

Ecuador
Obligaciones

Hotel Colón Internacional C.A.

Calificación – VII Seguimiento

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión de Obligaciones	AA	AA	N/A

Resumen Financiero

(Millones USD)	2008	2009	2010	2011	Mar-12
Activos	43.9	45.0	44.6	43.9	44.4
Ventas	11.6	10.8	11.6	12.9	3.06
Margen EBITDA(%)	13.2	10.6	15.7	12.8	14.1
ROA (%)	4.3	3.5	2.7	3.3	1.85
Deuda Finan / Capitalización (%)	15	12	11.8	9.8	9.5
Deuda Financiera Total /FFO (x)	7.1	7.6	4.9	4.05	2.7

Descripción de la Emisión de Obligaciones:

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Hotel Colón Internacional C.A.
Monto Emitido:	USD 5'000.000
Clase A, Serie1	USD 2'000.000
Clase B, Serie1	USD 2'000.000
Clase C, Serie1	USD 1'000.000
Monto en Circulación:	USD 1'437,500
Plazo Original:	1.440 días (4 años)
Colocación:	100% (última colocación 9/feb/2009)
Fecha de Aprobación:	31-oct-08
Próximo Vencimiento:	may-12
Vencimiento Final:	nov-12
Cupón de Interés:	8% anual fija
Pago de Interés:	Trimestral
Modalidad Cálculo Pago:	Capital e intereses Base 360/360
Amortización:	7 pagos semestrales sucesivos a partir de 360 días de la emisión
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Sustitución de pasivos /Inversión en Activos

Actividad del Emisor:

Servicios hoteleros, de alimentos y bebidas.

Contactos

Patricia Pinto
(593 2) 2922 426
ppinto@bwratings.com

Sonia Rodas
(593 2) 2922 426
srodas@bwratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. con información auditada a diciembre 2011 e informes interinos al 31 de marzo del 2012, ha decidido mantener la calificación a la emisión descrita de Hotel Colón Internacional C.A. en **AA (Doble A)**. De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, esta calificación:

“Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy alta capacidad de pago del 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 pertenece y en la economía en general”.

La calificación otorgada es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación si incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y /o de la transacción.

La calificación se sustenta en los siguientes fundamentos:

La calificación incorpora las fortalezas propias del negocio, que a pesar de estar en un mercado altamente competitivo, ha sabido aprovechar de sus ventajas comparativas para mantenerse bien posicionado.

Mantiene una estructura financiera sólida, con una tendencia decreciente del nivel de apalancamiento en relación a la generación, y en relación al patrimonio permanece bajo. El respaldo financiero del principal accionista mitiga el eventual riesgo de refinanciamiento de corto plazo que mantiene la empresa, a lo que se suma la facilidad de acceso que tiene HCI a otras fuentes de financiamiento como el mercado de valores en el que ha intervenido con éxito en varias ocasiones.

Los años 2010 y 2011 lograron una recuperación importante de los niveles de ventas, y las perspectivas para este año son también favorables, gracias al crecimiento de la demanda, a las estrategias adecuadas de comercialización y administración y al apoyo de Hilton.

Sin embargo, se observa que la presión de la competencia ha influenciado en los márgenes manteniendo la tendencia volátil de los resultados y la

FECHA COMITE: Mayo/2012

ESTADOS FINANCIEROS AL: 31/Marzo/ 2012

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.



vulnerabilidad de la gestión operativa. La liquidez de la empresa se muestra más ajustada durante el 2011.

Si bien las perspectivas de la gestión del negocio son positivas en el corto plazo, la empresa se enfrenta a amenazas como la creciente oferta hotelera y un potencial cambio en el mercado en Quito cuando se reubique el aeropuerto.

Estos riesgos serían mitigados en parte por la diversificación del negocio del HCI en la línea de alimentos y bebidas que se ha convertido en su principal rubro de ingresos. Este negocio ostenta ventajas competitivas que lo han impulsado, alcanzando un buen posicionamiento en el mercado.

La vulnerabilidad del negocio del HCI (Quito), se reduce también gracias al desempeño actual y esperado de sus relacionadas que le generan dividendos; especialmente del Hotel Colón de Guayaquil que le provee de los flujos necesarios para cumplir con sus accionistas. Las subsidiarias del HCI cuentan con infraestructuras nuevas y bien ubicadas, son empresas jóvenes que ya están generando resultados y flujo para HCI.

La política conservadora de apalancamiento que se ha ido consolidando, también constituye una fortaleza que compensa la vulnerabilidad de la gestión. El posicionamiento del HCI en este sentido y el respaldo de su accionista mayoritario atenúan el riesgo de refinanciamiento.

El emisor ha cumplido en tiempo y forma con los pagos de dividendos de capital e interés de la emisión. A la fecha del Comité quedan pendientes únicamente dos pagos de capital por USD 712M y USD 725M cada uno, los mismos que deben cancelarse dentro de este año. HCI ha mantenido como política el provisionar el valor del pago de capital correspondiente de la emisión, mitigando los posibles riesgos de iliquidez.

▪ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

La Junta General de Accionistas de Hotel Colón Internacional C.A. reunida el 28 de marzo 2012 aprobó repartir USD 1.225.500 de utilidades del ejercicio 2011 por concepto de dividendos en efectivo a los accionistas, lo que equivale al 5% del capital pagado de la Compañía.

El 19 de Mayo 2012 HCI cumplió con el pago de USD 712.5M que es el penúltimo pago de capital pendiente, quedando ya únicamente el correspondiente a Nov-12 que la administración espera empezar a provisionar en el mes de Jul-12.

▪ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

▪ RIESGO DE LA INDUSTRIA

La actividad hotelera es dinamizadora de la economía por su interacción con otros segmentos. Es una industria intensiva en requerimientos de inversión, pues son las

infraestructuras con mayor tecnología y mejores instalaciones las que pueden competir de mejor forma en los segmentos altos.

En los últimos años ha incrementado el volumen de inversión en infraestructura hotelera y sitios de diversión en el Ecuador. Según información del Ministerio de Turismo, la inversión privada en el sector hotelero del país fue USD 86 MM en el 2008 y USD 155 MM en el 2009. Para el año 2011, estaba previsto se realicen tres importantes proyectos hoteleros nuevos en la ciudad de Guayaquil con una inversión aproximada de USD 65 MM. Si bien al momento no existen cifras actuales sobre esta información se mantiene una tendencia de crecimiento de las plazas disponibles en las diferentes áreas y segmentos hoteleros.

El turismo en Ecuador generó alrededor de USD 1.220MM anuales en ingresos para el país entre todas las actividades relacionadas, y representa aproximadamente el 13% sobre el volumen de exportaciones no petroleras, y 5.3% de las exportaciones totales, ocupando un puesto importante en la base de ingresos de la economía.

En relación al turismo extranjero, de acuerdo a datos de la Dirección de Migración, en el 2011 entraron al Ecuador 1.141 mil personas un 7% más que en el año 2010. En este año las perspectivas son positivas ya que se advierte un mayor crecimiento que el año anterior, a Mar-12, las estadísticas muestran que han ingresado 262 mil extranjeros, que representa un crecimiento de 16% en relación con el mismo período del año 2011.

Los extranjeros provienen principalmente de Colombia, Perú y Estados Unidos, de este último país se observa una desaceleración del flujo de turistas en los últimos dos años presumiblemente por la influencia de la crisis económica de ese país.

Existen diferentes factores que podrían influenciar en el ingreso de viajeros al país, se diferencian de acuerdo al motivo de viaje, los turistas básicamente dependen del posicionamiento del país como un destino turístico, en este sentido los programas de promoción y difusión para ubicar al país como atractivo turístico contribuyen al creciente flujo de extranjeros al país. Se podría estimar que la demanda en el sector hotelero se mantenga creciente, sin embargo la oferta crece de forma acelerada haciendo de este un sector altamente competitivo.

No obstante el flujo de viajeros cuyo motivo de viaje son negocios depende de la actividad económica interna, de las oportunidades de negocios dentro del país y de la actividad económica externa, que en los últimos años se ha visto disminuida por la crisis internacional presente en la mayor parte de los países con los que el Ecuador ha tenido relaciones comerciales históricamente.

Si bien en el último año se advierte una tendencia positiva en cuanto a las oportunidades de inversión extranjera en el país, especialmente en sectores estratégicos, este segmento no alcanza aún el dinamismo esperado y las perspectivas de crecimiento en el corto



plazo dependen de un grupo limitado de participantes interesados en este tipo de inversiones.

La presión de la competencia se ha mostrado en el mercado vía precios, restringiendo inclusive la transferencia del incremento de costos a los precios de las tarifas.

La creciente oferta ha presionado los precios incluso en el segmento de lujo en el que tradicionalmente se ha competido por la calidad del servicio.

La demanda por alojamiento es elástica al precio por lo que para mantener el volumen de ventas en este segmento se manejan márgenes ajustados. Mayores márgenes alcanzan las empresas en los servicios de comida, bebidas y otros que son anexos al alojamiento. Por naturaleza la industria maneja un nivel de gastos operativos alto. A partir del año 2008 las medidas laborales impuestas por el gobierno afectaron negativamente al margen operativo de la industria eliminando la modalidad de trabajo por Tercerización.

Dicha modalidad otorgaba a la industria hotelera flexibilidad para contratar empleados temporales de acuerdo a sus necesidades, lo cual le permitía sostener una estructura de costos laborales más flexible. Actualmente la estructura de costos de la industria es más bien rígida mientras que los precios están limitados por la competencia como se ha mencionado anteriormente.

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

La Compañía Hotel Colón Internacional es una empresa madura, con larga trayectoria en la ciudad de Quito, que está ubicada en un sector céntrico de la urbe y maneja un nombre bien reconocido en el país. Es parte de la cadena Hilton Corporation por un convenio de franquicia para uso de la marca y sistemas Hilton.

Este convenio tiene una duración de diez años a partir del 1ro de abril del 2005, renovables por dos periodos de cinco años cada uno. El convenio de franquicia tiene costos por regalías y comercialización, los cuales son calculados como un porcentaje del ingreso bruto por habitación. Gracias a la franquicia, el Hotel puede utilizar el nombre de la marca Hilton y le permite ser miembro de una de las mayores cadenas hoteleras a nivel mundial. Además, le permite contar con una estrategia global de ventas con políticas y estándares unificados.

Actualmente, el Hotel Colón Internacional C.A. (HCI) está catalogado como un servicio cinco estrellas y cuenta con 255 habitaciones (42 suites de lujo para ejecutivos). También cuenta con 4 restaurantes, 18 salas de reuniones, piscina y otras instalaciones de recreación.

Tradicionalmente el HCI no se ha enfocado en un nicho de mercado específico, sin embargo, sus mercados cautivos más fuertes han sido el corporativo y de turismo. Tiene contratos con varias agencias de viajes reconocidas que continuamente envían grupos de turistas al Hotel, especialmente grupos cuyo destino final es Galápagos. Además, con las tripulaciones de varias

aerolíneas HCI ha podido tener un constante y recurrente flujo de huéspedes.

Durante el año 2011 se realizaron inversiones para mejorar el servicio tecnológico del Hotel en áreas como wi fi y televisores en las habitaciones.

El personal de HCI muestra baja rotación, alrededor del 40% de los empleados tienen más de 10 años en el Hotel. Por otro lado, existe una Asociación de Empleados con la cual se ha mantenido buena relación. Cada dos años se firma el Contrato Colectivo entre HCI y la Asociación de Empleados del Hotel sin problemas hasta el momento. En este año se firmó ya el contrato que estará vigente en el año 2012 y 2013.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

Según datos de AHOTEC (Asociación Hotelera del Ecuador), existen diez hoteles con categoría de cinco estrellas en la ciudad de Quito, de los cuales el Hotel Colón Internacional ha ocupado el tercero o cuarto puesto en los últimos 3 años en función de la ocupación promedio y la tarifa promedio.

La posición de HCI en el grupo de su competencia con los diferentes indicadores es la siguiente:

Posición de Mercado	2009	2010	2011
% Oferta	18,34%	18,44%	18,36%
% Demanda	17,23%	17,89%	18,66%
Tasa de Ocupación (%)	56,64	62,37	67,50%
IPM (Part. ocup prom)	0,94	0,97	1,02
ITP (Relac. Tarif prom)	0,91	0,91	0,99
IGI (part. Ing prom x Hab)	0,83	0,88	1,00

HCI ha ido ganando posición en su segmento de mercado de forma consistente cada año. La capacidad instalada, el número de habitaciones y los servicios adicionales como salones y salas de reuniones para eventos sociales y de trabajo, además de su ubicación, ha permitido que HCI sea reconocido como un importante participante en el sector hotelero de la ciudad de Quito.

Una fortaleza de HCI es la diversificación de su negocio en la línea de alimentos y bebidas que representa el 50% de los ingresos del Hotel. HCI es reconocido por la calidad de sus productos tanto en el servicio de restaurante como el de catering, lo que le ha permitido mantener su posicionamiento en la ciudad.

Una debilidad del HCI frente a hoteles nuevos son sus 45 años de funcionamiento que exigen inversiones permanentes en sus instalaciones para responder a su imagen y nichos de mercado.

Una potencial amenaza a mediano plazo es el traslado del aeropuerto a las afueras de Quito, pues un porcentaje de los huéspedes actuales ingresan al hotel por convenios con agencias y aerolíneas, que eventualmente podrían trasladarse a hoteles cercanos al nuevo aeropuerto.



■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Hotel Colón Internacional no es miembro de un grupo corporativo específico, sin embargo, sus principales accionistas han invertido en empresas independientes que complementan el giro del negocio. Con estas empresas HCI mantiene relaciones de capital, comerciales y también de financiamiento a largo plazo. Existen inversiones directas en otros hoteles del país, en inmobiliarias y compañías de inversión.

Durante el año 2011 se liquidaron algunas empresas y se vendieron los activos de otra, empresas que en los últimos años ya no cumplían ninguna función operativa.

En el siguiente cuadro se encuentran las inversiones y grado de participación en las diferentes empresas relacionadas a Mar-2012.

EMPRESAS SUBSIDIARIAS

Empresa	Relación	% Participación	Valor Nominal
		Mar-12	miles de USD
HOTEL COLON GUAYAQUIL	Capital	45,00%	12.805
MAGNETOCORP S.A.	Capital	65,87%	7.482
ASTECNIA CIA. LTDA	Capital	98,75%	4.886
RELICORP INVESTMENTS N.V.	Comercial	100,00%	1.084
Otras menores	Capital	ND	85
TOTAL			26.342

Hotel Colón Guayaquil S.A. representa la mayor inversión directa por parte de HCI, alrededor del 48.6% de las inversiones en empresas relacionadas, y es la que mayor volumen de ingresos le entrega por concepto de dividendos a HCI.

Magnetocorp S.A. es propietaria del Hotel Barceló Colón Miramar de la ciudad de Salinas. Esta empresa tuvo una deuda con HCI que sirvió para el inicio de la construcción del Hotel en Salinas. Este financiamiento fue otorgado por un banco local y fue cancelado con recursos de la emisión de obligaciones. Por su parte Magnetocorp ha amortizado la deuda a HCI a medida que el hotel de Salinas ha ido generando resultados. Al mes de mar-12 esta deuda ya está cancelada en su totalidad. Esta empresa ya está generando utilidades y el HCI recibe por esta inversión dividendos.

Astecnia Cia. Ltda. Es la empresa propietaria del parqueadero externo junto al Hotel para uso de clientes y público en general. Además, es propietaria de un inmueble (casa) en Quito y de otros inmuebles (9 departamentos y 9 locales comerciales) ubicados en el Complejo Inmobiliario Colón de la ciudad de Guayaquil. A Mar-12 esta empresa mantiene una deuda con HCI por USD 114.8M.

Relcorp Investments N.V. es una compañía que maneja un portafolio de inversiones y está domiciliada en el exterior.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

HCI tiene una estructura abierta de capital con más de 800 accionistas que son personas jurídicas y naturales. Los dos principales accionistas de la empresa concentran una participación de 38%. HCI cotiza sus acciones en las bolsas de valores de Quito y Guayaquil con un precio por acción de USD 0,55.

A continuación un detalle de los principales accionistas con una participación mayor al 1%:

Accionistas	Capital	Participación
DASSUM FUAD ALBERTO	6.590.891	26,89%
CFN	2.708.924	11,05%
VAZPRO S.A.	1.280.268	5,22%
BIESS	802.161	3,27%
ABEDRABBO LARACH JORGE	855.662	3,49%
DE WAPPENSTEIN BETTY	661.351	2,70%
LANAFIT S.A.	639.518	2,61%
INDUSTRIAL TEXTILANA S.A.	639.518	2,61%
WAPPENSTEIN OVIDIO	517.669	2,11%
ASTECNIA C.A. LTDA.	365.707	1,49%
ANVIPA CIA. LTDA.	322.303	1,31%
OTROS ACCIONISTAS	9.126.028	37,23%
TOTAL	24.510.000	100%

*Actualizado a Mar-2012

A pesar de que no se han realizado incrementos de capital en los últimos años, los accionistas mantienen un importante soporte patrimonial que financia la mayor parte de los activos de la empresa.

Además, en años anteriores se ha demostrado que cuando la empresa necesita financiamiento para sus proyectos, el principal accionista ha otorgado garantías personales para la deuda financiera.

■ ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACION Y GOBIERNO CORPORATIVO

La administración de HCI procura un manejo financiero conservador con bajos niveles de endeudamiento en relación al patrimonio. La deuda financiera no ha llegado al 12% de la capitalización durante los últimos 3 años y no ha llegado al 16% durante los últimos 7. La estructura abierta de capital obliga a la administración a repartir dividendos todos los años.

La empresa está gobernada por la Junta General de accionistas, siendo el Directorio la segunda instancia de la organización de la empresa, que de acuerdo con los estatutos, es nombrado por la misma Junta. El presidente del Directorio es el principal accionista y ha actuado como Presidente del Directorio desde 1983.

Los directores tienen amplia experiencia en el negocio y participan activamente en las principales decisiones de la empresa, siendo un soporte para la Administración. La plana gerencial, son profesionales con experiencia en sus respectivas áreas de trabajo por más de 15 años.

El Gerente General de HCI está a cargo de la administración del Hotel en Quito. Hotel Colón Guayaquil y Barceló Colón Miramar en Salinas tienen administraciones independientes, aunque mantienen una relación para crear sinergias que benefician a todas las empresas.

La empresa tiene provisiones adecuadas para la jubilación patronal sustentada en un estudio actuarial, ya que una parte de sus empleados han trabajado para la empresa por largo tiempo.



PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma Hansen Holm & Co. Cía. Ltda. para los años 2005 hasta el 2011 e interinos directos al mes de marzo del 2012, los cuales no presentan salvedades ni limitaciones.

Los estos financieros a 2010 contienen ya la adopción y efectos de las NIIF, por lo que se requirió también realizar la comparación con los estados financieros del 2009 como base comparable bajo NIIF, por esta razón las cifras presentadas para el año 2009 difieren de las cifras auditadas presentadas en ese año. En nuestro análisis se toma como referencia ya las cifras comparables bajo NIIF desde el 2009.

La Compañía mantiene acciones en compañías subsidiarias con una participación de hasta el 100% pero no consolida sus estados financieros. Las principales empresas son Hotel Colón Guayaquil y Magnetocorp que tienen operaciones rentables y en el caso de HCG ha generado dividendos para el HCI. Las dos empresas al momento generan ingresos suficientes para cubrir sus propias operaciones y el HCI al momento no ha otorgado garantías sobre sus deudas.

Gestión Operativa

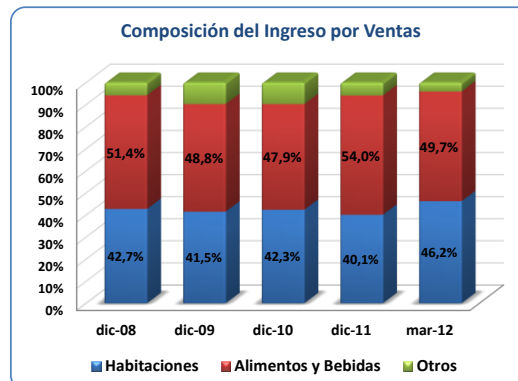
La generación de ingresos operativos de HCI mantiene una tendencia positiva desde el año 2009. Durante el año 2011(USD 12.9MM) alcanza un crecimiento de 11%.

Las perspectivas para el 2012 son también positivas ya que a Mar-12 los ingresos por ventas (USD 3MM) muestran un crecimiento del 10% en relación con el mismo período del año anterior.

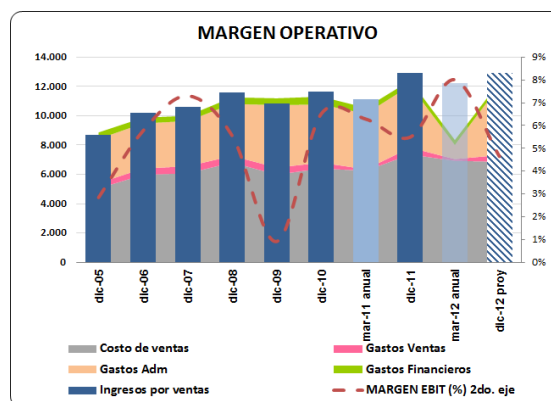
Las ventas a Mar-12 representan el 24% de lo proyectado para fin del año 2012, teniendo en cuenta que el primer trimestre usualmente genera un menor ingreso que el resto de trimestres, se podría esperar que el resultado a fin del año sea mayor al proyectado, que asume una posición conservadora con ventas similares a las del 2011.

Las proyecciones incorporan en todos sus rubros un panorama internacional de mayor incertidumbre y un potencial decrecimiento de la ocupación hotelera, además de la creciente competencia que limita el incremento de precios..

Dentro de las 3 líneas principales de negocio que maneja HCI (estadía en habitaciones, servicio de alimentos y bebidas, y otros servicios en los que se considera telefonía, lavandería, parqueadero, spa y otros), la participación de la línea de alimentos y bebidas ha ido creciendo a medida que los precios se han incrementado en el país. Además, ésta es una línea que absorbe con mayor facilidad el incremento de costos. A dic-11 la línea de alimentos y bebidas, representa el 54% de los ingresos por ventas, y a Mar-12 el 49.7%.



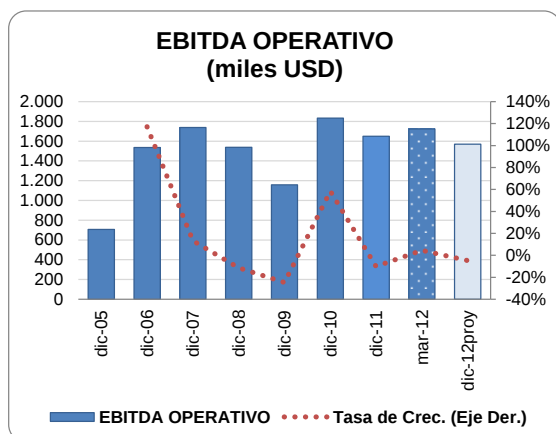
En los últimos años se ha incrementado la demanda en los restaurantes que maneja el Hotel, los cuales han renovado su imagen luego de las remodelaciones realizadas. Además, HCI mantiene un posicionamiento en servicios de catering que es externo a las instalaciones del hotel y que alimenta esta línea de negocio.



El margen bruto de HCI a dic-11 (42.96%) disminuye alrededor de dos puntos porcentuales, en relación al mostrado en el año 2010 (44.99% a Dic-10), debido a que el incremento de la tarifa promedio y de los precios de alimentos y bebidas es menor al crecimiento del costo operativo.

El EBIT operativo generado por el HCI durante el 2011 fue inferior en 6.46% al generado en 2011, como consecuencia de la presión en el margen bruto y a pesar del esfuerzo realizado en el control del gasto operativo que en relación al ingreso por ventas y servicios disminuye de 37.60% a 36.42%.

Por la naturaleza del negocio, HCI maneja un volumen alto de gasto operativo que absorbe en promedio el 35.4% de las ventas. Este porcentaje es menor al presentado en el año 2009 (43.8%) que fue un período de transición en el que HCI tuvo que afrontar un gasto adicional por liquidaciones, remuneraciones y beneficios sociales correspondientes al personal que pasó a nómina por el cambio en la regulación de trabajo por horas.



El EBITDA Operativo disminuye frente al 2010 en 10%, una reducción más alta que la del EBIT ya que las depreciaciones y provisiones del 2011 fueron ligeramente menores a las del 2010. Estos gastos no desembolsables en este caso por la naturaleza del negocio, son importantes y representan más del 40% del EBITDA.

Según las proyecciones se esperaría que el EBIT y el EBITDA del 2012 sean ligeramente inferiores a los del 2011.

El desempeño del EBITDA operativo muestra una tendencia fluctuante directamente relacionado al comportamiento del entorno operativo local e internacional con periodos de mayor crecimiento como el 2010 que fue un período de recuperación para toda la economía y para el turismo y por ende para el sector hotelero. Se observa que la crisis del año 2009 y la absorción de gastos extraordinarios le afectaron fuertemente pero que posteriormente ha podido recuperarse y mantener el margen EBITDA en los niveles promedio históricos.

Si bien se advierte una tendencia variable en el resultado operativo (sin considerar otros ingresos y el monto de depreciaciones), esta vulnerabilidad se compensa con los bajos niveles de endeudamiento que mantiene el emisor.

En cuanto a los ingresos y gastos no operativos, el más representativo es el ingreso que obtiene HCI por concepto de dividendo en efectivo de Hotel Colón Guayaquil, que históricamente ha sido en promedio de USD 1.1 MM; al mes de dic-11 por este concepto se registró un monto de USD 1.018M de los cuales USD 874M provienen de Hotel Colón Guayaquil, USD 144M proviene de Astecnia, y representó un importante 69.7% del resultado final.

En cierta medida la generación del Hotel de Quito estaría dependiendo de la operación del Hotel de Guayaquil para mantener su nivel de resultados netos.

La utilidad neta a dic-11 fue USD 1.460M con un incremento de 21.6% frente a la utilidad de dic-10 pero menores a los proyectados por los menores ingresos extraordinarios recibidos por dividendos y otros como arriendos.

En las proyecciones sensibilizadas se podría estimar que HCI podría alcanzar el mismo nivel de resultados netos del 2011 esperando que Hotel Colón de Guayaquil continúe generando el flujo de dividendos que aporta con un monto de alrededor de USD 1 MM en el año.

■ Estructura del Balance

■ ACTIVOS

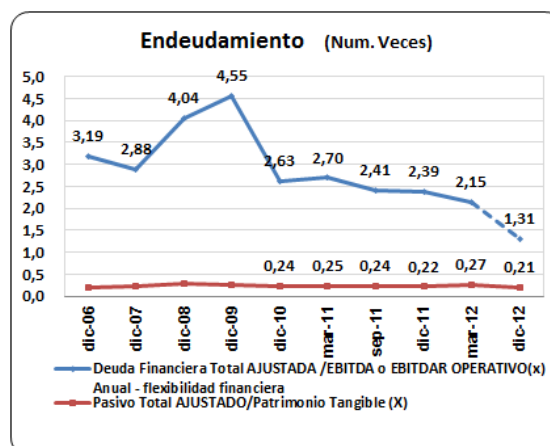
A Mar-12 el activo total de HCI ascendió a USD 44.39 MM. En concordancia con la naturaleza del negocio, el principal activo de HCI es el activo fijo que es utilizado en la prestación de servicios.

El activo corriente representa apenas el 8.30% del activo total. El mayor rubro a corto plazo son las cuentas por cobrar comerciales, de tarjetas de crédito que concentran el 45.6% del activo de corto plazo. No se manejan políticas de crédito, la mayor parte del negocio es de contado.

El 91.7% de activos de HCI son activos de largo plazo, de los cuales el 59.3% corresponde a las inversiones que HCI mantiene en sus empresas relacionadas (descritas anteriormente), y el 31.3% corresponde a los bienes muebles e inmuebles con los que opera el Hotel. El restante 1.20% son activos de operación. La mayor parte de las inversiones de largo plazo de HCI, corresponde a la participación del HCI en los hoteles de Guayaquil y Salinas (empresas relacionadas), y en el terreno que funciona de parqueadero del hotel en Quito. Estas empresas están en funcionamiento y generan ingresos y resultados positivos.

Si bien se considera que la calidad de estos activos es adecuada para respaldar los pasivos, por su naturaleza no son líquidos y su realización no es inmediata.

ENDEUDAMIENTO



A mar- 12 el activo de HCI está financiado en el 79.4% con patrimonio de los accionistas y apenas el 20.6% son pasivos. El pasivo está compuesto principalmente por endeudamiento financiero (bancos y mercado de valores) que representa el 40.44%; el 17.2% corresponde a la provisión para jubilación patronal que en el caso de



Hotel Colón es importante dado el número de años que está en funcionamiento la empresa. El 19.4% son principalmente dividendos por pagar a los accionistas que usualmente son pagadas a lo largo del año. A mar-12 el 10.7% son pasivos con proveedores que a Dic-11 mostró un ligero incremento en días promedio de pago, como consecuencia de la gestión de negocios con el grupo de proveedores. A Mar-12 se prefirió acortar el período dada la liquidez cómoda que muestra la empresa, hecho que si bien requirió un flujo importante de recursos fue cubierto con amplitud con el flujo operativo generado. En la proyección se espera volver al nivel de financiamiento de proveedores histórico con 73 días promedio de rotación de las cuentas por pagar, como se registró a dic-11.

La relación Deuda Financiera Total (incluida la emisión de obligaciones) sobre EBITDA ha sido alta históricamente, especialmente en 2008 y 2009, años de intensa inversión en CAPEX. En vista de que el endeudamiento que adquiere el HCI es principalmente para completar las inversiones de largo plazo tanto en el HCI como en sus relacionadas, necesita el flujo de varios años para cubrir el total de la deuda financiera. Este indicador se ha ido recuperando gracias a la reducción paulatina de la deuda y al aumento del EBITDA. Esto se demuestra en el gráfico del inicio de esta sección.

Una de las fortalezas de HCI y que compensa el riesgo de la volatilidad del negocio y la rigidez de su estructura, es el bajo nivel de endeudamiento frente al patrimonio.

El pasivo total ajustado representa el 27% del patrimonio tangible, que es el patrimonio sensibilizado restando los activos de difícil o nula realización. Debido a la estructura abierta de capital, HCI mantiene una política de reparto de dividendos que hasta el año 2008 fue equivalente al 6% del capital social.

Entre el 2009, 2010 y 2011 el dividendo se ajustó en función a la capacidad de la empresa de generar flujos positivos para cumplir con las obligaciones financieras, con el mercado de valores y con los accionistas, y fue entre 4% y 5% del capital social.

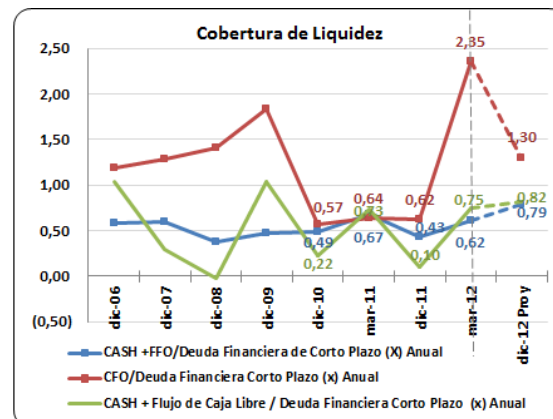
El HCI mantiene líneas de crédito abiertas y disponibles con las principales instituciones financieras del país. Se considera como fortaleza la capacidad de HCI de obtener financiamiento en el sistema financiero por ser reconocido como buen sujeto de crédito y el soporte de su accionista principal.

No se esperaría que HCI incremente su endeudamiento durante el 2012. Las proyecciones no muestran inversiones importantes adicionales a las ordinarias para el mantenimiento de su estructura.

Capacidad de Pago y Liquidez

La generación propia medida según el EBITDA de HCI permitiría cubrir el gasto financiero de la empresa en alrededor de 5 veces desde dic-2011. La variación del capital de trabajo ha sido históricamente positiva por ser

un negocio de contado o de corto plazo tanto por el lado de los clientes como de los proveedores



En el 2010, sin embargo, el crecimiento del negocio y el pago acumulado a proveedores del año 2009 y 2010, generó una variación de capital de trabajo negativa que fue financiada por el mismo flujo operativo generado. Durante el 2011, el incremento en ventas con un EBITDA más pequeño, y los requerimientos de los impuestos anticipados generaron también una variación de capital de trabajo negativa que así mismo fue financiada por el propio flujo.

Las presiones en las necesidades de capital de trabajo que se observan en el 2010 y 2011, se refleja en un flujo de caja operativo (CFO) todavía positivo pero sustancialmente menor que el de los años anteriores y se traduce en indicadores de liquidez más ajustados que en el 2009, año en que la deuda financiera de corto plazo fue menor y en el que se acumuló deuda a proveedores.

El pico de liquidez que se observa en marzo – 2012, obedece a que en la variación de capital de trabajo se incluye un flujo positivo de dividendos por pagar que tendrán que ser pagados durante el año. El indicador de liquidez calculado con el FFO (flujo de fondos operativo) no incluye este flujo positivo y en aquel calculado con el FCL (flujo de caja libre) en cambio, ya se ha restado el flujo de dividendos por lo que en esos indicadores la distorsión se corrige.

Eliminando la distorsión, el CFO no es suficiente para cubrir las necesidades de inversión en CAPEX y el pago de dividendos. El flujo de otros ingresos no operativos principalmente el dividendo de Guayaquil es importante para cubrir tanto el flujo de inversiones como el pago de dividendos.

Dadas las circunstancias actuales y previstas no se esperan cambios importantes en los indicadores de liquidez. Como se mencionó anteriormente no se prevén inversiones adicionales a las de rutina en CAPEX ni en empresas relacionadas. Se considera que la empresa pudiera necesitar un refinanciamiento periódico de deuda de hasta un 90% de su deuda de corto plazo contando con los dividendos de sus relacionadas pero sin ingresos extraordinarios como en el 2011. En el 2011 la necesidad de refinanciamiento fue del orden del 70% contando con los dividendos de las subsidiarias.



El flujo extraordinario en el 2011, provino de la venta de acciones de dos compañías relacionadas (una de ellas propietaria de un terreno en Guayaquil) y de la recuperación de la cuenta por cobrar a Magnetocorp S.A., empresa propietaria del Hotel de Salinas.

Los niveles de liquidez de HCI en el año 2011, con respecto al 2010, han mostrado una presión adicional, pero han cumplido con sus obligaciones financieras y con inversionistas en tiempo y forma.

Si bien la empresa ha mostrado ser vulnerable a cambios externos que afectan su generación, el manejo prudente y el nivel adecuado de apalancamiento ha sido una fortaleza para poder refinanciar su deuda de corto plazo cuando así lo ha requerido.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

La emisión en circulación tiene garantía general en los términos legales. A mar-12 los activos de HCI ascienden a USD 44.393M, que incluyen USD 34M de impuestos diferidos, y USD 336 M de activos de operación que no se considera parte de la garantía general pues constituyen activos que no servirían para respaldar el pago de la emisión.

Así, el monto de activos libres para garantía de emisiones es de USD 44.022M. El monto de emisión colocado en el mercado de valores fue USD 5MM, y a mar-12 según el balance (normas NIIF) se encuentra vigente en el mercado USD 1.369M que da una cobertura actual de 32.16 veces. Según la tabla de amortización el saldo pendiente es de USD 1.437M, USD 721.5M el 19-may-12 y USD 725M el 19-nov-12.

Debe mencionarse que los valores en circulación en mercado de valores tienen la misma prelación de pago frente a los activos libres que el resto del pasivo que no tenga una garantía específica.

ACTIVOS	Activos Mar-2012	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía General
Activos Líquidos	472		472		472
Cuentas por Cobrar Comerciales	1.796		1.796		1.796
Inventarios	243		243		243
Otras Ctas. Por Cobrar	583		583		583
Gastos anticipados	555		555		555
Propiedades	13.875		13.875		13.875
Inversiones en acciones	26.342		26.342		26.342
Cuentas por Cobrar LP	0		0		0
Impuesto Diferido	35		35	-35	0
Activos Diferidos y de Operación	336		336	-336	0
Otros Activos no corr.	156		156		156
ACTIVO TOTAL	44.393		44.393	-371	44.022
Monto Emisión en Circulación	1.369				

Garantía / Emisión 32,16 veces

La presente emisión no tiene resguardos adicionales establecidos en la escritura del contrato de emisión ni en el prospecto de oferta pública.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

La experiencia de la compañía en el mercado de valores ha sido satisfactoria. En el año 2001 emitió USD 4MM, los cuales se colocaron en su totalidad y se pagaron en tiempo y forma. De igual forma, la segunda emisión de obligaciones fue colocada en su totalidad en el mercado de valores y hasta el momento se ha cumplido en tiempo y forma con los pagos correspondientes, quedan pendientes dos cuotas una a pagarse en el mes de mayo y la final el 19 de noviembre del 2012.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.



EMPRESA: HOTEL COLON

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11	dic-11	mar-12
RESULTADOS							
Ventas	10.596	11.600	10.834	11.629	2.783	12.905	3.059
% crecimiento	4,0%	9,5%	-6,6%	7,3%	-4,3%	11,0%	-5,2%
Costos	(6.077)	(6.806)	(5.990)	(6.398)	(1.564)	(7.361)	(1.731)
% crecimiento	1,8%	12,0%	-12,0%	6,8%	-2,2%	15,1%	-5,9%
MARGEN BRUTO (%)	42,6%	41,3%	44,7%	45,0%	43,8%	43,0%	43,4%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0
% crecimiento	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.739	1.539	1.157	1.833	413	1.649	431
MARGEN EBITDA (%)	16,4%	13,3%	10,7%	15,8%	14,8%	12,8%	14,1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.739	1.539	1.157	1.833	413	1.649	431
MARGEN EBITDAR (%)	16,4%	13,3%	10,7%	15,8%	14,8%	12,8%	14,1%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en lo	965	894	1.058	1.076	238	940	186
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	774	644	99	758	175	709	245
MARGEN EBIT (%)	7,3%	5,6%	0,9%	6,5%	6,3%	5,5%	8,0%
Gasto Financiero del período	(359)	(452)	(463)	(539)	(103)	(353)	(85)
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	3,4%	3,9%	4,3%	4,6%	3,7%	2,7%	2,8%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leas	7,2%	8,0%	8,7%	10,7%	8,9%	9,1%	8,9%
Impuestos a la renta	0	(200)	0	(306)	0	(321)	0
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	0%	10%	0%	20%	0%	18%	0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	0,8	0,8	1,2	0,8	0,6	0,7	0,5
UTILIDAD NETA	2.202	1.847	1.559	1.201	201	1.460	205
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	20,8%	15,9%	14,4%	10,3%	7,2%	11,3%	6,7%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	6,5%	5,4%	4,5%	3,3%	2,2%	4,0%	2,3%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	5,4%	4,3%	3,6%	2,7%	1,8%	3,3%	1,9%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)							
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	3.167	2.741	2.606	2.246	439	2.400	391
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	573	1.419	1.474	(672)	(65)	(478)	1.317
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	3.739	4.161	4.080	1.574	374	1.922	1.708
Inversión en Activos Fijos	(1.739)	(2.980)	(651)	(350)	(31)	(733)	(39)
Otras Inversiones, Neto	(650)	(834)	16	(241)	15	393	(10)
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones(incluye ingresos y egresos no o	1.349	347	3.445	983	358	1.582	1.659
Variación Neta de Deuda Financiera	118	1.209	(955)	(446)	(370)	(879)	(243)
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	(0)	(0)	0	0	0
Pago de Dividendos	(1.471)	(1.471)	(1.471)	(980)	0	(1.226)	(1.226)
Otros Financiamientos, Neto	(122)	(194)	(893)	521	(22)	515	(81)
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	(125)	(109)	126	77	(35)	(8)	110
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH							
EBITDA OPERATIVO	1.739	1.539	1.157	1.833	413	1.649	431
(-) Gasto Financiero del período	(359)	(452)	(463)	(539)	(103)	(353)	(85)
(-) Impuesto a la renta del período	0	(200)	0	(306)	0	(321)	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de to	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1.380	887	694	988	310	975	346
(-) Variación Capital de Trabajo	573	1.419	1.474	(672)	(65)	(478)	1.317
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1.953	2.307	2.168	317	245	497	1.663
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1.787	1.854	1.923	1.288	129	1.425	110
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0	(65)
(+ o -) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	0	0	(11)	(30)	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	(1.471)	(1.471)	(1.471)	(980)	0	(1.226)	(1.226)
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	(1.739)	(2.980)	(651)	(350)	(31)	(733)	(39)
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	529	(290)	1.959	243	343	(36)	444
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	118	1.209	(955)	(446)	(370)	(879)	(243)
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	(122)	(194)	(893)	521	(22)	515	(81)
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	(0)	(0)	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	(125)	(109)	126	77	(35)	(8)	110
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	458	332	224	343	382	382	343
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	333	223	351	420	347	374	453
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	332	224	343	382	344	343	472
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	1	(1)	7	39	3	31	(18)
FFO MARGIN (FFO/ventas +otros ingresos operativos)(%)	0	0	0	0	0	0	0
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	1.739	1.539	1.157	1.833	413	1.649	431
BALANCE							
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA							
Activos Totales	41.362	43.929	45.009	44.604	44.794	43.962	44.393
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	2.902	2.947	2.227	2.820	2.349	3.097	3.013
Pasivo financiero Largo Plazo	2.112	3.275	3.043	2.004	2.104	848	689
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadore:	5.013	6.222	5.270	4.824	4.454	3.945	3.702
Pasivos con Proveedores	1.199	1.457	1.645	1.135	872	1.500	977
Otros Pasivos	1.146	1.869	2.180	2.510	3.133	2.259	4.475
Pasivos Totales	7.358	9.548	9.095	8.470	8.459	7.703	9.154
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	34.004	34.381	35.914	36.134	36.335	36.259	35.239
PATRIMONIO TANGIBLE							
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1.404	1.858	1.882	1.555	1.925	1.360	1.588
Capitalización ****	39.018	40.603	41.184	40.958	40.789	40.204	38.941
Contingentes	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0

(x) Índice expresado en número de veces

* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

**** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.



EMPRESA: HOTEL COLON

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11	dic-11	mar-12
INDICADORES FINANCIEROS							
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING							
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	4,85	3,41	2,50	3,40	4,01	4,67	5,05
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	-0,00	-3,19	1,09	2,75	3,71	2,59	4,60
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	4,85	3,41	2,50	3,40	4,01	4,67	5,05
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	4,85	2,96	2,50	2,83	4,01	3,76	5,05
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	6,44	6,11	5,68	1,59	3,38	2,41	20,49
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	4,85	2,96	2,50	2,83	4,01	3,76	5,05
CFO/cargos fijos	5,44	5,11	4,68	0,59	2,38	1,41	19,49
APALANCAMIENTO							
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad fir	2,88	4,04	4,55	2,63	2,70	2,39	2,15
Deuda Financiera Total AJUSTADA/NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilic	2,69	3,90	4,26	2,42	2,49	2,18	1,87
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	3,63	7,01	7,59	4,88	3,59	4,05	2,68
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	0,13	0,15	0,13	0,12	0,11	0,10	0,10
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x)	0,68	0,65	0,58	0,57	0,53	0,51	0,40
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	0,23	0,29	0,27	0,24	0,25	0,22	0,27
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	0,23	0,29	0,27	0,24	0,25	0,22	0,27
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0,15	0,19	0,15	0,14	0,13	0,11	0,11
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	0,69	0,67	1,37	0,63	0,00	1,11	0,84
LIQUIDEZ							
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0,58	0,47	0,42	0,58	0,53	0,79	0,81
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,48	0,30	0,31	0,35	0,53	0,31	0,46
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0,87	0,31	0,23	0,25	0,39	0,20	0,30
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,59	0,38	0,47	0,49	0,67	0,43	0,62
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,29	1,41	1,84	0,57	0,64	0,62	2,35
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1,23	0,79	0,72	0,08	0,31	0,10	1,45
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,30	(0,02)	1,03	0,22	0,73	0,10	0,75
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	1,08	(0,03)	1,08	0,24	0,75	0,10	0,75
OTROS INDICADORES							
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	(2.275)	(2.885)	(2.507)	(2.307)	(1.921)	(2.309)	(3.189)
Liquidez Ácida (x)	0,45	0,42	0,43	0,50	0,55	0,52	0,50
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	0,30	0,25	0,28	0,34	0,34	0,34	0,31
Activo corriente / Pasivo Total (x)	0,31	0,27	0,25	0,32	0,35	0,39	0,40
Patrimonio / Activo Total (x)	0,82	0,78	0,80	0,81	0,81	0,82	0,79
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	3,06	4,23	9,00	8,48	8,23	8,46	7,05
Días de cuentas por cobrar	117	85	40	42	44	43	51
Rotación de inventarios (x)	24,94	24,89	23,53	32,01	25,38	27,79	28,45
Días de inventarios	14	14	15	11	14	13	13
Rotación de cuentas por pagar (x)	5,07	4,67	3,64	5,63	7,17	4,91	7,09
Días de cuentas por pagar	71	77	99	64	50	73	51
Rotación Capital de Trabajo	(2,67)	(2,36)	(2,39)	(2,77)	(3,26)	(3,19)	(2,17)
Días de Capital de Trabajo	(135)	(153)	(151)	(130)	(111)	(113)	(166)
Días de Ciclo de Operación	(196)	(175)	(107)	(120)	(118)	(95)	(179)
Activo corriente / Pasivo corriente	50%	47%	47%	54%	61%	57%	54%

(x) Índice expresado en número de veces

* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

*** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.

Ecuador

Entorno Macroeconómico

El crecimiento del PIB en el 2011 superó las expectativas iniciales alcanzando 7.8% según las últimas cifras publicadas por el BCE. Parecería que la proyección de un crecimiento desacelerado para el 2012, tiene sustento según el comportamiento del último trimestre del 2011. De todos modos, seguirá siendo un buen año considerando sobretudo la situación económica internacional.

En el 2012, las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

A mediano plazo (2013-2015) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global. Se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público que mantiene una tendencia creciente y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. Por otro lado el gasto corriente representa la mayor parte del gasto del gobierno y este está financiado con fuentes adicionales a los impuestos.

Aunque se estima que en un futuro previsible las condiciones favorables en cuanto a la oferta de crédito y al precio del petróleo se mantendrán, es incierto hasta cuando estas condiciones prevalecerán. Preocupa la falta de ahorro y la ausencia de mecanismos de contingencia para enfrentar períodos de crisis.

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011prev.	2012 prev.
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,119	24,983	26,928	28,031
Inc. PIB (Mill.2000)%	7.24	0.36	3.60	7.78	5.40
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%	-4.03%	11.45%		13.74%	8.61%
Inc. anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.50	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	6.12**	
Deuda total del Gobierno/PIB %	25.34	19.67	23.40	22.10***	20.35****
Deuda externa del Gobierno/PIB %	19.39	14.39	15.22	15.27***	14.06****
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.15	5.28	8.18	6.83***	6.29****
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	-0.95	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-1.10	-4.30	-1.60	-1.63	-5.20
Ingreso Sector Público/PIB %	40.70	35.33	39.98	47.76****	
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	27.20	26.80	29.16	33.88****	
Inversión del Gobierno /PIB %	12.91	12.84	12.45	14.90****	
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	102.46*	
estimación BCE a marzo 2012					
fuente: Análisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
Datos a septiembre 2011					
**BCE inflación anual a marzo 2012					
*** deuda a diciembre 2011/ PIB corriente proyectado					
**** deuda a marzo 2012/ PIB poroyectado 2012					
**** BCE con datos a diciembre 2011anualizado					
*abril 9 de 2012					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 7.8%. Este crecimiento del PIB ha estado fomentado principalmente por inversión pública, lo que ha privilegiado el crecimiento del sector de la construcción, del agua y energía. El sector de la construcción ha sido apoyado también por el crédito del BIESS.

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas iniciales y al comportamiento esperado para el 2012:

sectores	2011 prev anterior	2011 prev actual	2012 prev actual
Refinación de Petróleo	25.4%	9.8%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	31.0%	5.0%
Construcción	14.0%	21.0%	5.5%
Servicios	6.9%	6.9%	5.7%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%		
Intermediación Financiera	7.8%	9.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.9%	4.9%
Productos de Madera y elaboración	10.0%		11.0%
Alimentación y Bebidas			10.2%
Textiles	9.0%		9.2%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica. Fuente:BCE

La oferta y demanda global que suma al PIB el comercio exterior, en el 2011 frente al año anterior, muestra una desaceleración con un crecimiento del 5.5% frente a un importante 7.4% del 2010. Para el 2012 se espera una desaceleración a 4.9%.

	2012	2009	2010	2011	2012
	PREV USD CORR	TASAS DE CRECIMIENTO			
OFERTA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
PIB	71625	0.4%	3.6%	7.8%	5.3%
IMPORTACIONES	26,135	-11.6%	16.3%	0.7%	4.0%
DEMANDA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
EXPORTACIONES	22,286	-5.9%	2.3%	8.2%	2.9%
DEMANDA INTERNA	75,174	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
FUENTE: BCE; ANÁLISIS SEMANAL					

Dentro de la oferta, en el cuadro anterior se destaca el comportamiento de las importaciones que luego de una contracción importante en su crecimiento en 2011, para el 2012, la tasa de crecimiento se recuperaría, lo cual indicaría que las restricciones a las importaciones se aflojarían.

En cuanto a la demanda, se esperaría que la demanda externa crezca en apenas 2.9% luego de un importante aumento en el 2011. Se han creado políticas de incentivos que hacen más atractivo contratar con el sector público que exportar. No hay nuevas operaciones petroleras privadas de importancia. La demanda interna se incrementará a una tasa más alta que en 2012.

El desempeño de la demanda interna y las previsiones del BCE para el 2011, se muestra en la tabla siguiente:

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA	2009	2010	2011	2012
PREVISIÓN DEL BCE				proy.
	tasas de crecimiento			
DEMANDA INTERNA USD 2000	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
1) Consumo	-0.1%	6.9%	5.2%	4.7%
Estado	4.0%	1.4%	4.6%	3.7%
Hogares	-0.7%	7.7%	5.9%	4.9%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	-4.3%	10.2%	12.3%	5.3%
3) EXISTENCIAS	-30.8%	45.3%	-52.3%	17.2%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china. Se estima que aún cuando la recaudación de impuestos a mostrado una tendencia creciente, esta expansión no ha sido suficiente para cubrir por sí sola el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones antes de las restricciones impuestas, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas.

PERSPECTIVAS 2012

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
	5.4%	4.8%	5.0%	4.0%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos, pero estos llegarán a un límite en un momento dado que pudiera no ser el próximo año.

La desaceleración del PIB al 5.4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 6.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aún considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de ZAMORA, deberían estar produciendo y exportando en esos años.

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendría entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el



incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de “Control de Poder de Mercado” que ya está vigente.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

Fuentes: BCE, Ecuador Analysis, El Comercio; Elaboración BWR.