

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

AEROPUERTOS ECOLÓGICOS DE GALÁPAGOS S.A. ECOGAL

Primera Emisión de Obligaciones a Largo Plazo

Fecha de comité	Calificación Asignada	Período de evaluación	Calificación Anterior	Analista Responsable
25 febrero de 2022	A+	Al 31 de Diciembre 2021	A+*	Econ. Emily Salazar S. esalazar@summaratings.com

Categoría A: Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero que es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía

Tendencia de la Categoría: Positiva (+)

*Calificación Otorgada el 31 de agosto de 2021 por Class International Ratings

El presente Informe de Calificación de Riesgos correspondiente a la Primera Emisión de Obligaciones de la compañía AEROPUERTOS ECOLÓGICOS DE GALÁPAGOS S.A. ECOGAL, es una opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus Valores de Oferta Pública por un monto de hasta Catorce millones de dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 14,000,000.00) para la Primera Emisión; luego de evaluar la información entregada por el emisor y la obtenida de los estados financieros auditados.

Se asigna la calificación de riesgo “A” con tendencia “+” más para la Primera Emisión de Obligaciones en sesión del comité de calificación.

Las calificaciones de riesgo emitidas por SUMMARATINGS representan la opinión profesional y no implican recomendaciones para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Las calificaciones de SUMMARATINGS se basan en la información actual proporcionada por el Emisor y/o Cliente. SUMMARATINGS no audita la información recibida. SUMMARATINGS no garantiza la integridad y exactitud de la información proporcionada por el Emisor y/o Cliente en el que se basa la calificación por lo que no se hace responsable de los errores u omisiones o por los resultados obtenidos por el uso de dicha información.

La calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en periodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

Mencionamos que CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. no es un asesor legal, fiscal o financiero, las calificaciones emitidas son opiniones de ésta y no constituyen una recomendación de inversión, comprar, vender o mantener los valores por parte de los inversionistas, obligacionistas o tenedores de valores en general, además no puede considerarse como una auditoría, solo proporciona una opinión de riesgos de los valores calificados. CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. no se hace responsable de la veracidad de la información brindada por el EMISOR.

A fin de precautelar la propiedad intelectual de la CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A. queda expresamente limitada la divulgación pública del contenido de este documento y de los informes o documentos que han derivado de la suscripción de un contrato previo, la divulgación de la documentación e información corresponderá única y exclusivamente entre las partes, es decir, entre LA FIRMA CALIFICADORA y el EMISOR, además de ser incorporada en las plataformas o páginas web que ameriten para el desarrollo del objeto del contrato, en cumplimiento a lo dispuesto por los organismos de control y la normativa vigente de Mercado de Valores, por ningún motivo se podrán realizar copia, duplicado, fotocopias, o reproducción de la información o documentación objeto de la presente prestación de servicios sin previa autorización por escrito de la CALIFICADORA DE RIESGOS SUMMARATINGS S.A., incluso cuando la información sea requerida por terceros relacionados al emisor se necesitará la previa autorización caso contrario no podrá ser considerado como un documento emitido por la Firma Calificadora, pudiendo ejercer las acciones legales que de esta deriven.

RACIONALIDAD**Riesgo del Entorno Económico: Moderado**

- Las perspectivas de crecimiento económico para el Ecuador son de 2,8% en el 2021 acorde a estimaciones del BCE siendo de las tasas de crecimiento esperadas más bajas en la región.
- En noviembre 2021 entró en vigencia la Ley Orgánica de Desarrollo Económico y Sostenibilidad fiscal, misma que busca recaudar USD 1.900 millones en los dos primeros años. En lo que respecta a la proforma presupuestaria 2022 existe incertidumbre de su entrada en vigencia.
- El Banco Mundial definió como limitantes para un mayor crecimiento de la economía ecuatoriana en el corto plazo 5 factores: restricciones al comercio y la inversión, rigidez en el mercado laboral, debilidades en el marco de competencia del país, sector financiero superficial y sobre regulado, así como procedimientos complejos para los negocios.
- Las reservas internacionales del Ecuador muestran una tendencia creciente en los últimos meses y se ubicaron a diciembre 2021 en USD 7.898 millones.
- Se evidencia problemas estructurales en las finanzas públicas a diciembre de 2021.
- Las calificaciones de riesgo soberano para el país se han mantenido estables en el último semestre. El país no presenta desembolsos significativos para el pago de la deuda en el corto plazo. El Gobierno ha manifestado que no existe necesidad de plantear una renegociación de la deuda.
- La deuda pública agregada se ubicó en USD 61.553 millones a septiembre de 2021 y representó el 58,4% del PIB.

Riesgo Sectorial: Bajo

- Alta inversión en capital y necesidad de economías de escala.
- Calidad en la infraestructura y seguridad en la movilización son variables claves para operar en el sector de transporte y almacenamiento.
- El sector de transporte y almacenamiento presenta un comportamiento oscilatorio en su desempeño económico, ya que depende de factores asociados al comercio.

Riesgo Posición del Emisor y Garante: Bajo

- El aeropuerto está localizado en la ciudad más grande e importante de Galápagos, por donde circula el 75% del turismo del archipiélago.
- El emisor se forma como parte de una iniciativa privada para la construcción de la nueva terminal y torre de control del aeropuerto en la Isla Baltra.
- El objetivo del emisor es aportar a Galápagos un aeropuerto de primer nivel que sea sustentable, de muy bajo impacto ambiental, baja dependencia energética y ambientalmente responsable.
- Las perspectivas de crecimiento de la empresa estiman un nivel de ingresos de USD 8 millones para el año 2022 con un número de pasajeros aproximados de 350 mil personas de forma anual.

Riesgo Posición de Estructura Administrativa y Gerencial: Muy Bajo

- Estructura Organizacional adecuada a las exigencias de la industria.
- Las estrategias del negocio para el 2022 se desarrollan alrededor de seguir obteniendo reconocimientos internacionales relacionados con el medio ambiente ya que Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL se encuentra en un santuario ecológico como las Islas Galápagos.
- Cuenta con distintas Certificaciones: LEED nivel Oro de Latinoamérica, Airport Carbon Accredited OPTIMISATION – ACI-LAC e ISO 14001:2015

Riesgo de la Estructura Financiera: Moderado

- A diciembre de 2021 los activos de ECOGAL ascendieron a USD 28 millones, que implica un decrecimiento del 7.26% de forma interanual. Los activos circulantes representaron el 7,07% del total de activos, mientras que el 92,93% son activos no corrientes.
- Respecto a los activos no corrientes, para la fecha de corte ascendieron a USD 26,26 millones, con comportamiento decreciendo en 8,59%.
- Pasivos orientados hacia el largo plazo, los que representan el 76.16% del total de Pasivos en el periodo 2021.
- Las Necesidades Operativa de Fondos para el año 2021 incrementó un 33.36% y el fondo de maniobra tuvo un decrecimiento de USD 2.9 millones para el mismo periodo.
- Las obligaciones bancarias a corto plazo para el año 2021 vs 2020 tuvo un decrecimiento del 25% debido al pago de la emisión de obligaciones a pesar de la restructuración de la tabla de amortización
- Respecto a los 12 meses del 2021, ECOGAL totalizó ingresos por USD 4,42 millones, los cuales representaron una variación interanual positiva de 60,29% evidenciando una tendencia contraria al compararlo con el periodo 2019-2020.
- Los resultados de ECOGAL a 2021 fue de USD -1.34 millones representando una mejora a la pérdida observada en el periodo anterior USD -5,6 millones. El resultado creciente para este periodo, se debe al incremento de los ingresos percibidos por el emisor y la ausencia de costos de obra en la fecha de corte
- El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) a la fecha de corte (2021) fue de 0,49 veces superior al periodo anterior (-1,57 veces), como resultado de la recuperación del EBITDA. Es positivo mencionar que el emisor muestra capacidad y cobertura para el pago de sus obligaciones contraídas con el mercado de valores, esto se debe a que el pago de la emisión es prioritario y el pago al crédito de las empresas relacionadas es subordinado, por esto no han presentado retrasos en los pagos de los cupones a pesar de sus restructuraciones. Deuda/Ebitda a 2021 fue de 2,48 veces superior al presentado en 2020 (-1.40 veces).
- Se evidencia que en el escenario estándar (apegado a la realidad) el emisor tendría capacidad para redimir el pasivo con costo en el corto plazo, estas conclusiones se basan en el comportamiento histórico del emisor

Riesgo de Posicionamiento del Valor en el Mercado: Muy Bajo

- Entre 2019 y 2021, el indicador endeudamiento patrimonial de la empresa cuenta con un indicador de 10.07 veces mayor al presentado en 2020
- El monto no redimido de obligaciones en circulación representó el 7.23% de los Activos menos las deducciones, según lo establece la normativa.
- Cuenta con un resguardo voluntario consistente en un fideicomiso mercantil.

DESCRIPCIÓN DE AEROPUERTOS ECOLÓGICOS DE GALÁPAGOS S.A. ECOGAL

Es la sociedad concesionaria responsable de la administración y operación del Aeropuerto Seymour de Baltra, también conocido como Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL.

Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL, es una empresa a quien el gobierno del Ecuador le otorgó la concesión de este aeropuerto por 15 años.

La terminal aérea fue ideada, diseñada y construida -en su totalidad- tomando en cuenta su relación con el entorno natural y la reducción del impacto ambiental, lo que le valió el reconocimiento del Consejo Americano de Construcción Sustentable, (USGBC, por sus siglas en inglés) que sirve de referente de edificios ecológicos con mejores prácticas ambientales en el mundo.

El capital suscrito de Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL asciende a USD 1 millón. Cuenta con la certificación “LEED GOLD” por construcción sustentable, “AIRPORT CARBON ACCREDITED OPTIMISATION” y ISO 14001:2015, relacionada al sistema de gestión ambiental.

Hechos relevantes

- Mediante resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2021 con fecha 11 de octubre de 2021, se resolvió aprobar la reestructuración de pagos y modificación de tasa de interés de la presente emisión de obligaciones

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Tabla 1. Descripción de la Segunda Emisión de Obligaciones

Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL	
Primera Emisión de Obligaciones	
Monto Aprobado de la Emisión	Hasta USD 14.000.000,00
Monto por redimir	USD 2.179.695,08
Resolución de Aprobación	SC.IMV.DAYR.DJMV.G.11.0007053
Junta de Accionistas	05-10-11; 30-11-11
Títulos de las Obligaciones	Serán Materializados o Desmaterializados a voluntad del inversionista.
Serie y Plazo de la Emisión	Serie A: 1.800 días Serie B: 3.600 días
Rescates Anticipados	No consideran rescates anticipados
Contrato Underwriting	No presentan contrato de underwriting
Tipo de Oferta	Pública
Sistema de Colocación	Bursátil o Extrabursátil
Tasa de Interés	Serie A: 8.00% Fija Anual Serie B: 9.00% Fija Anual
Agente Colocador y Estructurador	Casa de Valores ADVFIN S.A.
Agente Pagador	Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL
Tipo de Garantía	Garantía General
Amortización de Capital	Pagos Trimestrales
Pago de Interés	Pagos Trimestrales
Forma de Cálculo de Interés	Base Comercial 360/360
Destino de los Recursos	Serán destinados en un 100% 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, así como para capital de trabajo y cancelación de pasivos de corto plazo.
Representante de Obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Garantías Adicionales	No

Fuente: Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Los valores emitidos cuentan con Garantía General de Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL, conforme al Art. 162 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero.

También se compromete a proporcionar información financiera que fuera requerida por el Representante de Obligacionistas acorde con lo establecido con el literal g) del Art. 164 del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero.

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN

La emisión de obligaciones está respaldada con garantía general por parte de Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL, por esto se revisa la composición de los activos de la empresa. La relación porcentual del ochenta por ciento (80%) establecida deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación.

El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, deberá calcularse de la siguiente manera: al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias,

independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el registro especial para valores no inscritos en el mercado de valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos del Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero y sus normas complementarias.

Según lo estipula el Art. 13 de la Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera; para Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL, el 80% del total de Activos menos las deducciones de la normativa fueron de USD 20 millones; con el saldo en circulación el nivel de cobertura es de 10.25 veces sobre el saldo de capital y el indicador Activos libres de gravamen sobre el saldo en circulación es de 13.08 veces.

Al 31 de diciembre de 2021, Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL, tiene USD 26 millones de Activos libres de gravamen, y el Total de Activos menos deducciones de la normativa presentaron un saldo de USD 20 millones

Procesos Legales activos

A diciembre de 2021, el emisor mantiene un proceso judicial por Contribución Solidaria del Ejercicio 2016, 4 procesos de cobro a favor de la empresa por concesionarios de locales en el aeropuerto, 3 procesos de demanda laboral como persona solidaria sobre un contrato de servicio técnico especializado, de estos juicios 2 continúan vigentes y el otro se encuentra en espera de una audiencia preliminar.

RIESGO DEL ENTORNO ECONÓMICO

Equilibrio Político e Institucional

En el año 2021, el país presentó en el primer trimestre una ligera recuperación de la actividad económica posterior a los efectos negativos derivados de la emergencia sanitaria. A partir del mes de abril, el Gobierno del Presidente Lasso efectuó un plan de vacunación masiva que permitió mitigar de forma significativa la severidad de la pandemia y consecuentemente lograr una mayor reactivación económica. Las nuevas variantes del virus Covid-19 siguen presentando una amenaza para la estabilidad social y económica del país en el corto plazo.

Frente a la crisis aguda y los problemas estructurales en las finanzas públicas el Ejecutivo presentó la Ley Orgánica de Desarrollo Económico y Sostenibilidad fiscal, misma que entró en vigencia en noviembre de 2021 y busca recaudar USD 1.900 millones en los dos primeros años. En lo que respecta a la proforma presupuestaria 2022 existe incertidumbre de su entrada en vigencia ya que la Asamblea Nacional presentó ocho observaciones y el ejecutivo se niega a acogerlas. El país sigue presentando un alto grado de polarización política y baja gobernabilidad.

Acorde al último informe del Índice de Progreso Social¹ (2020), Ecuador ocupó el puesto 53/163 disminución de 1 posición respecto al 2019, ubicándose por encima de países de la región como Brasil, Colombia y Perú. La pandemia afectó significativamente a Latinoamérica, afectaciones que se

¹ Índice de condiciones de vida el cual mide el desempeño de los países en aspectos sociales y ambientales. Permite una evaluación no solo del desempeño absoluto del país, sino también del desempeño relativo en comparación con los pares económicos de un país. El índice considera factores como nutrición y salud, cobertura de servicios, seguridad, acceso a conocimiento, medioambiente, libertad, inclusión y derechos humanos.

evidenciarán el IPS 2021. En el Ecuador el deterioro del mercado laboral y consecuentemente el incremento de la tasa de desempleo ha sido uno de los principales factores que influencia en el deterioro de las condiciones de vida. A diciembre de 2020, la tasa de desempleo fue de 5,04% mientras que la tasa de subempleo fue de 22,7% (deterioro respecto a diciembre 2019 en donde dichas tasas fueron de 3,8% y 17,8% respectivamente).

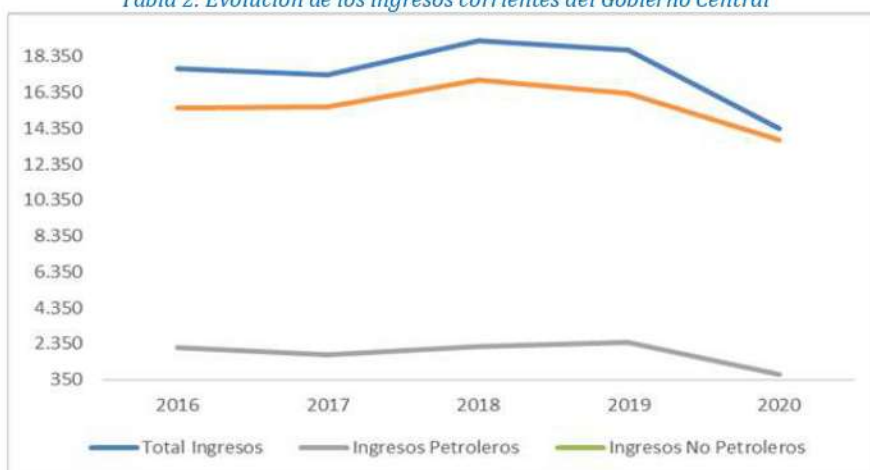
Al mes de diciembre de 2021 el desempleo nacional continúa una tendencia decreciente, significando el 4,1% de la Población Económicamente Activa. Las expectativas de mejora de las condiciones de vida de la población no son favorables en el corto plazo considerando los problemas institucionales y las complicaciones para reactivar la economía en el corto plazo. No obstante, existen altas expectativas de una recuperación por los efectos intrínsecos de las dinámicas del ciclo económico (recuperación y expansión de la economía posterior a la recesión).

Acorde al último reporte del Índice de competitividad Global² publicado por el Foro económico Mundial, el Ecuador ocupó la posición 93/141 en el Índice de Competitividad Global mejorando 6 posiciones respecto al año 2019. Los fundamentos de mejor posición para Ecuador en el ranking global son infraestructura y apertura de nuevos mercados. El país mejoró su puntaje en el pilar de calificación de la mano de obra, mercado laboral, mercado de productos, emprendimiento y capacidad para innovar. El impacto de la pandemia se evidenciará en el Índice de Competitividad Global 2021.

Perspectivas de Crecimiento y Ciclo Económico

La disminución de la actividad comercial y el consumo afectaron a los ingresos del país en el año 2020. En el análisis histórico se evidencia un decrecimiento constante en los ingresos del Estado desde el año 2016 (exceptuando el año 2018 en donde la variación anual de los ingresos fue de 11,07%) hasta el 2020. En el último periodo fiscal los ingresos del estado decrecieron en -23,38%. En el análisis diferenciado por ingresos petroleros y no petroleros se observa al cierre del 2020 un decrecimiento de -74,44% y -15,70% respectivamente. En el corto plazo, las expectativas de recuperación de los ingresos están ligadas principalmente al grado de actividad comercial y productiva de los distintos sectores estratégicos; así como de la expansión de la demanda agregada. El posible alargamiento de la emergencia sanitaria conllevaría a una prolongación de la tendencia de los ingresos evidenciada hasta el momento.

Tabla 2. Evolución de los ingresos corrientes del Gobierno Central



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

El Producto Interno Bruto experimentó las mayores tasas trimestrales históricas de decrecimiento económico en el 2020. Hasta el tercer trimestre del 2019 el PIB mostraba una tendencia creciente

² The Global Competitiveness Report: How Countries are Performing on The Road to Recovery (Special Edition 2020).

en la tasa de variación trimestral, aunque con una desaceleración constante. En el cuarto trimestre de 2019 y primer trimestre de 2020 empezó un decrecimiento de la economía como consecuencia de la contracción del consumo, exportaciones y la formación bruta de capital fijo. La emergencia sanitaria que golpeó al país empezó en el mes de marzo 2020, de la cual se derivaron una serie de factores que agravaron los problemas macroeconómicos existentes, dando como resultado una tasa de decrecimiento del PIB en el segundo trimestre 2020 del -10,9% (variación negativa más significativa en la historia del país desde que existe registro). Posterior a la fuerte contracción económica, en el último semestre de 2020 el PIB presentó una tasa de variación positiva (derivada de una reanudación de actividades y a un “rebound effect”).

La economía inicia una fase de recuperación, no obstante, su tasa de crecimiento depende de factores exógenos ajenos al natural desenvolvimiento de esta. En el año 2020 la economía ecuatoriana decreció en 7,8%. Para el 2021, el Banco Central del Ecuador estimó un crecimiento del 2,8%, mientras que el Fondo Monetario Internacional estima una tasa del 2,5% y el Banco Mundial 3,4%. En los tres primeros semestres del 2021 el Producto Interno Bruto presentó tasas de variación positivas. El Presidente de la República mencionó que para el año 2022 se estima un crecimiento del 3,2% respecto al 2021 preliminarmente.

Equilibrio Externo y Balanza de Pagos

La capacidad del Ecuador de generar y acumular activos externos netos se ha visto deteriorada por la coyuntura y las necesidades de liquidez crecientes frente a los problemas estructurales en las finanzas públicas evidenciados (incremento de la deuda pública/PIB). Las reservas internacionales del país mostraron una tendencia creciente en el año 2021. A diciembre de 2021 las reservas internacionales fueron de USD 7.898 millones y se observa un incremento de las reservas de manera constante en los últimos meses. En lo que respecta a otros indicadores monetarios externos, la inversión extranjera directa mostró una tendencia creciente en el tercer y cuarto trimestre de 2021. Por su parte las remesas de igual manera presentaron una tendencia creciente y representaron el 3,94% del PIB en promedio históricamente.

El sector exportador ha mostrado estabilidad y no presentó tasas de decrecimiento significativas a pesar de la emergencia sanitaria configurándose como una fortaleza para impulsar el crecimiento de la economía ecuatoriana. Los principales productos exportables siguen siendo el camarón, cacao, banano, enlatados de pescado, productos mineros y flores; sin embargo, cada vez se diversifica más los productos nacionales que tienen presencia en los mercados internacionales. A noviembre de 2021, el total de importaciones fue de USD 21.518 millones (variación interanual del 41,3%); mientras que las exportaciones en el mismo periodo fueron de USD 24.167 millones (variación interanual del 31,3%). El principal socio comercial del país continúa siendo Estados Unidos con exportaciones a noviembre 2021 por USD 5.909 millones. El país ha mantenido políticas de apertura de nuevas rutas comerciales. Las expectativas del alza del precio de barril de petróleo configuran un escenario favorable para el Ecuador, no obstante, es importante recalcar que a diciembre de 2021 el precio del barril de petróleo West Texas Intermediate decreció.

Tabla 2. Precio del Barril de Petróleo WTI

Fecha	Precio petróleo WTI (\$)
Diciembre 2021	71,71
Noviembre 2021	79,11
Octubre 2021	81,48
Septiembre 2021	71,65
Agosto 2021	67,73
Julio 2021	72,49

Fuente: The Economic Times

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Los bienes de capital y consumo concentran el porcentaje mayoritario de importaciones del país, seguidos de materias primas y combustibles. El incremento de las importaciones se da principalmente por las importaciones no petroleras. La balanza comercial refleja un saldo positivo a

diciembre 2021 (USD 2.649 millones). Las expectativas de mejorar la balanza comercial son positivas para el país. Se espera que el Gobierno siga promoviendo e incentivando el comercio internacional en contexto de las declaraciones efectuadas por el presidente.

Equilibrio Fiscal y Endeudamiento Público

Existe una tendencia creciente en el endeudamiento público del país a pesar de encontrarse al borde de los márgenes permitidos por La Ley y sobrepasando la sostenibilidad financiera técnica esperada. El incremento constante del endeudamiento público con respecto al PIB confirma la existencia de problemas estructurales en las finanzas públicas. Las calificaciones de riesgo soberano para el país se han mantenido estables en el último semestre. Posterior a una renegociación exitosa de la deuda externa en agosto de 2020, el país mejoró su calificación de riesgos, mismas que lo ubicaban a Ecuador antes del acuerdo en mención en posición de default. El país no presenta desembolsos significativos para el pago de la deuda en el corto plazo. El Gobierno ha manifestado que no existe necesidad de plantear una renegociación de la deuda. Se espera que, en el corto plazo, coyunturalmente a la recuperación económica del país y la reducción de las tasas de interés a nivel mundial se mejore la calidad de la deuda soberana.

Tabla 3. Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador

Cambios en la Calificación de Riesgo Soberano de Ecuador			
Fecha de la calificación	S&P	FITCH	MOODY'S
03/04/2020			La calificación de riesgos baja de Caa1 a Caa3
01/09/2020	La calificación de los bonos soberanos mejora de SD/SD a B-/B		
03/09/2020		Se mejora la calificación de cumplimiento del emisor en el largo plazo de RD a B-	

Fuente: S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

La deuda pública agregada muestra una tendencia creciente en su comportamiento histórico. A septiembre de 2021, esta asciende a USD 61.533 millones. La deuda externa concentra el 71,59% del total de la deuda, y en términos generales ha mantenido su estructura en el tiempo. En el mes de septiembre de 2021 la deuda pública externa se compone principalmente por: 42,87% en préstamos externos (a organismos internacionales) y 40,28% en bonos emitidos en mercados internacionales. Por su parte, la deuda pública interna agregada se compone principalmente por: 31,10% en bonos emitidos en el mercado nacional con tenedores públicos, y 15,75% por deudas registradas de presupuestos clausurados. Cabe recalcar que con la finalidad de reducir el endeudamiento el Estado ha planteado políticas de austeridad. Para el presente 2021 el presupuesto aprobado ascendió a USD 31.949 millones, lo cual significó respecto al 2020 una reducción de USD 3.549 millones. Es importante mencionar la última información disponible en la página del Ministerio de Finanzas respecto a la Deuda Pública es de julio 2021. El presupuesto de 2022 se mantiene en incertidumbre de aprobación al mes de enero.

Analizando los indicadores de endeudamiento público, se observa históricamente una tendencia incremental en el ratio deuda pública sobre PIB; no obstante, a septiembre se evidencia un decrecimiento trimestral, significando la deuda el 58,4% del PIB. Es importante recalcar que en agosto de 2021 el Ministerio de Economía y Finanzas publicó la nueva metodología de deuda pública. Las modificaciones reformulan la definición de endeudamiento público donde se incluyen componentes adicionales en la deuda interna y en los otros pasivos. La metodología cambia el cálculo del indicador deuda sobre PIB, donde ahora se considera la deuda pública y otras obligaciones del Sector Público No Financiero y Seguridad Social sobre el PIB. Además, los valores se toman en términos consolidados. Acorde a la normativa vigente la deuda no debe superar el 40% del PIB.

Equilibrio del Sistema Financiero y Monetario

En el análisis de los principales indicadores monetarios del país, la oferta monetaria (M1) mostró una leve tendencia creciente en el año 2020. A noviembre 2021, la oferta monetaria total del país fue de USD 29.428 millones con un crecimiento mensual del 0,91% (explicado principalmente por el incremento de los depósitos a la vista). En lo que respecta a la liquidez total del sistema (M2) ha mostrado una tendencia creciente constante en los últimos 5 años, en el contexto del crecimiento constante de las captaciones de otras sociedades de depósito. A noviembre 2021, la liquidez fue de USD 67.919 millones.

Al mes de diciembre de 2021, el informe mensual sobre el Índice de Precios al Consumidor muestra una variación anual de 1,94% respondiendo a la leve recuperación de la demanda posterior a una mayor mitigación de la emergencia sanitaria. A diciembre de 2021, las tasas de interés del sistema financiero internacional han tendido a la baja. Desde abril de 2020 a la fecha actual la Tasa de la FED se ha mantenido en 0,25%, misma que se mantendrá hasta la finalización de la pandemia. En el Ecuador hasta noviembre de 2021 las tasas de interés no han sufrido variaciones significativas a pesar de los efectos exógenos que recaen sobre los distintos ejes económicos del país. En el corto plazo se espera que se mantenga la estabilidad y robustez del sistema financiero en el contexto de la normativa vigente y resultados obtenidos hasta el momento. Al 15 de enero de 2021 el riesgo país se ubicó en 867 puntos. Cabe recalcar que conjuntamente con Argentina, Ecuador viene mostrando los valores elevados en este aspecto en contraste con el promedio de la región.

La pandemia no solo incrementó las necesidades de financiamiento del sector público, sino también del sector privado. Al cierre del 2020, el sistema bancario mostró una tendencia creciente en sus operaciones y otorgó créditos al sector privado por USD 45.649 millones (incremento anual del 2,50%). A diciembre de 2021, los créditos al sector privado continúan con la tendencia creciente cerrando el mes con un monto colocado de USD 51.525 millones. El sistema financiero ecuatoriano sigue mostrando solidez configurándose aquello como una fortaleza dentro del eje macroeconómico al ser un actor fundamental para impulsar el crecimiento.

RIESGO SECTORIAL

Fuerzas competitivas del sector

El sector de transporte y almacenamiento es de alta intensidad en capital, debido al importante nivel de inversión inicial que se requiere. Su desempeño está íntimamente ligado con factores asociados al comercio.

Según los últimos datos del Directorio de Empresas y Establecimientos publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC) en el 2020³ se registraron 846.265 empresas de diferentes actividades económicas, de las cuales el 44,4% son organizaciones que se dedican a ofrecer un servicio. En la ENEMDU de diciembre del 2021, la tasa de participación global de la PEA es del 67,4%. La tasa de empleo adecuado/pleno es del 33,1% y la tasa de desempleo asciende a 4,1%.

De acuerdo al Boletín Técnico de análisis descriptivo y evolutivo del DIEE elaborado por el INEC, las empresas que se dedican a la oferta de servicios generaron el 25,5% de los ingresos económicos para el país durante el 2020

En este sector, las variables más importantes para operar son la calidad de la infraestructura con la que cuenta el país y la seguridad al momento de movilizarse. Además, este sector es considerado como un punto clave para la mejora en competitividad de toda economía. Mejores servicios logísticos, con altos estándares de seguridad, al menor costo y tiempo facilitan el comercio con otros países y generan ventajas en el encadenamiento productivo interno.

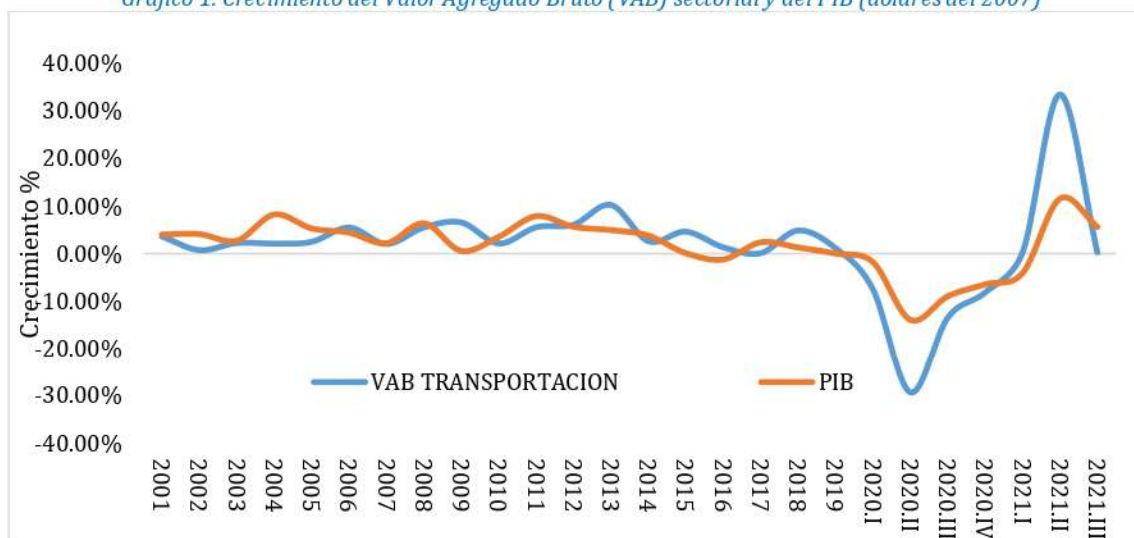
³ Información más reciente disponible del portal oficial del INEC

Factores cíclicos y de crecimiento del sector

Desde el 2007 al 2019, el Valor Agregado Bruto (VAB) del sector de Transporte y almacenamiento ha crecido a una tasa promedio de 4.5%, cifra que se encuentra por encima del crecimiento promedio PIB durante el mismo periodo (3.4%). En esta última década, el sector ha aportado entre un 6% y 7% del PIB total.

A pesar de que el sector muestra un crecimiento por encima del PIB en varios años del periodo 2008-2019, este presenta un comportamiento oscilatorio, lo que evidencia que el sector tiene una alta volatilidad en su desempeño, principalmente porque depende de factores referentes al intercambio comercial. Según las cifras ajustadas por el Banco Central del Ecuador a finales del segundo trimestre del año 2020, por complicaciones derivadas de la pandemia y de las restricciones de movilización dentro y fuera del país, el sector experimentó un decrecimiento pronunciado del 29.39%, sin embargo, al mismo trimestre en el año 2021, se observó un crecimiento del 33.41%

Gráfico 1. Crecimiento del Valor Agregado Bruto (VAB) sectorial y del PIB (dólares del 2007)



Fuente: Banco Central del Ecuador (BCE)

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Considerando las 8 empresas⁴ que más ingresos generaron dentro de la misma actividad económica de Aeropuertos Ecológicos de Galápagos ECOGAL S.A., las ventas reales en el 2020 fueron de 176 millones de dólares, que representa un decrecimiento de 48.30% con respecto al 2019. En el mismo periodo, la rentabilidad medida por el ratio EBITDA/Ventas ascendió a 64.11%.

Tabla 4. Indicadores Generales

Año	Ventas Miles USD	Δ% Ventas	EBITDA	Δ% EBITDA	EBITDA/Ventas (%)
2018	343	-	305	-	88.83%
2019	340	-0.97%	342	11.97%	100.44%
2020	176	-48.30%	113	-67.00%	64.11%

Fuente: EMIS

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Análisis de las principales regulaciones del sector

El sector tiene que cumplir mayoritariamente con regulaciones nacionales referentes al comercio exterior, a la infraestructura para puertos, aeropuertos y carreteras, y a los servicios que brindan los proveedores como agentes aduaneros. Además, también se debe tomar en cuenta las regulaciones

⁴Se consideraron las siguientes empresas: Terminal Aeroportuaria de Guayaquil S.A., Quito Airport Management Ecuador S.A., Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A., Novacargo S.A., Ubesair S.A., Corporacion Quiport S.A., International Swift Cargo CIA Ltda. y, Emirates

transnacionales de países hacia dónde van o desde donde llegan productos. Adicional a esto, existen normativas internacionales que deben tomarse en cuenta como: la Convención de las Naciones Unidas sobre el Derecho del Mar (CONVEMAR), el Convenio Internacional para la Seguridad de la Vida Humana en el Mar (SOLAS).

Mediante Acuerdo Interministerial No. 0001, entre esta Cartera de Estado, el Consejo de Gobierno del Régimen Especial de Galápagos y el Ministerio de Salud Pública (MSP), el Ministerio de Transporte y Obras Públicas como ente rector del transporte en el país informa sobre la regulación para el ingreso y salida de aviones desde y hacia la provincia de Galápagos, dentro del marco del estado de excepción declarado en todo el territorio nacional.

A partir del 01 de julio del 2020 se permitió el ingreso a los turistas nacionales y extranjeros, los cuales deben respetar los procedimientos de bioseguridad y el protocolo de ingreso a turistas de acuerdo al *“Lineamiento para el ingreso de turistas a la provincia de Galápagos presentados por el Consejo de Gobierno del Régimen Especial de Galápagos, Ministerio de Turismo y Ministerio de Salud Pública.”*

Se resalta que al 14 de marzo de 2021 el Ministerio de Salud Pública dio a conocer que la provincia de Galápagos iba a ser la primera provincia inmunizada en su totalidad. Para el 9 de septiembre de 2021, el Consejo de Gobierno de Régimen especial de Galápagos, estableció que tanto para turistas nacionales, internacionales y residentes pueden entrar a las islas con una prueba RT-PCR con resultado negativo de máximo 72 horas antes del embarque a las islas que entro en vigencia desde el 11 de septiembre 2021. Para febrero de 2022, adicional a la prueba RT-PCR, se solicita para todo pasajero mayor de 3p años presentar de manera obligatoria el carné de vacunación contra COVID-19 con al menos 14 días de vigencia.

RIESGO POSICIÓN DEL EMISOR

Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL se constituyó el 17 de noviembre del 2008 en la ciudad de Guayaquil.

Posición Competitiva del Emisor

El Aeropuerto Ecológico de Galápagos S.A. es un monopolio natural, por lo que esta condición es su principal ventaja comparativa y competitiva, adicionalmente está localizado en la ciudad más grande e importante de Galápagos, por donde circula el 80% del turismo del archipiélago. El emisor se forma como parte de una iniciativa privada para la construcción de la nueva terminal y torre de control del aeropuerto en la isla Baltra, que, a través de una iniciativa privada de 2 años, se les adjudica la concesión de este sistema aeroportuario cuyo contrato se firmó el 15 de abril de 2011 con vigencia hasta el 2026.

Ventajas Comparativas:

El objetivo del emisor se aportar a Galápagos un aeropuerto de primer nivel que sea sustentable, de muy bajo impacto ambiental, baja dependencia energética y ambientalmente responsable; convirtiéndose en la primera terminal aeroportuaria con certificación:

- LEED nivel Oro de Latinoamérica
- Airport Carbon Accredited OPTIMISATION – ACI-LAC
- ISO 14001:2015

Que respaldan a la organización por tener construcciones sustentables, emisores de carbono neutro y de tener un sistema de Gestión Ambiental para el aeropuerto. Además, de contar al día los permisos y licencias ambientales otorgadas por el Ministerio del Medio Ambiente.

Principales Competidores

El principal competidor del Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL es el Aeropuerto de San Cristóbal que se encuentra ubicado al oeste del puerto Baquerizo Moreno en la isla San Cristóbal. De acuerdo a la información entregada por el emisor al 2021 este concentró el 75% del mercado en el que se desenvuelve. Se destaca que, ECOGAL se encuentra dentro de la categoría aeropuerto pequeño, esta se define por aeropuertos hasta 2 millones de pasajeros de forma anual; el emisor a 2019 tuvo alrededor de 500 mil pasajeros.

Principales Clientes

Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL se caracteriza por tener dos posibilidades de percibir ingresos, estas son: Tasas por servicios aeroportuarios e ingresos comerciales. A 2020, el principal cliente del emisor fue "LATAM-AIRLINES ECUADOR" aerolínea chilena multinacional que llega a un total de 136 destinos; con una participación de 36,22% mientras, que a 2021 esta incrementó a 46.03%. "AVIANCA-ECUADOR S.A" aerolínea que opera como la flota más grande en América del Sur es el segundo mayor cliente del emisor con una participación del 28.84% a 2020 mientras que, al 2021 esta participación, aunque incrementó en el nivel de ingresos se sigue posicionando como el segundo mayor cliente del emisor con 32.65% de los ingresos a la fecha de corte.

Tabla 5. Principales Clientes

Cliente	% Participación 2020	% Participación 2021
LATAM-AIRLINES ECUADOR S.A.	36.22%	46.03%
AVIANCA - ECUADOR S.A.	28.94%	32.65%
OTROS	17.36%	16.91%
TERMINAL DE CARGAS DEL ECUADOR S.A.	2.94%	2.24%
FBO JETHANDLING ECUADOR S.A	1.65%	1.71%
SOCIEDAD ANONIMA EMETEBE	0.57%	0.45%
EMPRESA PUBLICA TAME LINEA AEREA DEL ECUADOR EP	12.32%	0.00%
Total	100.00%	100.00%

Fuente: Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Su política de crédito se diferencia dependiendo del tipo cliente, las aerolíneas cuentan con 8 días de crédito cuando son servicios aeroportuarios, los clientes de alquiler comercial tienen 30 días de crédito. Recordando, que los clientes pagan por transferencia a la cuenta del Fideicomiso Mercantil.

Principales Proveedores

Los principales proveedores durante el año 2021 su principal proveedor fue CEDICOR empresa que es sucursal de una empresa de nacionalidad uruguaya cuya actividad principal es ser tenedora de activos de un grupo de empresas filiales con una participación del 35.45%. El segundo mayor proveedor es "CORPORACIÓN AMERICA SUDAMERICANA S.A" que se dedica a la prestación de asesoramiento y ayuda a las empresas de administraciones públicas en materia de planificación con una representación del 27.30% al 2021

Tabla 6. Principales Proveedores

Proveedor	% Participación 2020	% Participación 2021
CEDICOR	3.63%	35.45%
CORPORACIÓN AMÉRICA SUDAMERICANA S.A.	28.48%	27.30%

Cont.

Proveedor	% Participación 2020	% Participación 2021
CONSULEGIS	7.16%	12.10%
EMPRESA ELÉCTRICA PROVINCIAL DE GALÁPAGOS	5.63%	9.91%
SERVICIOS INTEGRALES AMÉRICA S.A.	5.95%	6.81%
AGENSITUR	0.00%	3.63%
EMPRESA PÚBLICA DE HIDROCARBUROS DEL ECUADOR EP PETROECUADOR	5.30%	2.69%
METROPOLITANG TOURING C.A.	3.32%	1.84%
OTECCEL	9.94%	0.26%
HAZCON SERVICES S.A.	24.42%	0.00%
M&M CONSTRUCCIONES GALÁPAGOS S.A.	6.17%	0.00%
Total	100.00%	100.00%

Fuente: Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Las políticas de crédito con los proveedores son de plazos mínimos de 15 días, estas transacciones son aprobadas por la gerencia financiera y, se envía órdenes de pago al Fideicomiso

Perspectivas de Crecimiento de Ventas del Emisor

Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL posee una participación de mercado del 75% del total de pasajeros que ingresan a las Islas Galápagos respecto a su principal competidor el Aeropuerto de San Cristóbal. ECOGAL tiene la finalidad de administrar, operar y explotar durante 15 años el aeropuerto Seymour en la Isla Baltra en el archipiélago de galápagos, este derecho de administración, operación y explotación nace producto de la concesión que realizó el estado ecuatoriano del aeropuerto Seymour.

Al analizar las ventas registradas por la empresa, se puede reconocer que la fuente principal de ingresos son los que provienen de las tasas aeronáuticas con una participación del 78.61% al año 2021, con crecimiento del 60.29% al comparar las cifras del año 2020 con el 2021, este comportamiento se explica por la ejecución del plan de vacunación propuesto por el actual presidente Guillermo Lasso, el cual priorizaba a Galápagos como primera provincia en estar 100% vacunada contra el COVID-19 para permitir la reactivación turística de la región, mismo que se completó a mediados del año pasado (2021).

La segunda línea de negocio del emisor son los ingresos comerciales derivados del alquiler de espacio dentro del aeropuerto y la explotación por el uso de una sala VIP cuyos ingresos son proporcionales a la afluencia de pasajeros.

Tabla 7. Estadística de Ventas por Líneas de negocio (cifras en miles)

Línea de Negocio	2019		2020		2021	
	USD	%	USD	%	USD	%
Ingresos aeronáuticos	8,982	76.51%	2,759	72.15%	4,422	78.61%
Ingresos comerciales	2,144	18.26%	855	22.37%	1,086	19.31%
Ingresos Varios	151	1.29%	117	3.06%	117	2.08%
Ingresos por Obras	464	3.95%	93	2.42%	0	0.00%
Total	11,740	100.00%	3,824	100.00%	5,625	100.00%

Fuente: Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Las perspectivas de crecimiento de la empresa estiman un nivel de ingresos de USD 8 millones para el año 2022 con un número de pasajeros aproximados de 350 mil personas de forma anual. Tomando

en consideración que enero y diciembre son los meses altos, que tienen mayor número de visitantes debido a las preferencias de los viajeros.

Eficiencia Operativa y Rentabilidad del Negocio

Tabla 8. Eficiencia Operativa y rentabilidad

		Promedio Industria		AEROPUERTOS ECOLÓGICOS DE GALÁPAGOS S.A. ECOGAL		
Eficiencia		2019	2020	2019	2020	2021
Días de cartera	d	97	109	28	11	24
Días de inventario	d	93	88	5	25	N/A ⁵
Días de proveedores	d	114	143	96	1254	N/A
Ciclo de conversión de efectivo	d	76	53	-63	-1218	24
Utilidad/Ventas	%	1.41%	1.01%	-12.15%	-203.35%	-30.48%
Ventas /Activo	%	106.01%	93.73%	-2.96%	-18.41%	-4.77%
Margen Bruto / Venta	%	29.32%	29.48%	94.99%	96.74%	100.00%
ROA	%	1.49%	0.95%	-2.96%	-18.41%	-4.77%
ROE	%	7.40%	3.23%	-8.68%	-111.54%	-52.81%

Fuente: EMIS e Informes Auditados e Internos de Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al considerar los días de cartera ascendieron a 24 días en el 2021, comparando con el periodo anterior (2020) que registro 11 días, las CXC ascendieron a USD 83 mil en 2020, mientras que a 2021 fue de USD 296 mil. Debido a la ausencia de costos por obras durante el año 2021 debido a la ausencia de construcciones derivada de las mismas condiciones de la pandemia y de la planificación en el contrato de concesión otorgado por el estado, los indicadores de días de inventarios y proveedores, en consecuencia, los días de efectivo para el año 2021 dependieron de los días de cartera.

En un sentido estricto, el emisor tuvo que paralizar forzosamente sus actividades, por las restricciones de movilidad el año 2020 esto significó una reducción significativa de sus ingresos debido, a que Galápagos es una región que depende mucho del turismo tanto nacional como internacional, que inicio su reactivación en agosto del 2020 cuando se reabrieron las operaciones aéreas regulares y que se ha mantenido estable durante el año 2021 aunque no a los mismos niveles de ingresos del año 2019. ECOGAL cuenta con varias pólizas como: Cumplimiento contrato de concesión, fiel cumplimiento de contrato ambiental, vehículos, multirriesgo de equipos y maquinarias, incendios, lucro cesante, robo, entre otros; la mayoría de estos con vencimiento septiembre 2022.

Por otro lado, al 2021, presentó una pérdida operativa que asciende a USD 1.34 millones, pérdida menor a la presentada en 2020 la cual fue de USD 5.61 millones, sostenido en el crecimiento de los ingresos de forma interanual de 60.29% y de la desaparición de los costos de obrar durante el año anterior. Se debe mencionar que el emisor, ha mostrado resultados negativos desde el año 2019 y que en caso de que se consigan ganancias de este giro de negocio las utilidades pertenecen al estado, esto forma parte del contrato de concesión.

Finalmente, los indicadores de rentabilidad muestran una tendencia creciente, aunque con resultado negativos. En 2021, el rendimiento sobre activos fue de -4,77%, frente a un resultado de 2020 más pronunciado de -18,41%. Por el lado del rendimiento sobre patrimonio, este indicador fue de -52,8%, ligeramente superior al de 2020 (-111,54%), el incremento de este índice está dado por el crecimiento en el margen neto (-30,48%). Respecto a la rotación de activos, está razón incrementa pasando de 0,09 veces a 0,16 en 2021; el multiplicador de capital a la fecha de corte fue de 11,07 veces (2021).

⁵ Para el año 2021, el emisor no presentó costos de obra, debido a la paralización derivada del COVID-19 en donde no se realizaron trabajos para mejorar el aeropuerto. Es por esto que, no se pudo determinar los indicadores de días de inventarios y proveedores.

RIESGO POSICIÓN DE ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA Y GERENCIAL

Evaluación de la Administración y Gobierno de la Corporación

Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL, registra la siguiente nómina de accionistas:

Tabla 2. Accionistas

No.	Nombres	Nacionalidad	Capital	%Participación
1	Yokelet S.L.	España	999	99.90%
2	ACI VIP S.L.	España	1	0.10%
TOTAL			1,000	100.00%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL, cuenta con un capital suscrito de US\$ 1,000,000.00 donde Yokelet S.L. cuenta con un 99.9% de participación. Con fecha 14 de noviembre del 2016 las empresas: Yokelet S.L. y Corporación América S.A. informaron sobre la cesión y transferencia de acciones de Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL. Corporación América S.A. es una compañía de origen argentino, esta renunció a todos sus derechos que le correspondían en calidad de accionista, inclusive el derecho a percibir utilidades. Yokelet S.L. es una compañía de origen español. Según el Portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, ACI VIP S.L., también es accionista del Terminal de Cargas del Ecuador, Diamond Club S. A y Quitoelcenter S. A.

Política y Estrategia Corporativa

La estrategia de ECOGAL esta diseñada para ser el primer aeropuerto ecológico para esto cuenta con distintas certificaciones que abalan el mantenimiento de la organización dentro de los estándares planteados por los accionistas. Tales como:

- LEED nivel Oro de Latinoamérica
- Airport Carbon Accredited OPTIMISATION – ACI-LAC
- ISO 14001:2015

Las estrategias del negocio para el 2022 se desarrollan alrededor de seguir obteniendo reconocimientos internacionales relacionados con el medio ambiente ya que Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL se encuentra en un santuario ecológico como las Islas Galápagos. Dependiendo de la apertura de la reactivación a nivel turístico que se genere durante este año y los siguientes.

Gobierno de la Corporación

De acuerdo a los estatutos de la empresa, el Gobierno de ECOGAL S.A. corresponde a la Junta General de Accionistas, el cual es órgano supremo. Dicho organismo se reunirá ordinariamente una vez al año y pueden presentarse sesiones extraordinarias de ser el caso, las cuales deben ser convocadas por el Presidente o Gerente General. Entre las principales atribuciones del organismo se encuentra la elección del Presidente y Gerente General quienes durarán cinco años en el ejercicio de sus funciones pudiendo ser reelegidos indefinidamente y estarán a cargo de la administración de la organización. El Presidente y el Gerente General tienen atribuciones para ejercer la representación legal, judicial y extrajudicial de la compañía. La empresa cuenta con un Manual de división de funciones. Se evidencia una adecuada distribución de las funciones entre los diferentes departamentos que componen la empresa. No cuentan con un manual de gobierno corporativo, pero existe una estructura piramidal de administración, en la que existe un Presidente y un CFO que son la cabeza administrativa, financiera y estratégica de ECOGAL, localmente existe una Gerencia General y una Gerencia Administrativa Financiera.

Desde el ámbito administrativo el Gerente General de la organización es el Ing. Jorge Mauricio Rosillo Lossa que ha se ha desempeñado dentro de la institución durante 10 años. Cuenta además con 4 gerencias: comercial, financiera administrativa, mantenimiento y recursos humanos; además, cuenta con un administrador del aeropuerto que en promedio se han mantenido 8 años en la empresa. La comunicación entre las gerencias y los accionistas es fluida, se acuerdan reuniones de acuerdo a las necesidades de la compañía. Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL, cuenta con 70 empleados al finalizar en 2021.

RIESGO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

Calificadora de Riesgos SUMMARATINGS S.A., realizó el análisis del riesgo de los estados financieros auditados con opinión sin salvedades por la firma WENS CONSULTING & AUDITING S.A. para el año 2018, para el 2019 y 2020 la firma auditora fue PKF cuyas opiniones están sin salvedades. Adicionalmente, se utilizó información interna de la empresa Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL con corte al 31 de diciembre de 2021.

Mencionamos que los estados financieros internos fueron proporcionados por el Emisor para usarlos en el proceso de análisis de la calificación de riesgo, estos deben cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, señalando que el Emisor es el responsable que la documentación entregada a la Calificadora de Riesgo sea idéntica a la presentada a los organismos de control, sin perjuicio hacia la Calificadora de que se hallare diferencia entre la información entregada para la evaluación y la presentada al ente de control, asumiendo el Emisor el compromiso de entregar información verídica.

Tabla 11. Estructura financiera (USD miles)

Periodo	Industria	2019	2020	2021	PROMEDIO 2019-2021
Activo	52	36,912	30,470	28,256	31,879
Pasivo	37	24,336	25,440	25,704	25,160
Patrimonio	15	12,576	5,029	2,552	6,719
Ventas	49	8,982	2,759	4,422	5,388
Margen Bruto	14	8,532	2,669	4,422	5,208
EBITDA	6	1,070	-2,182	823	-96
EBIT	4	-1,906	-5,283	-677	-2,622
EAT (Utilidad o Pérdida del periodo)	1	-1,092	-5,610	-1,348	-2,683
Utilidad/ Venta	1.01%	-12.15%	-203.35%	-30.48%	-81.99%
Ventas / Total Activos	0.94	0.24	0.09	0.16	0.16
Total Activos / Patrimonio	3.40	2.94	6.06	11.07	6.69
ROA	0.95%	-2.96%	-18.41%	-4.77%	-8.71%
ROE	3.23%	-8.68%	-111.54%	-52.81%	-57.68%
NOF/VENTAS	0.24	-0.12	-0.58	-0.48	-0.39
FM/VENTAS	7.01%	164.31%	219.32%	69.26%	150.97%
FM/NOF	0.29	-14.19	-3.81	-1.45	-6.48
Ebitda/ Gasto Financiero	3.96	0.61	-1.57	0.49	-0.16
Deuda/ Ebitda	1.97	3.43	-1.40	2.48	1.50

Fuente: EMIS e Informes Auditados e Internos de Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Estructura Financiera

A diciembre de 2021 los activos de ECOGAL ascendieron a USD 28 millones, que implica un decrecimiento del 7.26% de forma interanual. Los activos circulantes representaron el 7,07% del total de activos, mientras que el 92,93% son activos no corrientes. La cuenta más representativa dentro de los activos corrientes es "otros activos corrientes" con un 5,91% de participación sobre el

total de activos, el cual acopia cuentas como: cuentas por cobrar relacionadas no comerciales, activos por impuestos corrientes y servicios y otros pagos anticipados. Mientras que, dentro de los activos no corrientes los activos intangibles representaron el 39,21% y el rubro de Otros activos no corrientes el 53,73%.

La cuenta de efectivo y equivalentes totalizó USD 31 mil a 2021 presentando un decrecimiento del 94,45% con respecto a 2020. Por el lado de las cuentas por cobrar a de 2021, se totalizó USD 296 mil, dentro de la cual se toman en consideración cuentas por cobrar a clientes no relacionados las cuales, se concentran en una cartera por cobrar de más de 180 días acumulando en este periodo USD 1,06 millones; esta cuenta toma en consideración el deterioro acumulado de las cuentas por cobrar incurrida y esperada por USD 1,5 millones. Su política de crédito se diferencia dependiendo del tipo cliente, las aerolíneas cuentan con 8 días de crédito cuando son servicios aeroportuarios, los clientes de alquiler comercial tienen 30 días de crédito. Los inventarios de ECOGAL para 2021 totalizaron USD 0 con un decrecimiento del 100% con respecto al periodo anterior por la no ejecución de obras durante el periodo analizado.

Respecto a los activos fijos, para la fecha de corte ascendieron a USD 26,26 millones, con comportamiento decreciendo en 8,59%. El decrecimiento se da por las amortizaciones correspondientes a equipos de computación, maquinaria, vehículos entre otros, mismas cuentas que se registran dentro de los activos intangibles producto de que son bienes que le pertenecen al estado y que han sido concedidos al emisor.

Por el lado de los pasivos, a 2021 totalizaron USD 25,70 millones y se observa un crecimiento de 1,04% en relación al periodo anterior. Los pasivos de corto plazo representaron 14,81% del total sobre los activos y, los de largo plazo 67,85% respecto al total de activos. La principal cuenta del pasivo corriente es "otros pasivos corrientes" con una representación de 8,15% a 2021 que contiene cuentas como: cuentas por pagar relacionadas del tipo crédito y, otras obligaciones corrientes con tendencia creciente, seguida de la cuenta pasivo con costo de corto plazo (Bancos y emisión de obligaciones) con una representación de 5,42%.

Respecto a los pasivos de largo plazo al corte de información, totalizaron USD 21,52 millones y crecieron en 4,09% con respecto a 2020, la cuenta "otros pasivos de largo plazo" es la línea más representativa, con una participación sobre el total de activos es de 72,83% evidenciándose crecimiento del 6,55% en comparación con el 2020, esta cuenta contiene a las cuentas por pagar a las empresas relacionadas de tipo crédito que, de acuerdo a lo expresado por el emisor, es estricto de pago por inversión de parte de los accionistas para la puesta en marcha del proyecto aeroportuario.

El patrimonio de la empresa a la fecha de corte fue de USD 2,55 millones presentando un decrecimiento de 49,25% frente a 2020. El comportamiento decreciente se justifica por las pérdidas contables presentes en el estado de resultados del ejercicio, si observamos la cuenta de resultados acumulados presente en el patrimonio este paso de USD -9,35 millones a USD -10,68 millones. Recordando que, de existir utilidades producto del ejercicio económico por el contrato de concesión, estos resultados positivos se entregarán al estado ecuatoriano.

Respecto a los indicadores de liquidez, el capital de trabajo a noviembre de 2021 ascendió a USD -2,18 millones, siendo dicho monto inferior al del periodo anterior (USD -3,03 millones). El indicador de liquidez total fue de 0,48 veces y fue mayor que a 2020 (0,37 veces), esto debido al crecimiento de los activos corrientes. Finalmente, la prueba ácida creció ligeramente, pasando de 0,36 veces a 0,48 veces. Se destaca que de forma histórica la empresa ha manejado una prueba ácida menor a la unidad. Al 2021 el indicador de apalancamiento financiero calculado como Activo/Patrimonio fue de 11,07 veces, el cual fue superior respecto al periodo anterior (6,06 veces).

Estado de Resultados

Respecto a los 12 meses del 2021, ECOGAL totalizó ingresos por USD 4,42 millones, los cuales representaron una variación interanual positiva de 60,29% evidenciando una tendencia contraria al

compararlo con el periodo 2019-2020; gracias a la reactivación turística impulsada por el gobierno nacional con el plan de vacunación que priorizó a Galápagos para que pueda generar recursos a través de su principal actividad económica.

La fuente principal de ingresos son los que provienen de las tasas aeronáuticas con una participación del 78.61% al año 2021, con crecimiento del 60.29% al comparar las cifras del año 2020 con el 2021. La segunda línea de negocio del emisor son los ingresos comerciales derivados del alquiler de espacio dentro del aeropuerto a distintos comerciales y el uso de una sala VIP cuyos ingresos eran proporcionales a la afluencia de pasajeros.

La utilidad bruta al 2021 fue de USD 4,42 millones y presenta un crecimiento de 65,69%, dado por la ausencia de los costos por obra que se generan por los compromisos del contrato de concesión. Por el lado de la utilidad operativa, para el acumulado de 2021 fue positivo con un resultado de USD 823 mil, monto superior al presentado en 2020 (-USD 2,18 millones). Los gastos operativos manejados por la empresa en los últimos meses fueron USD 3,58 millones y presentaron un decrecimiento de 25.80%

Los resultados de ECOGAL a 2021 fue de USD -1.34 millones representando una mejora a la pérdida observada en el periodo anterior USD -5,6 millones. El resultado creciente para este periodo, se debe al incremento de los ingresos percibidos por el emisor y la ausencia de costos de obra en la fecha de corte, además, del decrecimiento de otros ingresos, los cuales decrecieron en un -3,98% de forma interanual.

Los indicadores de rentabilidad muestran una tendencia creciente, aunque con resultados negativos. En 2021, el rendimiento sobre activos fue de -4,77%, frente a un resultado de 2020 más pronunciado de -18,41%. Por el lado del rendimiento sobre patrimonio, este indicador fue de -52,8%, ligeramente superior al de 2020 (111,54%), el incremento de este índice está dado por el crecimiento en el margen neto (-30,48%). Respecto a la rotación de activos, está razón incrementa pasando de 0,09 veces a 0,16 en 2021; el multiplicador de capital a la fecha de corte fue de 11,07 veces (2021).

Adecuación de las Finanzas a Corto Plazo

Las necesidades operativas de fondeo representan los recursos necesarios para financiar las operaciones habituales de la empresa. Para el 2019 se ubicaron en USD -1,04 millones mientras que para 2020 fueron USD -1,58 Millones mayor al periodo anterior debido al incremento de la cuenta otros pasivos de corto plazo o pasivos espontáneos. Para el 2021 las NOF fueron de USD -2,11 millones con un crecimiento del 33,66%. Para 2022, se estima que las NOF sean de USD -1,69 millones presentando un posible decremento de 22,74% respecto al año anterior.

Por otra parte, el fondo de maniobra de la compañía, definido como los recursos de largo plazo disponibles para financiar las NOF, al año 2019 se ubicó en USD 14,75 millones y para 2020 fue de USD 6,05 millones evidenciando una menor proporción dada por el decrecimiento de los fondos propios. Para el 2021, bajo las perspectivas de crecimiento de la economía y la empresa, estas ascendieron a USD 3,06 millones, para el año 2022 se estima que este indicador ascienda a USD 4,09 millones.

El indicador NOF/Ventas para 2021 fue de -0,48 veces. Al realizar el análisis de FM/NOF se observa un indicador negativo desde el 2019 a 2021 se encuentra sobre la unidad, es de mencionar que el capital de trabajo manejado por la empresa a 2021 es de USD -2,18 millones, además a 2020 este indicador fue de USD -3,03 millones así que presenta una tendencia creciente.

Apalancamiento Financiero

Al 2021 el indicador de apalancamiento financiero calculado como Activo/Patrimonio fue de 11,07 veces, el cual es superior respecto al periodo anterior (2020) que fue ligeramente menor (6,06 veces) debido al deterioro del patrimonio y se ubica por sobre la industria (3,40 veces).

El indicador de cobertura de intereses (EBITDA/Gasto Financiero) a la fecha de corte (2021) fue de 0,49 veces superior al periodo anterior (-1,57 veces), como resultado de la recuperación del EBITDA. Es positivo mencionar que el emisor muestra capacidad y cobertura para el pago de sus obligaciones contraídas con el mercado de valores, esto se debe a que el pago de la emisión es prioritario y el pago al crédito de las empresas relacionadas es subordinado, por esto no han presentado retrasos en los pagos de los cupones a pesar de sus reestructuraciones. Deuda/Ebitda a 2021 fue de 2,48 veces superior al presentado en 2020 (-1.40 veces).

Adecuación del Flujo de Caja

Los supuestos utilizados para realizar el análisis de distintos escenarios se muestran en la Tabla. 12. Dichos supuestos se basan en el crecimiento de sus ingresos de acuerdo al comportamiento histórico de la empresa de 60,29%. Asimismo, debido al contexto descrito, se estima un incremento de días de cuentas por cobrar de hasta 11 días para el escenario pesimista II, acompañado del contexto macroeconómico que atraviesa el país.

Tabla 12. Supuestos

SUPUESTOS						
ESCENARIO	AÑO	Crecimiento en Ventas	Días de Cobro	Días de Inventario	Días de Proveedores	Opex/Ventas
ESTÁNDAR	2022	60.29%	11	5	96	81.39%
	2023	26.83%	11	5	96	81.39%
	2024	11.94%	11	5	96	81.39%
	2025	13.42%	11	5	96	81.39%
	2026	15.07%	11	5	96	81.39%
PESIMISTA I	2022	58.65%	11	5	95	81.39%
	2023	26.10%	11	5	95	81.39%
	2024	11.61%	11	5	95	81.39%
	2025	13.05%	11	5	95	81.39%
	2026	14.66%	11	5	95	81.39%
PESIMISTA II	2022	53.70%	11	5	91	81.39%
	2023	23.90%	11	5	91	81.39%
	2024	10.63%	11	5	91	81.39%
	2025	11.95%	11	5	91	81.39%
	2026	13.42%	11	5	91	81.39%

Fuente: AEROPUERTOS ECOLÓGICOS DE GALÁPAGOS S.A. ECOGAL

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

En base a los supuestos expuestos, se calculó el flujo de caja libre para cada uno de los escenarios planteados. En el escenario estándar se obtuvo un flujo de caja de USD 508 mil, una cobertura de gastos financieros y capacidad de 0.92 veces y, 14,84 veces respectivamente. Para el año 2023, se estima un flujo de USD 1.03 millones, la cobertura de gastos financieros se prevé sean 1,75 veces y la capacidad de pago de 7,80 veces, al comparar el flujo con los pagos de la presente emisión, se concluye que el emisor podría presentar una adecuada capacidad de pago.

Tabla 13. Análisis de Flujo de Caja Libre Escenario Estándar

ESCENARIO ESTÁNDAR						
	2022	2023	2024	2025	2026	Promedio
Crecimiento Ventas %	60.29%	26.83%	11.94%	13.42%	15.07%	28.12%
Ventas	7,088	8,990	10,063	11,413	13,133	9,388
Ciclo de Conversión de Efectivo	-80	-80	-80	-80	-80	-80
Margen Bruto / Ventas	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%
EBITDA / Ventas	18.61%	15.35%	15.35%	15.35%	15.35%	16.16%
Flujo de Caja Libre (FCL)	508	1,038	1,128	1,275	1,462	987
FCL/Gastos Financieros	0.92	1.75	1.20	0.83	0.59	1.17

Deuda/FCL	14.84	7.80	11.48	16.50	23.65	12.66
-----------	-------	------	-------	-------	-------	-------

Fuente: AEROPUERTOS ECOLÓGICOS DE GALÁPAGOS S.A. ECOGAL

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Por otra parte, se calculó el flujo de caja libre bajo un escenario pesimista I, obteniéndose los siguientes resultados para el 2022 USD 497 mil con cobertura y capacidad de pago de 0,98 y 13,93 veces respectivamente; mientras que para 2023 el flujo proyectado se estima sea USD 1,02 millones la cobertura de gastos financieros se prevé sean 1,63 veces y la capacidad de pago de 8,40 veces, al comparar el flujo con los pagos de la presente emisión, se concluye que el emisor puede presentar bajo estas condiciones capacidad de pago.

Tabla 3. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista I

ESCENARIO PESIMISTA I						
	2022	2023	2024	2025	2026	Promedio
Crecimiento Ventas %	58.65%	26.10%	11.61%	13.05%	14.66%	27.35%
Ventas	7,015	8,846	9,873	11,161	12,798	9,224
Ciclo de Conversión de Efectivo	-78	-78	-78	-78	-78	-78
Margen Bruto / Ventas	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%
EBITDA / Ventas	18.61%	15.35%	15.35%	15.35%	15.35%	16.16%
Flujo de Caja Libre (FCL)	497	1,021	1,106	1,247	1,425	968
FCL/Gastos Financieros	0.98	1.63	1.38	1.19	1.84	1.29
Deuda/FCL	13.93	8.40	9.97	11.60	7.37	10.97

Fuente: AEROPUERTOS ECOLÓGICOS DE GALÁPAGOS S.A. ECOGAL

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Por otra parte, se calculó el flujo de caja libre bajo un escenario pesimista II obteniéndose los siguientes resultados para el siguiente año: flujo de caja libre USD 464 mil, cobertura de gastos financieros de 0,66 veces y capacidad de pago de 20,88 veces. En función de ello, se concluye que el emisor podría tener capacidad de pago para hacer frente a sus obligaciones.

Tabla 4. Análisis de Flujo de Caja de Libre Escenario Pesimista II

ESCENARIO PESIMISTA II						
	2022	2023	2024	2025	2026	Promedio
Crecimiento Ventas %	53.70%	23.90%	10.63%	11.95%	13.42%	25.04%
Ventas	6,796	8,421	9,316	10,429	11,829	8,740
Ciclo de Conversión de Efectivo	-74	-74	-74	-74	-74	-74
Margen Bruto / Ventas	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%
EBITDA / Ventas	18.61%	15.35%	15.35%	15.35%	15.35%	16.16%
Flujo de Caja Libre (FCL)	464	971	1,044	1,166	1,318	911
FCL/Gastos Financieros	0.66	1.13	0.97	1.44	1.46	1.05
Deuda/FCL	20.88	12.23	14.28	9.48	9.35	14.22

Fuente: AEROPUERTOS ECOLÓGICOS DE GALÁPAGOS S.A. ECOGAL

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Al analizar las proyecciones en su conjunto, se evidencia que en el escenario estándar (apegado a la realidad) el emisor tendría capacidad para redimir el pasivo con costo en el corto plazo, estas conclusiones se basan en el comportamiento histórico del emisor, que ha cumplido con sus compromisos de pago a pesar de tener un indicador de EBITDA/Gastos financieros, menor a la unidad. Este escenario está acorde a las proyecciones económicas y sectoriales pronosticadas. Además, que dentro del escenario pesimista I y II el emisor presenta posibilidades de redimir el pasivo con costo en el corto plazo.

RIESGO DEL POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO

- ❖ Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL, se compromete durante la vigencia de la **Primera Emisión de Obligaciones** a cumplir con los resguardos establecidos que señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo señala la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera vigente, en su Art. 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentran en circulación las obligaciones:

1. La empresa pondrá en práctica las siguientes medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social, 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 generados a través de financiamiento en el mercado de valores se busca invertir en la implementación de la nueva terminal aeroportuaria en la Isla de Baltra y obras previstas en el Contrato de Concesión,
 - d) Mantener una buena relación con el recurso humano y proveedores.
2. No repartir dividendos mientras existan valores-obligaciones en mora.
3. Mantener la relación de los Activos libres de gravamen sobre Obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta Política de Regulación Monetaria y Financiera.

Posicionamiento del Valor en el Mercado

El Informe Bursátil Mensual sobre las negociaciones a nivel nacional presentado por la Bolsa de Valores de Quito, con información cortada al 31 de enero de 2022 muestra que durante el mes de enero 2022 se negoció un total de USD 1.352.454 miles, correspondientes a la suma de USD 1.345.236 miles en valores en renta fija y USD 7.218 miles en valores en renta variable. De los valores totales antes mencionados, de las negociaciones realizadas hasta en el mes de enero 2022, en renta fija el 3% de los valores corresponden a papel comercial y el 3% a valores de obligaciones corporativas.

A nivel nacional se cuenta con 322 emisores inscritos, de los cuales 172 pertenecen a la provincia del Guayas y 94 a la provincia de Pichincha, siendo las provincias con la mayor cantidad de emisores. De los sectores más representativos al cual pertenecen el total de emisores inscritos son el 30% del sector comercial, un 26% del sector industrial y 12% de servicios.

Liquidez de los valores

De acuerdo con la información solicitada a la Bolsa de Valores de Guayaquil, sobre las negociaciones de los títulos de AEROPUERTOS ECOLÓGICOS DE GALÁPAGOS S.A. ECOGAL en el mercado secundario a nivel nacional por medio de la BVG y BVQ, estas presentan el siguiente detalle:

Una vez recabada toda la información del último año sobre las transacciones del mercado para la Primera Emisión de Obligaciones de AEROPUERTOS ECOLÓGICOS DE GALÁPAGOS S.A. ECOGAL se puede observar que no se han realizado transacciones durante el periodo agosto de 2021 a febrero de 2022. Es importante mencionar que históricamente en el Ecuador, los títulos más ofertados son los de renta fija y principalmente en el mercado primario.

En lo que respecta al cumplimiento de las garantías, y resguardos de ley se presenta en la siguiente tabla la posición del emisor referente a estas:

Componentes de Análisis del posicionamiento del valor en el mercado		Industria 2019	2018	2019	2020	2021
1	Liquidez Corriente	1.64	0.74	0.80	0.37	0.48
2	Endeudamiento Patrimonial	2.40	1.94	5.06	5.06	10.07

CONT.

Garantía o Protecciones Ofrecidas a la fecha de corte de Información			
Cumple	Garantía General	Mantener la relación de Obligaciones en circulación sobre Activos Libre de Gravamen no superior al 80%	7.23%
Cumple	Garantía Específica	Fondo de Garantía ⁶	USD 625 mil
Cumple	Garantía Específica	Management Fee 8% de los ingresos ⁷	USD 4.92 millones
Cumple	Disposición OP	Art. 9, Capítulo I, Subtítulo I del Título III, de la Codificación de la Resolución C.N.V. Obligaciones en Circulación sobre 200% Patrimonio	40.00%

Resguardo Voluntario

- 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 pudieran generarse. Sin embargo, y dado que, parte de dichos remanentes o todo, podría 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, a partir de la primera colocación de la primera emisión de obligaciones de ECOGAL, mantendrá 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

Por último, como un resguardo adicional la Fiduciaria retendrá a ECOGAL el 8% que por management fee tiene derecho a cobrar sobre el total de los ingresos Aeroportuarios, conforme al 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 del flujo de fondos necesario para pagar las Obligaciones luego de que fuere utilizado el Fondo de Garantía estipulado en este Fideicomiso. Una vez completado el monto de este Fondo de Respaldo, se pagará el management fee a ECOGAL.

Tabla 5. Descripción del fideicomiso

Fideicomiso Mercantil ECOGAL	
Constituyente	Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL
Obligacionistas	Son el o los titulares de las Obligaciones De Largo Plazo emitidas a su favor por el emisor, como parte de la Emisión de Obligaciones.
Beneficiario	Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL
Fecha de constitución	24-10-11
Objeto del fideicomiso	1. Recibir, administrar, y destinar la totalidad de ingresos aeroportuarios, conforme las instrucciones irrevocables señaladas en la cláusula sexta del contrato de Constitución. 2. Pagar a los prestamistas los créditos adquiridos por la constituyente a su favor. 3. Entregar los remanentes existentes a la constituyente o a quien esta disponga.
Bienes aportados al fideicomiso	Derecho económico a recibir los ingresos aeroportuarios a partir de la constitución del negocio fiduciario.
Fondo de Garantía	En las instrucciones de la Fiduciaria establecidas en el contrato de constitución del Fideicomiso Mercantil ECOGAL, se establece que el Fideicomiso constituirá y mantendrá un Fondo de Reserva para el pago de las Obligaciones colocada por el Constituyente; que será igual al valor del dividendo de pago trimestral, que será ajustado una vez pagado el respectivo valor
Resguardo Adicional	Garantía adicional de pago a los obligacionistas por sus acreencias. (Management Fee)

Fuente: Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

⁶ Información entregada con corte a octubre de 2021 por el representante de los obligacionistas

⁷ Información entregada con corte a octubre de 2021 por el representante de los obligacionistas

Situación actual del fideicomiso

El Fideicomiso mercantil ECOGAL al 31 de diciembre de 2021, reportó un patrimonio total de USD 612 mil. Además, la cuenta corriente que el fideicomiso mercantil mantiene en el Banco del Pacífico, al cierre del mes de abril registró un saldo contable y disponible de US\$ 597 mil; en esta misma fecha el fideicomiso registró un resultado de USD -15 mil.

Durante el periodo del último informe se atendieron instrucciones del constituyente, sobre el pago a proveedores y empleados de ECOGAL por concepto de operación, administración y mantenimiento del aeropuerto. Además, como lo establece el contrato del fideicomiso se realizaron los pagos a los inversionistas que poseen títulos de obligaciones de ECOGAL.

Riesgos Previsibles en el Futuro

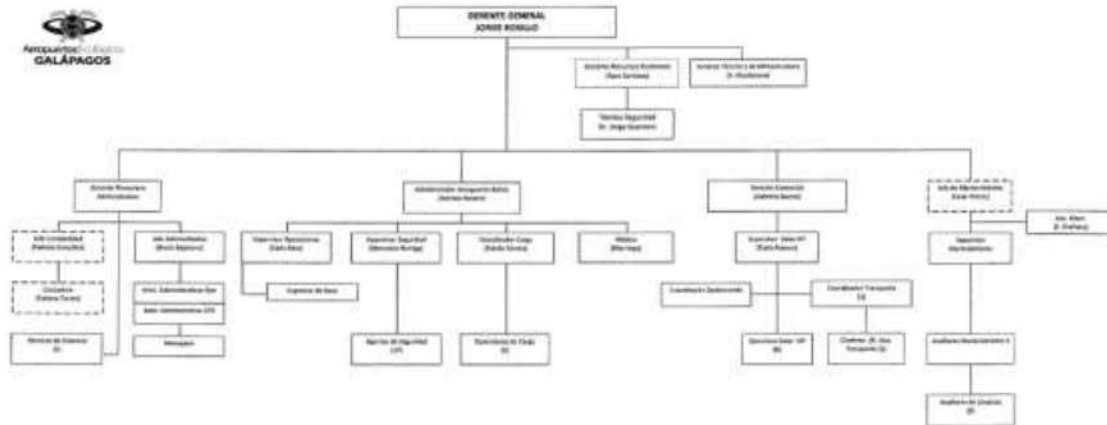
- Perspectivas económicas a nivel nacional e internacional desfavorables que pueden repercutir en el correcto desempeño de la compañía.
- Disminución de ingresos de la empresa, en el caso que el gobierno limite la entrada a las Islas Galápagos como medida para mitigar el impacto ambiental y la contaminación o derivadas de la pandemia del COVID-19.
- Por el calentamiento global y los cambios ambientales que se están dando en todo el mundo, estos fenómenos naturales podrían afectar la infraestructura del aeropuerto.
- Uno de los riesgos que puede afectar a la empresa en relación a la calidad de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados, es el crecimiento de la morosidad de cartera de clientes
- Al 2021 Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL no presenta saldo por concepto de cuentas por cobrar relacionadas.
- En la presente emisión de obligaciones aprobada figura como agente pagador el Depósito Centralizado de Liquidación y Compensación de Valores DECEVALE S.A., quien está sujeto un posible riesgo asociado a la transferencia a tiempo de los recursos para el pago de los inversionistas, dada que la entidad, en la actualidad, se encuentra intervenida.

 Firmado electrónicamente por: ANDREA ESTEFANIA PAREDES RODRIGUEZ	 Firmado electrónicamente por: EMILY ALICIA SALAZAR SUAREZ
Ing. Andrea Paredes R. Presidente	Econ. Emily Salazar S. Analista

ANEXOS

Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL, tiene el siguiente organigrama general:

Anexo 1. Organigrama General de Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL



Fuente: Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS

Anexo 2. Estado Situación Financiera

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA					ANÁLISIS VERTICAL				ANÁLISIS HORIZONTAL		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021	2018-2019	2019-2020	2020-2021
TOTAL ACTIVOS	40,824	36,912	30,470	28,256	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	-9.58%	-17.45%	-7.26%
ACTIVO CORRIENTE	2,604	2,925	1,742	1,996	6.38%	7.93%	5.72%	7.07%	12.34%	-40.45%	14.61%
Efectivo	149	37	552	31	0.36%	0.10%	1.81%	0.11%	-75.01%	1386.64%	-94.45%
Clientes	409	687	83	296	1.00%	1.86%	0.27%	1.05%	68.14%	-87.89%	256.07%
Inventarios	6	6	6	0	0.02%	0.02%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	-100.00%
Otros Activos Corrientes	2,041	2,195	1,101	1,670	5.00%	5.95%	3.61%	5.91%	7.56%	-49.85%	51.69%
ACTIVO NO CORRIENTE	38,220	33,987	28,728	26,260	93.62%	92.07%	94.28%	92.93%	-11.08%	-15.47%	-8.59%
Activos Tangibles	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Activos Intangibles	16,755	14,470	12,186	11,078	41.04%	39.20%	39.99%	39.21%	-13.64%	-15.79%	-9.09%
Otros Activos No Corrientes	21,465	19,516	16,542	15,182	52.58%	52.87%	54.29%	53.73%	-9.08%	-15.24%	-8.22%
TOTAL PASIVOS	25,104	24,336	25,440	25,704	61.49%	65.93%	83.49%	90.97%	-3.06%	4.54%	1.04%
PASIVO CORRIENTE	3,502	3,651	4,765	4,184	8.58%	9.89%	15.64%	14.81%	4.28%	30.51%	-12.19%
Pasivo sin Costo CP (Proveedores)	87	120	313	141	0.21%	0.33%	1.03%	0.50%	37.95%	160.74%	-55.04%
Pasivo con Costo CP (Bancarias+Obligaciones)	1,328	1,485	2,042	1,531	3.25%	4.02%	6.70%	5.42%	11.86%	37.50%	-25.00%
Provisiones CP	363	396	495	209	0.89%	1.07%	1.62%	0.74%	9.04%	24.97%	-57.72%
Otros Pasivos sin Costo CP	1,724	1,650	1,916	2,303	4.22%	4.47%	6.29%	8.15%	-4.27%	16.07%	20.22%
PASIVO NO CORRIENTE	21,602	20,685	20,675	21,520	52.91%	56.04%	67.85%	76.16%	-4.25%	-0.05%	4.09%
Pasivo sin Costo LP	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Pasivo con Costo LP (Bancaria+Obligaciones)	3,668	2,183	1,021	510	8.98%	5.91%	3.35%	1.81%	-40.49%	-53.22%	-50.00%
Otros Pasivos con Costo LP	17,738	18,160	19,314	20,579	43.45%	49.20%	63.39%	72.83%	2.38%	6.35%	6.55%
Provisiones LP	197	342	340	430	0.48%	0.93%	1.12%	1.52%	73.92%	-0.58%	26.58%
PATRIMONIO NETO	15,720	12,576	5,029	2,552	38.51%	34.07%	16.51%	9.03%	-20.00%	-60.01%	-49.25%
Capital	1,000	1,000	1,000	1,000	2.45%	2.71%	3.28%	3.54%	0.00%	0.00%	0.00%
Reserva	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Otros resultados Integrales	17,563	15,658	13,382	12,240	43.02%	42.42%	43.92%	43.32%	-10.85%	-14.54%	-8.54%
Resultados Acumulados	-2,843	-4,082	-9,353	-10,687	-6.96%	-11.06%	-30.70%	-37.82%	-43.59%	-129.12%	-14.27%
Resultados del Ejercicio	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

Fuente: Informes Auditados e Internos Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 3. Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS EMISOR					ANÁLISIS VERTICAL				ANÁLISIS HORIZONTAL		
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021	2018-2019	2019-2020	2020-2021
INGRESOS	11,117	8,982	2,759	4,422	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	-19.21%	-69.29%	60.29%
COSTO VENTA	2,237	450	90	0	20.12%	5.01%	3.26%	0.00%	-79.88%	-80.04%	-100.00%
GANANCIA BRUTA	8,880	8,532	2,669	4,422	79.88%	94.99%	96.74%	100.00%	-3.92%	-68.72%	65.69%
GASTOS OPERATIVOS (Ventas+Adm)	6,377	7,462	4,851	3,599	57.36%	83.08%	175.84%	81.39%	17.02%	-34.99%	-25.80%
EBITDA	2,503	1,070	-2,182	823	22.51%	11.91%	-79.10%	18.61%	-57.25%	-303.93%	137.71%
DEPRECIACIONES (dep)	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
AMORTIZACIONES (amr)	2,681	2,976	3,101	1,499	24.11%	33.13%	112.40%	33.91%	11.00%	4.20%	-51.64%
EBIT	-178	-1,906	-5,283	-677	-1.60%	-21.22%	191.49%	-15.30%	-972.08%	-177.19%	87.19%
GASTOS FINANCIEROS	1,794	1,744	1,389	1,694	16.14%	19.42%	50.35%	38.30%	-2.79%	-20.36%	21.95%
OTROS (+) INGRESOS / (-) GASTOS	2,479	2,758	1,065	1,023	22.30%	30.71%	38.60%	23.12%	11.27%	-61.39%	-3.98%
EBT: GANANCIA (PERDIDA) ANTES DE 15% A TRABAJADORES E IMPUESTO A LA RENTA	507	-891	-5,606	-1,348	4.56%	-9.92%	203.23%	-30.48%	-275.75%	-529.04%	75.96%
15% PARTICIPACION TRABAJADORES	76	0	0	0	0.68%	0.00%	0.00%	0.00%	-100.00%	0.00%	0.00%
IMPUESTO A LA RENTA CAUSADO	251	201	3	0	2.26%	2.23%	0.11%	0.00%	-20.21%	-98.44%	-97.22%
EAT: GANANCIA (PERDIDA) NETA DEL PERIODO	180	-1,092	-5,610	-1,348	1.62%	-12.15%	203.35%	-30.48%	-707.30%	-413.81%	75.97%
OTRO RESULTADO INTEGRAL	0	0	0	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
RESULTADO INTEGRAL TOTAL DEL AÑO	180	-1,092	-5,610	-1,348	1.62%	-12.15%	203.35%	-30.48%	-707.30%	-413.81%	75.97%

Fuente: Informes Auditados e Internos Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL.
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Anexo 4. Tabla de amortización saldo de la emisión primer Adendum

Fecha	Pago de Capital	Pago de Interés	Pago de k+i
6-oct-21	0	13	13
10-oct-21	0	5	5
23-oct-21	0	3	3
10-nov-21	0	10	10
22-nov-21	0	6	6
27-nov-21	0	6	6
6-dic-21	0	6	6
6-ene-22	0	13	13
10-ene-22	0	5	5
23-ene-22	0	3	3
10-feb-22	0	10	10
22-feb-22	0	6	6
27-feb-22	0	6	6
6-mar-22	0	6	6
6-abr-22	136	13	149
10-abr-22	55	5	60
23-abr-22	27	3	30
10-may-22	107	10	117
22-may-22	62	6	67
27-may-22	62	6	67
6-jun-22	62	6	67
6-jul-22	136	10	146
10-jul-22	55	4	58
23-jul-22	27	2	29
10-ago-22	107	8	115

Cont.

Fecha	Pago de Capital	Pago de Interés	Pago de k+i
22-ago-22	62	4	66
27-ago-22	62	4	66
6-sep-22	62	4	66
6-oct-22	136	6	143
10-oct-22	55	3	57
23-oct-22	27	1	29
10-nov-22	107	5	112
22-nov-22	62	3	65
27-nov-22	62	3	65
6-dic-22	62	3	65
6-ene-23	136	3	140
10-ene-23	55	1	56
23-ene-23	27	1	28
10-feb-23	107	3	110
22-feb-23	62	1	63
27-feb-23	62	1	63
6-mar-23	62	1	63
TOTAL	2,042	217	2,259

Fuente: Informes Auditados e Internos Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL

Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Nota: La tabla de amortización adjunta el saldo de capital del segundo Adendum elaborado durante el año 2021

Anexo 5. Necesidades Operativas de Fondos

CÁLCULO DE NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS Y FONDO DE MANIOBRA					
CÁLCULO NOF			2019	2020	2021
	A.C.	+ Caja	37	552	31
		+ Clientes	687	83	296
		+ Inventarios	6	6	0
	P.C.	- Cuentas por Pagar Proveedores	120	313	141
		- Otros Pasivos Corto Plazo (Pasivo Espontáneos)	1,650	1,916	2,303
	NOF	= Necesidades Operativa de Fondos	-1,040	-1,587	-2,117
FINANCIACIÓN		Incremento/Disminución NOF	-	52.62%	33.36%
	FONDO DE MANIOBRA	+ Fondos Propios	12,576	5,029	2,552
		+ Deudas largo plazo	2,183	1,021	510
		- Activos Inmovilizados	0	0	0
	F.M.	= Fondo de Maniobra	14,759	6,050	3,063
	NOF-FM		-15,799	-7,637	-5,180

Fuente: Estructuración Financiera e Internos Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL
 Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.

Son los fondos necesarios para financiar las operaciones habituales en la empresa, puesto que se necesita dinero en Clientes (Cuentas por Cobrar), Existencias (Inventario) y el mantenimiento de una caja mínima; y son financiadas mayormente con las cuentas Proveedores y otros pasivos espontáneos (sin costo), cabe resaltar que no se toma en consideración las Obligaciones financieras con Instituciones Bancarias o la porción corriente de Obligaciones emitidas.

Las NOF son una consecuencia directa de las políticas operativas de una empresa, si una empresa cambia su periodo de cobro, de pago, o su nivel de inventario, sus NOF también cambiarán.

Anexo 6. Indicadores Macroeconómicos

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio	Desv. Estd	Z-Valor
INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES									
Inflación anual (%)	3.4	1.1	-0.2	0.3	-0.1	-0.9	0.60	1.53	-0.44
Crecimiento PIB real (%)	0.1	-1.2	2.4	1.3	-0.1	-7.8	-0.89	3.60	0.22
INDICADORES EXTERNOS									
Cuenta corriente / PIB (%)	-2.2	1.3	-0.3	-1.4	-0.07	3.10	0.06	1.92	-0.07
INDICADORES FISCALES									
Déficit (Superávit) del PGE / PIB (%)	-4.0	-5.6	-5.9	-3.7	-2.26	-5.52	-4.47	1.42	1.56
Déficit (Superávit) del SPNF / PIB (%)	-6.0	-7.3	-4.5	-1.2	-0.1	-2.1	-3.52	2.85	1.20
Deuda pública interna / PIB (%)	12.6	12.5	14.2	12.5	14.75	18.01	14.09	2.15	0.31
Deuda pública externa / PIB (%)	20.4	25.7	30.4	32.6	38.02	45.91	32.17	9.03	0.65
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS									
Crédito al sector privado OSD+OSF (millones \$)	28,162	29,886	34,743	39,980	44,537	45,649	37159.50	7,404.70	1.00
OTROS INDICADORES									
Precio del Petróleo WTI	48.7	43.3	50.8	65.2	61.8	49.1	53.16	8.48	1.02
Promedio Anual EMBI-Riesgo País	995.5	994.9	621.3	641.1	677.6	2,412.1	1057.10	685.65	-0.55

Fuente: Estructuración Financiera e Internos Aeropuertos Ecológicos de Galápagos S.A. ECOGAL
Elaboración: C.R. SUMMARATINGS S.A.