.031,25	12.012.500,00
2015	2.182.500,00	978.775,00	3.161.275,00	9.830.000,00
2016	2.640.000,00	782.387,50	3.422.387,50	7.190.000,00
2017	1.070.000,00	598.300,00	1.668.300,00	6.120.000,00
2018	1.125.000,00	517.387,50	1.642.387,50	4.995.000,00
2019	1.327.500,00	405.506,25	1.733.006,25	3.667.500,00
2020	1.485.000,00	281.475,00	1.766.475,00	2.182.500,00
2021	1.732.500,00	140.231,25	1.872.731,25	450.000,00
2022	450.000,00	10.125,00	460.125,00	-
	14.000.000,00	6.925.250,00	20.925.250,00	

Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

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

Con fecha 13 de diciembre de 2011, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros resolvió aprobar la Primera Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 14,00 millones, bajo la Resolución No. SC-IMV-DAYR-DJMV-G-11-0007053, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 15 de diciembre de 2011. El plazo de oferta pública de dicha emisión tenía fecha de vencimiento el 13 de septiembre de 2012.

Colocación de los Valores

Con fecha 28 de diciembre de 2011, Casa de Valores ADVFIN S.A., inició la colocación de los valores emitidos por AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, logrando vender hasta marzo de 2012, el 100% del total aprobado, es decir, USD 14,00 millones.

Saldo de Capital

Hasta el 31 de diciembre de 2018, el saldo de capital de la emisión de obligaciones ascendió a USD 5,00 millones, monto que corresponde únicamente a la Serie B, dado que la Serie A fue cancelada en su totalidad.

Garantías y Resguardos

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

- ❖ Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas:
 - a. Obtener el posicionamiento y prestigio en la administración del aeropuerto;
 - b. Enfocarse en el desarrollo de infraestructura amigable con el medio ambiente;
 - c. Con los recursos propios y con los generados a través del financiamiento en el mercado de valores se busca invertir en la implementación de la nueva terminal aeroportuaria en la Isla de Baltra y otras obras previstas en el Contrato de Concesión; y,

- d. Mantener una buena relación con el recurso humano y proveedores
- ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- ❖ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la Codificación de las Resoluciones del C.N.V. (hoy, artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros).
- ❖ Al 31 de diciembre de 2018, la compañía cumplió con lo anteriormente mencionado.

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

Límite de Endeudamiento

La emisora mientras esté vigente la emisión de obligaciones, limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación de activos establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Adicionalmente, se obliga, en defensa de los intereses de los Obligacionistas, a proporcionar a información financiera que le fuere requerida por el Representante de los Obligacionistas.

Al 31 de diciembre de 2018, el emisor cumplió con lo mencionado en un inicio.

Fideicomiso Mercantil Irrevocable

Con fecha 24 de octubre de 2011, mediante Escritura, AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, conjuntamente con FIDUCIARIA DEL PACIFICO S.A. FIDUPACIFICO en calidad de fiduciaria suscribieron el contrato del Fideicomiso Mercantil de Administración de Flujos.

En el siguiente extracto se detallan las principales características del Fideicomiso:

CUADRO 3: CARACTERISTICAS GENERALES DEL FIDEICOMISO

"FIDEICOMISO MERCANTIL ECOGAL"	
Constituyente o Depositaria	AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL
Fiduciaria	FIDUCIARIA DEL PACIFICO S.A. FIDUPACIFICO
Finalidad	El Fideicomiso Mercantil tiene como finalidad: (i) recibir, administrar y destinar la totalidad de los Ingresos Aeroportuarios, conforme las instrucciones irrevocables señaladas en el contrato, en beneficio de la Concesión y en cumplimiento del Contrato de Concesión; (ii) pagar a los prestamistas los créditos adquiridos por la constituyente a su favor, conforme lo señalado en el contrato; (iii) entregar los remanentes existentes a la constituyente o a quien este disponga.
Patrimonio Autónomo	Para efectos del cumplimiento de la finalidad señalada en el contrato de Fideicomiso, la constituyente transfiere a título de Fideicomiso Mercantil el derecho económico a recibir los Ingresos Aeroportuarios a partir de la constitución del Fideicomiso. Para efectos de este Fideicomiso Mercantil se considera que el derecho económico a percibir los Ingresos Aeroportuarios incluye obligatoriamente y sin reserva o limitación alguna: (i) Ingresos por servicios Aeroportuarios; (ii) Ingresos por Servicios Comerciales; y, (iii) Otros Ingresos.
Fondo de Garantía	Dentro del contrato del Fideicomiso Mercantil ECOGAL, se estipula que se constituirá, a partir de la primera colocación de la primera emisión de obligaciones de Ecogal, un fondo de garantía igual a la próxima cuota o dividendo de pago de la emisión de obligaciones que servirá para asegurar el pago.
Resguardo Adicional	Como resguardo adicional, la Fiduciaria retendrá a ECOGAL el 8% que por management fee tiene derecho sobre el total de los ingresos Aeroportuarios, conforme el contrato de concesión, hasta por un monto igual a un dividendo trimestral de las Obligaciones. Este fondo que estará invertido en Inversiones Permitidas, servirá para cubrir cualquier desviación de flujo de fondos necesario para las Obligaciones.

Fuente: Contrato de Fideicomiso / Elaboración: Class International Rating

Instrucciones de la Fiduciaria

Las instrucciones fiduciarias del "Fideicomiso Mercantil Ecogal" se describen dentro del contrato de fideicomiso.

Situación del “Fideicomiso Mercantil ECOGAL”

En el último informe de rendición de cuentas del Fideicomiso Mercantil ECOGAL, la Fiduciaria informó que, al 31 de octubre de 2018, se han atendido con normalidad las instrucciones del Constituyente, respecto al pago de proveedores y empleados de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL. De igual manera, informó que se han realizado las transferencias respectivas a las cuentas de Decevale S.A y Banco Central del Ecuador a fin de que se realicen los pagos a los inversionistas vía Decevale y DCV-BCE respectivamente.

En relación al Fondo de Garantía que debe mantener el Fideicomiso, con corte 31 de octubre de 2018, el Fondo de Garantía ascendió a un monto de USD 0,43 millones, que es equivalente al valor del siguiente dividendo del pago trimestral que se encuentra pendiente a la fecha del informe de la fiduciaria. Con respecto al Resguardo adicional, este asciende a USD 3,31 millones; y una vez completado el monto del fondo de respaldo de resguardo adicional, se cancelará el managment fee a AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL.

Activos Libres de Gravamen

La Primera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo está respaldada por una Garantía General otorgada por AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Dicho esto, se pudo apreciar que con corte al 31 de diciembre de 2018, AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, estuvo conformado por un total de activos de USD 40,82 millones, de los cuales el 100,00% se encuentran libres de gravamen. A continuación se evidencia el detalle de lo mencionado:

CUADRO 4: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL A DICIEMBRE 2018

Concepto	Monto (USD)	%
Disponibles	148.515	0,36%
Exigibles	408.568	1,00%
Realizables	6.311	0,02%
Activo Fijo	21.249.239	52,05%
Otros activos	19.011.421	46,57%
TOTAL	40.824.054	100,00%

Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de diciembre de 2018, presentó un total de activos libres de gravamen de USD 40,82 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 32,66 millones, cifra que cubre en 6,54 veces el saldo de capital de la emisión de obligaciones objeto de la presente calificación, lo que evidencia que se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa vigente.

CUADRO 5: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN A DICIEMBRE DE 2018 (USD)

Descripción	dic-18
Total Activos	40.824.054
Activos Gravados	-
Activos Libres de Gravámenes	40.824.054
80,00% de los Activos Libres de Gravámenes	32.659.243

(-) Activos Diferidos	10.634
(-) Activos en Litigio	-
(-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	-
(-) Monto no redimido de Titularizaciones	-
(-) Derechos Fiduciarios	889.751
Monto Máximo de Emisión	31.758.858
Saldo de Capital Emisión Obligaciones a largo plazo	4.995.000
Total Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	8,17
80,00% de los Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	6,54
Monto Máximo de Emisión / Saldo Emisión (Veces)	6,36

Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de diciembre de 2018, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto no redimido con el Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,78 veces² sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Proyecciones del Emisor

CUADRO 6: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES PROYECTADO (USD)³

Rubro	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos	13.231.876	12.792.686	12.890.493	22.790.432	14.366.167	14.965.606
Utilidad Bruta	13.231.876	12.792.686	12.890.493	22.790.432	14.366.167	14.965.606
Gastos Operativos	7.715.686	7.016.591	6.394.603	15.490.183	6.771.990	6.803.944
Utilidad Operacional	5.516.190	5.776.094	6.495.891	7.300.249	7.594.177	8.161.662
Gastos Financieros	4.437.245	4.688.183	4.155.402	4.500.001	5.851.948	5.841.823
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	1.078.945	1.087.911	2.340.489	2.800.248	1.742.229	2.319.839
Participación Trabajadores	84.821	163.187	351.073	420.037	261.334	347.976
Impuesto a la Renta	120.163	240.984	497.354	595.053	370.224	492.966
Utilidad Neta	873.961	683.741	1.492.062	1.785.158	1.110.671	1.478.897

Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones consideran un incremento de las ventas un 32,63% para el año 2018 en relación al año 2017, como efecto de un alto monto de obras de infraestructura en el Aeropuerto proyectado para 2018 para cumplir con el contrato de concesión, mismos que tienen que ser asentados contablemente en base a la normativa CINIIF 12 (acuerdos de concesión de servicios) como ingresos de obra con un margen del 3% en este caso de Ecogal, mientras que para los siguientes años 2019-2023, las proyecciones contemplan que las ventas variarían, es así que en 2019 decrecerían 3,32%, incrementarían 0,76% en 2020, para el año 2021, crecerían un considerable 76,80% debido a que este año deben realizar el recapeo de integral a la totalidad de la pista y el cambio de todo el sistema de balizamiento según lo estipulado en el contrato de concesión, lo que conllevaría elevados costos de obra, mismos que deben ser asentados como otros ingresos con el 3% de margen, finalmente una caída del 36,96% en 2022 debido a menores costos de obras y finalmente crecería un 4,17% para el periodo 2023.

Los gastos operacionales por su parte, se han proyectado en un promedio de participación sobre las ventas del 53,89%, con lo cual se proyectaría una utilidad operativa que pasaría de un 41,69% de las ventas para el año 2018 a un 54,54% al cierre de 2023.

Posteriormente, dentro del modelo financiero se observa el rubro correspondiente a gastos financieros, que se derivan de las obligaciones con costo que la compañía contrajo y de las obligaciones con las empresas relacionadas, mismos que pasarían de significar un 33,53% de los ingresos en el año 2018 a un 39,03% para el cierre de 2023.

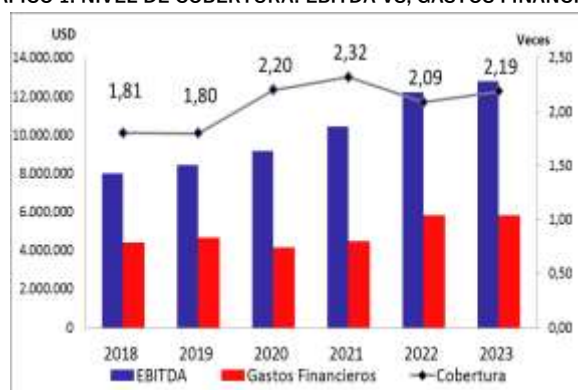
² (Total Activos Deducidos – Saldo Emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones Emitidas)

³ Las proyecciones fueron tomadas del modelo económico financiero de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, los mismos que son internos.

Después de lo descrito y ante el cómputo del impuesto a la renta, participación a trabajadores, la compañía generaría una utilidad neta proyectada que se incrementaría de USD 0,87 millones (6,60% de las ventas) en el 2018 a USD 1,48 millones (9,88% de las ventas) en el 2023.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros que la compañía presentaría durante el periodo analizado. Por lo que de acuerdo al modelo analizado, la cobertura del EBITDA frente a los gastos financieros es positiva y pasaría de 1,81 veces en el 2018 a 2,19 veces al 2023, demostrando que de acuerdo a las proyecciones el Emisor dispondría de fondos propios suficientes que superan los gastos financieros, por lo que presentaría una capacidad de pago adecuada.

GRÁFICO 1: NIVEL DE COBERTURA: EBITDA VS, GASTOS FINANCIEROS



Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

Por otra parte, el flujo de caja, se encuentra dividido por actividades, en su primera instancia considera el flujo de caja en actividades de operación, donde se compone por el EBIT, las depreciaciones y amortizaciones, capital de trabajo, inversión en activos fijos y pago de impuestos a las ganancias rubros importantes para el desarrollo del negocio. Posteriormente, se contabilizan las inversiones en compañías vinculadas, otros ingresos y egresos e ingresos financieros, para conformar el Flujo de Caja Libre. A continuación se encuentran los rubros de financiamiento, donde lo componen incrementos de deuda financiera a corto y largo plazo, amortizaciones de deuda financiera a corto y largo plazo e intereses pagados, con lo que se obtiene el Flujo de caja antes de dividendos y aportes de capital, donde se contabilizan los dividendos y aportes de capital. Finalmente se obtiene el flujo de caja antes de inversiones financieras, y después de contemplar las mismas, se alcanza el Flujo de caja neto.

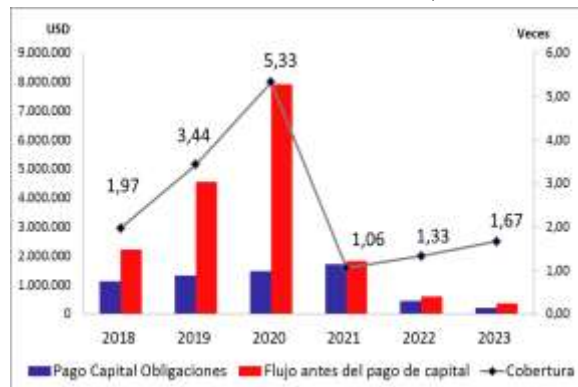
CUADRO 7: FLUJO DE CAJA PROYECTADO (USD)

Descripción	2018	2019	2020	2021	2022	2023
FLUJO DE CAJA EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN						
EBIT	1.078.945	1.087.911	2.340.489	2.800.248	1.742.229	2.319.839
Depreciaciones y amortizaciones	2.499.361	2.664.484	2.664.484	3.150.327	4.632.380	4.632.380
Capital de trabajo	-551.024	306.024	-16.917	-12.928	-13.515	-13.787
Inversión en activos fijos	-1.983.012	-866.700	0	-10.037.611	-120.000	0
Capital de trabajo no corriente	0	0	0	0	0	0
Pago de impuestos a las ganancias	-204.983	-404.170	-848.427	-1.015.090	-631.558	-840.942
Flujo de caja producto de actividades de operación	839.287	2.787.549	4.139.629	-5.115.054	5.609.536	6.097.490
Inversiones en compañías vinculadas	0	0	0	0	0	0
Otros ingresos y egresos	-553.116	-523.215	-676.334	-690.786	-186.958	-187.539
Ingresos Financieros	0	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Libre	286.171	2.264.334	3.463.295	-5.805.840	5.422.578	5.909.951
Incremento de deuda financiera a corto plazo	0	0	0	0	0	0
Amortización de deuda financiera a corto plazo	0	0	0	0	0	0
Intereses Pagados	0	0	0	0	0	0
Financiamiento a corto plazo	0	0	0	0	0	0
Incremento de deuda financiera a largo plazo	0	0	0	0	0	0
Amortización de deuda financiera a largo plazo	-1.125.000	-1.327.500	-1.485.000	-1.732.500	-450.000	-224.200
Intereses Pagados	1.200.497	1.209.443	1.209.443	1.209.443	-4.920.913	-5.685.751

Financiamiento a largo plazo	75.497	-118.057	-275.557	-523.057	-5.370.913	-5.909.951
FLUJOS DE CAJA ANTES DE DIVIDENDOS Y APORTES DE CAPITAL	361.668	2.146.277	3.187.738	-6.328.897	51.665	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Aportes de Capital	0	0	0	0	0	0
Flujo de caja antes de inversiones financieras	361.668	2.146.277	3.187.738	-6.328.897	51.665	0
Inversiones Financieras	0	0	0	0	0	0
FLUJO DE CAJA NETO	361.668	2.146.277	3.187.738	-6.328.897	51.665	0
SalDOS al comienzo del año	731.550	1.093.218	3.239.495	6.427.233	98.336	150.001
SALDOS AL FIN DEL AÑO	1.093.218	3.239.495	6.427.233	98.336	150.001	150.001

Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

GRAFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁴ VS, PAGO DE CAPITAL



Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

Comparativo de Resultados Reales vs. lo Proyectado

Dentro del análisis comparativo entre los resultados reales de la compañía frente a las proyecciones, se pudo evidenciar que al 31 de diciembre de 2018, las ventas reales de la compañía fueron inferiores a las proyectadas, pues registraron un cumplimiento de 84,02%, esto debido que las proyecciones contemplaban los ingresos por infraestructura dentro de los ingresos operacionales, mientras que el balance auditado de 2018, lo contempla como otros ingresos.⁵ Los gastos operacionales reales fueron superiores a lo proyectado, dado que alcanzaron un cumplimiento de 112,01% con lo cual el margen operacional empeoró, obteniendo un cumplimiento de apenas 44,87%.

Después de descontar los gastos financieros (40,43% de cumplimiento), otros ingresos y egresos netos, la compañía arrojó una utilidad antes de impuestos a diciembre de 2018 con un cumplimiento de 47,00% frente a lo proyectado.

CUADRO 8: COMPARATIVO SITUACION REAL VS PROYECCIONES

Cuenta	2018		Cumplimiento
	Proyectado	Real	
Ventas	13.231.876	11.117.196	84,02%
Utilidad Bruta	13.231.876	11.117.196	84,02%
Gastos Operacionales	7.715.686	8.642.091	112,01%
Utilidad Operacional	5.516.190	2.475.105	44,87%
Gastos Financieros	4.437.245	1.794.093	40,43%
Otros ingresos no operacionales	-	-173.888	-
Utilidad (Pérdida) Antes de Participación e Impuestos	1.078.945	507.124	47,00%
Participación Trabajadores	84.821	76.069	89,68%
Impuesto a la renta	120.163	251.282	209,12%
Utilidad (Pérdida) Neta	873.961	179.773	20,57%

Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

⁴ (*)Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de la emisión objeto de análisis en el presente estudio.

⁵ Los costos de obras en infraestructura que se realicen en el Aeropuerto, en base a normativa CINIIF 12 sobre acuerdos de concesión de servicios, estipula que se deben registrar como ingresos con su respectivo margen en base al Contrato de Concesión, que en el caso de Ecogal es del 3%.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de efectivo y de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalaron que la empresa poseía una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalaron que el emisor generaría los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía **Sector Real**

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

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

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

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

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

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

⁹ <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/30478/2113735P.pdf>

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

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

porque se basa, principalmente, en un gasto público (financiado con nueva deuda) y no en una mayor inversión¹².

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

CUADRO 9: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (millones USD 2007) III trimestre 2018	18.064,20	Crecimiento anual PIB (t/t-4) III trimestre 2018	1,37%
Deuda Externa Pública como % PIB (noviembre - 2019)	32,02%	Inflación mensual (diciembre- 2018)	0,10%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - nov 2018	-514,80	Inflación anual (diciembre - 2018)	0,27%
RI (millones USD al 11 de enero - 2019)	2.626,81	Inflación acumulada (diciembre - 2018)	0,27%
Riesgo país (17 - enero - 2019)	715,00	Remesas (millones USD) III trimestre 2018	768,07
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 17 - enero- 2019)	52,07	Tasa de Desempleo Urbano (diciembre 2018)	4,80%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 1,3%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones¹³. Al tercer trimestre de 2018, el PIB real alcanzó USD 18.064,20 millones y reflejó una variación interanual de 1,37% y un crecimiento trimestral de 0,88%, donde el gasto de consumo final de los hogares fue la variable que tuvo la mayor incidencia en la variación interanual¹⁴.

Durante enero a noviembre 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 20.415,04 millones, siendo superior en 17,76% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 17.335,57 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (39,2%), bienes de consumo (15,5%), bienes de capital (13,2%), materias primas (12,1%) y productos diversos (49,3%). 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 noviembre de 2018 alcanzaron USD 19.900,24 millones, siendo superiores en 14,63% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 17.360,05 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -4,7%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 31,2%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 44,2 durante enero-octubre 2017 a USD 60,8 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-noviembre de 2018 crecieron en 5,28% frente al mismo periodo del 2017, alcanzando USD 11.675,03 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, por la Cámara de Representantes de Estados Unidos¹⁵, así como el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

Por otro lado, desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. No obstante, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo¹⁶. A través de la ronda petrolera "Intracampes", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país¹⁷. La OPEP y sus aliados, anunciaron el 6 de diciembre 2018 una reducción

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

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

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

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

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

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

conjunta de su producción petrolífera de 1,2 millones de barriles diarios al primer semestre de 2019, para evitar un exceso de oferta y frenar así la caída de los precios que se evidencia desde octubre 2018. Ecuador deberá reducir 2,5% de una producción de 524.000 barriles diarios. Actualmente, Ecuador tiene una producción de 515.000 barriles diarios¹⁸.

El precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento ligeramente volátil durante 2018, pues en enero se registró un promedio de USD 63,70 por barril, ascendió a USD 70,75 a octubre, y cae a USD 49,52 a diciembre de 2018. La proforma presupuestaria 2019, estima un valor de USD 50,05 para las exportaciones de petróleo.

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO (WTI)



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

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias hasta diciembre de 2018 sumó USD 15.133,37 millones, siendo un 14,43% superior a lo registrado entre enero-diciembre 2017 (USD 13.224,89 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de importaciones y de operaciones internas) con USD 6.739,46 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 5.319,72 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 1.206,09 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de importaciones y de operaciones internas) con USD 985,44 millones²⁰.

La **inflación** anual en diciembre de 2018 fue de 0,27%, luego de registrarse doce meses consecutivos de inflación anual negativa desde septiembre 2017 hasta agosto 2018. Por otro lado, la inflación mensual se ubicó en 0,10%, lo que se debe, principalmente a la variación en los precios de los segmentos de recreación y cultura; transporte; y, bienes y servicios diversos.

En referencia al **salario nominal promedio**, a diciembre de 2018, se mantuvo en USD 450,26²¹; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 386,00; y a partir de enero 2019 se fijó a este último en USD 394,00²². 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 107,08 a diciembre 2018²³. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a diciembre de 2018, ésta se ubicó en USD 715,16²⁴, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 720,53 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 100,75% del costo de la canasta.

En relación a los indicadores laborales a diciembre de 2018, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar, de ésta el 65,6% se halla económicamente activa (8,03 millones de personas). Para el mismo periodo se aprecia que la tasa de **desempleo nacional** alcanzó 3,7% (4,6% a diciembre 2017) y el **empleo bruto nacional** se ubicó en 63,2% (64,6% a diciembre 2017), donde el **empleo adecuado** fue de 40,6%, inferior en 1,7% al registrado en diciembre 2017 (42,3%)²⁵. Estas variaciones son estadísticamente significativas. Los resultados de la encuesta muestran además un incremento significativo de la tasa de otro empleo no pleno

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

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

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

²¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201812.pdf>

²² <https://www.elcomercio.com/actualidad/salario-basico-incremento-ecuador-2019.html>

²³ Es el valor del salario nominal promedio dividido para el índice de precios al consumidor del mes de referencia. Está expresado como índice cuya base es 2014=100.

²⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Precios/Indicadores/PSEMensual.htm>

²⁵ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Diciembre-2018/Boletin_tecnico_12-2018-IPC.pdf

²⁵ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Diciembre-2018/122018_Presentacion_Mercado%20Laboral.pdf

que pasó de 24,1% en diciembre 2017 a 28,8% en diciembre 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 laboral²⁶.

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 23,2% a diciembre 2018, implicando un incremento de 1,7% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 8,4% a diciembre de 2018, reflejando un incremento de 0,5% en relación a diciembre de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (9,9%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (2,4%), mientras que Cuenca presenta la menor tasa de pobreza (4,2%) y menor pobreza extrema (0,8%). La pobreza difiere en las zonas rurales, donde estos indicadores superan a los obtenidos en las ciudades; así, la pobreza en el área rural alcanzó el 40,0% en diciembre 2018. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en diciembre 2018 se ubicaron en USD 84,79 y USD 47,78 mensuales por persona respectivamente²⁷.

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 5,62% para enero de 2019, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 7,99%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,37%²⁸.

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el tercer trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron más restrictivos en el otorgamiento de los créditos productivo y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue negativo. En cambio, los créditos de consumo fueron menos restrictivos y para vivienda el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas fueron menos restrictivas en microcrédito y más restrictivas en consumo y vivienda²⁹.

El flujo de **remesas** que ingresó al país el III trimestre de 2018 totalizó USD 768,07 millones, cifra superior en 0,10% con respecto al II trimestre del mismo año y mayor en 2,11% en relación al III trimestre del 2017. El incremento se atribuye al desempeño de la economía estadounidense, dinamismo del mercado laboral, temor de los migrantes a que se den futuras restricciones a las transferencias de dinero desde Estados Unidos y un aumento en el nivel de empleo en España. Al III trimestre de 2018, el 90,96% del total de remesas recibidas provinieron de los países: Estados Unidos (USD 436,23 millones), España (USD 201,11 millones), Italia (USD 38,75 millones) y México (USD 22,54 millones). Guayas, Azuay, Pichincha y Cañar concentraron el 75,24% del total de remesas (USD 577,92 millones)³⁰.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el tercer trimestre de 2018 fueron de USD 200,44 millones; monto superior en 34,68% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 148,83 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: servicios prestados a las empresas, construcción, comercio, explotación de minas y canteras e industria manufacturera. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Holanda, Uruguay, China, España, Colombia, Bélgica, Bermudas, Chile, Inglaterra, Italia, Estados Unidos y otros³¹.

Al mes de diciembre de 2018, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 35.695,5 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 12,43% superior con respecto a diciembre de 2017 (USD 31.749,8 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta noviembre 2018 fue de USD 8.091,6 millones, que equivale al 7,39% del PIB³², conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de diciembre de 2018, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 45,2% del PIB³³, 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

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

²⁷ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Diciembre-2018/201812_Pobreza.pdf

²⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

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

³⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201803.pdf>

³¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indexe.htm>

³² La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 109.454,3 millones, según última previsión de cifras del BCE.

³³ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2019/01/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%ABlica-Diciembre-2018-FINAL_okOK.pdf

considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB³⁴.

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 y USD 2.677 millones en 2018. 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 11 de enero de 2019 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 2.626,81 millones.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo³⁵. Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana bajó de B3 estable a B3 negativo, cuando Ecuador consiguió en diciembre de 2018 deuda por USD 900 millones de China, lo cual indica un deterioro en la percepción del mercado acerca de la capacidad de pago del país³⁶. De igual forma, la agencia Fitch Rating bajó la calificación crediticia de Ecuador por segunda vez en menos de seis meses. Así, la calificación pasó de B- con perspectiva estable en agosto de 2018 a B- con perspectiva negativa en enero de 2019. Las principales razones para la baja en la calificación son las crecientes necesidades de financiamiento del Gobierno, la falta de recursos del fisco, la falta de profundidad en el programa de optimización del gasto público y del tamaño del Estado, el cuestionamiento de la efectividad del préstamo de China, entre otros. Pese a que el Gobierno estima cerca de USD 8.000 millones en necesidades de financiamiento para 2019, Fitch considera que el país necesitará, al menos, 9.000 millones de nueva deuda³⁷.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas para reducir el gasto fiscal en 2018, está la Ley de Fomento Productivo y los incentivos tributarios³⁸, la remisión tributaria, el Plan de Prosperidad 2018-2021 en el que se redujo el subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial³⁹, al mismo tiempo que se anunció una reducción de subsidios a los combustibles de gasolina Extra y Ecopaís⁴⁰. De acuerdo con las cifras del Ministerio de Finanzas, el 2018 se cerró con un déficit fiscal de USD 3.333,9 (3% del PIB), reflejando una reducción de 42,9% frente a 2017⁴¹.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

El 25 de julio de 2008, mediante Resolución No.123/2008, la Dirección General de Aviación Civil del Ecuador autorizó el inicio del proceso de licitación pública para la concesión del servicio público aeroportuario del Aeropuerto Seymour de la Isla de Baltra, Cantón Santa Cruz, provincia de Galápagos. El 10 de abril de 2008, Corporación América S.A. (Holding de origen argentino) presentó una propuesta para construir el primer aeropuerto ecológico y sustentable de América y de la región. Luego de debido proceso, mediante resolución No. 159A/2008 del 15 de septiembre de 2008, la Dirección General de Aviación Civil del Ecuador, adjudicó el Contrato de Concesión a Corporación América S.A.

Mediante Escritura Pública ante el Notario Trigésimo Octavo del Cantón Guayaquil, el 11 de noviembre de 2008 se constituyó, AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, e inscrita en el Registro Mercantil el 17 de noviembre del mismo año, con el objeto de, por su cuenta y riesgo, transformar y operar el Aeropuerto Seymour, conforme los términos del Contrato de Concesión, y, en general dar ejecución íntegra a dicho contrato,

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

³⁵ https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505

³⁶ <http://noticiasbvg.com/credito-de-china-por-900-millones/>

³⁷ <https://lahora.com.ec/quito/noticia/1102214497/agencia-fitch-vuelve-a-bajar-la-calificacion-credicia-de-ecuador>

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

³⁹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

⁴⁰ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/12/18/nota/7104063/asambleista-advierte-que-gobierno-actualiza-precios-combustibles>

⁴¹ <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/09/nota/7129304/deficit-cae-casi-mitad-dice-finanzas>

siendo Corporación América S.A. su accionista mayoritario. Corporación América S.A., es un holding de capitales argentinos que opera más de 50 aeropuertos en el mundo.

El 15 de abril de 2011, se suscribió el Contrato de Concesión conjuntamente entre AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, la Dirección General de Aviación del Ecuador, la Dirección de Transporte Aeronáutico Civil, y Corporación América S.A., que establece la ejecución de tres etapas de obras en el Aeropuerto por parte de la Concesionaria: (i) la etapa uno debe construir la nueva terminal de pasajeros y la construcción de la torre de control entre junio de 2011 y junio de 2012; (ii) la etapa dos debe desconstruir la terminal existente, ampliar la plataforma, reubicar los hangares existentes y la remodelación del edificio de bomberos entre julio y diciembre de 2012; y, (iii) la etapa tres contempla la remodelación de la nueva pista de hormigón y rodajes, entre enero y diciembre de 2013. Es preciso mencionar que se suscribieron tres adendas al contrato de concesión, una en mayo 2013, la segunda en abril 2014 y la tercera en agosto de 2014.

Dentro de este contrato, la Dirección General de Aviación Civil del Ecuador delegó totalmente bajo la modalidad de concesión a AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL (i) la prestación del servicio público aeroportuario y los servicios no aeroportuarios del Aeropuerto Nacional Seymour, y (ii) la ejecución de las obras previstas en el contrato. En función de ello, la Sociedad Concesionaria, de forma exclusiva, por su propia cuenta y costo, transformará, operará, administrará y mantendrá el Aeropuerto. El plazo de la concesión es de 15 años, periodo luego del cual, toda la infraestructura del nuevo aeropuerto se revertirá al Estado Ecuatoriano.

El Aeropuerto Nacional Seymour de Baltra fue planificado, diseñado y construido considerando su relación con el medio ambiente y minimizando su impacto ambiental, por lo cual obtuvo el reconocimiento del Consejo Americano de Construcción Sustentable (USGBC, sus siglas en inglés), que sirve de referente de edificios ecológicos con las mejores prácticas ambientales alrededor del mundo. Es preciso mencionar que la empresa posee incluso un estudio de impacto ambiental, y su plan de manejo ambiental para la construcción del Aeropuerto y sus obras en infraestructura constante, así como para su operación, mismos que fueron aprobados por el Ministerio de Ambiente y el Parque Nacional Galápagos.

AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, quien maneja y administra el Aeropuerto Seymour recibió la certificación, LEED (Leadership in Energy and Environmental Design), nivel ORO. Con esta alta distinción se convierte en el primer Aeropuerto Ecológico del Mundo, como construcción completa.

En julio de 2013, AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, obtuvo el galardón como el mejor Proyecto Arquitectónico Verde, dentro de la primera edición de los Premios Latinoamérica Verde. Dicho galardón, reconoce la dedicación ambiental de una empresa con acciones favorables con el medio ambiente y compromiso de ambiental de edificios con consideraciones ambientales y verdes.

Posteriormente, en junio de 2015, el aeropuerto obtuvo la acreditación de Neutralidad de la Huella de Carbono, Nivel 1 Mapping, del programa denominado Airport Carbon Accreditation de la ACI, mismo que reconoce y evalúa el esfuerzo de los aeropuertos involucrados para gestionar, reducir y sobre todo compensar sus emisiones de Gases de Efecto Invernadero, lo que lo convirtió en el segundo aeropuerto en todo el continente Americano y el primero en Latinoamérica y el Caribe en ser acreditado. En diciembre de 2017, la empresa obtuvo el nivel 4 de la acreditación.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de diciembre de 2018, AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL registró la suma de USD 1,00 millón como capital suscrito y pagado, compuesto de 1.000.000 acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una las que se encuentran pagadas en su totalidad. A continuación se evidencia el detalle de la estructura accionarial de la compañía:

CUADRO 10: ACCIONISTAS

Accionista	Capital (USD)	Participación %
BARRENECHEA PABLO EZEQUIEL	1.000,00	0,10%
YOKETEL S.L.	999.000,00	99,90%

Total	1.000.000,00	100,00%
-------	--------------	---------

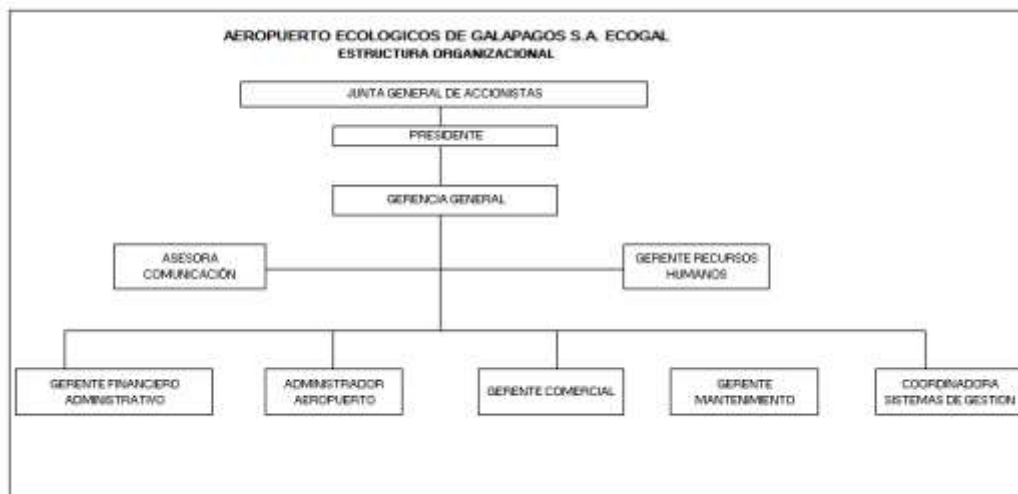
Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

Con fecha 14 de noviembre de 2016, las empresas Yoketel S.L. y Corporación América S.A. informaron sobre la cesión y transferencia de acciones de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL. Corporación América S.A es una compañía de origen argentino, y que mediante la transferencia de acciones, renunció a todos sus derechos que le correspondían en calidad de accionista (Corporación América por contrato de concesión del 2011, no tiene derecho a utilidades o dividendos provenientes de este proyecto). Yoketel S.L. es una empresa de origen español.

AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, informó con respecto a este tema, que en el año 2016 se decidió a nivel corporativo, cambiar la estructura accionaria de las compañías a nivel global, esto incluía a AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, este cambio de accionista no se implementó hasta que la Dirección General de Aviación Civil aprobará dicho cambio, dado que no se podía realizar el cambio de accionista sin autorización del concedente, y con la comprobación de que Corporación América S.A. continua siendo parte importante de la estructura accionaria.

Orgánicamente, la compañía se encuentra gobernada por el la Junta General de Accionistas, quién constituye el órgano supremo para el gobierno de la misma. Así mismo, la compañía se encuentra administrada por el Presidente y el Gerente General, y éste a su vez tiene a su cargo otras Gerencias, Coordinaciones y Administradores, las cuales se responsabilizan del manejo administrativo, financiero, productivo y comercial de la compañía. A continuación se ilustra lo mencionado en el organigrama de la compañía:

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA



Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL se debe a la aptitud y visión de sus principales ejecutivos, que desde un inicio se caracterizaron por su experiencia y visión en la continuidad del negocio, lo cual ha favorecido el crecimiento de la empresa. A continuación se ilustra el detalle de los administradores de la empresa:

CUADRO 11: PLANA GERENCIAL

Nombre	Cargo
Gerente General	Jorge Rosillo
Gerente Financiero	José González
Gerente Comercial	Gabriela Bueno
Gerente de Mantenimiento	Cesar Prieto
Gerente de Recursos Humanos	Sara Santana
Administrador del Aeropuerto	Fabrizio Rosero

Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

La administración de la compañía AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL indicó que se encuentra en proceso de implementación de políticas de buen gobierno corporativo, y que esta labor está avanzando desde casa matriz en Argentina e ira de a poco permeándose al resto de compañías del grupo.

Empleados

Al 31 de diciembre de 2018, la compañía contó con la colaboración de 81 empleados (66 empleados en enero 2018), distribuidos entre las áreas de administración, cafetería, comercial, mantenimiento, operaciones, seguridad, departamento médico, seguridad y salud, sistemas y vip.

Adicionalmente, se debe señalar que la compañía no posee sindicatos ni comités de empresa, ni tampoco la empresa ha sufrido paralización o huelga alguna desde el inicio de operaciones en el año 2011.

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

Empresas Vinculadas o Relacionadas

La administración de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, informó que dentro de Ecuador mantiene relación comercial con Terminal de Cargas del Ecuador S.A. y relación crediticia con Corporación América Sudamericana S.A., mientras que en el extranjero mantiene relación comercial con SIASA S.A. y relación crediticia con ELENOR S.A., todas las compañías anteriores son relacionadas por participación accionaria.

En base a información de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, el accionista Pablo Ezequiel Barrenechea, mantiene vinculación administrativa en Terminal Aeroportuaria de Guayaquil S.A. TAGSA y Quitotelcenter S.A.

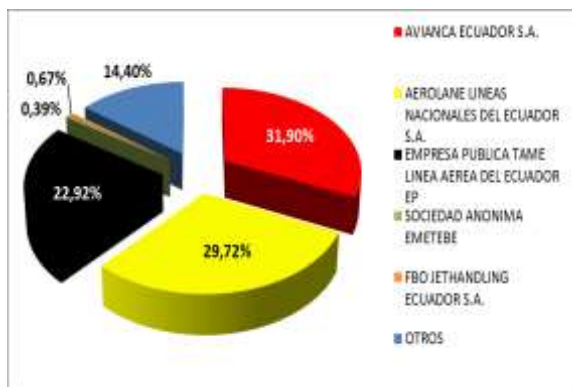
Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

El portafolio de clientes que mantiene AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, presenta una concentración sobre sus tres clientes principales, dado su giro de negocio y su principal línea de ingresos, que son los ingresos aeroportuarios, las principales aerolíneas que operan dentro del Aeropuerto Nacional Seymour son sus principales clientes, puesto que deben cancelar las tasas aeroportuarias.

En función a lo expuesto previamente, se denotó que al 31 de diciembre de 2018, su principal cliente fue AVIANCA ECUADOR S.A., concentrando el 31,90% de sus ingresos, seguido por AEROLINE LINEAS NACIONALES DEL ECUADOR S.A. con el 29,72% y EMPRESA PUBLICA TAME LINEA AEREA DEL ECUADOR EP con el 22,92%. Entre las tres aerolíneas concentran el 84,54% de los ingresos de la empresa, lo cual tiene concordancia con el giro del negocio, dado que al ser un Aeropuerto Nacional, son contadas las aerolíneas que pueden operar dentro del aeropuerto. En el siguiente gráfico se puede observar un detalle de lo mencionado:

GRAFICO 5: PRINCIPALES CLIENTES DICIEMBRE DE 2018

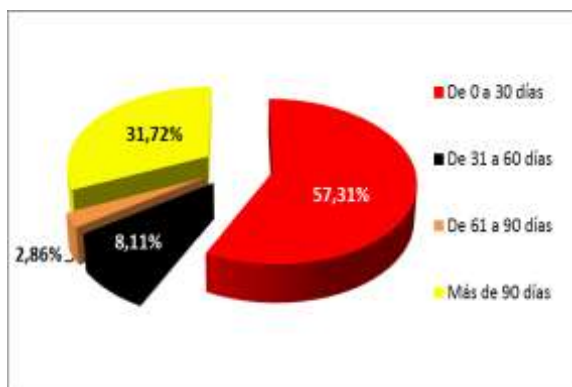


Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

Las cuentas por cobrar clientes, se derivan de la prestación de servicios aeronáuticos y comerciales en el curso normal de operaciones, su reconocimiento inicial y medición posterior es a su valor nominal, que es equivalente a su costo amortizado. Cabe mencionar que no devengan intereses y se recuperan hasta en 60 días.

En cuanto a la antigüedad de la cartera se pudo apreciar que, al diciembre 2018, se concentró en cartera con vencimientos entre 0 y 30 días con el 57,31% de la cartera total (38,06% en diciembre de 2017), seguida por la cartera con vencimientos con más de 90 días con el 31,72% (33,95% en diciembre 2017), mientras que la diferencia de 10,97% correspondió a cartera con vencimientos entre 31 y 90 días (27,99% en diciembre de 2017). Es preciso mencionar que las cuentas por cobrar no constituyen un rubro considerable dentro del activo, no obstante, aunque se refleja una ligera recuperación en los rangos mencionados a diciembre de 2018, es importante que la empresa tenga un mejor manejo de sus políticas de crédito, así como las de gestión de cobranza, con el fin de evitar una posible incobrabilidad de cartera.

GRAFICO 6: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA DICIEMBRE DE 2018

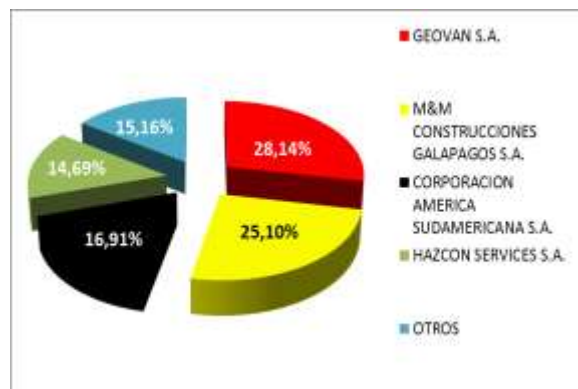


Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

Proveedores

AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, no mantiene una cadena de abastecimiento de productos para la venta, dado que es una empresa de servicios, sin embargo, la empresa cuenta con ciertos proveedores para la operación del Aeropuerto o para las obras de infraestructura que se realizan en el mismo, es así que al 31 de diciembre de 2018, los principales proveedores se encontró a GEOVAN S.A. con el 28,14% de lo utilizado en proveedores, seguido por M&M CONSTRUCCIONES GALAPAGOS S.A. con el 25,10%, CORPORACIÓN AMÉRICA SUDAMERICANA S.A. con el 16,91% y HAZCON SERVICES S.A. con el 14,69%, a continuación un detalle de lo mencionado:

GRÁFICO 7: PROVEEDORES



Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

Estrategias y Políticas de la Empresa

Principales Estrategia

AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, fue constituido para dar cumplimiento al contrato de concesión del Aeropuerto Nacional Seymour de Baltra, mismo contrato que limita el accionar de la compañía. A partir de lo mencionado, la empresa durante los cerca de 8 años que lleva al frente del Aeropuerto, ha enfocado su estrategia en proporcionar servicios de primera a las aerolíneas y pasajeros en general, otorgando la oportunidad de expandir los servicios a los que los diferentes actores económicos que circulan por la terminal tengan acceso, y que la experiencia sea la adecuada; tal es así que la empresa se encuentra cambiando su enfoque y se ha designado a la Gerencia Comercial la tarea de mejorar la experiencia del pasajero, por lo cual la empresa desde hace un año realiza encuestas de satisfacción ASQ que son llevadas a cabo por ACI WORLD, las mismas que evalúan y califican la calidad del servicio de pasajeros en diferentes aeropuertos alrededor del mundo.

Por otro lado, la empresa ha contratado a la compañía XCustomer dedicada a evaluar los servicios prestados mediante plataformas informáticas, que se implementará desde marzo del 2019 y que en tiempo real podrá medir la experiencia y satisfacción del cliente.

Política de Precios

Alrededor del 80% de los ingresos de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL provienen de tasas aeronáuticas que son determinadas según el contrato de concesión correspondiente, de ahí solo bajo la autorización de la autoridad delegante se podría modificar. Ahora bien, por contrato de concesión se establece que desde el 2015 las tasas se modificaran anualmente según la inflación establecida por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos.

En caso de la línea de ingresos comerciales, estos se definieron en base al costo de concesión del metro cuadrado que se suele cobrar en el Aeropuerto de Guayaquil y de Quito.

Política de Financiamiento

Al iniciar las operaciones de administración del Aeropuerto Nacional Seymour, AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, fondeó su operación a través de recursos propios por la relevancia de su cuenta de superávit por revaluación, pero con el pasar del tiempo, empezó a cambiar su fondeo y los recursos de terceros empezaron a tener más relevancia por la depreciación de su cuenta de superávit de revaluación y mayores apalancamiento por parte de empresas relacionadas. Es así que el patrimonio pasó de financiar el 54,42% de los activos en 2015 al 38,51% de los activos en 2018, mientras que los pasivos pasaron de financiar el 45,58% en 2015 a 61,49% al cierre de 2018.

La deuda financiera estuvo conformada por obligaciones con el mercado de valores y préstamos con empresas relacionadas que generan intereses (Corporación América Sudamericana S.A. sucursal Ecuador y Elenor S.A.) mismos que se destinaron a la construcción del Aeropuerto Nacional Seymour como lo estipula el contrato de concesión. La deuda con costo financió el 56,58% de activos en diciembre de 2018 (52,33% en 2017).

Es preciso mencionar que dada la concentración de financiamiento y endeudamiento que mantiene la empresa con ELENOR S.A., se debe acotar que corresponde a préstamos destinados como capital de trabajo para concluir la ejecución de las obras en el Aeropuerto Nacional Seymour, concedidos inicialmente por CEDICOR S.A. y recibidos a través de transferencias bancarias a la cuenta del Fideicomiso Mercantil Ecogal. Cabe indicar que los intereses derivados de estos préstamos no han sido pagados hasta la fecha y el gasto registrado correspondiente a una provisión de pagos futuros. Adicionalmente, mediante cesión de contrato mutuo, celebrado el 20 de octubre de 2016, CEDICOR S.A. cedió a ELONOR S.A. los derechos acciones y privilegios y dificultades conexas de los créditos mantenidos con la compañía.

Cabe mencionar que su accionista mayoritario le proporciona todo el apoyo financiero y operativo que necesita AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL para continuar operando el proyecto.

Política de Inversiones

AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, no mantiene una política de inversiones como tal, lo que existe es una directriz que establece que todo excedente de más de USD 100.000,00 sobre el fondo que existe en el fideicomiso será colocado en una inversión overnight. En enero de este año se abrió una inversión de USD 500.000,00 a 30 días plazo renovable, pero los overnight sobre los excedentes de USD 100.000,00 en la cuenta del fideicomiso siguen existiendo. Todo esto debido a que durante el 2019 y 2020 la empresa no tendrá obras provenientes del contrato de concesión.

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

AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, es una compañía regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, entre otras, a más de leyes específicas como las de contratación pública, defensa del consumidor y propiedad intelectual, entre otras.

AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, quien maneja y administra el Aeropuerto Seymour recibió la certificación, LEED (Leadership in Energy and Environmental Design), nivel ORO. Con esta alta distinción se convierte en el primer Aeropuerto Ecológico del Mundo, como construcción completa.

En junio de 2015, el aeropuerto obtuvo la acreditación de Neutralidad de la Huella de Carbono, Nivel 1 Mapping, del programa denominado Airport Carbon Accreditation de la ACI, mismo que reconoce y evalúa el esfuerzo de los aeropuertos involucrados para gestionar, reducir y sobre todo compensar sus emisiones de Gases de Efecto Invernadero, lo que lo convirtió en el segundo aeropuerto en el continente americano y en el primero en Latinoamérica y el Caribe en ser acreditado. La empresa el 18 de diciembre de 2017, alcanzó el nivel 4 dentro de este programa.

Adicionalmente, la administración de la empresa informó que se encuentran en proceso de calificarse dentro de los parámetros de ISO 14000, estos parámetros cubren aspectos ambientales, de productos y organizaciones, es un estándar internacional de gestión ambiental publicado en 1996 y es aplicable a cualquier organización, de cualquier tamaño o sector, que busque reducir impactos en el ambiente y cumplir con legislación en materia ambiental.

Responsabilidad Social

El Aeropuerto Ecológico de Galápagos está comprometido con el Desarrollo Sostenible, compromiso empresarial que practican de manera exitosa muchas empresas del mundo y que nos invita a priorizar la responsabilidad social.

Por ello en enero de 2018, la empresa decidió adherirse al Pacto Global Ecuador, una iniciativa de la ONU lanzada como un llamado voluntario a las organizaciones en todo el mundo a alinear sus operaciones y estrategias a 10 principios universalmente aceptados, los Objetivos de Desarrollo Sostenible, conocidos como ODS.

El aeropuerto Ecológico de Galápagos, no solo que está comprometido con esta iniciativa, si no que lidera el ODS número 13, “Acción por el clima”, para proponer, junto a otras empresas ecuatorianas, un proyecto puntual que pueda visibilizar este compromiso de manera palpable, lo que la empresa informó que se encuentra trabajando en eso.

El 50% del personal del aeropuerto es femenino, por ello la empresa busca tener las mejores prácticas posibles para empoderar a las mujeres, capacitarlas y darles más oportunidades. De igual manera trabaja en conjunto con el BID Invest para luego de aplicar la Herramienta WEP, para convertirse en Empleador de Preferencia.

Luego de la asesoría se fortalecieron las políticas internas, entre otras:

- La empresa firmó la carta compromiso con ONU Mujeres en la que la gerencia del aeropuerto se compromete a trabajar y cumplir con los 7 Principios de Empoderamiento Femenino.
- La empresa creó un comité interno que se compromete a atender los requerimientos femeninos y capacitar a las funcionarias en material de empoderamiento y liderazgo.
- Se realizaron cambios en el proceso de elección de proveedores, recibiendo mayor oportunidad empresas lideradas por mujeres o quienes comprueben que trabajan en pro de la igualdad de género.
- Se realizan capacitaciones puntuales sobre la violencia de género y se da el apoyo social disponible en la empresa para atender la problemática particular.

Junto a HYASS, Organización Internacional que atiende a los refugiados y grupos vulnerables, la empresa trabajó para la obtención de una guía de contratación de proveedores de productos y servicios que provengan de grupos vulnerables.

Constantemente la empresa apoya proyectos e iniciativas que promuevan el turismo sostenible o acciones a favor del planeta como: “OCEAN EXPO”, el Tour Internacional de Ciclismo de las Islas Galápagos, limpieza de las zonas costeras, el evento mundial “La Hora del Planeta” liderada por la WWF que promueve la disminución de energía en el mundo, entre otros.

Adicionalmente, AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL apoya activamente el proyecto de la Fundación Charles Darwin en: “Galápagos Verde 2050”, un proyecto multi-institucional e interdisciplinario que contribuye activamente a la conservación del capital natural de Galápagos y al buen vivir de su población humana, usando la tecnología Groasis como herramienta para implantar un modelo exitoso de restauración ecológica y producción agrícola sostenible que permita convivir al ser humano en armonía con la naturaleza. Y colabora directamente con la comunidad de Galápagos, sea a través del apoyo al deporte de la región o proyectos sociales que se presentaran como prioritarios.

Eventos Importantes

La compañía reportó como hecho relevante el crecimiento del volumen de pasajeros que ha influido de manera positiva en el último trimestre de 2018, mismo que cerró con un incremento del 10% sobre el valor presupuestado de la compañía.

Riesgo Legal

Al 31 de diciembre de 2018, la compañía AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, informa que se ha visto envuelto en 4 litigios o reclamos con ex concesionarios, de los cuales 3 cuentan con sentencia ejecutoriada a favor de la empresa y se encuentran en etapa de ejecución con la finalidad de cobrar las obligaciones que ascienden a USD 62.125,55. No obstante, no se ha podido localizar bienes inmuebles o muebles para solicitar el embargo, por lo que la empresa ha pedido la colaboración de la Función Judicial en ese aspecto.

También se informó que solamente 1 proceso se encuentra vigente y se encuentra en fase de conocimiento, es decir, no cuenta con sentencia judicial, y es una demanda ordinaria contra la compañía Abingdon S.A. para el cobro de 8 facturas y las obligaciones pactadas en un convenio de novación que asciende a la suma de USD 31.566,02. Actualmente se encuentra en estado de citación, dado que el primer intento de citación fue fallido, pues la compañía ya no opera en el lugar donde recibía su correspondencia.

Liquidez de los títulos

Con fecha 28 de diciembre de 2011, Casa de Valores ADVFIN S.A., inició la colocación de los valores emitidos por AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, logrando vender hasta marzo de 2012, el 100% del total aprobado, es decir, USD 14,00 millones

Al 31 de diciembre de 2018, AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, no registra más emisiones vigentes en el Mercado de Valores.

Presencia Bursátil

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

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

Según lo mencionado por la Bolsa de Valores, no han existido negociaciones en el mercado primario y secundario durante el periodo julio 2018 a diciembre 2018 para los valores de la Emisión de Obligaciones sujeto de calificación en el presente informe; por lo que no se puede calcular dicho indicador al corte mencionado. Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Situación del Sector

El turismo es un importante motor de la economía de Ecuador. En el contexto internacional, el sector turístico aporta con el 9,8% del PIB, empleando a una de cada 11 personas en el planeta, lo que equivale en promedio a 277 millones de personas, según el Consejo Mundial de Viajes y Turismo.⁴²

De acuerdo al reciente informe emitido por la Organización Mundial del Turismo (OMT), en 2018, la llegada de turistas internacionales a nivel mundial creció un 6%, superando las expectativas previstas dos años antes. El *Barómetro Mundial del Turismo* de la OMT, en su última actualización, señaló que 1.400 millones de llegadas de turistas internacionales se registraron el año pasado, convirtiéndose de este modo en el segundo año más fuerte desde 2010. En el caso de América, se registraron 217 millones de llegadas de turistas internacionales. América del Norte lideró el crecimiento en el continente al alcanzar el 4% de llegadas. América del Sur registró el 3%, mientras que América central y el Caribe decrecieron el 2%; el resultado de este último es atribuido a las catástrofes naturales ocurridas en 2017.⁴³

El turismo aportó a la economía ecuatoriana con 2.392 millones de dólares, lo que lo mantiene como la tercera fuente de ingresos no petroleros, después del banano y el camarón, de acuerdo a estimaciones realizadas a partir de los datos de Balanza de pagos del Banco Central del Ecuador. En 2018, Estados Unidos de Norteamérica registró 351.709 llegadas, que representan un 44% de crecimiento con respecto al 2017, siendo el mercado que contribuye con el mayor ingreso de divisas al tomar en cuenta su considerable volumen de llegadas. En contexto, el visitante estadounidense en promedio gasta USD\$ 1.489,4 durante una estadía aproximada de 10 noches. Mientras tanto en Latinoamérica, Venezuela ocupa el primer lugar como país emisor de visitantes hacia Ecuador en 2018, al registrar 956.067 arribos, lo que representa un incremento del 232% frente a 2017. Esta cifra refleja

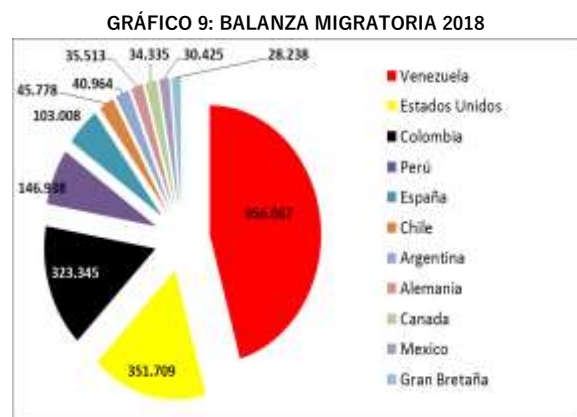
⁴² <https://www.entornoturistico.com/turismo-en-la-economia-de-ecuador/>

⁴³ <https://www.turismo.gob.ec/en-2018-las-llegadas-de-turistas-internacionales-crecieron-en-todo-el-mundo/>

un fenómeno migratorio coyuntural. El incremento de visitas entre otros factores se debe al inicio de operaciones de nuevas aerolíneas como Spirit, GOL y Laser Airlines, y la ampliación de frecuencias y nuevas rutas de Aeroméxico.⁴⁴

En 2018 los ecuatorianos realizaron más de 52 millones de viajes internos, lo que permitió dinamizar la economía en alrededor de 2.800 millones de dólares, según los datos de la Coordinación General de Estadística e Investigación del Ministerio de Turismo. De acuerdo a la información arrojada por la herramienta GeoVit, durante los nueve feriados nacionales se realizaron 13,2 millones de viajes, principalmente a ciudades como Quito, Guayaquil y Cuenca. En promedio, las personas realizaron entre 4 y 5 viajes al año, sobre todo en los meses de agosto y diciembre. El 19,6% de esos viajes fueron pernoctaciones realizadas en hoteles. El turismo interno hace referencia a los desplazamientos con fines turísticos realizados por los residentes en el país. Además, es importante pues redistribuye las riquezas y desestimula el egreso de divisas.⁴⁵

En 2018, la llegada de extranjeros a Ecuador registró un crecimiento del 11% con respecto al 2017, sin considerar el ingreso de ciudadanos venezolanos. El turismo receptivo aportó a la economía del país con aproximadamente 2'392,1 millones de dólares, manteniéndose como la tercera fuente de divisas no petroleras. Como resultado, se registró el ingreso total de 2'428.536 extranjeros en 2018; de ellos, 956.067 fueron venezolanos. Del total de extranjeros que arribaron al país, el 18,5% de llegadas provinieron de los mercados objetivos donde Ecuador ha enfocado su promoción. Países como Estados Unidos, Canadá, Alemania y Gran Bretaña registraron mayores números de visitas en 2018.⁴⁶



Fuente: Ministerio de Turismo / Elaboración: Class International Rating

La balanza migratoria del 2018 se asentó del lado positivo para Ecuador. Ingresaron 2,428.536 visitantes extranjeros y se registraron 1,497.250 salidas de residentes en Ecuador, reflejando un saldo favorable de 931 mil visitas. Por su parte, la balanza turística en 2018 creció en relación con 2017, reflejando un saldo positivo de los ingresos frente a los egresos por aproximadamente 1.332,3 millones de dólares, de acuerdo a estimaciones realizadas a partir de los datos de la Balanza de Pagos del Banco Central del Ecuador.

El mercado turístico español aportó en 2018 con 103.008 viajeros para Ecuador, lo que representa el 75% de crecimiento frente a las 58.727 llegadas de 2017. El motivo por el cual el español viaja a Ecuador en un 49.2% es por vacaciones, recreo u ocio; visita a familiares o amigos el 24.9%; negocios 19.3% y otros motivos personales el 6%. Ya en Ecuador, los turistas españoles dedican el 68,4% a actividades de turismo cultural; el 20% al turismo de aventura y deportes y el 11.1% al turismo de sol y playa.⁴⁷

Touropereadores extranjeros procedentes de países como Estados Unidos, China, México, España, entre otros, se mostraron interesados en expandir su negocio Ecuador, e incorporar al país de los cuatro mundos en su oferta de paquetes turísticos. En el evento se destacó la estratégica localización del Ecuador en el centro del mundo y su gran conectividad, con decenas de aerolíneas internacionales que vuelan con alta frecuencia al país, y más de

44 <https://www.turismo.gob.ec/turismo-aporto-con-mas-de-2-300-millones-a-la-economia-ecuatoriana-en-2018/>

45 <https://www.turismo.gob.ec/mas-de-52-millones-de-viajes-realizaron-los-ecuatorianos-en-2018/>

46 <https://www.turismo.gob.ec/en-2018-el-turismo-receptor-se-inclino-de-lado-positivo-en-ecuador/>

47 <https://www.turismo.gob.ec/llegadas-de-espanoles-a-ecuador-crecio-en-75-durante-el-2018/>

10.000 km de carreteras de primer orden, que hacen posible la rápida conexión entre las megadiversas regiones del país: Costa Pacífica, Sierra Andina, Amazonia y Galápagos.⁴⁸

El sector en donde desarrolla sus actividades la empresa, en relación a las barreras de entrada, hay que considerar que los Aeropuertos son monopolios naturales, es por ello que no es posible que otro competidor ingrese a operar en Baltra o Santa Cruz, sin mencionar que la posibilidad de encontrar un área que pueda ser depredada para instalar una infraestructura de dicha magnitud no existe en las islas, puesto que solo el 3% del espacio de la tierra de las Islas no es del Parque Nacional Galápagos y pueden ser utilizados para otros fines como vivienda y agricultura. Por último, el contrato de concesión contiene una cláusula de equilibrio financiero que puede ser invocada en caso de verse afectada la concesión en el tema de pasajeros con lo que la empresa blindó los resultados que pudieran obtener.

La principal barrera de salida que tiene el sector es la alta inversión realizada, y el contrato de concesión vigente por 15 años para la transformación y operación del único Aeropuerto en la Isla de Baltra.

Expectativas

Dentro del turismo, las agencias de viajes del Ecuador no han seguido las tendencias del mercado, se encuentran enfocadas en la diferenciación y especialización de los paquetes que ofrecen, dejando a un lado segmentos como los Millennials y el de adultos mayores⁴⁹.

El Ministerio de Turismo a finales de año 2017 lanzó la “Gran Feria Turística del Ecuador” bajo el slogan “Ecuador, tu lugar en el Mundo”, una de las metas más ambiciosas para el acontecer turístico nacional, concebida para motivar a los ecuatorianos a re enamorarse de las bellezas turísticas que tiene el país. Se trata de un proyecto de promoción enfocado al turismo interno, que cuenta con el respaldo tanto de instituciones públicas como de la industria turística del país (sector hotelero, líneas aéreas, transporte turístico, entre otros), que busca generar una reacción inmediata y a corto plazo de los 16 millones de ecuatorianos, para que viajen los 365 días del año. Se realizó la etapa de lanzamiento y promoción, la etapa de la venta de los programas turísticos en el primer semestre del 2018 esperando obtener los réditos deseados.⁵⁰

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

En 2019 la estrategia de promoción del destino Ecuador se ha intensificado con la ejecución de varias acciones, entre ellas, la participación en las ferias de turismo más importantes del mundo, como Fitur (España), Anato (Colombia), ITB (Alemania), WTM Latam (Brasil), así como campañas en redes sociales. El pronóstico para este año según la OMT es que las llegadas crezcan entre un 3% y 4%, por ello, la organización enfocará sus lineamientos a la educación, las habilidades y la creación de empleo.

Bajo este contexto, esta cartera de Estado encaminará sus esfuerzos para convertir a la actividad turística en la primera fuente de ingreso de divisas del país, en el largo plazo. Para ello dirigirá sus hitos hacia: Propuesta de Ley Orgánica de Turismo, Plan Estratégico de Turismo del Ecuador 2030, Estrategia de Promoción Ecuador, Marca País, DATA LAB Turístico, Pueblos Mágicos y Riviera del Pacífico.

Posición Competitiva de la Empresa

AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, al ser un Aeropuerto, el servicio se convierte en monopolístico, a pesar de aquello, es importante indicar que el 80% del turismo de las Islas Galápagos arriba por

⁴⁸ <https://www.turismo.gob.ec/touroperadores-internacionales-se-interesan-por-el-destino-ecuador-en-fitur-2019/>

⁴⁹ <http://www.bcmecador.com/single-post/2016/05/25/Evolución-y-Perspectivas-del-sector-Hotelero-Ecuatoriano-1>

⁵⁰ <http://www.entornoturistico.com/proyeccion-del-turismo-para-ecuador-en-el-2018/>

el Aeropuerto Nacional Seymour, mientras que el 20% restante arriba por el Aeropuerto ubicado en la Isla de San Cristóbal, el cual sería considerado como la principal competencia que tiene el Aeropuerto Nacional Seymour administrado por AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL.

El Aeropuerto Nacional Seymour mantiene ventaja sobre el Aeropuerto ubicado en la Isla San Cristóbal, en las facilidades en instalaciones para las aerolíneas, y que el mayor porcentaje de barcos cruceros salen desde la Isla de Santa Cruz, puesto que la recarga de combustible para los mismos se encuentra ubicado en la Isla de Baltra, donde se encuentra ubicado el Aeropuerto Nacional Seymour.

Por otro lado, con el fin de evidenciar los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como los factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen, se presenta a continuación el análisis FODA de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL:

CUADRO 12: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Experiencia de Corporación América atrás de ECOGAL	Ser un aeropuerto remoto
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Capacidad de crecimiento dado que tiene el 60% de capacidad instalada del aeropuerto	Regulaciones y trabas que puede tener el crecimiento de pasajeros en el aeropuerto por medidas políticas

Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

Riesgo Operacional

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

Uno de los principales riesgos que puede afectar a la operatividad de la compañía está ligado a la distancia que existe entre las Islas y continente, en caso de que se necesite reemplazar alguna pieza vital de los distintos equipos que necesita el Aeropuerto para su normal funcionamiento en sus diferentes áreas, puesto que por lo general estos repuestos no se pueden encontrar dentro de las Islas y se requiere de proveedores en continente que posean estos implementos, lo que conlleva mayor tiempo de reposición y mayores gastos, sin embargo, la empresa tiene conocimiento en continente de los proveedores de sus piezas vitales que pueden proveer de estos implementos con las características necesarias para su reposición y hacerlo de la manera más pronta posible.

Otro de los riesgos asociados a la operatividad de la compañía, es el relacionado con el riesgo de personal, puesto que para la operación del Aeropuerto se requiere en ciertos cargos de personal altamente especializado que no se suele encontrar en las Islas, lo que conlleva a que se deba encontrar el perfil idóneo para dicho cargo, y un proceso de convencimiento para que dicho perfil acepte cambiar de locación hacia las Islas, adicionalmente la empresa debe probar que dentro de las Islas no existe otra persona con el mismo perfil para que la empresa pueda contratarlo y pueda establecerse legalmente en las Islas, sin embargo, la empresa al encontrar el perfil idóneo suele ofrecer en su proceso de convencimiento cierta cantidad de días que puede la persona turnar entre Isla y continente.

Así mismo se encuentra el riesgo asociado al abastecimiento de productos para las distintas áreas del Aeropuerto, mismas que conllevan un mayor costo dado que tienen que ser enviadas desde el continente de manera periódica para que el Aeropuerto cuente con todos los implementos para su normal operación, lo cual la empresa mitiga realizando envíos de abastecimiento entre las diferentes aerolíneas que operan dentro del Aeropuerto.

También se debe considerar como un riesgo asociado a la operatividad del Aeropuerto, el factor climático, dado que por un tema de clima o de desastres naturales, o bien las aerolíneas no pueden aterrizar en el Aeropuerto, o la pista o alguna de sus instalaciones puede sufrir alguna afectación que conlleve problemas para la operación normal del Aeropuerto.

Adicionalmente, está la importancia del cuidado y seguridad de los bienes de terceros en uso por parte de las compañía con los cuales opera, puesto que pueden ocurrir eventos ajenos a la operación de la compañía como robos, desastres naturales, incendios, accidentes, transportes, entre otros, por lo que con la finalidad de cuidar de esto, AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, mantiene contratadas pólizas de seguro contra incendio, robo y asalto, equipo electrónico, rotura maquinaria, lucro cesante incendio, cuya vigencia se extienden hasta el 05 de noviembre de 2019.

Otro factor preponderante son las medidas de seguridad en el manejo de la información, ante el cual la compañía mantiene políticas informáticas con sus planes de contingencia para el manejo, archivo, y recuperación de la información que tiene como objetivos: (i) el mantener la confiabilidad disponibilidad e integridad de la información para que la operatividad de la empresa sea continua a través de los recursos disponibles; (ii) Evitar pérdidas o eliminación inapropiada de Archivos; y, (iii) Recuperar y tener disponibilidad de la información en el menor tiempo posible. Adicionalmente mantiene ciertas políticas para la manipulación de información de los usuarios, donde contempla el uso de usuarios, la retención de documentos y el almacenamiento.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a **AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL**, se realizó sobre la base de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados del año 2015, 2016, 2017 y 2018.

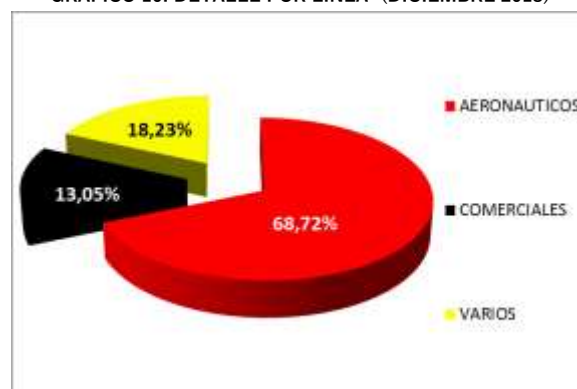
Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL registraron una tendencia creciente durante el periodo analizado (2015-2018), pasando de USD 9,11 millones en el año 2015 a USD 11,12 millones en 2018 (USD 9,97 millones en 2017), como efecto del aumento de número de pasajeros que arribaron a Galápagos por Baltra.

Es preciso mencionar que basado en los acuerdos de concesión de servicios (IFRIC 12), que regula el manejo contable de las concesiones, los costos de las obras elaboradas en la infraestructura del Aeropuerto Nacional Seymour, se registran como ingresos con un margen del 3%, contra una partida de “activo intangible”, la misma que se ira amortizando en el tiempo que dure la concesión.

Al 31 de diciembre de 2018, los ingresos de la compañía se encontraron estructurados principalmente por los ingresos aeronáuticos que incluye el uso de aerostación por pasajeros internacionales, nacionales y colonos aparte de tasas de bomberos y ecológicas. Posteriormente, le siguen los ingresos comerciales que incluye el canon de concesión mercantil de espacios, concesión de sala vip y servicios de distribución de carga y finalmente lo completan los otros ingresos que incluye principalmente obras en la infraestructura del aeropuerto de Baltra.

GRÁFICO 10: DETALLE POR LÍNEA (DICIEMBRE 2018)

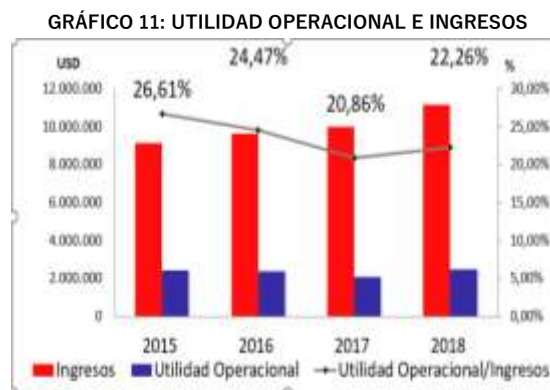


Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

Los gastos operativos por su parte, se constituyeron como los más representativos y los que mayor influencia tienen sobre los ingresos, es así que pasaron de representar 73,39% de los ingresos en 2015 a 77,74% en el año 2018, crecimiento que obedece a un mayor gasto en obras en la infraestructura del aeropuerto de Baltra.

El principal componente del total de gastos operativos son los gastos administrativos, y dentro de estos, sobresale el gasto por la amortización de los bienes de terceros en uso (dado que es una concesión), seguido de los gastos de personal donde se considera los gastos de sueldos, décimos tercer sueldo y aportes patronales. Es preciso acotar que dentro de gastos que mantiene la empresa, se debe considerar que la empresa debe gestionar el transporte a su personal (dos turnos de ingresos y dos turnos de salida), que incluye transporte hasta el muelle de Santa Cruz, donde los trasladan hacia Baltra y se les provee de transporte hasta el aeropuerto, esto al ingreso y salida del Aeropuerto. Adicionalmente, la empresa subsidia alrededor del 70% del gasto por almuerzos de su personal, puesto que dentro de Baltra no existen opciones, y deben servirse los alimentos en el Aeropuerto.

En estas condiciones, la empresa alcanzó niveles positivos en su margen operacional, mismo que se mantuvo dentro del rango del 20%, es así que pasó de significar el 24,47% de los ingresos en 2016 a un 20,86% en el año 2017 y un 22,26% de los ingresos al cierre de 2018, comportamiento que estuvo ligado a las variaciones registradas en sus gastos.



Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

Los gastos financieros, por su parte, mantienen una importante participación sobre los ingresos debido a los intereses causados en los préstamos para capital de trabajo otorgados por Corporación América Sudamericana S.A. sucursal Ecuador y Elenor S.A., en conjunto con los gastos financieros de la Emisión de Obligaciones que mantiene vigente en el Mercado de Valores, es así que pasaron de representar el 20,76% en el año 2016 a 16,14% para diciembre de 2018.

Adicionalmente, la cuenta de otros ingresos/egresos netos, que no representan más del 2% sobre los ingresos, contempla la obras en la infraestructura del aeropuerto de Baltra, y al registrar los costos de la obra, se reconoce de la misma forma el ingreso (basado en IFRIC 12: acuerdos de concesión de servicios), más un margen de utilidad del 3% sobre el costo.

Posterior a descontar la participación de trabajadores y el impuesto a la renta, la compañía registró pérdidas netas entre los años 2015 y 2017, mismas que significaron el -0,55% de los ingresos y el -0,65% respectivamente, debido al anticipo del Impuesto a la Renta que la empresa asumió en dichos periodos. La empresa ha solicitado al SRI la devolución del anticipo excedente por 2016 con resultados positivos, y se encuentra solicitando el excedente del año 2017, donde espera el mismo resultado. Para diciembre de 2018, los resultados de la compañía se recuperan, arrojando una utilidad que significó el 1,62% de los ingresos.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

La compañía no arrojó indicadores de rentabilidad positivos (ROE y ROA) durante los periodos 2015-2017 debido a las pérdidas registradas en esos años, no obstante, para diciembre de 2018, estos indicadores se recuperan, aunque de manera mínima, tal como se evidencia a continuación:

CUADRO 13 / GRÁFICO 12: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2015	2016	2017	2018
ROA	-0,08%	-0,10%	-0,14%	0,44%
ROE	-0,15%	-0,21%	-0,33%	1,14%

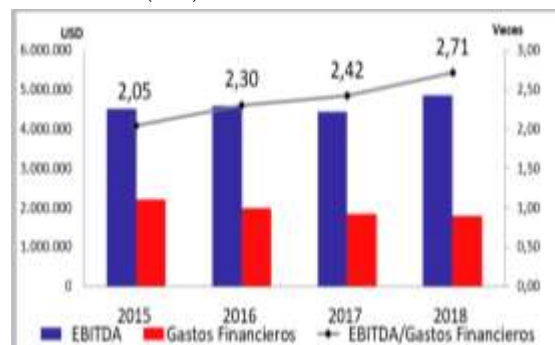


Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

En base a los resultados arrojados, el EBITDA (acumulado) no reflejó un comportamiento definido, pues luego de representar el 47,78% de los ingresos en 2016 pasó a un 44,49% de los ingresos en el cierre del año 2017 y un 43,77% en 2018. A pesar de estas variaciones, la compañía posee una aceptable capacidad para generar flujos y consecuentemente cobertura suficiente sobre sus gastos financieros.

CUADRO 14, GRÁFICO 13: EBITDA Y COBERTURA (USD)

Ítem	2015	2016	2017	2018
EBITDA	4.515.624	4.592.148	4.438.775	4.866.362
Gastos Financieros	2.206.170	1.994.771	1.835.689	1.794.093
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	2,05	2,30	2,42	2,71



Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

Los activos de la compañía presentaron un comportamiento decreciente, puesto que pasaron de USD 59,83 millones en el año 2015 a USD 40,82 millones en 2018, debido a una reducción en sus activos corrientes, especialmente en sus activos por impuestos corrientes.

Respecto a su composición, los activos no corrientes fueron históricamente los de más importantes, es así que a diciembre de 2017 representaron el 86,58% de los activos totales y el 93,62% en diciembre de 2018, mismos que estuvieron conformados mayormente por bienes de terceros en uso (52,05% de los activos en 2018) y activos intangibles (41,04% de los activos en 2018), mientras que los activos corrientes representaron el 13,42% en diciembre de 2017 y el 6,38% en 2018 y estuvieron compuestos principalmente por derechos fiduciarios con el 2,18% y cuentas por cobrar a clientes con una participación del 1,11%.

Los derechos fiduciarios corresponden a los aportes efectuados al patrimonio autónomo del Fideicomiso Mercantil Ecogal, cuyo único beneficiario es la compañía y los recursos provienen de la prestación de los servicios aeroportuarios y no aeroportuarios y se destinan al pago de las obligaciones.

Se considera como bienes de Terceros en uso a la terminal aérea de la Isla de Baltra, puesto que es el bien concesionado. El valor registrado en los estados financieros como bienes de terceros en uso, contempla el valor

inicial del bien concesionado más las mejoras que Ecogal ha realizado, en función de que todas las mejoras que haga el concesionario quedan en beneficio del concedente, que en este caso es el Estado Ecuatoriano.

El activo intangible por su parte, con base en la interpretación CINIIF 12 (acuerdos de concesión de servicios), es el reconocimiento de un activo intangible por la contraprestación dada a su favor por la Dirección General de Aviación Civil del Ecuador. Esta contraprestación consiste en el derecho a efectuar cargos de los usuarios del Aeropuerto Seymour, mediante las tasas aplicables respectivas. El reconocimiento inicial es al costo y posteriormente al costo menos la amortización acumulada y el importe acumulado de las pérdidas por deterioro del valor. La administración determinó que la vida útil del intangible es finita y se amortiza en línea recta según el plazo de vigencia del Contrato de concesión.

Pasivos

Los pasivos totales presentaron un comportamiento creciente en relación al financiamiento de los activos, pues luego de fondearlos en un 52,36% en 2016, pasaron a un 61,49% en 2018, básicamente por una mayor reducción de los activos que de los mismos pasivos.

Dentro de la estructura del pasivo se denota que históricamente los pasivos no corrientes han predominado respecto a los corrientes, es así que, para diciembre de 2018, los pasivos no corrientes financiaron el 52,91% de los activos (47,33% en diciembre de 2017), siendo su cuenta más relevante las cuentas por pagar relacionadas, pues financiaron el 41,40% del total de activos (34,88% en diciembre de 2017). Mientras que los pasivos corrientes lo hicieron en un 8,58% (9,21% en diciembre de 2017), y estuvieron conformados primordialmente por las obligaciones vigentes con el Mercado de Valores con el 3,25% (2,49% en 2017).

Cabe mencionar que las cuentas por pagar relacionadas no corrientes, contempla financiamiento con interés por parte de las empresas Corporación América Sudamericana S.A. (Sucursal Ecuador) y con la empresa Elenor S.A., obtenidos como capital de trabajo para concluir la ejecución de las obras en el Aeropuerto Nacional Seymour.

La deuda financiera estuvo conformada por obligaciones con el mercado de valores y préstamos con empresas relacionadas que generan intereses (Corporación América Sudamericana S.A. sucursal Ecuador y Elenor S.A.) mismos que se destinaron a la construcción del Aeropuerto Nacional Seymour como lo estipula el contrato de concesión. La deuda con costo financió el 56,58% de activos en diciembre de 2018 (52,33% en 2017).

Patrimonio

El patrimonio pasó de financiar el 54,42% de los activos totales en 2015 a un 38,51% de los activos en diciembre de 2018, reducción que está ligada a la disminución del superávit por revaluación y por mayores pérdidas acumuladas.

En cuanto a su estructura, históricamente ha sido el superávit por revaluación el de mayor representación dentro del patrimonio, financiando al activo en 43,02% en diciembre de 2018 (43,95% en diciembre de 2017), seguido de lejos del capital social con el 2,45% (2,21% en diciembre de 2017)

Se debe acotar que el superávit de revaluación corresponde al registro de la valuación del activo intangible derivado del Contrato de Concesión suscrito con la DGAC. Durante el año 2016, se realizó una actualización del activo intangible derivado de la Concesión, ajustando los flujos en base a la información histórica, y utilizando una tasa de costo de capital promedio ponderado de 6,22%, la reducción en el valor de libros redujo el saldo acreedor de la cuenta de superávit por revaluación. La amortización acumulada correspondiente al activo intangible es cargada a la cuenta patrimonial, cuyo efecto es disminuir su saldo.

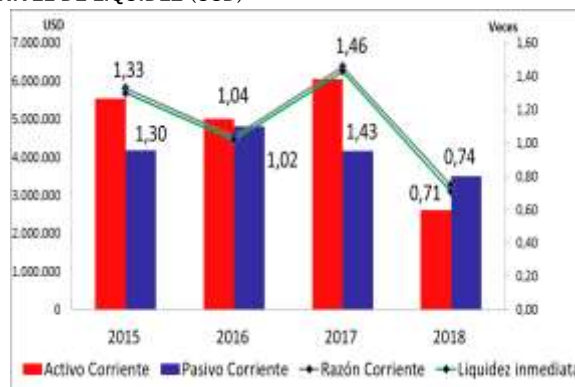
Flexibilidad Financiera

AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, muestra indicadores de liquidez (razón circulante) que superan la unidad durante los periodos 2015-2017, lo que evidencia que la compañía pudo hacer frente a sus pasivos de corto plazo con sus activos del mismo tipo.

Para diciembre de 2018, este indicador decayó por debajo de la unidad, como efecto de la mayor velocidad en el decrecimiento de los activos de corto plazo, lo que repercutió en su capital de trabajo, pues fue negativo (-2,20% de los activos).

CUADRO 15 / GRÁFICO 14: NIVEL DE LIQUIDEZ (USD)

Ítem	2015	2016	2017	2018
Activo Corriente	5.544.796	5.010.073	6.059.293	2.604.220
Pasivo Corriente	4.176.351	4.815.062	4.161.160	3.501.718
Razón Circulante (veces)	1,33	1,04	1,46	0,74
Liquidez Inmediata (veces)	1,30	1,02	1,43	0,71



Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

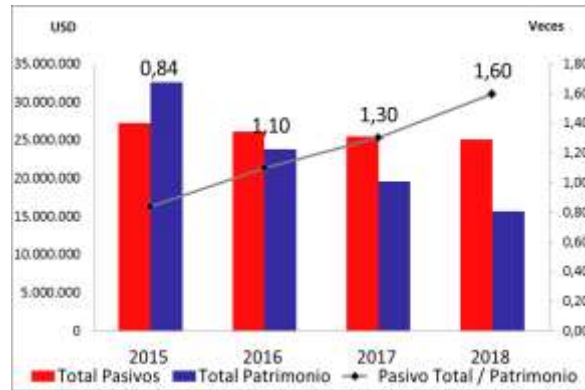
AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL, para todo el periodo analizado muestra diferentes indicadores de eficiencia, es así que al referirnos al periodo de cobros, es decir el tiempo en el cual la compañía se demora en hacer efectiva la cobranza de sus facturas, se evidenció un promedio (2015-2018) de 19 días.

En cuanto al indicador que relaciona la duración de existencias y el plazo de proveedores de la compañía, dado que es una empresa de servicios, no mantiene niveles importantes de inventario para determinar a estos indicadores.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El apalancamiento presentó una tendencia creciente a lo largo del periodo analizado, en parte producto por las contracciones evidenciadas en el patrimonio, y a que, en relación con los créditos con empresas relacionadas, AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL no ha abonado pagos, puesto que se encuentran subordinadas a la emisión de obligaciones, es decir, no puede realizar desembolsos adicionales hasta pagar la emisión de manera íntegra o a menos que se cumpla el índice de cobertura. Es por ello que los créditos con relacionadas, apalancan a la empresa en estos créditos devengados y no pagados.

GRÁFICO 15: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

La relación entre el pasivo total con el EBITDA (anualizado), se mantuvo dentro del rango de 5 años desde diciembre de 2016 a 2018, demostrando que AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL podría cancelar el total de su deuda en ese lapso de tiempo con el nivel de flujo o EBITDA (anualizado) generado.

Por su parte, el indicador que relaciona la Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 4,75 años a diciembre de 2018 (5,32 años a diciembre de 2017).

Contingentes

Conforme información reportada por los administradores de la compañía al 31 de diciembre de 2018, ésta no registra obligaciones financieras como codeudor o garante.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁵¹

Durante diciembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 62 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 20 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 42 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 377,50 millones, valor que representó 39,29% del monto total de emisiones autorizadas.

Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 36,32%, las acciones el 0,52% y las titularizaciones el 23,87% del total aprobado hasta el 31 de diciembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 960,90 millones hasta diciembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 42,41%, comercio al por mayor y al por menor con el 30,84% y actividades financieras con el 19,11%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

Econ. Juan Fernando Espinoza
Analista

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

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2015	2016	2017	2018
ACTIVO				
Efectivo y equivalentes de efectivo	31.270	70.590	27.751	148.515
Cuentas por cobrar clientes	530.965	521.556	542.903	454.473
Cuentas por cobrar relacionados	55.897	243.524	5.268	9.186
Provisión cuentas incobrables	-	-	-	(55.091)
Inventarios	5.657	8.944	6.311	6.311
Otros Activos Corrientes	4.921.007	4.165.459	5.477.060	2.040.826
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	5.544.796	5.010.073	6.059.293	2.604.220
Bienes de terceros en uso neto	22.240.764	21.895.539	19.862.276	21.249.239
Otros Activos No Corrientes	32.043.684	23.044.689	19.237.270	16.970.595
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	54.284.448	44.940.228	39.099.546	38.219.834
TOTAL ACTIVOS	59.829.244	49.950.301	45.158.839	40.824.054
PASIVOS				
Obligaciones Mercado de Valores	2.640.000	1.070.000	1.125.000	1.327.500
Proveedores locales y del exterior	140.585	194.816	138.157	87.001
Cuentas por pagar relacionadas	-	2.116.487	1.761.847	1.202.106
Otros Pasivos Corrientes	1.395.766	1.433.759	1.136.156	885.111
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	4.176.351	4.815.062	4.161.160	3.501.718
Cuentas por pagar relacionadas	15.856.766	14.596.541	15.749.738	16.902.934
Obligaciones Mercado de Valores	7.190.000	6.120.000	4.995.000	3.667.500
Otros Pasivos No Corrientes	48.558	623.296	628.074	1.031.608
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	23.095.324	21.339.837	21.372.812	21.602.042
Deuda Financiera	25.686.766	23.903.028	23.631.585	23.100.040
Deuda Financiera C/P	2.640.000	3.186.487	2.886.847	2.529.606
Deuda Financiera L/P	23.046.766	20.716.541	20.744.738	20.570.434
TOTAL PASIVOS	27.271.675	26.154.899	25.533.972	25.103.760
PATRIMONIO				
Capital Social	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Reservas	0	0	0	0
Superavit por revaluación	31.812.999	23.656.597	19.848.579	17.563.768
Utilidad neta del ejercicio	-49.837	-50.090	-64.986	179.773
Resultados acumulados	-205.593	-811.105	-1.158.726	-3.023.247
TOTAL PATRIMONIO	32.557.569	23.795.402	19.624.867	15.720.294

Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2015	2016	2017	2018
Ventas	9.106.098	9.610.767	9.976.555	11.117.196
MARGEN BRUTO	9.106.098	9.610.767	9.976.555	11.117.196
Total Gastos Operacionales	6.683.099	7.259.079	7.894.984	8.642.091
UTILIDAD OPERACIONAL	2.422.999	2.351.688	2.081.571	2.475.105
Gastos Financieros	2.206.170	1.994.771	1.835.689	1.794.093
Otros ingresos / egresos netos	116.477	(8.941)	23.229	(173.888)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	333.306	347.976	269.111	507.124
Participaciones	49.996	52.196	40.367	76.069
Impuesto a la Renta	333.147	345.870	293.730	251.282
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	(49.837)	(50.090)	(64.986)	179.773

Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2015	2016	2017	2018
Gastos Operacionales / Ingresos	73,39%	75,53%	79,14%	77,74%
Utilidad Operacional / Ingresos	26,61%	24,47%	20,86%	22,26%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	-0,55%	-0,52%	-0,65%	1,62%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	-4861,85%	-4694,93%	-3203,11%	1376,79%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	-233,72%	17,85%	-35,74%	-96,73%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	-4426,77%	-3982,37%	-2824,75%	997,98%
Rentabilidad				
Rentabilidad sobre Patrimonio	-0,15%	-0,21%	-0,33%	1,14%
Rentabilidad sobre Activos	-0,08%	-0,10%	-0,14%	0,44%
Liquidez				
Razón Corriente	1,33	1,04	1,46	0,74
Liquidez Inmediata	1,30	1,02	1,43	0,71
Capital de Trabajo	1.368.445	195.011	1.898.133	-897.498
Capital de Trabajo / Activos Totales	2,29%	0,39%	4,20%	-2,20%
Cobertura				
EBITDA	4.515.624	4.592.148	4.438.775	4.866.362
EBITDA anualizado	4.515.624	4.592.148	4.438.775	4.866.362
Ingresos	9.106.098	9.610.767	9.976.555	11.117.196
Gastos Financieros	2.206.170	1.994.771	1.835.689	1.794.093
EBITDA / Ingresos	49,59%	47,78%	44,49%	43,77%
EBITDA/Gastos Financieros	2,05	2,30	2,42	2,71
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,09	0,10	0,09	0,11
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	10,03	4,23	13,47	1,97
Gastos de Capital / Depreciación	0,22	0,49	0,14	1,04
Solvencia				
Pasivo Total / Patrimonio	0,84	1,10	1,30	1,60
Activo Total / Capital Social	59,83	49,95	45,16	40,82
Pasivo Total / Capital Social	27,27	26,15	25,53	25,10
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	5,69	5,21	5,32	4,75
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	6,04	5,70	5,75	5,16
Deuda Financiera / Pasivo	94,19%	91,39%	92,55%	92,02%
Deuda Financiera / Patrimonio	78,90%	100,45%	120,42%	146,94%
Pasivo Total / Activo Total	45,58%	52,36%	56,54%	61,49%
Capital Social / Activo Total	1,67%	2,00%	2,21%	2,45%
Solidez				
Patrimonio Total / Activo Total	54,42%	47,64%	43,46%	38,51%
Eficiencia				
Periodo de Cobros (días)	21	20	20	15

Fuente: AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALAPAGOS S.A. ECOGAL / Elaboración: Class International Rating