



Ecuador
Obligaciones

Hotel Colón Internacional C.A.

Calificación – Quinto Seguimiento

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Última Revisión
Emisión de Obligaciones	AA	AA	jun-11

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 2'744.782
Plazo Original:	1.440 días (4 años)
Colocación:	100% (última colocación 9/feb/2009)
Fecha de Aprobación:	31-oct-08
Próximo Vencimiento:	nov-10
Vencimiento Final:	nov-12
Cupón de Interés:	8% anual fija
Pago de Interés:	Trimestral
Modalidad Cálculo Pago:	Capital e intereses Base 360/360
Amortización:	8 pagos semestrales sucesivos a partir de 360 días de la emisión
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Sustitución de pasivos
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Stanford Group Casa de Valores S.A.
Agente Colocador:	Stanford Group Casa de Valores S.A.
Agente Pagador:	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

Contactos

Patricia Pinto
(593 2) 222 23 23
pintop@bankwatchratings.com

Sonia Rodas
(593 2) 254 83 93
l.oliva@bankwatchratings.com

Perfil

La Compañía Hotel Colón Internacional fue constituida en Quito en 1965, y tiene por objeto la actividad hotelera y turística. Desde el 2005 HCI mantiene un convenio de franquicia con Hilton International Co 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 períodos de cinco años cada uno. Esta franquicia le incluye al Hotel Colón Internacional como miembro de una de las mayores cadenas hoteleras a nivel mundial. Actualmente el Hotel Hilton Colón está catalogado como un servicio cinco estrellas.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. con información auditada a diciembre 2010 e informes interinos al 31 de marzo del 2011, 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:

Hotel Colón es una compañía con larga experiencia en el mercado y reconocida por su alta calidad en servicio. En el año 2010 y lo que va de este año ha recuperado el crecimiento de ventas y resultados operativos. Este comportamiento ha sido motivado por un mejor entorno económico, tanto en el mercado internacional como en el interno, lo cual ha favorecido la actividad turística y la corporativa.

El resultado operativo constituyó el 94% de la meta esperada y el resultado final únicamente el 55% de lo proyectado. El desempeño de la utilidad neta se explica por un menor aporte de dividendos recibidos de sus relacionadas, y por el incremento del gasto relacionado a participación de utilidades a los trabajadores e impuesto a la renta.

Las fortalezas de la empresa le han permitido mantener su posicionamiento en el mercado, ir aumentando paulatinamente la tarifa promedio y el grado de ocupación de su capacidad instalada, en un ambiente cada vez más competitivo.

La plana administrativa del hotel está constituida por profesionales de prestigio y experiencia en el mercado en

FECHA COMITE: 14, Junio/2011

ESTADOS FINANCIEROS A: Marzo, 2011

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.



el que se desempeñan. Se maneja el hotel bajo políticas establecidas e implementadas, las mismas que tienden a ser más bien conservadoras. Se observa un buen control de gastos en el 2010 y lo que va de este año.

Los indicadores de endeudamiento tanto frente al patrimonio tangible como frente al EBITDA muestran tendencias positivas. El apalancamiento sobre patrimonio ha sido una fortaleza de la empresa, mientras que sobre el EBITDA, este ha sido históricamente alto reduciéndose a partir del 2010. Se espera que al menos se mantengan dichos indicadores.

El riesgo de refinanciamiento que históricamente mantiene la empresa y la volatilidad de los indicadores de liquidez se mitigan por el apoyo demostrado por el accionista mayoritario y el acceso que tiene a líneas de crédito en el sistema financiero

HCI mantiene el reto de sostener su gestión en un entorno competitivo.

HCI ha cumplido en tiempo y forma con sus obligaciones en el mercado de valores.

■ ANALISIS FODA

FORTALEZAS

- Administración con experiencia y conocimiento del mercado hotelero, eventos y turístico (45 años).
- Franquicia de marca y sistemas Hilton reconocido a nivel mundial.
- Posicionamiento en el segmento de servicio de catering.
- Buen Gobierno Corporativo.
- Bajo nivel de apalancamiento.
- Diversificación de cartera por clientes y montos.
- Empresas relacionadas con posicionamiento de mercado y resultados operativos atractivos.

OPORTUNIDADES

- Potencial impulso del sector turístico por parte del Gobierno nacional y seccional.
- Ferias y organismos internacionales diversos, que promueven al país como destino turístico.
- Disminución de tarifas aéreas por nuevos competidores, como incentivo al turismo.

DEBILIDADES

- Desaceleración del crecimiento de ventas en comparación a períodos anteriores aunque con lenta recuperación.
- Importante peso del gasto operativo que afecta a los indicadores de rentabilidad.
- Mayores requerimientos de inversión en renovación frente a cadenas hoteleras nuevas en un mercado competitivo.

AMENAZAS

- Sector turismo vulnerable a eventos exógenos que afectan al flujo de turistas.

- Incremento de la competencia por tarifa en el segmento de hoteles de lujo.
- Alta competencia del sector hotelero.

■ EVENTOS SUBSECUENTES

La Junta General de Accionistas de Hotel Colón Internacional C.A. reunida el 19 de abril 2011 aprobó repartir USD 1.225.500 de utilidades del ejercicio 2010 y de las utilidades acumuladas, por concepto de dividendos en efectivo a los accionistas, lo que equivale al 5% del capital pagado de la compañía.

■ DESCRIPCION DEL EMISOR

La Compañía Hotel Colón Internacional fue constituida en Quito en 1965, y tiene por objeto la actividad hotelera y turística. En 1995 celebró un contrato de administración con Hilton International Co, el mismo que en el 2005 se dio por terminado y se firmó 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 períodos 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.

En el 2007 HCI decidió ampliar el espectro de sus servicios y resolvió también enfocarse en el segmento de ejecutivos de alto nivel. Esto significó la inversión en remodelación de una de sus torres, en donde transformaron las habitaciones en 42 suites de lujo; completamente modernas y con todas las exigencias para el trabajo de un ejecutivo. Las áreas sociales, de recepción y desayuno de las suites son independientes de las del Hotel.

■ 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 empresas de alimentos, inmobiliarias y compañías de inversión.

En el cuadro siguiente se encuentran las inversiones y grado de participación en las diferentes empresas relacionadas a Dic-10 de acuerdo con el informe de auditoría, y se mantienen a Mar-11 en el balance directo.

EMPRESAS SUBSIDIARIAS

Empresa	Naturaleza de relación	% Participación Dic-10	Valor Nominal (miles de USD)	Participación / Total Inversiones
HOTEL COLON GUAYAQUIL	Capital	45,00%	12.805	47,70%
MAGNETOCORP S.A.	Capital	65,87%	7.482	27,87%
ASTECNIA CIA. LTDA	Capital	98,75%	4.886	18,20%
RELICORP INVESTMENTS N.V.	Comercial	100,00%	1.084	4,04%
COALI ALIMENTOS COLON S.A.	Capital	99,87%	72	0,27%
INMOBILIARIA MATIZ S.A.	Capital	50,00%	214	0,80%
INMOBILIARIA CORBUSIER S.A.	Capital	98,75%	218	0,81%
Otras menores	Capital	ND	83	0,31%
			26.844	100%

* Información auditada con corte al 31 de diciembre 2010 de Hotel Colón Guayaquil y Magneto Corp. y Astecnia. Las cifras del resto de empresas corresponden a cifras no auditadas directas a Dic-10.

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 (10 departamentos y 9 locales comerciales) ubicados en el Complejo Inmobiliario Colón de la ciudad de Guayaquil.

Inmobiliaria Matiz S.A. es propietaria de un terreno en el parque industrial de la Vía a Daule, en la ciudad de Guayaquil. Este terreno se recibió como parte de pago de una deuda al Hotel y al momento está en proceso de venta. De acuerdo a la Gerencia se estima que este terreno tiene un avalúo de USD830.214 (feb/2010).

Relcorp Investments N.V. es una compañía que maneja un portafolio de inversiones y está domiciliada en el exterior. a Dic-10 HCI mantiene una deuda de corto plazo con Relcorp que ascendía a USD 190.000.

Magnetocorp S.A. es propietaria del Hotel Barceló Colón Miramar de la ciudad de Salinas. Esta empresa tiene 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. A dic-10 el saldo es de USD 428.3M.

Hotel Colón Guayaquil S.A. representa la mayor inversión directa por parte de HCI. A dic-10 representa alrededor del 47.7% de las inversiones en empresas relacionadas.

Coali Alimentos Colón S.A. es una empresa que se inició con la idea de crear una fábrica de comida, sin embargo la Gerencia ha tomado la decisión de no seguir adelante en el proyecto e iniciar un proceso de liquidación.

Cía. Hidroeléctrica San José de Minas es una empresa de generación eléctrica en etapa de conformación, en la cual solo se han efectuado aportes mínimos para capitalizaciones futuras.

O.V. Hotelera Machala es una inversión mínima, la cual representa una participación minoritaria.

***Inmobiliaria Corbusier S.A.** era propietaria de un terreno en la Parroquia Natabuela de la ciudad de Ibarra, el cual se adquirió en 1997 con la idea de construir un hotel. La Gerencia decidió no continuar con el proyecto y el terreno se vendió durante el mes de septiembre 2008. Sin embargo, a Dic-10 se mantiene la inversión de acuerdo al informe de auditoría.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Actualmente el número de accionistas del HCI es 873 personas, entre jurídicas y naturales, sin embargo los dos principales accionistas de la empresa concentran una participación de casi el 38%.

A continuación un detalle de los principales accionistas con una participación mayor al 1%, al mes de diciembre 2010:

Accionistas	Capital	Participación
DASSUM FUAD ALBERTO	6,590,891	26.89%
CFN	2,708,924	11.05%
ECUANECOPA S.A.	1,280,268	5.22%
IESS	802,161	3.27%
ABEDRABBO LARACH JORGE	825,228	3.37%
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.	376,924	1.54%
ANVIPA CÍA. LTDA.	322,303	1.31%
OTROS ACCIONISTAS	9,145,245	37.31%
TOTAL	24,510,000	100.00%

A pesar de que no se ha 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, del control del cumplimiento de las metas programadas en la planificación anual.

Adicionalmente, 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.

ADMINISTRACION Y GOBIERNO CORPORATIVO

La empresa está gobernada por la Junta general de accionistas. El Directorio es la segunda instancia de la organización de la empresa, y de acuerdo con los estatutos, es nombrado por la Junta General de Accionistas y su presidente es el principal accionista. El señor Fuad Dassum es el mayor accionista y ha actuado como Presidente del Directorio desde 1983.



Los directores tienen amplia experiencia en el negocio y participa 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.

Es importante mencionar que el 37% del personal tiene más de 10 años en el Hotel. Por otro lado, existe una Asociación de Empleados con la cual se ha mantenido una buena relación. En el mes de marzo 2010 se firmó el Décimo Séptimo Contrato Colectivo entre HCI y la Asociación de Empleados del Hotel, el cual tiene una vigencia de 24 meses desde el 1 de enero de 2010.

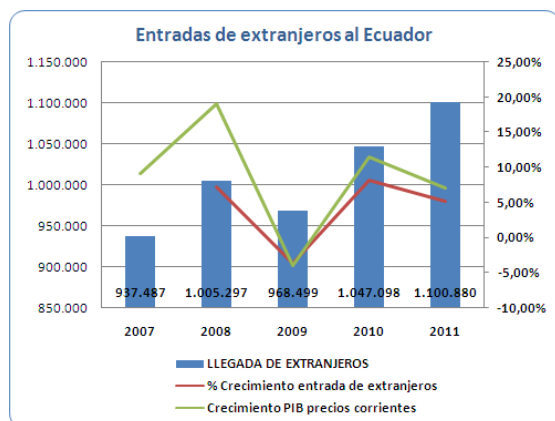
El Gerente General de HCI está a cargo de la administración del Hotel en Quito. Hotel Colón Guayaquil y Barceló Colón Miramar en Salinas tienen administraciones independientes, aunque mantienen una relación para crear sinergias que beneficien a todas las empresas. El Gerente de Operaciones es quien supervisa a las gerencias de mantenimiento, recepción, alimentos y bebidas y la gerencia de cocina. Actualmente también está a cargo de un proceso de control y reducción de costos.

■ ENTORNO MACROECONOMICO

(Ver Anexo 2)

RIESGO DE LA INDUSTRIA

Las tendencias de la industria dependen de la actividad económica interna y de la llegada de extranjeros al país. Las tendencias de los últimos años se presentan en el siguiente gráfico.



El turismo del exterior hacia el Ecuador y la llegada de extranjeros por otros motivos ha sido un sector dinámico y con importantes niveles de crecimiento en los últimos años. En el 2008 se alcanzó una cifra récord de turistas que ingresaron al país que superó el millón de personas. En el año 2009 esta tendencia se desaceleró por factores coyunturales como fueron la alerta internacional de gripe AH1N1 y la crisis financiera mundial. En el año 2010 la entrada de extranjeros alcanzó un nuevo récord con una tasa de crecimiento de 8,1%, y la tendencia que se observa hasta abril-11 muestra también un crecimiento anualizado de 5,1% con las cifras obtenidas hasta abril.

La reactivación en el ingreso de extranjeros en el año 2010 se ve reflejada en mayores tasas de ocupación hotelera. Especialmente en la provincia de Pichincha, la cual Abr-2011 concentra el 40,5% (44,1% a Dic-10) del flujo total de extranjeros que ingresan al país. De acuerdo a la Federación Hotelera del Ecuador (AHOTEC), el promedio de la ocupación hotelera en el segmento de hoteles 5 estrellas, en la ciudad de Quito entre enero y diciembre 2010 fue de 64% y 66,4% a Mar-2011 (68,3% a Mar-10).

No hay información oficial actualizada a Mar-11 y la última disponible es a May-10 para capacidad instalada del sector hoteles, hostales y pensiones en el Distrito Metropolitano de Quito es de 5.151 habitaciones. Los 10 primeros Hoteles de lujo que compiten cuentan con una capacidad de 1.491 habitaciones.

Por otro lado, a Dic-10 se puede observar también una mejora en las tarifas promedio del sector hotelero en relación al año 2009, las cuales subieron de USD 99,36 en marzo 2010 a USD 104,87 en marzo 2011.

En este primer trimestre año 2011 y de acuerdo con la temporada del año, en el segmento de lujo se evidencia mayor competencia por tarifa en comparación a periodos del año anterior. La tarifa promedio al mes de Mar-11 es menor a la de Dic-10 que fue de USD 105,92.

El sector hotelero en la ciudad de Quito es altamente competitivo pues existe una importante oferta instalada en la ciudad en relación al flujo de turistas promedio que ingresa mensualmente. El segmento de lujo procura competir más por calidad de servicios y no por tarifa, sin embargo se observa también que por el nivel de competencia la tarifa también es un factor de influencia en la demanda, aún en este segmento en determinadas temporadas.

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 ocupa el segundo lugar con el 19,51% de participación de mercado medido por número de habitaciones ocupadas y tarifa promedio (Dic-10). Se debe señalar que en estos porcentajes no se incluye las cifras de Hotel JW Marriot que es el más grande la ciudad, ya que la Asociación de Hoteles del Distrito Metropolitano de Quito, sitio oficial de esta información no la dispone.

Según información de la AHOTEC, presentada en los siguientes cuadros, se puede observar que HCI ha ido ganando posición en su segmento de mercado de forma consistente durante los últimos cinco años.

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 uno de los más importantes participantes en el sector hotelero de la ciudad de Quito.



Al mes de Mar-2011 HCI se ubica en el tercer lugar (incluyendo JW Marriott) en el segmento de hoteles de lujo, en función de ingresos de acuerdo a su capacidad instalada, por tarifa promedio y tasa de ocupación:

	Posición en el Mercado					
	2.005	2.006	2.007	2.008	2.009	2.010
JW MARRIOTT	2	1	1	3	2	1
SWISSOTEL	1	2	2	2	1	2
HILTON COLON	6	6	7	4	3	3
SHERATON	3	3	3	1	4	4
DANN CARLTON	5	5	5	7	5	5
RADISSON	4	4	4	5	7	6
MERCURE ALAMEDA	7	8	8	8	6	7

	Tasa de Ocupación (%)					
	2.005	2.006	2.007	2.008	2.009	2.010
JW MARRIOTT	66,08	72,04	68,49	69,30	62,53	0,00
SWISSOTEL	68,48	68,31	68,33	73,82	58,77	65,03
HILTON COLON	57,44	61,29	59,37	74,93	56,64	67,15
SHERATON	76,23	75,80	77,40	82,77	68,00	74,31
DANN CARLTON	71,62	67,50	69,89	65,00	59,64	68,12
RADISSON	70,84	69,72	65,90	64,17	60,42	74,29
MERCURE ALAMEDA	55,89	61,11	67,42	62,54	59,01	61,45
TOTAL	66,65	67,97	68,11	70,36	60,72	67,70

	Tarifa Promedio (USD)					
	2.005	2.006	2.007	2.008	2.009	2.010
JW MARRIOTT	89,24	94,32	104,41	116,59	111,33	0,0
SWISSOTEL	88,99	98,47	104,61	118,99	112,22	100,02
HILTON COLON	56,97	60,42	65,84	86,34	81,83	88,27
SHERATON	73,22	76,56	83,99	113,70	111,58	116,08
DANN CARLTON	59,74	59,78	63,02	65,00	69,57	68,99
RADISSON	62,38	64,69	72,66	80,71	79,96	82,11
MERCURE ALAMEDA	52,25	53,60	52,25	58,99	62,45	61,55
TOTAL	71,52	75,31	79,79	93,44	89,85	87,13

Fuente: AHOTEC. HQM

Elaborado: BankWatch Ratings

Se destaca la trayectoria positiva de HCI durante el año 2010 y que se mantiene en lo que va del 2011, logrando mejorar el grado de ocupación y las tarifas promedio, como se advierte en la información de estos cuadros.

En este trimestre, al contrario de lo que ocurre en el promedio del su segmento de competencia, la tarifa promedio de HCI mejora ligeramente al pasar de 88.3 a 96.5. El grado de ocupación del HCI mejora también en el trimestre, pasando de 67.1 a 67.7.

La estrategia de negocios de dirigirse a un segmento corporativo mediante la oferta de su Torre Ejecutiva, da resultados conforme este segmento de mercado se ha ido reactivando.

Durante el año 2010 la inclusión de este nuevo producto en el mercado ayudó a impulsar la tarifa al alza y se superó la reducción del 2009. El incremento en el grado de ocupación y en las tarifas promedio permitió mejorar los ingresos.

Además, el HCI ofrece otros servicios como son sus salones para recepciones y salas de conferencias que tienen una capacidad mayor a la que ofrecen sus competidores y que está acorde con la tendencia de la demanda. Este segmento también mejoró, pues sirve principalmente al sector corporativo que tuvo también una tendencia positiva derivada de la mejora en la actividad económica en el 2010. Las perspectivas para este año son también positivas en este segmento ya que la economía muestra tendencias de corto plazo estables y positivas y tanto el grado de ocupación como la tarifa

promedio son superiores a las que se presentaron a Mar-10.

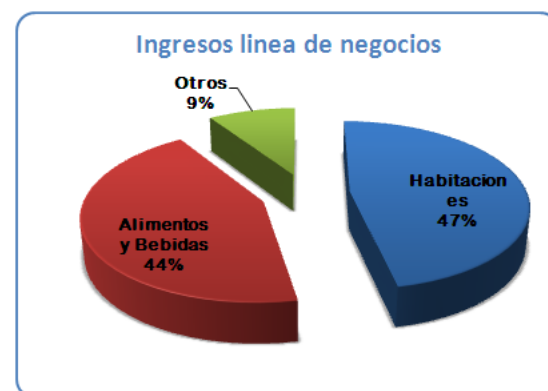
ANÁLISIS FINANCIERO

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 al 2010 e interinos directos al mes de marzo de 2011, 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 este año difieren de las cifras auditadas presentadas el año anterior, en nuestro análisis se toma como referencia ya las cifras comparables bajo NIIF para los dos años.

La Compañía mantiene acciones en compañías subsidiarias con una participación de hasta el 100% pero no consolida sus estados financieros.

GESTION OPERATIVA



Si bien aun no se alcanzan los niveles más altos de crecimiento de años anteriores, HCI muestra una tendencia positiva en ventas con excepción del 2009.

La tendencia de ventas en el año 2010 fue positiva con un incremento de 7.8% y en este trimestre las ventas (USD 2.783M) mantienen una tendencia también positiva tomando en consideración que las ventas de HCI muestran históricamente un fuerte componente estacional y el último trimestre es históricamente de mayores ventas, las ventas a Mar-11 representan un crecimiento de 11.81% respecto a las alcanzadas en Mar-10 (USD 2.489M). (Anualizando los ingresos a Mar-11 se tendría un decrecimiento de 2.4%).

De acuerdo a las últimas proyecciones enviadas por el emisor las ventas crecerán en 9.7% respecto del 2010, que estaría en línea con el crecimiento anual a Mar-11.

HCI tiene 3 líneas importantes de negocio: 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 cada segmento a Marzo 2011 es: Habitaciones 46.9%,

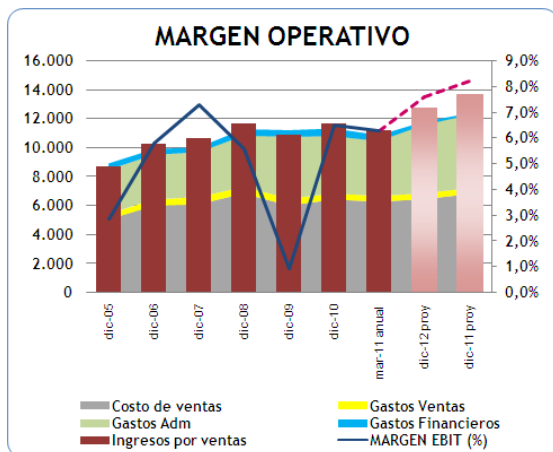


Alimentos y bebidas 43.8%, y Otros en conjunto 9.3%, advirtiéndose en el trimestre un incremento paulatino de la participación de la línea de habitaciones por los mayores niveles de ocupación y tarifas.

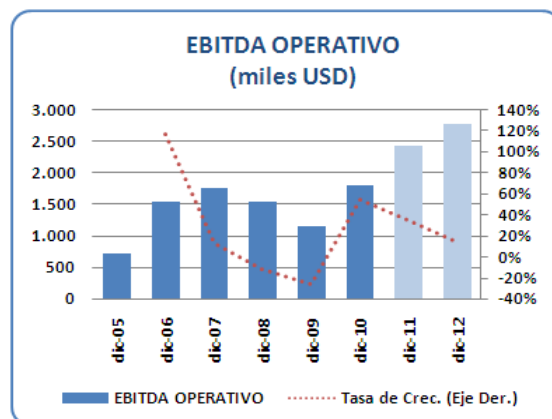
La línea de Alimentos y Bebidas es el segundo negocio de HCI 43.8% de los ingresos, la importancia de este tipo de negocio se deriva principalmente del posicionamiento de la marca Hilton Elite en el segmento de catering y a la recuperación general de la economía. Además se ha incrementado la demanda en los restaurantes que maneja el Hotel, los cuales han renovado su imagen luego de las remodelaciones realizadas. Este rubro de negocios tuvo una mayor participación a Dic-10 ya que el segundo semestre tiene un mayor crecimiento que las demás líneas de negocios.

En los dos últimos años el margen bruto mejora respecto a sus históricos y se mantiene en un promedio de 44.85%, lo que se explica principalmente por la mejora en la tarifa promedio, y una mayor participación de la Torre de suites de lujo en las ventas totales. Si bien a mar-11 se advierte una ligera reducción se podría esperar que mejore en los siguientes meses con el incremento de las ventas.

Por la naturaleza del negocio, HCI maneja un volumen alto de gasto operativo que en el año anterior y lo que del presente absorbe en promedio el 37.6% de las ventas, porcentaje menor al presentado en el año 2009 (44.7%) 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.



Según las últimas proyecciones entregadas, y de acuerdo a los controles de gastos implementados se estima que en los siguientes periodos manejarán niveles de gastos sobre ventas cercanos al 40%.



La tendencia del EBITDA refleja el incremento del gasto de personal por horas que se explicó antes, muestra también la recuperación del año anterior y la tendencia esperada para fin del 2011 y 2012.

Si bien se advierte una tendencia variable en la generación de ingresos operativos netos, esta fluctuación se compensa con los bajos niveles de endeudamiento.

Adicionalmente, HCI recibe un monto importante de ingresos no operacionales provenientes de dividendos recibidos de sus inversiones en compañías relacionadas. Estos ingresos no representan rentabilidad operativa pero es un importante aporte de liquidez, que se registra en el último trimestre del año.

En el 2010 los otros ingresos no operativos ascendieron a USD 1.017M que incluyen USD 904.5M de dividendos recibidos y de arriendos y otros USD 383M principalmente por arriendos de locales. Dado que estos son resultados netos de otras compañías ya sujetos a tributos, la Compañía no tributa ni hace repartición a empleados sobre este valor.

Para el año 2011, la compañía proyecta recibir un monto de aproximadamente USD 1000M por dividendos y USD 558M por otros conceptos especialmente de arriendos. Los ingresos recibidos por dividendos proyectados para el 2011 representan un incremento del 82% respecto del 2010, por lo que la posición podría ser corregida en los siguientes trimestres.

La utilidad neta a Dic-10 fue USD 1.200M, y representó una disminución del 23% en relación con el 2009, ésta situación se originó en el incremento en el gasto de participaciones a trabajadores e impuesto a la renta. La utilidad antes de estos rubros mejora en 3% a pesar de haber recibido menores dividendos de relacionadas. La utilidad operacional mejora en el 2010.

La aplicación de las NIIF significó un ajuste positivo en la rentabilidad del año 2009 de alrededor de USD 487M.

El ROA y el ROE muestran una tendencia decreciente en los últimos tres años, reflejando la tendencia de la utilidad neta. Adicionalmente, en gran medida por la aplicación de las NIIF, estos indicadores se debilitan por el crecimiento tanto de los activos totales como del patrimonio en el 2009. Los niveles que se presentan a



dic-10 y en el primer trimestre del 2011 son los menores históricos (ROA 2.68% y 1.79% y ROE 3.33% y 2.22% respectivamente en Dic-10 y Mar-11).

Las fortalezas del Hotel en cuanto a ubicación, posicionamiento de marca y servicio le han permitido recuperar sus niveles de ventas durante el año 2010 y las perspectivas de este año son también positivas, tanto por las tendencias del sector turismo como por la actividad corporativa, basadas en las perspectivas de la economía del exterior que alientan la actividad turística como también por la actividad económica interna.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

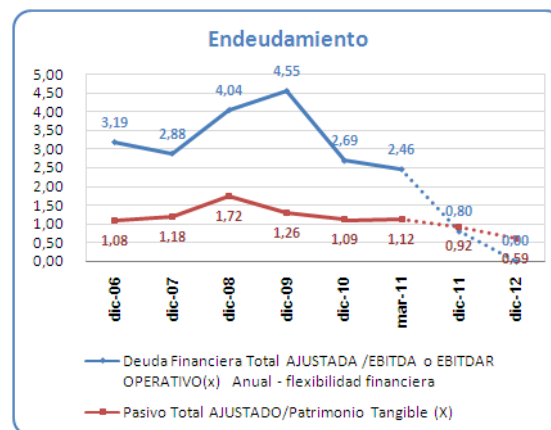
En concordancia con la naturaleza del negocio, el principal activo de HCI es el activo fijo que es utilizado en la prestación de servicios. El activo corriente de HCI representa apenas el 6.6% del activo total. El mayor rubro a corto plazo son las cuentas por cobrar comerciales, de tarjetas de crédito que concentran el 44.5% del activo de corto plazo. No se manejan políticas de crédito, la mayor parte del negocio es de contado.

AMar-11 el 93.4% de activos de HCI son activos de largo plazo, de los cuales el 64.1% corresponde a las inversiones que HCI mantiene en sus empresas relacionadas, las cuales fueron descritas anteriormente, y el 33.1% corresponde a los bienes muebles e inmuebles con los que opera el Hotel. El restante 2.7% son cuentas por cobrar de largo plazo con las compañías relacionadas y activos de operación.

A dic-10 Alrededor del 93.8% de las inversiones en las empresas relacionadas corresponden a los hoteles de Guayaquil y Salinas, y al terreno que funciona de parqueadero del hotel en Quito. Las empresas hoteleras mencionadas 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.

En el año 2010 se reduce el 49% de las cuentas por cobrar de largo plazo con compañías relacionadas, las mismas que a mar-11 ascendieron a USD 769M. En su mayoría la deuda corresponde a un préstamo otorgado a Margnetocorp (USD 394.5M) para la construcción del Hotel Colón Barceló Miramar de Salinas, la misma que se ha ido amortizando a medida que el hotel de Salinas está generando su propio flujo. Otra cuenta importante es la deuda que Astecnia mantiene con HCI (USD 280.2M) y se originó en la venta de activos inmuebles.

ENDEUDAMIENTO



La relación Deuda Financiera Total (incluida la emisión de obligaciones) sobre EBITDA ha sido alta históricamente, pues por la naturaleza del negocio, la deuda financia activos de largo plazo (más del 50% de la deuda financiera es de corto plazo), sin embargo en los últimos dos años esta relación mejora ubicándose a mar-11 en 2.46:1 (2.69:1 a dic-10), por lo que la deuda financiera total podría ser pagada en 2.46 años con la generación actual del negocio.

Una de las fortalezas de HCI es el bajo nivel de endeudamiento frente al patrimonio tangible. El pasivo financia el 18.9% del total de los activos, a Marzo del 2011.

La emisión de obligaciones le permitió realizar un proceso de sustitución de deuda financiera de corto y largo plazo, con recursos de largo plazo que mejoró su estructura de deuda.

Por otro lado, se reduce paulatinamente el financiamiento de proveedores lo que significó un requerimiento de flujo que fue cubierto con amplitud por el flujo operativo, el peso de proveedores se reduce a Mar-11 representa el 10.3% del pasivo total.

El peso de la deuda bancaria sobre el pasivo total constituye el 20.2% y la deuda con el mercado de valores constituye el 32.5%. La deuda financiera total constituye el 52.6% del pasivo total.

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 y ser reconocido como buen sujeto de crédito por los bajos niveles de apalancamiento que mantiene.

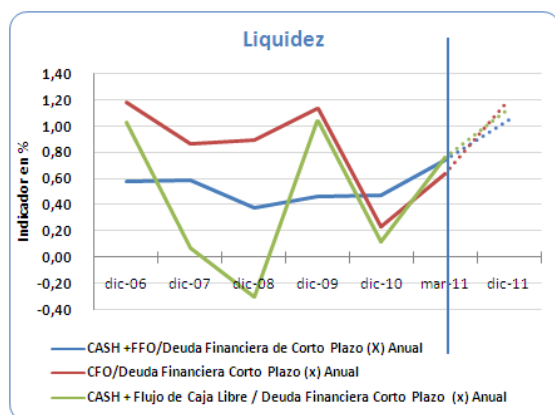
El nivel de endeudamiento (Pasivo Total / Patrimonio Tangible) cerró el 2010 en 1.09:1 y al mes de marzo 2011 subió ligeramente a 1.12:1, manteniendo una tendencia paulatina a reducir sus niveles de endeudamiento, que esperan continúe en los años 2011 y 2012 de acuerdo con sus proyecciones. Se considera que HCI tiene adecuados niveles de apalancamiento en función del alto nivel patrimonial que maneja.



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. En el año 2010 el dividendo pagado correspondiente a las utilidades del 2009 fue el 4% del capital y en este año se ha decidido pagar un dividendo correspondiente al 5% del capital pagado que representa el 102% de la utilidad neta del 2010.

El dividendo se ajustó de acuerdo a la capacidad de la empresa de generar flujos positivos para cumplir con las obligaciones con el mercado de valores y con los accionistas.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



El crecimiento de las ventas en el año 2010 permitió mejorar el EBITDA operativo (55%) y el FFO (flujo de fondos de operación) luego de cubrir el gasto financiero y el pago del impuesto a la renta del período. Sin embargo, la variación de capital de trabajo en el 2010 le significó un requerimiento de flujo que absorbe el 70.8% del FFO. La presión en el capital de trabajo fue el resultado del pago a proveedores y del financiamiento de cuentas por cobrar comerciales.

El pequeño flujo de caja operativo (CFO) es apoyado por ingresos no operacionales provenientes de dividendos recibidos y de otros ingresos por arriendos. En el 2010, estos flujos cubren las inversiones de CAPEX y el pago de dividendos a los accionistas, quedando un pequeño saldo negativo de flujo de caja libre que junto con los requerimientos por la disminución de deuda financiera son cubiertos por recuperación de cuentas por cobrar a accionistas.

A mar-11 el EBITDA operativo cubre el gasto financiero y la variación del capital de trabajo.

El flujo de fondos operativo (FFO) cubre en 59% la deuda financiera de corto plazo, y el flujo de caja operativo (CFO) servirían para cubrir el 42% de la deuda de corto plazo, si sumamos la caja y los ingresos no operativos que implican flujo el capital libre frente a la deuda financiera sería de 76%. La liquidez que se muestra en este punto está financiada por pasivos de corto plazo.

Como se tenía previsto en los seguimientos anteriores, a medida que HCI ha mejorado su nivel de ventas y ejercido un control en los gastos, la compañía ha obtenido resultados que le han permitido cumplir con sus obligaciones y mejorar sus niveles de liquidez. Pese a que la empresa ha presentado riesgo de liquidez en momentos en que la generación de resultados disminuye, se destaca la capacidad de la empresa de obtener líneas de financiamiento, además del respaldo económico de su principal accionista y de sus filiales.

HCI ha cumplido en tiempo y forma con los pagos de capital de la emisión de obligaciones. Como política provisiona el valor para cancelar los pagos de capital correspondientes, mitigando cualquier riesgo de liquidez del momento para el pago del dividendo de capital de la emisión.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

La emisión en circulación tiene garantía general en los términos legales.

A Mar-11 los activos de HCI ascienden a USD 44.794 M, que incluyen USD 135M de activos diferidos, y USD 246M de activos de operación que no los incluimos como parte de la garantía general ya que constituyen artículos de uso del Hotel y no respaldarían el pago de la emisión, asimilándose más a un gasto activado que va amortizándose paulatinamente.

Por tanto el activo libre para garantía de emisiones de USD 44.412M. El monto de emisión colocado en el mercado de valores fue USD 5MM, al mes de Mar-2011 se encuentra vigente en el mercado USD 2.745M. por lo tanto la cobertura actual es de 16.18 veces. 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-2011	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos	Activos Garantía General
Activos Líquidos	344		344		344
Cuentas por Cobrar Comerciales	1.311		1.311		1.311
Inventarios	246		246		246
Otras Ctas. Por Cobrar	385		385		385
Gastos anticipados	524		524		524
Propiedades	13.859		13.859		13.859
Inversiones en acciones	26.844		26.844		26.844
Cuentas por Cobrar LP	769		769		769
Impuesto Diferido	135		135	-135	0
Activos Diferidos y de Operación	246		246	-246	0
Otros Activos no corr.	129		129		129
ACTIVO TOTAL	44.794		44.794	-381	44.412
Monto Emisión en Circulación	2.745				

Garantía / Emisión 16,18 veces

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

Como hecho subsecuente se menciona que en el mes de Mayo 2011 el emisor realizó el cuarto pago de capital de la emisión de obligaciones vigente, cumpliendo en tiempo y forma con los inversionistas.



▪ **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, teniendo como plazo final de vencimiento 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-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11
RESULTADOS						
Ventas	10.185	10.596	11.600	10.834	11.629	2.783
% crecimiento	17,5%	4,0%	9,5%	-6,6%	7,3%	2,7%
Costos	-5.971	-6.077	-6.806	-5.990	-6.398	-1.564
% crecimiento	18,37%	1,77%	11,99%	-11,99%	6,81%	4,42%
MARGEN BRUTO (%)	41,37%	42,65%	41,33%	44,71%	44,99%	43,82%
Otros Ingresos Operativos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
% crecimiento	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.535	1.739	1.539	1.157	1.795	452
MARGEN EBITDA (%)	15,07%	16,41%	13,26%	10,68%	15,43%	16,23%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.535	1.739	1.539	1.157	1.795	452
MARGEN EBITDAR (%)	15,07%	16,41%	13,26%	10,68%	15,43%	16,23%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	947	965	894	1.058	1.037	277
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	588	774	644	99	758	175
MARGEN EBIT (%)	5,77%	7,31%	5,56%	0,92%	6,52%	6,29%
Gasto Financiero del período	-391	-359	-452	-463	-539	-103
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0,00%	3,39%	3,89%	4,27%	4,64%	3,70%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	7,20%	7,24%	8,04%	8,69%	10,88%	8,88%
Impuestos a la renta	0	0	-200	0	-306	0
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	0,00%	0,00%	9,76%	0,00%	20,32%	0,00%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	0,00%	75,15%	84,58%	123,34%	80,12%	64,17%
UTILIDAD NETA	2.127	2.202	1.847	1.559	1.201	201
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	20,88%	20,78%	15,92%	14,39%	10,32%	7,22%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	6,52%	6,55%	5,40%	4,46%	3,33%	2,22%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	5,32%	5,41%	4,33%	3,55%	2,68%	1,79%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	1.674	1.952	1.208	1.032	1.303	478
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-405	239	593	-106	-672	-104
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1.270	2.191	1.801	926	631	374
Inversión en Activos Fijos	-468	-1.739	-2.980	-651	-350	-31
Otras Inversiones, Neto	610	564	700	1.590	663	15
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	1.411	1.016	-479	1.865	944	358
Variación Neta de Deuda Financiera	-1.054	118	1.209	-952	-446	-370
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-823	-1.471	-1.471	-1.471	-980	0
Otros Financiamientos, Neto	707	212	633	686	521	-22
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	241	-125	-109	129	38	-35
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH						
EBITDA OPERATIVO	1.535	1.739	1.539	1.157	1.795	452
(-) Gasto Financiero del período	-391	-359	-452	-463	-539	-103
(-) Impuesto a la renta del período	0	0	-200	0	-306	0
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1.145	1.380	887	694	949	349
(-) Variación Capital de Trabajo	-405	239	593	-106	-672	-104
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	740	1.619	1.480	589	278	245
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	1.929	572	321	349	383	129
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0	0
(+ o -) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	0	0	0	-11	-30	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-823	-1.471	-1.471	-1.471	-980	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-468	-1.739	-2.980	-651	-350	-31
(-) Otras Inversiones neto	0	564	700	1.590	663	15
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1.378	-455	-1.950	395	-37	358
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	0	118	1.209	-952	-446	-370
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	0	212	633	686	521	-22
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	0	-125	-109	129	38	-35
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	0	458	332	224	343	382
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	0	333	223	353	381	347
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	0	332	224	343	382	344
COMPROBACIÓN CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	0	1	-1	10	-0	3
FFO MARGEN (FFO/ventas + otros ingresos operativos)(%)	0	0	0	0	0	0
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	1.535	1.739	1.539	1.157	1.795	452
BALANCE						
CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA						
Activos Totales	39.989	41.362	43.929	45.009	44.604	44.794
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye AJUSTES)	1.988	2.902	2.947	2.227	2.820	2.349
Pasivo financiero Largo Plazo	2.907	2.112	3.275	3.043	2.004	2.104
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (AJUSTADAS) Esta es la línea que va a los indicadores	4.895	5.013	6.222	5.270	4.824	4.454
Pasivos con Proveedores	964	1.199	1.457	1.645	1.135	872
Otros Pasivos	857	1.146	1.869	2.180	2.510	3.133
Pasivos Totales	6.716	7.358	9.548	9.095	8.470	8.459
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	33.273	34.004	34.381	35.914	36.134	36.335
PATRIMONIO TANGIBLE						
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	29.790	30.175	30.422	28.713	28.399	28.769
Capitalización ****	38.168	39.018	40.603	41.184	40.958	40.789
Contingentes	0	0	0	0	0	0
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL						
Activos Pignorados	0	0	0	0	0	0
Activos diferidos	484	738	939	76	261	246
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0	135
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	39.505	40.624	42.990	44.932	44.343	44.412
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	0	40.624	42.990	44.932	44.343	44.412
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	4.700	4.170	2.745	2.745
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación			9,15	10,78	16,16	16,18

(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-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	mar-11
INDICADORES FINANCIEROS						
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3.93	4.85	3.41	2.50	3.33	4.39
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	2.73	-0.00	-3.19	1.09	2.68	4.09
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	0.23	4.85	3.41	2.50	3.33	4.39
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	3.93	4.85	2.96	2.50	2.76	4.39
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	2.90	5.51	4.28	2.27	1.52	3.38
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.93	4.85	2.96	2.50	2.76	4.39
CFO/cargos fijos	393.1%	451.4%	327.8%	127.1%	0.52	2.38
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3.19	2.88	4.04	4.55	2.69	2.46
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	4.37	2.69	3.90	4.26	2.48	2.27
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	0.28	3.63	7.01	7.59	5.08	3.19
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.13	0.13	0.15	0.13	0.12	0.11
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0.22	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.20	0.68	0.65	0.58	0.57	0.53
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	0.20	1.92	2.41	1.26	1.09	1.12
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	1.93	1.92	2.41	1.26	1.09	1.12
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0.00	1.31	1.57	0.73	0.62	0.59
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	4.37	0.69	0.67	0.02	0.63	0.00
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	1.90	0.58	0.47	0.42	0.58	0.53
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.34	0.48	0.30	0.31	0.34	0.59
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	0.00	0.87	0.31	0.23	0.24	0.43
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.58	0.59	0.38	0.47	0.47	0.74
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.37	0.56	0.50	0.26	0.10	0.42
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	1.53	2.03	0.68	0.28	0.10	0.43
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.69	-0.04	-0.59	0.33	0.12	0.76
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	2.85	-0.15	-0.80	0.35	0.13	0.77
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)						
	-947	-2.275	-2.885	-2.507	-2.307	-1.921
Liquidez Ácida (x)						
	0.64	0.45	0.42	0.43	0.50	0.55
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)						
	0.47	0.30	0.25	0.28	0.34	0.34
Activo corriente / Pasivo Total (x)						
	0.33	0.31	0.27	0.25	0.32	0.35
Patrimonio / Activo Total (x)						
	0.83	0.82	0.78	0.80	0.81	0.81
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)						
	9.73	10.07	9.97	9.00	8.73	8.23
Días de cuentas por cobrar						
	37	36	36	40	41	44
Rotación de inventarios (x)						
	31.00	24.94	24.89	23.53	32.01	25.38
Días de inventarios						
	12	14	14	15	11	14
Rotación de cuentas por pagar (x)						
	6.19	5.07	4.67	3.64	5.63	7.17
Días de cuentas por pagar						
	58	71	77	99	64	50
Rotación Capital de Trabajo						
	-631%	-267%	-236%	-239%	-277%	-326%
Días de Capital de Trabajo						
	-57	-135	-153	-151	-130	-111
Días de Ciclo de Operación						
	-48	-114	-126	-107	-118	-118
Activo corriente / Pasivo corriente						
	0%	50%	47%	47%	54%	61%

■ ENTORNO MACROECONOMICO

Las perspectivas de corto plazo siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo surgen preocupaciones más bien en relación a temas ideológicos y políticos que pudieran desestabilizar la economía.

Al respecto vale la pena mencionar la reciente aparición de la Unidad de Intercambio Solidario (UDIS) como instrumento financiero en algunas comunidades del sur del País. Es incierto el propósito del Gobierno al avalar una moneda sin respaldo que supuestamente tiene el mismo valor que el USD. Unos días después de su aparición, la Superintendencia de Compañías prohibió el uso de otras monedas que no sea el USD.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (USD Mill 2000)	21,962	22,410	24,032	24,119	24,983
Inc. PIB (Mill.2000)%	4.75	2.04	7.24	0.36	3.6
Inc. oferta y demanda global%		3.9	8.1	-3.6	7.4
Inflación Anual %	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda del Gobierno/PIB%	32.3	30.2	25.2	19.2	15.3
Cuenta Corriente/PIB %	3.9	3.6	2.0	-6.6	prov3.71
Presupuesto General del Estado/PIB%	-0.2	-0.1	-1.1	-4.8	-15.0
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	65.4	72.7	97.7	64.0	84.5

El 4to trimestre del 2010 mostró un crecimiento anual del PIB muy importante del 7%. Se expanden todas las actividades sin excepción. El crecimiento del PIB en el año 2010 terminó en 3.60%, cercano a las estimaciones del Gobierno. Solamente la agricultura y la ganadería cerraron el 2010 con pequeños decrecimientos. La refinación de petróleo cayó de manera importante por el cierre de la refinera de Esmeraldas. Debe destacarse el crecimiento del PIB en las siguientes actividades económicas especialmente en relación al 2009:

sectores	2009	2010
Intermediación Financiera	170%	17.30%
Industria Manufacturera	-150%	6.70%
Comercio	-2.30%	6.30%
Construcción	5.40%	6.70%

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 7.4% en el 2010, mientras que en el 2009, se reduce en 3.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones:

Comercio Exterior	2009	2010
Importaciones	-11.60%	16.30%
Exportaciones	-5.90%	2.30%

El consumo de los hogares se ha recuperado a partir del segundo trimestre del 2010 y es lo que fomenta el gran incremento de las importaciones. El consumo de los hogares en el 2010, crece en 7.7%, más que en el 2008 (6.9%). En parte, este comportamiento compensa el decrecimiento en el 2009, cuando los hogares consumieron un 0.7% menos que el año anterior.

Durante el 2010 se observa que la formación de capital fijo se eleva en 10.2% cuando en el 2009 se contrae en 4.3%. La expansión del 2010 no iguala la tasa del 2008 que fue del 16.1%, y se fundamenta en el enorme crecimiento de la inversión pública.

PERSPECTIVAS 2011

Proyecciones de Crecimiento	BCE	*FITCH	CEPAL	OTROS
2011	>5.06%	2.80%	3.50%	3.60%

*Estimaciones FITC realizadas en Nov-2010

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2011
IPC	3.57%

Para el 2011, el gobierno prevé una expansión del sector no petrolero en 5.6% y del petrolero en 1.6%, lo que se resume en un incremento del PIB total de 5.06%. Esta proyección se fundamenta en la inversión pública (empresas mineras principalmente) y en el gasto corriente del gobierno, lo cual alimenta el consumo de los hogares.

Dado que la expansión esperada no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es aún incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

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

Constituye también un límite para las inversiones la situación diplomática con nuestro mayor socio comercial y una amenaza para nuestras exportaciones la culminación de la firma del TLC entre USA y Colombia.

De lo dicho se desprende que la proyección del Gobierno para el crecimiento del PIB pudiera resultar optimista a menos que se retome la inversión en el sector privado. Esto a pesar de que se estima que el consumo de los hogares crecerá en la misma proporción que en el 2010, pero que se considera será satisfecho por productos importados. Parte de la expansión en el 2010, tanto de la construcción como de las manufacturas obedeció a una compensación del comportamiento negativo del 2009, por lo que



pudiera esperarse que el crecimiento de estos segmentos en el 2011 se desacelere.

Se espera que en el 2011, el crecimiento de la economía se de en el mercado local. Las exportaciones mantendrían un crecimiento lento y las importaciones seguirán expandiéndose mientras lo permitan el precio del petróleo (precio actual por barril del crudo ecuatoriano sobre los USD100,00) y los desembolsos de los créditos externos.

Fuentes: BCE y Ecuador Analysis
Superintendencia de Bancos y Seguros
FitchRatings-Rating Report Ecuador
Elaboración: BWR