

CALIFICACIÓN:

Primer Programa de Papel Comercial	AA
Tendencia	+
Acción de calificación	Inicial
Metodología	Calificación de Obligaciones
Fecha última calificación	N/A

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena 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 a la economía en general

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones de la Circular de Oferta Pública, de la respectivo Contrato de Emisión y de más documentos habilitantes.

CONTACTO

Mariana Ávila
Gerente de Análisis
mavila@globalratings.com.ec

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AA (+) para el Primer Programa de Papel Comercial de PANAKRUZ S.A. en comité No.275-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 14 de septiembre de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2017, 2018 y 2019, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha julio de 2020. (Aprobada el día 15 de julio del 2020, en la provincia del Guayas, por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la compañía PANAKRUZ S.A., por la suma de hasta USD 1.000.000.)

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- Los servicios de alojamiento y servicios de comida se han convertido en un importante generador de recursos para la economía ecuatoriana. A partir de las estrategias de promoción del Ecuador como destino turístico, los servicios de alojamiento y de comida ganaron mayor importancia a nivel nacional, convirtiéndose en grandes generadores de empleo y de ingresos. No obstante, el sector de alojamiento y servicios de comida es altamente dependiente del nivel de ingreso disponible de la población, por lo cual se ve afectado en gran medida ante crisis económicas que disminuyen el nivel de consumo a nivel mundial. La crisis del coronavirus golpeó directamente al sector turístico, donde se prevén pérdidas de millones de dólares para el 2020. Sin embargo, para la reactivación de la industria ya se han implementado nuevos reglamentos y programas que incentivan y ayudan al turismo en el país.
- La empresa se maneja como parte de un grupo de compañías con administración común y con el mismo giro de negocios (servicios turísticos en la región insular). Como parte del manejo, las compañías, incluyendo a PANAKRUZ S.A. mantienen en su balance una cantidad importante en propiedad planta y equipo, formada por yates que representan el giro principal del negocio.
- Los accionistas de la empresa gestionan el grupo en forma directa. La compañía toma sus decisiones de forma organizada y sistemática, aunque no ha generado lineamientos de Gobierno Corporativo. El equipo gerencial que administra la compañía es altamente calificado, fruto de reconocida experiencia y conocimiento del ramo en el que se desenvuelve. Producto del tiempo de administración, el equipo es homogéneo y cohesionado, que ha permitido un desempeño óptimo de la empresa y un cumplimiento de metas claras y consistentes.
- En el contexto de la emergencia actual, PANAKRUZ S.A. se vio obligada a paralizar sus operaciones y servicios de cruceros. Sin embargo, esta reducción de actividades y de ingresos se acompañó con una reducción paralela de costos y gastos que permitirán a la empresa mantener su nivel de rentabilidad para el año 2020.
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con todos los resguardos de ley y con un límite de endeudamiento. Adicionalmente, la presente emisión cuenta con una garantía específica consistente de una fianza solidaria otorgada por la compañía TURISMO AMONRA S.A., empresa relacionada propietaria del yate de turismo denominado "Letty" especializada en transporte de pasajeros en las Islas Galápagos, que actualmente cuenta con una calificación de AA en el mercado.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de la compañía provienen de la actividad turística y el transporte marítimo de pasajeros al Parque Nacional Galápagos, mediante la venta de los servicios de crucero y de los servicios del bar boutique. Entre 2017 y 2019 las ventas de PANAKRUZ S.A. mantuvieron un comportamiento creciente, pasando de USD 2,97 millones en el 2017 a USD 4,48 millones en el 2019. El incremento en ventas fue del 7,06% del 2017 al 2018 y del 40,77% del 2018 al 2019. Este incremento en ventas se dio debido a sus ventas en sus servicios de cruceros pasando de USD 3,11 millones en el 2018 a USD 4,41 millones en el 2019. Para el año 2019, se evidenció el alza en las ventas debido a la inauguración de su nuevo yate de lujo Theory, con el cual los precios cobrados de los cruceros aumentaron.

Para julio de 2020 los ingresos de la compañía reflejaron el impacto de la pandemia en el sector del turismo, con una baja de 58,60% (-USD 1,67 millones) con respecto a julio de 2019 debido a que la compañía tuvo que paralizar sus actividades por completo durante este periodo producto de la emergencia sanitaria.

Por su parte, el costo de ventas presentó una tendencia fluctuante entre 2017 y 2019, con una disminución de 13,83% entre 2017 y 2018, y un incremento de 41,07% para 2019, totalizando un monto de USD 2,85 millones al cierre del periodo. Por lo tanto, la participación del costo de ventas pasó de representar el 78,82% de las ventas en 2017 a representar el 63,44% de las ventas en 2018 y el 63,58% de las ventas al cierre de 2019. El costo de ventas está compuesto principalmente por el costo de consumo de víveres, el costo de combustibles y lubricantes, el costo de los honorarios profesionales y para el 2019 el costo de mantenimiento y reparaciones. Para el año 2018, el costo de ventas disminuyó significativamente debido a la venta de la nave Eric, lo cual redujo varios costos, así como la disminución en el precio del combustible. En el comparativo interanual se evidencia un comportamiento similar al de las ventas, con una caída de USD 729,27 mil, sin embargo, su participación sobre las ventas alcanzó el 74,31% de las ventas.

La compañía presenta una adecuada calidad de activos, evidenciada en una gestión adecuada de su cartera y niveles apropiados de inventario y activo fijo. En lo que respecta al desempeño puramente financiero de la empresa, ésta ha mantenido su deuda neta bajo control, con un apalancamiento estable y apalancándose primordialmente en obligaciones con entidades financieras, proveedores y con el mercado de valores.

RESULTADOS E INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	JULIO 2019	JULIO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	2.972	3.182	4.479	2.436	2.923	3.566	2.844	1.172
Utilidad operativa	151	261	655	402	424	517	895	135
Utilidad neta	50	155	214	41	78	175	709	(68)
EBITDA	235	345	865	611	633	727	895	135
Deuda Neta	281	3.912	3.895	4.260	3.724	3.170	3.866	4.063
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	861	(957)	1.115	(366)	536	553	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	(274)	(598)	(250)	(160)	(230)	(281)	(63)	(66)
Servicio de Deuda (SD)	46	295	480	909	1.827	1.773	316	906
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	5	1	2	1	0	0	3	0
Capital de Trabajo	276	876	(829)	(1.170)	(1.475)	(1.683)	980	422
ROE	1,54%	6,78%	10,15%	1,89%	3,52%	7,27%	40,51%	-5,69%
Apalancamiento	0,56	2,41	2,81	2,65	2,40	2,05	2,00	3,03

Tabla 1: Resultados e indicadores.

Fuente: PANAKRUZ S.A.; Elaboración: GlobalRatings

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las proyecciones de ingresos estiman una disminución en las ventas de 2020, en función de la paralización de las actividades de la compañía y las condiciones de mercado que contraen la capacidad adquisitiva de la población. La emergencia sanitaria obligó a la compañía a paralizar sus operaciones al 100%, por lo cual se estima que la caída en las ventas será significativa y se recuperará a partir del año 2021. Sin embargo, los resultados de la compañía presentarán siempre valores positivos y presentarán un incremento y recuperación gradual a partir del 2021.

La estructura de financiamiento se mantendrá para periodos futuros, con una menor participación del pasivo sobre el activo, en comparación con la participación del patrimonio. La deuda neta proyecta una disminución del 2020 al 2022 con la amortización de la deuda financiera y de la presente Emisión de Papel Comercial, lo que permite una razón de cobertura razonable. El apalancamiento tiene una tendencia a la baja por el comportamiento del patrimonio neto y la amortización paulatina de los pasivos. El ROE se proyecta siempre positivo, como históricamente lo ha hecho, y estable con valores crecientes, alcanzando el 7% a finales del 2022.

FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas sean difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir. En este contexto la compañía ha demostrado las fortalezas ya señaladas en lo que respecta a la calidad de sus activos y de su administración.

FACTORES DE RIESGO

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de la empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas. Actualmente, el riesgo de una cadena de impago es más elevado fruto de la paralización económica y su efecto sobre la liquidez del sector real. No obstante, el Gobierno ha implementado una política tendiente a aminorar el efecto de la situación sanitaria actual en las empresas en la medida de lo posible, a través de facilidades crediticias emergentes, lo cual reduce el riesgo en el entorno.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que generan incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados, que afectarían el costo de ventas de la compañía. Para mitigar este riesgo, PANAKRUZ S.A. cuenta con un portafolio de proveedores lo que le permite no tener dependencia ni concentración alguna.
- Las regulaciones como los cupos o las restricciones sobre el número de pasajeros para las distintas modalidades turísticas autorizadas en las Islas Galápagos en zonas protegidas como el Parque Nacional Galápagos y la Reserva Marina. presentan una barrera, pudiendo afectar la venta de los distintos servicios. PANAKRUZ S.A. mitiga este riesgo contando con todos los permisos y rigiéndose siempre bajo la Ley Orgánica de Régimen Especial de la Provincia de Galápagos
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de la información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo ya que posee políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, cuyo objetivo es generar back up por medios magnéticos externos para proteger las bases de datos y aplicaciones de software contra fallas que puedan ocurrir y posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible y sin la pérdida de la información.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son principalmente: cuentas por cobrar relacionadas. El activo que respalda la presente Emisión puede ser liquidado por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la diversificación de clientes y una minuciosa evaluación previo al otorgamiento de crédito.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas:

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene PANAKRUZ S.A., se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 1,66 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 20,16% de los activos totales. Por lo tanto, su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones podría ser representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, esto tendría un efecto negativo en los flujos de la empresa. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL

Características	CLASE	MONTO (USD)	PLAZO INSTRUMENTO	PLAZO EMISIÓN	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL
	A	1.000.000	720 días	360 días	Cero cupón	Vencimiento
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores					
Garantía Específica	Consistente en la fianza solidaria otorgada por la compañía TURISMO AMONRA S.A. la misma que servirá para garantizar el pago de las obligaciones de PANAKRUZ S.A.					
Destino de los recursos	Los recursos captados servirán en un 100% para financiar capital de trabajo de la empresa: pago de pasivos de corto y/o largo plazo o vinculados, adquisición de inventario y activos propios del giro de negocio de la empresa.					
Estructurador financiero y agente colocador	Casa de Valores ADVFIN S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico PANDZIC & AZOCIADOS S. A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 					
Límite de endeudamiento	La compañía PANAKRUZ S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago e intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa					

Tabla 2: Resumen instrumento.

Fuente: PANAKRUZ S.A.; Elaboración: GlobalRatings

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos inicial del Primer Programa de Papel Comercial de PANAKRUZ S.A., realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General

PERFIL EXTERNO

ENTORNO MACROECONÓMICO

EXPECTATIVAS DE RECESIÓN

La economía mundial se contraerá significativamente al cierre de 2020 como consecuencia directa de la emergencia sanitaria, así como de las medidas de contención adoptadas para detener la propagación del virus. El impacto económico de la pandemia a nivel mundial fue peor al anticipado durante el primer semestre de 2020, y se espera una recuperación más lenta de la prevista inicialmente debido a las medidas persistentes de distanciamiento social, a cuarentenas más prolongadas en ciertas economías, y al fuerte golpe a la actividad productiva. Consecuentemente, el Fondo Monetario Internacional redujo su proyección de crecimiento de la economía mundial en 1,9 puntos porcentuales¹ con respecto a las previsiones presentadas en abril². Se espera, con un elevado grado de incertidumbre, una recuperación a partir de 2021.

CRECIMIENTO	FUENTE	2017	2018	2019	2020	2021
		Real			Proyectado	
Economía mundial	FMI	3,87%	3,60%	2,90%	-4,90%	5,40%
Economías avanzadas	FMI	2,51%	2,20%	1,70%	-8,00%	4,80%
Economías emergentes	FMI	4,83%	4,50%	3,70%	-3,00%	5,90%
América Latina	FMI	1,30%	1,10%	0,10%	-9,40%	3,70%
	Banco Mundial	1,90%	1,70%	0,80%	-7,20%	2,80%
Ecuador	FMI	2,37%	1,29%	0,05%	-10,90%	6,30%
	Banco Mundial	2,40%	1,30%	0,10%	-7,40%	4,10%
	Banco Central del Ecuador	2,37%	1,29%	0,05%	-8,14%*	
Ecuador PIB Nominal (millones USD)	Banco Central del Ecuador	104.296	107.562	107.436	96.512	
Ecuador PIB Real (millones USD)	Banco Central del Ecuador	70.956	71.871	71.909	66.057	

*Las estimaciones del Banco Central del Ecuador contemplan tres posibles escenarios de decrecimiento en un rango de -7,29% a -9,59%. La estimación de -8,14% resulta de un escenario medio/moderado.

Tabla 3: Evolución y proyecciones de crecimiento.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Central del Ecuador. Elaboración: Global Ratings

La región de América Latina y el Caribe será de las más afectadas durante 2020¹, alcanzando probablemente la peor recesión económica de las últimas décadas. Según la Comisión Económica para América Latina y El Caribe, la región afronta la pandemia desde una posición más débil que el resto del mundo³. Durante los últimos cinco años el desempeño económico de la región fue pobre y en 2020 se verá golpeado por el impacto significativo del virus sobre los sistemas de salud de la región, la disminución en la actividad de sus socios comerciales, la caída en los precios de los productos primarios, la interrupción en las cadenas de suministro, la menor demanda de turismo y el empeoramiento de las condiciones financieras globales.

La economía ecuatoriana creció aceleradamente entre 2010 y 2014, impulsada por el auge en el precio de los commodities⁴. Esta tendencia se revirtió a partir de 2015, por la caída en los precios del petróleo, la reducción del margen fiscal, la apreciación del dólar y la contracción de los niveles de inversión, y se acentuó para 2016 producto del terremoto en la Costa que contrajo la actividad productiva⁵. La economía ecuatoriana se recuperó a partir de 2017, y para 2018 creció en 1,29%. En 2019 la economía se vio afectada por la consolidación fiscal y el compromiso de ajuste ante el FMI, así como por los disturbios sociales, que le costaron al país 0,1 puntos porcentuales en el crecimiento⁶. Los datos del primer trimestre de 2020 reflejan una caída -2,4% en el PIB nacional, señal de que la economía presentaba problemas relacionados con el deterioro en los niveles de inversión, incluso antes de la llegada de la pandemia⁴.

Actualmente, las previsiones de crecimiento de organismos multilaterales, así como del Banco Central del Ecuador, se han revisado significativamente a la baja, en función del fuerte brote de la pandemia a inicios de la emergencia, la caída en el precio del crudo, la complicada situación fiscal y las medidas de confinamiento

¹ Fondo Monetario Internacional. (2020, junio). *World Economic Outlook Update: A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery*. Washington D.C.

² Fondo Monetario Internacional. (2020, abril). *World Economic Outlook, Chapter 1: The Great Lockdown*. Washington D.C.

³ Comisión Económica para América Latina y El Caribe. (2020, marzo). *Informe Especial Covid-19, América Latina y El Caribe Ante la Pandemia del Covid-19: Efectos económicos y sociales*.

⁴ Banco Central del Ecuador. (2020, junio). *Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador No. 111*.

⁵ Comisión Económica para América Latina y El Caribe. (2016). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Ecuador*.

⁶ El Comercio. (2020, febrero). *Ecuador buscará retirada 'gradual' de subsidios, reitera Richard Martínez*. <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-retirada-gradual-subsidios-combustibles.html>

adoptadas. Ecuador será la tercera economía con peor desempeño en el continente americano, precedida por Venezuela (-15,0%) y Perú (-13,9%).

PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE PETRÓLEO

La paralización económica a nivel mundial, el exceso de oferta en el mercado y la dificultad para almacenar los altos excedentes generaron un desplome de los precios internacionales del crudo durante los primeros meses del año, llegando incluso a cotizarse en valores negativos durante el mes de abril⁷. La reactivación de ciertas economías a nivel mundial y los recortes en la producción que redujeron los niveles internacionales de existencias impulsaron una recuperación en los precios del crudo a partir de mayo de 2020. A la fecha del presente informe, el precio del petróleo WTI asciende a USD 42 por barril.

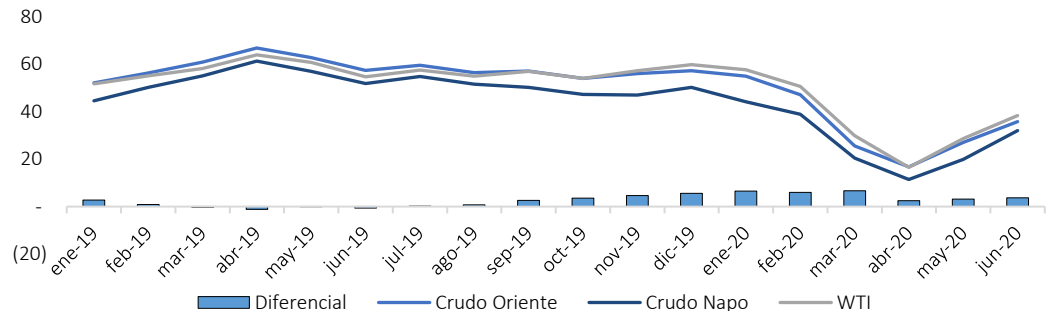


Gráfico 1: Evolución precios promedio del crudo ecuatoriano (USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Para junio de 2020 el precio promedio de la canasta de crudo ecuatoriano creció en 32,82% con respecto al mes de mayo⁸. El diferencial entre el precio promedio del petróleo WTI y el de la canasta de crudo ecuatoriano, que mantuvo una tendencia creciente desde agosto de 2019, se redujo para abril de 2020 en función de la caída drástica del precio en mercados internacionales⁸. No obstante, el diferencial aumentó nuevamente a partir de mayo, alcanzando en junio los USD 3,76 por barril. La recuperación de los precios es fundamental para la venta local, considerando que el costo promedio de producción es de USD 23 por barril⁹.

Las exportaciones petroleras entre enero y mayo de 2020 cayeron en 51% frente al mismo periodo de 2019, producto del deterioro de los precios. Adicionalmente, en abril de 2020 las tuberías del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) se rompieron, lo cual afectó la producción nacional¹⁰, obligó al país a aplicar la cláusula de fuerza mayor en sus contratos, y a postergar exportaciones. Las operaciones del SOTE y del OCP se reanudaron durante la primera semana de mayo, pero se suspendieron nuevamente a mediados de junio y julio como medidas preventivas. La proforma presupuestaria para 2020 se elaboró con un precio de USD 51,30 por barril, por lo que la caída en el valor de las exportaciones petroleras generará pérdidas por ingresos en 2020 que podrían ascender a USD 2.700 millones¹¹.

CRISIS FISCAL Y DEUDA PÚBLICA

El Estado ecuatoriano registró déficits fiscales durante los últimos 11 años, en respuesta a una agresiva política de inversión pública sumada a un mayor gasto corriente¹², que se mantuvo para años posteriores a pesar de la caída en los ingresos petroleros. Para 2018, el déficit fiscal registró el menor monto desde 2013, pero en 2019, una sobreestimación del nivel de ingresos tributarios (USD 724 millones por encima de la recaudación real¹³) y de monetización de activos, junto con un mayor gasto por el pago de intereses y por el aporte estatal a la Seguridad Social, incrementaron el monto del déficit fiscal.

⁷ BBC. (2020, abril). *Caída del precio del petróleo: el crudo estadounidense WTI se desploma y se cotiza por debajo de cero por primera vez en la historia.*

<https://www.bbc.com/mundo/noticias-52362339>

⁸ Banco Central del Ecuador. (2020, julio). *Información Estadística Mensual No. 2021- Julio 2020.*

⁹ El universo. (2020, marzo). *Precio del petróleo ecuatoriano está por debajo del costo de producción.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/03/19/nota/7787340/petroleo-crudo-ecuador-precio-produccion-crisis-economica>

¹⁰ El Comercio. (2020, abril). *Ecuador bajó la producción petrolera por rotura de oleoductos.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-produccion-petrolera-reduccion-oleoductos.html>

¹¹ Primicias. (2020, abril). *El impacto del Covid-19 en la economía tiene tres escenarios.* <https://www.primicias.ec/noticias/economia/impacto-covid-19-economia-escenarios/>

¹² El Universo. (2019, enero). *Ecuador cumplió diez años con déficit en presupuestos del Estado.* <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/15/nota/7139165/decada-deficit-presupuestos-estado>

¹³ Servicio de Rentas Internas del Ecuador. *Estadísticas de Recaudación del Periodo Diciembre 2019.*

Si bien la recaudación tributaria alcanzó un máximo al cierre de 2019, para los meses de enero a julio de 2020 se contrajo debido al deterioro en los niveles de ventas, y al diferimiento en los pagos del impuesto a la renta. La paralización económica repercutirá en una menor recaudación en 2020, definida por la duración de las medidas restrictivas y su efecto sobre la capacidad productiva en el periodo de reactivación. El Ministerio de Finanzas estima una caída de USD 1.862 millones en los ingresos tributarios para 2020 que, junto con la caída en ingresos petroleros y de monetización de activos, le representarán al fisco una baja de USD 7.036 millones en los ingresos¹⁴. Se estima realizar un recorte en el presupuesto estatal para 2020 por USD 5.000 millones. No obstante, se prevé un déficit de más de USD 13.000 millones al término de este año¹⁵.

El gasto público elevado y el creciente déficit fiscal generaron una mayor necesidad de financiamiento, que impulsó al alza la deuda pública en los últimos años, superando el límite máximo permitido por ley. En 2019 la deuda pública creció en función de la emisión de bonos en mercados internacionales y del financiamiento con multilaterales, del cual el país se ha vuelto altamente dependiente durante la emergencia actual. Para junio de 2020, la deuda pública incrementó en USD 1.432 millones, y se concentró en acreedores externos.

En 2019, se firmó un acuerdo con el FMI por USD 4.200 millones, para apoyar los objetivos del Plan de Prosperidad (2018-2021). A cambio, el Estado se comprometió a reducir la necesidad de financiamiento y la relación entre la deuda y el PIB. Debido a los niveles de gasto público excesivos, la dificultad para hacer recortes sustanciales, y la caída en los ingresos prevista, la capacidad del Gobierno de implementar estímulos fiscales para compensar el deterioro en la oferta y demanda agregada depende de financiamiento externo. Con fecha 29 de abril de 2020, se canceló el acuerdo de Servicio Ampliado de Fondos (Extended Fund Facility) con el FMI, y se solicitaron recursos bajo la modalidad de Instrumento de Financiamiento Rápido (Rapid Financing Instrument). Actualmente, el país está negociando un nuevo programa de financiamiento con el FMI con base en un plan económico. En agosto de 2020 se llegó a un acuerdo con los tenedores de bonos internacionales, mediante el cual se redujo el stock de deuda en USD 1.500 millones, se incrementó el plazo a 12,7 años con 5 años de gracia para el pago de capital, y se disminuyó la tasa de interés de 9,3% a 5,2%. Asimismo, se gestionaron recursos de organismos multilaterales para afrontar la emergencia, que hasta junio de 2020 totalizaron cerca de USD 1.805 millones. Con el objetivo de recortar el gasto, en mayo de 2020 se reemplazó el subsidio a los combustibles por un mecanismo de banda de precios, atada al comportamiento de los precios internacionales.

INDICADORES FISCALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	INDICADOR	VARIACIÓN INTERANUAL
Déficit fiscal (millones USD)	2019	-4.043,00	21,31%
Déficit fiscal (% PIB)	2019	-3,80%	-0,70%
Recaudación tributaria (millones USD)	2019	14.268,53	2,81%
Recaudación tributaria (millones USD)	enero - julio 2020	7.204,66	-18,15%
Deuda pública (millones USD)	junio 2020	58.768,69	5,12%
Deuda pública (% PIB)	junio 2020	60,89%	9,66%
Deuda interna (millones USD)	junio 2020	17.331,74	4,24%
Deuda externa (millones USD)	junio 2020	41.436,95	5,49%

Tabla 4: Evolución de Resultados del Presupuesto General del Estado.
Fuente: Ministerio de Finanzas; Elaboración: Global Ratings

PERCEPCIONES DE RIESGO SE DISPARAN

A partir de enero de 2020, el riesgo país de Ecuador presentó un comportamiento creciente, y se disparó tras el desplome en el precio del petróleo y el pedido de la Asamblea Nacional al ejecutivo de no pagar la deuda externa para destinar esos recursos a la emergencia sanitaria¹⁶. A la fecha del presente informe, el riesgo país cerró en 3.279 puntos, cifra que representa un incremento de 1.939 puntos en el transcurso de 2020. Ecuador mantiene el segundo índice más alto de América Latina, antecedido únicamente por Venezuela, cuyo riesgo país bordea los 35.000 puntos.

Moody's bajó la calificación crediticia del Ecuador de B3 a CAA1, y a CAA3 con perspectiva negativa en abril de 2020, mientras que Fitch redujo la calificación del país cuatro veces durante el año, de CCC el 20 de marzo,

¹⁴ El Universo. (2020, abril). *Ministro Richard Martínez explica que Ecuador tendrá caída de \$7000 millones de ingresos.*

<https://www.eluniverso.com/noticias/2020/04/15/nota/7814325/ministro-martinez-explica-que-ecuador-tendra-caida-7000-millones>

¹⁵ El Tiempo. (2020, mayo). *Ecuador arrastra déficit fiscal desde el año 2009.* <https://www.eltiempo.com.ec/noticias/actualidad/10/ecuador-arrastra-deficit-fiscal-desde-el-ano-2009>

¹⁶ El Comercio. (2020, marzo): *Riesgo país de Ecuador subió más de 2000 puntos en un día tras pedido de Asamblea de no pago de la deuda.* <https://www.elcomercio.com/actualidad/riesgo-pais-ecuador-subio-emergencia.html>

a CC el 24 de marzo, a C el 09 de abril y a RD el 20 de abril, tras la solicitud y aprobación del diferimiento del pago de intereses, que constituye un mecanismo de intercambio de deuda insolvente¹⁷.

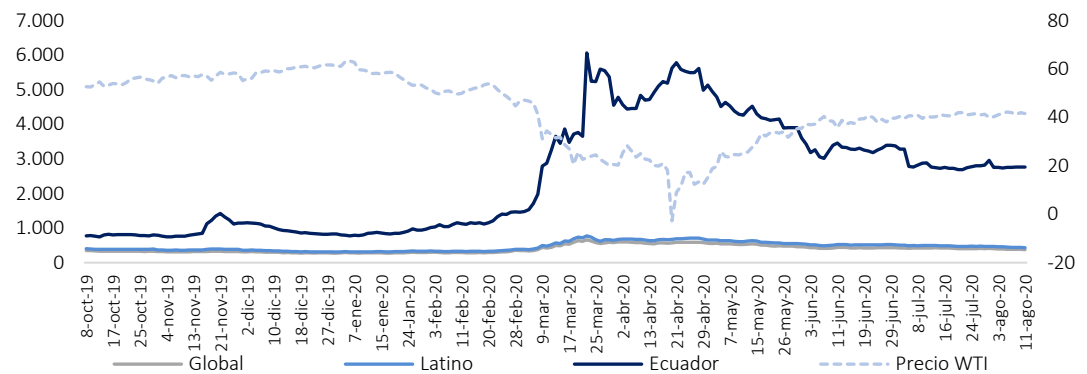


Gráfico 2: Evolución Riesgo País (EMBI).
Fuente: JPMorgan – BCRD; **Elaboración:** Global Ratings

La inversión extranjera en Ecuador ha sido históricamente débil, ubicándose por debajo de otros países de la región. Durante 2019, esta se contrajo en 34% y para el primer trimestre de 2020 se mantuvo estable con respecto al primer trimestre de 2019, con una disminución marginal de 3,39%. El 42,1% de la inversión extranjera directa se concentró en la explotación de minas y canteras (27% para el primer trimestre de 2020), mientras que los sectores de manufactura, agricultura, transporte y servicios concentraron el 11,4%, 10,4%, 10,5% y 9,8% de la inversión, respectivamente. Durante 2019, la inversión proveniente de la Comunidad Andina se contrajo en 68% con respecto a 2018 y totalizó USD 31,11 millones, la inversión de Estados Unidos se redujo en USD 19,34 millones (-20%) y los capitales europeos que ingresaron al país durante 2019 sumaron USD 369 millones, con una disminución de 23% con respecto a 2018¹⁸.

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA	2016	2017	2018	2019	2020.I
Monto (millones USD)	756,14	624,56	1.455,97	937,62	202,50
% del PIB	1%	1%	1%	1%	1%

Tabla 5: Evolución Inversión Extranjera Directa (millones USD).
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Bajo las condiciones actuales, con un riesgo país por encima de los niveles de la región, el país tiene gran dificultad para acceder a los mercados internacionales y atraer inversión, por el alto costo que representaría.

PARALIZACIÓN PRODUCTIVA: EMPLEO E INFLACIÓN

La Organización Mundial del Trabajo (OIT) prevé una pérdida de 195 millones de empleos a nivel mundial a causa de las medidas de confinamiento que deterioraron el capital empresarial. Específicamente en América Latina, uno de cada seis jóvenes perdió su trabajo durante la pandemia. La informalidad en la región es alarmante: cerca del 53% de trabajadores se emplean en el sector informal. Los sectores de servicios, basados en las relaciones interpersonales, representan el 64% del empleo en la región y el 47% de la fuerza laboral se emplea en micro, pequeñas y medianas empresas, por lo que se estima un deterioro en el empleo en la región y un incremento en el nivel de pobreza³.

INDICADORES LABORALES	2015	2016	2017	2018	2019	JUNIO 2020*
Desempleo	4,77%	5,21%	4,62%	3,69%	3,84%	13,27%
Empleo adecuado	46,50%	41,19%	42,26%	40,64%	38,85%	16,72%
Subempleo	14,01%	19,87%	19,82%	16,49%	17,79%	34,46%
Empleo no remunerado	7,66%	8,39%	9,00%	9,95%	10,92%	7,74%
Otro empleo no pleno	26,42%	25,12%	24,13%	28,82%	28,00%	25,23%

*Los resultados para junio de 2020 corresponden a la Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo Telefónica, cuya metodología difiere de la empleada en periodos anteriores.

Tabla 6: Indicadores laborales Ecuador.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC); **Elaboración:** GlobalRatings

Los indicadores laborales en el país presentaron un deterioro para junio de 2020, debido a la paralización económica y a la crisis en el sector productivo. Se evidenció un incremento en el nivel de desempleo, una

¹⁷ Fitch Ratings. (2020, abril). Fitch Downgrades Ecuador to 'RD'. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-ecuador-to-rd-20-04-2020>

¹⁸ Banco Central del Ecuador. (junio 2020). *Inversión Extranjera Directa, Boletín No. 71.*

disminución en la tasa de empleo adecuado y un mayor porcentaje de subempleo, producto de las medidas laborales adoptadas para reducir el impacto de la crisis¹⁹. Por lo tanto, se espera un deterioro en la calidad de vida de la población. De acuerdo con el Ministerio de Trabajo, aproximadamente 307.294 contratos fueron cancelados entre marzo y julio de 2020, de los cuales el 74% correspondió a empleados menores a 40 años. La OIT estima una pérdida de cerca de 850.000 empleos en el país hasta el cierre de 2020²⁰.

Se estima que las condiciones económicas actuales ejercerán una presión a la baja sobre los niveles de inflación, debido a la caída en la demanda agregada y en los precios del petróleo¹. Las perspectivas de inflación en América Latina se encuentran por encima del promedio mundial, en 6,20% para 2020 y en 5,90% para 2021², impulsadas por el incremento en precios registrado en Venezuela y Argentina.

INFLACIÓN	2017	2018	2019	JULIO 2019	JULIO 2020
Inflación mensual	0,18%	0,10%	-0,01%	0,09%	-0,61%
Inflación anual	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,71%	-0,54%
Inflación acumulada	-0,20%	0,27%	-0,07%	0,25%	-0,23%

Tabla 7: Evolución de tasas de inflación en Ecuador.
Fuente: INEC; **Elaboración:** GlobalRatings

El incremento en la tasa de inflación anual en Ecuador al cierre de 2019 refleja el deterioro en el empleo adecuado, que resulta en una menor demanda de bienes y servicios. La interrupción en la cadena de suministros impulsó al alza los niveles de precios en los primeros meses de la cuarentena, principalmente de los alimentos y bebidas no alcohólicas y los servicios de salud²¹. No obstante, la reactivación económica gradual en ciertos lugares del país impulsó a la baja los niveles de inflación para el mes de julio de 2020. El FMI prevé una inflación de 0,13% para el Ecuador en 2020, que incrementará a 2,26% en 2021². Por su parte, el Banco Mundial pronostica una inflación de 0% en 2020 y de 0,6% en 2021²².

LIQUIDEZ Y MERCADOS FINANCIEROS

La creciente aversión al riesgo y la demanda de activos líquidos durante los primeros meses de 2020, desplomaron los principales índices bursátiles a niveles similares a los de la crisis financiera de 2009 y causaron una salida masiva de capitales en la región de América Latina²². Las perspectivas favorables en cuanto a la evolución del coronavirus en ciertos países desarrollados y las políticas de reactivación económica impulsaron la mejora en los índices accionarios a partir del mes de abril, alcanzando en el segundo trimestre del año el mejor desempeño desde 1998. Los efectos de la crisis y de las políticas monetarias expansivas también se evidencian en la volatilidad de las monedas, con una depreciación de aquellas pertenecientes a economías emergentes, y una apreciación real del dólar estadounidense, el yen y el euro²².

MERCADOS FINANCIEROS	PERIODO DE INFORMACIÓN	MONTO (MILLONES USD)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Oferta Monetaria (M1)	junio 2020	27.401	0,97%	10,84%
Especies monetarias en circulación	junio 2020	18.210	0,32%	14,92%
Depósitos a la vista	junio 2020	9.111	2,30%	3,60%
Liquidez total (M2)	junio 2020	59.394	0,75%	9,44%
Captaciones a plazo del sistema financiero	junio 2020	31.993	0,57%	8,26%
Colocaciones del sistema financiero	junio 2020	44.356	-0,04%	5,85%
Reservas internacionales	julio 2020	3.040	14,04%	-19,42%
Reservas bancarias	julio 2020	5.767	4,26%	2,678%
TASAS REFERENCIALES	PERIODO DE INFORMACIÓN	TASA (%)	VARIACIÓN MENSUAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Tasa activa referencial	agosto 2020	9,03%	-0,09%	0,29%
Tasa pasiva referencial	agosto 2020	6,37%	0,13%	0,45%
Diferencial de tasas de interés	agosto 2020	2,66%	-0,22%	-0,16%

Tabla 8: Evolución de indicadores financieros en Ecuador (última fecha de información disponible).

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

En el Ecuador, la posición de liquidez en la economía se mantuvo sólida a pesar de la paralización económica a raíz de la crisis sanitaria. Si bien en el mes de marzo se evidenció una contracción asociada a la disminución

¹⁹ Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, agosto). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo Telefónica*.

²⁰ El Universo. (2020, agosto). *227.037 personas menores de 40 años perdieron sus empleos en Ecuador entre marzo y julio en medio de la pandemia del COVID-19*. <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/08/09/nota/7936188/empleo-ecuador-2020-desempleo>

²¹ Instituto Nacional de Estadística y Censos. (2020, mayo). *Índice de Precios al Consumidor, Mayo 2020*.

²² Banco Mundial. (2020, junio). *Global Economic Prospects*. Washington D.C.

de los ingresos fiscales, la disrupción en la cadena de pagos, y la crisis de liquidez del sector privado, a partir de abril se evidenció una recuperación en los niveles de liquidez y un cambio en la estructura que demuestra una mayor preferencia hacia la liquidez inmediata.

Las captaciones a plazo del sistema financiero nacional incrementaron sostenidamente durante el último año, lo que permitió a las entidades financieras hacer frente al shock económico relacionado con la paralización de actividades. Si bien las captaciones se redujeron en el mes de marzo, en función de la mayor necesidad de liquidez de los agentes económicos, a partir de abril se evidenció una recuperación, lo que resalta la confianza de los depositantes en el sistema financiero nacional. Los depósitos a plazo fijo incrementaron en 1,63% entre los meses de mayo y junio, mientras que los depósitos de ahorro disminuyeron en 0,68%, impulsados por el aumento de la tasa pasiva referencial a partir del mes de abril, con el objetivo de atraer un mayor monto de depósitos. A pesar de los diversos programas de crédito destinados a la reactivación económica impulsados por el Gobierno, las colocaciones del sistema financiero nacional se redujeron a partir del mes de marzo, pero para junio de 2020 evidencian un crecimiento con respecto al mismo periodo de 2019. El 23 de marzo de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera resolvió que las entidades financieras del sector público y privado podrán cambiar las condiciones originalmente pactadas de las operaciones de crédito de los diferentes segmentos, sin generar costos adicionales para los clientes y sin afectar su calificación crediticia. Asimismo, en abril de 2020 la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera permitió diferir los pagos a tenedores de instrumentos de renta fija con aprobación de dos tercios de los votos.

En el marco del acuerdo con el FMI, Ecuador se comprometió a incrementar el monto de Reservas Internacionales, para respaldar la totalidad de los depósitos bancarios en el Banco Central y la moneda fraccionaria en circulación. En marzo, las reservas internacionales cayeron producto de la emergencia sanitaria y la falta de recursos del Gobierno, pero a partir de abril incrementaron debido al financiamiento externo recibido, principalmente de organismos multilaterales. El monto de reservas internacionales en julio de 2020 cubrió en 51,98% a los pasivos monetarios de la entidad y en 52,71% a las reservas bancarias, situación que representa un alto riesgo de liquidez ante la falta de respaldo en el Banco Central⁸.

SECTOR EXTERNO

La balanza comercial de Ecuador en 2019 registró un superávit en función de un incremento en las exportaciones no petroleras, que representaron el 61% de las exportaciones totales, asociadas a productos tradicionales, fundamentalmente camarón, así como de menores importaciones, principalmente no petroleras, señal de una mejora productiva a nivel nacional. Los primeros meses de 2020 se caracterizaron por una importante demanda de productos ecuatorianos en mercados internacionales, principalmente asiáticos, lo que impulsó al alza las exportaciones no petroleras. No obstante, la crisis asociada al coronavirus deterioró el comercio internacional y generó problemas en la capacidad operativa de las industrias, afectando directamente al sector exportador. Durante el segundo trimestre de 2020, las exportaciones no petroleras, que representaron cerca del 82% del total, se redujeron en 21% con respecto al primer trimestre de 2020 y en 27% frente al segundo semestre de 2019, con menores envíos de camarón, banano, cacao y atún, entre otros. Las interrupciones en las cadenas de suministro internacionales también disminuyeron el nivel de importaciones, por lo cual se registró un superávit comercial hasta junio de 2020.

BALANZA COMERCIAL	2017	2018	2019	ENE-JUN 2019	ENE-JUN 2020
Exportaciones	19.092	21.628	22.329	11.008	9.508
Exportaciones petroleras	6.920	8.802	8.680	4.380	2.268
Exportaciones no petroleras	12.173	12.826	13.650	6.628	7.240
Importaciones	19.033	22.106	21.509	10.893	8.231
Importaciones petroleras	3.201	4.343	4.159	2.143	1.293
Importaciones no petroleras	15.832	17.763	17.350	8.750	6.938
Balanza comercial	59	-478	820	115	1.277
Balanza petrolera	3.719	4.459	4.521	2.237	975
Balanza no petrolera	-3.660	-4.937	-3.701	-2.122	302

Tabla 9: Evolución de balanza comercial Ecuador (millones USD).

Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Con lo antes expuesto se da cumplimiento a lo establecido en el Numeral 1, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A., que el entorno mundial, regional y del Ecuador presenta tendencias de crecimiento conservadoras de acuerdo a las estimaciones realizadas y publicadas por el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, CEPAL y Banco Central del Ecuador.

SECTOR ALOJAMIENTO Y SERVICIOS DE COMIDA

Los servicios de alojamiento y servicios de comida se han convertido en un importante generador de recursos para la economía ecuatoriana. A partir de las estrategias de promoción del Ecuador como destino turístico, los servicios de alojamiento y de comida ganaron mayor importancia a nivel nacional, convirtiéndose en grandes generadores de empleo y de ingresos. No obstante, el sector de alojamiento y servicios de comida es altamente dependiente del nivel de ingreso disponible de la población, por lo cual se ve afectado en gran medida ante crisis económicas que disminuyen el nivel de consumo a nivel mundial.

El sector de alojamiento y servicios de comidas engloba a dos grandes industrias. Por un lado, las actividades de alojamiento incluyen el alojamiento para estancias cortas, las actividades de campamentos, parques de vehículos de recreo y parques de caravanas, y otras actividades de alojamiento. Por otro lado, los servicios de alimentos y bebidas incluyen las actividades de restaurantes y servicio móvil de comidas, el suministro de comida por encargo y otras actividades de servicio de comidas y de bebidas. De acuerdo con la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, el sector de alojamientos y servicios de comidas excluye el suministro de alojamiento por tiempo prolongado, como las residencias primarias, las cuales se encuentran clasificadas dentro de las actividades inmobiliarias. De igual manera, se excluye la preparación de alimentos y bebidas que no son para consumo inmediato, debido a que constituyen actividades industriales, o aquellos alimentos y bebidas que se venden mediante canales de distribución independientes, debido a que estas constituyen actividades de comercio²³. De acuerdo con la Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo, el sector turístico constituye uno de los ejes fundamentales del Plan de Desarrollo 2017 – 2021 al ser la base de la economía nacional. Las actividades de alojamiento y servicios de comida y bebidas tienen una estrecha relación con el turismo, siendo importantes generadoras de divisas y empleo para el país²⁴.

Después de la dolarización y la correspondiente recuperación de la economía ecuatoriana, el sector de alojamientos y servicios de comida se vio beneficiado. Entre 2001 y 2013, el sector creció a un ritmo sostenido, promediando una tasa de crecimiento anual de 5,55% y alcanzando un crecimiento máximo de 8,77% en el año 2009. Este crecimiento fue impulsado por el mayor movimiento turístico en el país y el incremento en la capacidad de gasto de la población. A partir de 2014 el sector afrontó una retracción, con crecimiento negativo que se extendió durante los primeros meses de 2017. Este comportamiento fue consecuencia de la contracción económica que afrontó la economía nacional durante dicho periodo, que desincentivó el consumo en bienes y servicios de este tipo. No obstante, al término de 2017 y 2018 el sector se recuperó significativamente en respuesta a las estrategias implementadas por las distintas cámaras de turismo a nivel nacional, alcanzando un crecimiento anual de 5,76% y 6,00%, respectivamente. Para 2019, el sector alcanzó un PIB real de USD 1.338,36 millones, con una tasa de crecimiento anual de 2,35%, superior al crecimiento de la economía nacional²⁵. El sector se vio altamente afectado a partir del mes de marzo, cuando se declaró la emergencia sanitaria a nivel nacional, que restringió la movilidad y consecuentemente, las actividades turísticas en el país. Por lo tanto, el sector se contrajo en 4,85% durante el primer trimestre de 2020 con respecto al mismo periodo de 2019.

23 Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2017). Estudios Sectoriales: Alojamiento y Servicio de Comidas.

24 Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo. (2017). Plan Nacional de Desarrollo 2017 – 2021 – Toda una Vida.

25 Banco Central del Ecuador. (2019). Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales No. 106

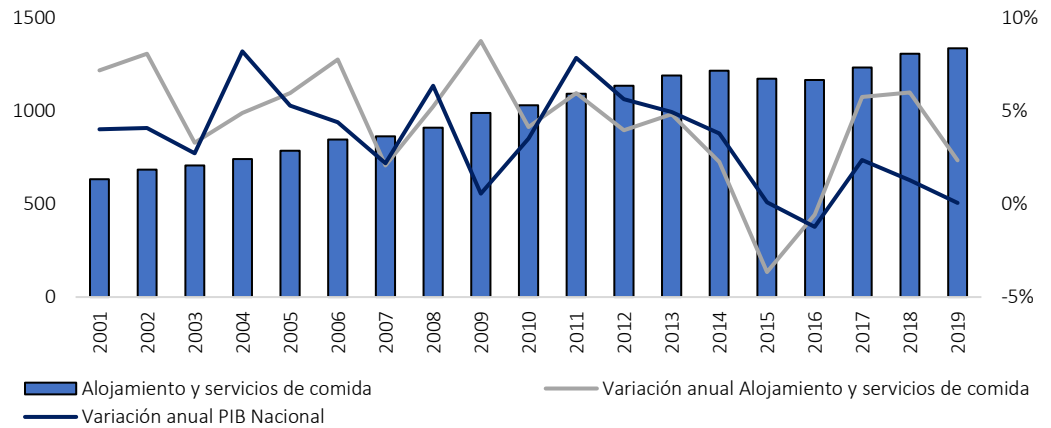


Gráfico 3: Evolución del PIB Real (millones USD)
Fuente: Banco Central del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

Específicamente para el área de turismo el ingreso de divisas al término del tercer trimestre sumó USD 1.408,4 millones, que significa un crecimiento de 2,3% con respecto al mismo periodo de 2018. Con ello el saldo de divisas fue 12,7% inferior al de septiembre del año pasado. Por su parte, el número de visitantes extranjeros para enero de 2020 presentó un decrecimiento anual de -21,0%. Se recibió únicamente 150.426 personas mientras que el año pasado totalizaron 190.366 visitantes²⁶.

La dinamización del sector de alojamiento y servicios de comidas de las últimas décadas se ve reflejada en la participación de estas actividades dentro de la economía nacional. Entre 2000 y 2003, el sector de alojamiento y servicio de comida pasó de representar el 1,38% del PIB nacional a representar el 2,13% de la economía nacional. Entre 2003 y 2008, la participación del sector en la economía nacional mantuvo una tendencia decreciente. No obstante, debido a la estrategia nacional de promover al sector turístico como un eje fundamental del desarrollo nacional, la participación de estas actividades en la economía nacional mantuvo una tendencia creciente a partir de 2008. En 2019, las actividades de alojamiento y servicio de comidas representaron el 2,25% del PIB.

Otro factor para evidenciar la actividad del sector es el análisis del **Índice de Nivel de Actividad Registrada**, que indica el desempeño económico-fiscal mensual de los sectores y actividades productivas de la economía nacional²⁷. Para abril de 2020, el INAR de los hoteles y restaurantes fue de 45,57 puntos, cifra que constituye una disminución de -53,54% frente al mismo periodo de 2019, y una reducción de -25,75% frente al mes de marzo de 2020. La retracción de la actividad del sector responde directamente a la crisis del Covid-19 a nivel internacional, que ha restringido la movilidad a nivel mundial e impactado directamente sobre los servicios de alojamiento y restaurantes.

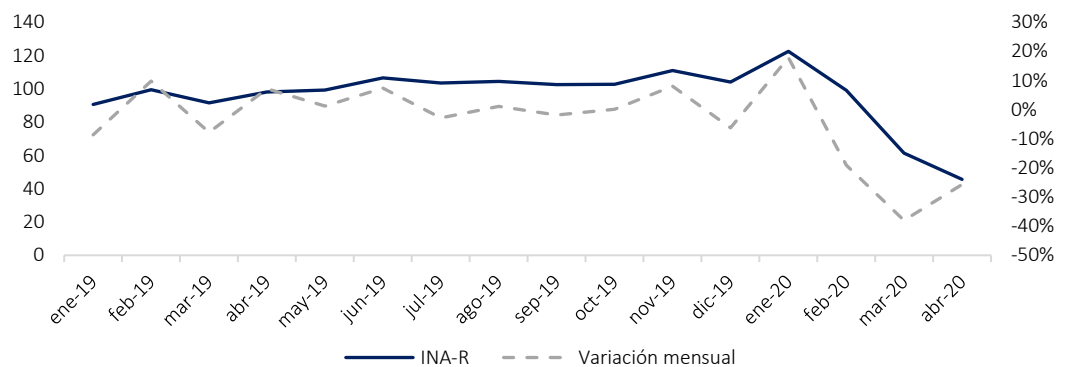


Gráfico 4: Índice de Nivel de Actividad Registrada
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto a las condiciones laborales de la industria de alojamiento y servicios en Ecuador, existió un deterioro para los trabajadores en el último año. El **Índice de Puestos de Trabajo** de la industria alcanzó una puntuación de 75,68 en abril de 2020, lo cual representa una disminución de -13,83% frente al número de empleados en

²⁶ Ministerio de Turismo (2020, enero). Indicadores Turísticos. <https://servicios.turismo.gob.ec/descargas/Turismo-cifras/Publicaciones/BoletinesMensualesTurismo/2020/Indicadores-turisticos-enero-2020.pdf>

²⁷ INEC. Índice de Nivel de Actividad Registrada. <http://www.ecuadorencifras.gob.ec/indice-de-nivel-de-la-actividad-registrada/>

el sector durante el mes de abril de 2019. Las **Horas Trabajadas** para las actividades de alojamiento y servicios marcaron un índice de 61,66 en abril de 2020. Esto constituye una caída anual de -30,10% y un decremento mensual de -13,33%. Este comportamiento está atado al contexto económico nacional e internacional. Por su parte, el **Índice de Remuneraciones** en las actividades involucradas dentro del sector alcanzó un valor de 125,63 puntos en abril de 2020, con un incremento anual y mensual de 12,26% y 1,06%, respectivamente. El alza de las remuneraciones se debe a que el salario básico subió alrededor de 1,523% a USD 400, con lo cual se incrementó el monto de las comisiones de 21 actividades de servicio, incluyendo turismo. El salario mínimo para las operadoras de agencias de viajes subió de USD 398,85 en 2019 a USD 404,92 en 2020²⁸.

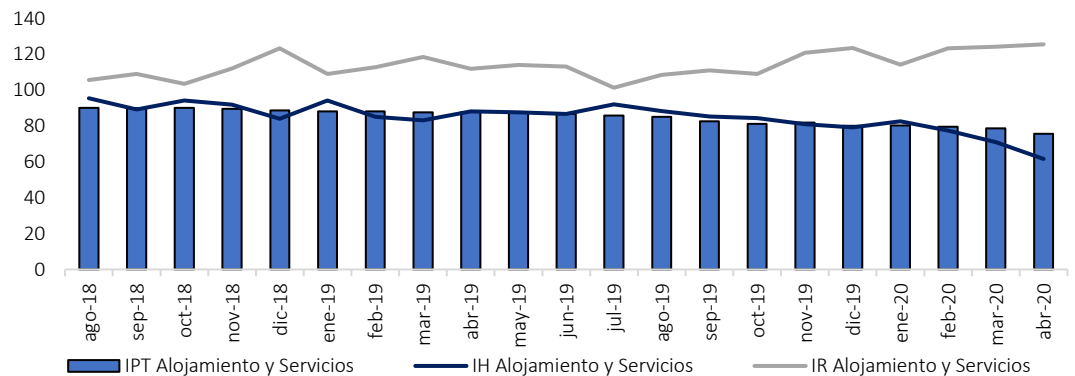


Gráfico 5: Índice de Puestos de Trabajo, Índice de Horas Trabajadas e Índice de Remuneraciones (Fabricación de productos alimenticios)
Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings

Respecto al mercado laboral, la última encuesta nacional de empleo, desempleo y subempleo del Instituto Nacional de Estadística y Censos, realizada en diciembre de 2019, especifica que el sector de alojamiento y servicios de comida concentra al 6,13% de la población empleada a nivel nacional²⁹, convirtiéndolo en el sexto sector más importante en la generación de empleo del país. El aporte que mantiene el posicionamiento de las seis mayores contribuciones al empleo nacional para diciembre de 2019 sumó 477.382 trabajadores, lo cual implica un crecimiento anual de 3,0%²⁶.

GENERACIÓN DE EMPLEO POR SECTOR	dic-17	dic-18	dic-19
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura y pesca	26,08%	28,27%	29,41%
Comercio	19,09%	18,14%	17,93%
Manufactura (incluida refinación de petróleo)	11,33%	10,67%	10,32%
Construcción	6,73%	6,78%	6,08%
Enseñanza y Servicios sociales y de salud	6,77%	6,67%	6,69%
Alojamiento y servicios de comida	6,44%	5,99%	6,13%
Transporte	5,86%	5,80%	5,78%
Actividades profesionales, técnicas y administrativas	4,50%	4,78%	4,89%
Otros	13,21%	12,89%	12,76%
Total	100,00%	100,00%	100,00%

Tabla 10: Porcentaje de empleo por sector

Fuente: INEC; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto al financiamiento del sector, el crédito colocado por las entidades del sistema financiero controlado en las actividades de alojamiento y servicios de comida durante 2019 fue de USD 296,57 millones. Este monto representa un alza de 13,29% con respecto al monto total colocado para actividades de la misma índole durante 2018. Concretamente las actividades de alojamiento recibieron crédito valorado en USD 110,14 millones que representa una tasa de crecimiento anual positiva de 25,10%.

²⁸ El Comercio (2020, enero). Nuevos salarios rigen para 21 actividades económicas en el Ecuador. <https://www.elcomercio.com/actualidad/salarios-ecuador-actividades-economicas-sectores.html>

²⁹ INEC. (2019). Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo – diciembre 2019.

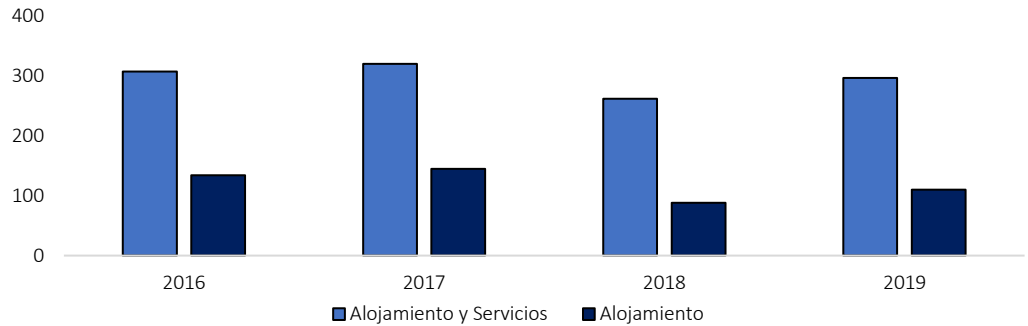


Gráfico 6: Volumen de crédito (millones USD)
Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador; **Elaboración:** Global Ratings

En cuanto al análisis competitivo de la industria, la amenaza de nuevos participantes es moderada, dependiendo de la actividad de negocio específica dentro del sector. Por un lado, las actividades de alojamiento y hotelería se caracterizan por altos costos de capital requeridos para la construcción, decoración, equipamiento y pre – operación, que superan, en general, a los necesarios para la apertura de un negocio dedicado a los servicios de comida. Los factores que facilitan la diferenciación de los establecimientos que operan en este sector son la buena ubicación y la calidad del servicio. Esto permite a los locales con mejor ubicación y calidad de servicio cargar precios más altos, que les generan una ventaja por encima de otros participantes de la industria, lo que se convierte en una barrera de entrada a la industria. De igual manera, las economías de escala se convierten en una barrera de entrada, ya que los restaurantes o establecimientos de alojamiento más grandes y con mayor presencia en el mercado realizan compras de insumos en masa, obteniendo descuentos a los que los nuevos participantes no tienen acceso debido a que su nivel de producción y ventas, u ocupación en el caso de los hoteles, es más bajo.

Las barreras de salida son principalmente los activos de la compañía en especial inmuebles ya que su venta puede dificultar el proceso de liquidación. Otra barrera es el despido del personal porque puede ser costoso.

De acuerdo con el último Censo Nacional Económico, existen alrededor de 52.000 empresas dedicadas a actividades de alojamiento y servicios de comidas. De estas, alrededor de 30 mil se encuentran en la región de la Sierra, mientras que cerca de 22 mil se ubican en la región de la Costa, siendo las provincias de Pichincha y Guayas las de mayor número de empresas de este sector. Dada la cantidad de establecimientos alrededor del país el cliente tiene gran poder de negociación frente a calidad y precio del servicio.

Referente a la crisis del coronavirus que golpeó directamente al sector turístico, se presentan estimaciones que indican que los ingresos caerán 70% comparados con 2019. De acuerdo con los datos de facturación del Servicio de Rentas Internas solo en marzo se perdieron más de USD 250 millones. Para la reactivación de las actividades los agentes de la industria exigen la implementación de un nuevo reglamento que se adapte a la nueva realidad. En primer lugar, las jornadas laborales requieren más flexibilidad, segundo la importación de equipo y mobiliario hotelero por un valor menor o igual a USD 250.000 deben ser libre de aranceles y tercero necesitan que los pagos obligatorios al IESS y SRI se pospongan³⁰. Para mayo de 2020 se lanzó el programa *Reactive Turismo*, impulsado por el Gobierno Nacional, para dinamizar el sector a través de protocolos de bioseguridad, acceso a financiamiento y apertura de los destinos turísticos. Los créditos van desde USD 500 hasta USD 30.000 para micro empresas, USD 300.000 para pequeñas y USD 500.000 para medianas. La tasa de interés llega hasta el 5% y el plazo es de treinta y seis meses con seis meses de gracia³¹. De la misma manera, el Ministerio de Turismo lanzó la campaña *Te Prometo Ecuador* que busca incentivar a los viajeros a recorrer el país y visitar los diferentes atractivos turísticos³².

30 El Universo (2020, mayo). Coronavirus frenó al turismo cuyos ingresos caerán un 70% en Ecuador durante el 2020.

<https://www.eluniverso.com/noticias/2020/05/10/nota/7836018/turismo-galapagos-ecuador-covid-19>

31 El Comercio (2020, mayo). Ministerio de Turismo firmó convenios para generar créditos que reactiven al sector. <https://www.elcomercio.com/tendencias/ministerio-turismo-convenios-creditos-economia.html>

32 Ministerio de Turismo. (2020). El presidente Moreno promueve la reactivación del sector turístico. <https://www.turismo.gob.ec/el-presidente-moreno-promueve-la-reactivacion-del-sector-turistico/>

PERFIL INTERNO

GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Primer Programa de Papel Comercial de PANAKRUZ S.A. como empresa dedicada a actividades de agencias de viajes dedicadas principalmente a vender servicios de viajes, de viajes organizados, de transporte y de alojamiento, al por mayor o al por menor, al público en general y a clientes comerciales, a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo de la solvencia, procesos y calidad de cada uno de los elementos que forman parte del entorno, de la compañía en sí misma y del instrumento analizado.

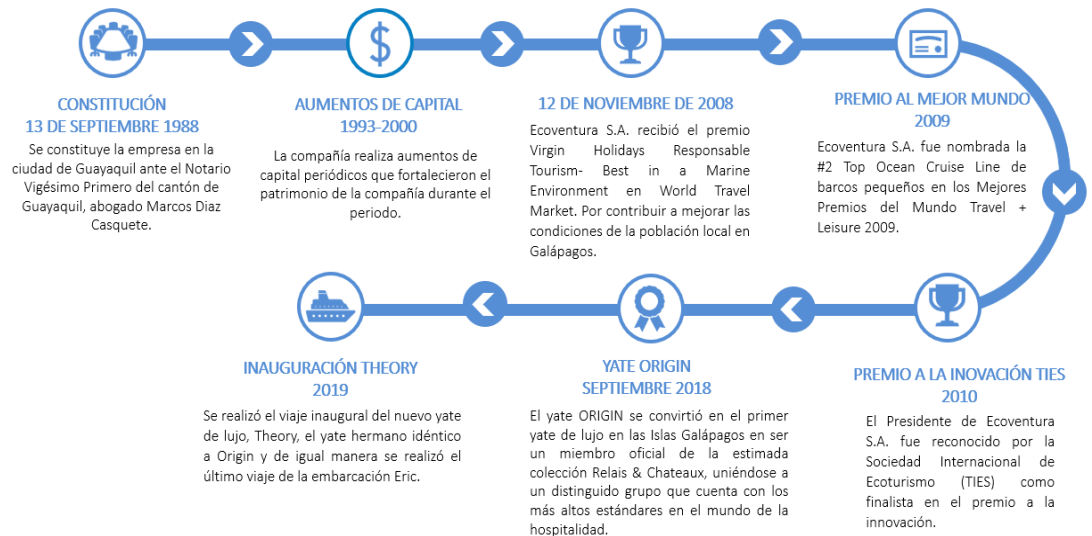


Gráfico 7: Historia de la compañía

Fuente: PANAKRUZ S.A.; Elaboración: GlobalRatings

A la fecha del presente informe, la compañía cuenta con un capital social de USD 188.121,84 con acciones ordinarias y nominativas de USD 0,04 cada una. En lo que respecta al compromiso de los accionistas, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que éstos están comprometidos dado a que el mayor accionista se desempeña como Presidente, por lo que es posible colegir que éste tiene como principal labor la administración general de la empresa, lo que evidentemente acentúa su compromiso.

PANAKRUZ S.A.	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Ecoventura S.A.	Ecuador	0,04	0,00%
Opergal S.A.	Ecuador	188.121,80	100,00%
Total		188.121,84	100,00%
ECOVENTURA S.A.	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Opergal S.A.	Ecuador	161.800,40	100,00%
Selvaventura S.A.	Ecuador	0,04	0,00%
Total		161.800,44	100,00%
SELVAVENTURA S.A.	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Ecoventura S.A.	Ecuador	0,04	0,00%
Opergal S.A.	Ecuador	799,96	100,00%
Total		800	100,00%
OPERGAL S.A.	NACIONALIDAD	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Dunn Suarez Alex Santiago	Ecuador	10.260,00	95,00%
Plaza Rosales Daniel Benjamín	Ecuador	540	5,00%
Total		10.800,00	100,00%

Tabla 11: Estructura accionarial hasta la persona natural.

Fuente: SCVS; Elaboración: GlobalRatings

Concluyendo que los principales accionistas de la empresa PANAKRUZ S.A. son los señores Dunn Suarez Alex Santiago y Plaza Rosales Daniel Benjamín.

PANAKRUZ S.A. no mantiene capital en otras sociedades a la fecha del presente informe.

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, según lo establecido en el Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera se detalla las compañías que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración. Las personas naturales que en definitiva conforman la compañía se muestran con amplia trayectoria empresarial, evidenciada a través de las numerosas compañías que administran y/o son dueñas.

COMPAÑÍAS RELACIONADAS	VINCULADO	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Gabimo S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago Plaza Rosales Daniel Benjamín	Administración	Activa
Agensitur S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago	Administración/ Accionariado	Activa
Original Ecuador Oritecua Cía. Ltda.	Dunn Suarez Alex Santiago	Administración/ Accionariado	Activa
Opergal S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago Plaza Rosales Daniel Benjamín	Administración/ Accionariado	Activa
Filibon S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago Plaza Rosales Daniel Benjamín	Administración	Activa
Ecoventura S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago Plaza Rosales Daniel Benjamín	Administración	Activa
Turismo Amonra S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago Plaza Rosales Daniel Benjamín	Administración	Activa
Panakruz S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago Plaza Rosales Daniel Benjamín	Administración	Activa
Uropisa S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago Plaza Rosales Daniel Benjamín	Administración	Activa
Benecos S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago	Administración	Activa
Latinprogress S.A.	Plaza Rosales Daniel Benjamín	Administración/ Accionariado	Activa
Does S.A.	Plaza Rosales Daniel Benjamín	Administración/ Accionariado	Activa
Selvaventura S.A.	Plaza Rosales Daniel Benjamín	Administración	Activa
Consultores BPO Cía. Ltda.	Plaza Rosales Daniel Benjamín	Administración/ Accionariado	Disolución
Paseos Turísticos Patricia Patur S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago	Administración	RL
Demandas Ecuador Demandasec S.A.	Plaza Rosales Daniel Benjamín	Administración/ Accionariado	Activa
Situr Club de Viajes CLUBSITUR S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago	Administración	Activa
Airecuador S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago	Accionariado	Cancelación de la Inscripción
Alexsant S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago	Accionariado	Activa
Servicios y Negocios Pufinus S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago	Accionariado	Activa
Cash Factor S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago Plaza Rosales Daniel Benjamín	Accionariado	Activa
Scoty S.A.	Plaza Rosales Daniel Benjamín	Accionariado	Activa
Kanchang S.A.	Plaza Rosales Daniel Benjamín	Accionariado	Liquidación
Inversancarlos S.A.	Plaza Rosales Daniel Benjamín	Accionariado	Activa
Corporación Tequilala S.A.	Plaza Rosales Daniel Benjamín	Accionariado	Activa
Airgalapagos S.A.	Dunn Suarez Alex Santiago	Accionariado	Cancelación de la Inscripción
Soul Search Publications S.A.	Plaza Rosales Daniel Benjamín	Accionariado	Liquidación

Tabla 12: Compañías relacionadas por administración y/o accionariado
Fuente: SCVS; **Elaboración:** GlobalRatings

La compañía será representada legal, judicial y extrajudicial de forma individual por el Presidente, en el giro normal de los negocios. En caso de falta, ausencia o impedimento para actuar el Presidente será reemplazado por el Vicepresidente que tendrá las mismas facultades que el reemplazo. La compañía se gobernará mediante la Junta General de Accionistas, que es el organismo Supremo de la Compañía; y se administrará por el Presidente, Vicepresidente y Gerentes.

A la fecha del presente informe, PANAKRUZ S.A. no tiene implementados lineamientos de Gobierno Corporativo, Directorio ni departamento de Control Interno; sin embargo, la compañía opera en función de su administración, la cual mantiene reuniones frecuentes con el personal de la compañía. En estas reuniones continuas se analiza la situación de la empresa en cuanto a presupuestos, productividad, planificación, implementación de estrategias, retroalimentación y demás indicadores de relevancia del negocio.

La administración de la empresa está a cargo de funcionarios que poseen amplia experiencia y competencias adecuadas en relación con sus cargos. Además, en algunos casos, el tiempo que llevan trabajado para la empresa ha generado una sinergia de trabajo. PANAKRUZ S.A. cuenta con 24 trabajadores de los cuales 8 se encuentran en el área administrativa y los 16 restantes son operativos.

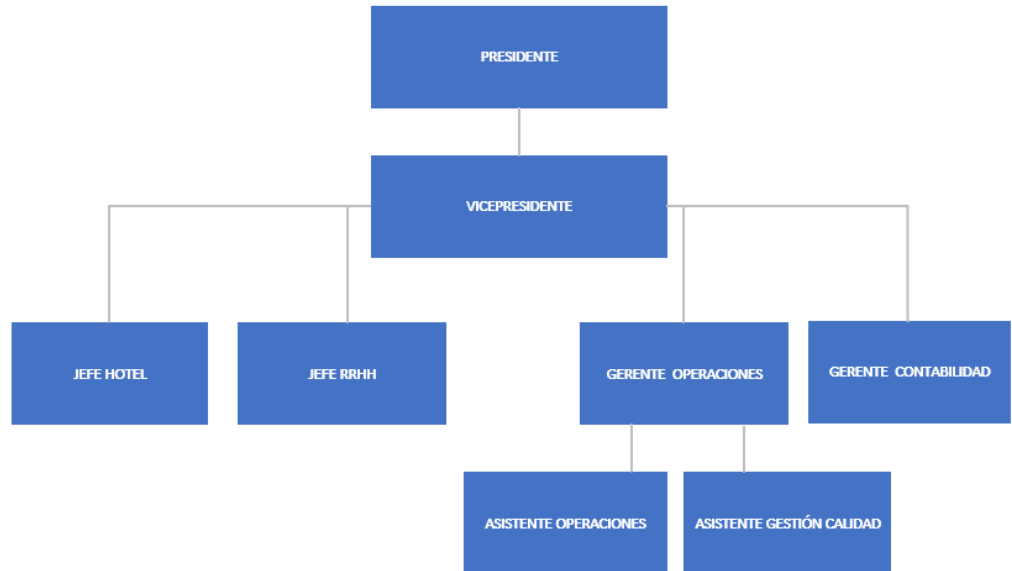


Gráfico 8: Organigrama

Fuente: PANAKRUZ S.A.; Elaboración: GlobalRatings

PANAKRUZ S.A. cuenta con la licencia de Microsoft Dynamics SL 2016 - Business Essentials, el cual controla y administra la contabilidad, cuentas por pagar, compras, cuentas por cobrar e inventario y el cual se respalda automáticamente todos los días a través de un servidor local que a su vez genera una imagen de respaldo en otro disco.

Con todo lo expuesto anteriormente, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. sustenta que se da cumplimiento a la norma estipulada en los Literales e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3 y 4, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera respecto del comportamiento de los órganos administrativos. Es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que la compañía mantiene una adecuada estructura administrativa y gerencial, que se desarrolla a través de adecuados sistemas de administración y planificación que se han afirmado en el tiempo.



Gráfico 9: Planificación estratégica

Fuente: PANAKRUZ S.A.; Elaboración: GlobalRatings

La compañía forma parte del holding OPERGAL S.A., su marca comercial es ECOVENTURA S.A. con la cual se encarga de la promoción y venta de los servicios de, PANAKRUZ S.A. Por esto cabe destacar que el grupo ha recibido diferentes reconocimientos y certificaciones como:

- Premio al Mejor Mundo: Ecoventura S.A. ha sido nombrado la #2 Top Ocean Cruise Line de barcos pequeños en los Mejores Premios del Mundo Travel + Leisure 2017.
- Premio al Mejor Mundo: Ecoventura S.A. ha sido nombrado la #2 Top Ocean Cruise Line de barcos pequeños en los Mejores Premios del Mundo Travel + Leisure 2009.
- Premio World Saber: Ecoventura fue galardonada con el 3er premio Anual Worlds Savers de Conde Nast Travel en la categoría de Mejor Línea de Cruceros en General en el 2009
- Premio a la innovación TIES: en 2010, el Presidente de Ecoventura S.A. fue reconocido por la Sociedad Internacional de Ecoturismo (TIES) como finalista en el premio a la innovación.
- Conde Nast Traveler: Ecoventura S.A. apareció en la edición de septiembre de Conde Nast Traveler y en la tercera entrega anual del premio Conde Nast World Saber 2009 como la mejor línea de cruceros.
- Premios de Turismo Responsable: Ecoventura ha ganado en la categoría mejor en un entorno marino en los premios Virgin Holidays Responsible Tourism Awards organizados por responsabletravel.com.
- Lo mejor en un ambiente marino: el 12 de noviembre de 2008, Ecoventura recibió el premio Virgin Holidays Responsible Tourism- Best in a Marine Environment en World Travel Market Ecoventura contribuye a mejorar las condiciones de la población local en Galápagos y se encuentra entre los primeros.
- La Rainforest Alliance: en 2005 fue un gran compromiso porque agregó costos considerables a la operación para así reducir el impacto de la operación en el medio ambiente

Además, presenta certificado de cumplimiento del Gobierno Autónomo Descentralizado Municipal del Cantón San Cristóbal Dirección de Gestión Ambiental, Reciclaje de aceite usado en la Isla San Cristóbal, Sparten del Ecuador Productos Químicos S.A. y por la dirección del Parque Nacional Galápagos.

El Emisor se encuentra regulado por el Servicio de Rentas Internas, Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, Ministerio de Salud Pública del Ecuador, Ministerio de Relaciones Laborales, el Consejo de Gobierno de Régimen Especial de Galápagos, Subsecretaría de Puerto Marítimo y Fluvial, Ministerio del Ambiente, Capitanías de Puerto de Guayaquil, Baltra y Puerto Baquerizo Moreno, entre otros, los mismos que se encuentran definidos por diferentes entes gubernamentales, vigilando el cumplimiento de las distintas normas y procesos.

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, con el Servicio de Rentas Internas y un certificado del Buró de Crédito, evidenciando que la compañía se encuentra al día con las entidades financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. La compañía registra obligaciones patronales en mora con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social por un valor de USD 13.860,22. Cabe mencionar que a la fecha la compañía no mantiene juicios laborales, evidenciando que bajo un orden de prelación la compañía no tiene compromisos pendientes que podrían afectar los pagos del instrumento en caso de quiebra o liquidación, dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

NEGOCIO

La compañía forma parte del holding OPERGAL S.A. que posee diferentes compañías, dedicadas a diferentes actividades en el sector turístico. El grupo posee cuatro embarcaciones, cada embarcación es manejada por una compañía diferente del grupo, dentro de la cual PANAKRUZ S.A. es encargada de la administración y el manejo de la embarcación THEORY, para realizar el transporte marítimo de pasajeros al parque nacional Galápagos. Los servicios del yate THEORY, junto con otros yates de las compañías relacionadas, se promocionan bajo la marca Ecoventura.

El yate THEORY ofrece un crucero de lujo que brinda el servicio de alojamiento, transporte, alimentos y excursiones a las Islas Galápagos. El yate posee espacios elegantes y modernos, permitiendo a sus huéspedes sentirse a gusto. Por otra parte el yate posee 10 habitaciones de lujo todas ubicadas en la cubierta principal,

cada una de ellas tiene un baño privado, vista despejada del océano con grandes ventanales, fina ropa de cama, controles de clima y almohadas suaves de espuma de memoria.

Además de las cabinas, el yate THEORY cuenta con áreas sociales interiores que incluyen un cómodo salón para charlas nocturnas y conferencias de enriquecimiento ofrecidas por los naturalistas o para ver documentales. Cuenta con una acogedora biblioteca con publicaciones sobre las Galápagos y Charles Darwin. La boutique a bordo ofrece artesanías locales de alta calidad, artículos diversos y artículos de regalo.

Las atenciones que brinda PANAKRUZ S.A. son: exploración en tierra, con caminatas guiadas a lo largo de playas vírgenes, caminatas en lava volcánica y túneles o vegetación exuberante, además, los clientes pueden observar la vida marina de Galápagos en excursiones en Zodiac (bote con fondo de vidrio), snorkeling, paddle o kayak. Esta embarcación tiene una capacidad para 20 pasajeros y 13 tripulantes

La embarcación sale de la Isla San Cristóbal los domingos con una duración de 7 noches de hospedaje, durante su estadía los clientes obtienen una alimentación variada, bebidas no alcohólicas y alcohólicas, excursiones con guías experimentados y equipamiento para realizar deportes de aventura. Además, obtienen traslado entre islas y al aeropuerto.

Es importante destacar que la empresa PANAKRUZ S.A. mantiene asociaciones comerciales con:

- TRAVELLER MADE: comunidad en red de diseñadores de viajes dedicados a ofrecer únicos y exclusivos a para los viajeros que buscan experiencias diferentes y originales, que requieren asesores expertos y capacitados que se comprometan a brindar un servicio completo a sus clientes
- IGTOA: Galápagos Network es miembro fundador de la Asociación Internacional de Operadores de Turismo de Galápagos, asociación sin fine de lucro de compañías de viajes y organizaciones de conservación que buscan una protección duradera de las Islas Galápagos.
- Asociación de comercio de viajes de aventura: Adventure Travel Trade Association (ATTA) es una organización de membresía global y hogar de una comunidad próspera de más de 700 empresas, destinos y medios responsables y rentables que transforman loa clientes y las empresas en defensores de la sostenibilidad y la justicia en todo el mundo.
- PURE: es un evento comercial solo por invitación que se celebra anualmente, la cual está conformada por compañía pequeñas que ofrecen exclusividad y atención individual a los huéspedes.
- La Sociedad Internacional de Ecoturismo: Ecoventura es una red global de profesionales de la industria, instituciones e individuos que ayudan a integrar los principales ambientales y socialmente responsables.
- Sustainable Travel: organización sin fines de lucro dedicada a brindar servicios de educación y divulgación que ayudan a los viajeros, proveedores a apoyar la conservación del medio ambiente.
- La Asociación de Latinoamericana de Viajes: ayuda a mejorar la conciencia pública sobre América Latina como destino turístico.
- Emotions: es una invitación a descubrir y dar visibilidad a experiencias auténticas en América Latina.

POLÍTICAS PRINCIPALES

Con el objetivo de disminuir el riesgo de pérdida en sus operaciones, la compañía contrata pólizas de seguro sobre sus activos. PANAKRUZ S.A. mantiene una póliza de seguros con ZURICH SEGUROS ECUADOR S.A. hasta junio 2021; en donde, los intereses asegurados son: casco, materiales, maquinarias, aparejos, equipo y materiales y todo lo relacionado a estos de acuerdo con el detalle de las embarcaciones de los diferentes buques que tiene OPERGAL S.A. que son: ERIC, LETTY, GALAPÁGOS SKY, ORIGIN Y THEORY. El valor total asegurado es de USD 5,2 millones.

Con respecto a las políticas de cuentas por cobrar, la compañía mantiene una política de cobros al contado con sus clientes. Además, al brindar servicios turísticos, el cliente debe cancelar anticipadamente una cuota

para reservar un cupo en la embarcación. Con partes relacionadas, las cuentas por cobrar no generan intereses ni cuentan con fechas específicas de pago.

Los pagos con proveedores, por lo general, son cancelados con un crédito a 30 días.

A partir del 2009, la compañía ha ido recibiendo requerimientos de sus principales comercializadores en asignar yates específicos, para que ellos puedan comercializar el nombre del yate en su portafolio de productos y no la flota como tal. En otras palabras, se comercializa el nombre del yate y no ECOVENTURA S.A. para poder segmentar el mercado y asignarlo a un yate específico de acuerdo con sus necesidades y así diferenciarse de sus competidores. De esta forma se tiene mayor flexibilidad, lo que les permite empaquetar los yates que ofrece ECOVENTURA S.A. junto con otros servicios.

Igualmente, una de las estrategias que ECOVENTURA S.A. ha implementado para mejorar su rentabilidad de PANAKRUZ S.A. y del resto de sus empresas es la comercialización directa. Para no depender únicamente de terceros como operadores turísticos internacionales, por eso la compañía tiene una agenda intensa de visitas a clientes en ferias especiales en Estados Unidos y el Reino Unido para promocionar sus servicios.

CLIENTES

Galápagos Gateway es el principal cliente de PANAKRUZ S.A., compañía americana dedicada a comercializar la flota de los cuatro yates de expedición que forman parte del grupo OPERGAL S.A. Existe una relación histórica con este cliente y su cartera no devenga interés. Al ser una compañía que ofrece servicios de turismo, sus clientes están compuestos por los viajeros que desean explorar las Islas Galápagos por lo cual no existe una concentración marcada. Las políticas de la compañía para clientes son del 100% al contado.

CADENA DE SUMINISTROS

Por otro lado, respecto a los proveedores, la compañía no mantiene una concentración importante, en donde el principal proveedor de PANAKRUZ S.A. es Analey S.A. con el 28%. Los pedidos se adaptan a las necesidades de la empresa y a los plazos de pago propuestos.

PROVEEDORES	BIEN O SERVICIO	NACIONALIDAD
Agentisur S.A.	Pasajes Aéreos	7%
Petroecuador	Combustible	6%
Analey S.A.	Viveres	28%

Tabla 13: Principales Proveedores

Fuente: PANAKRUZ S.A.; Elaboración: GlobalRatings

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

Los ingresos de la compañía provienen de la actividad turística y el transporte marítimo de pasajeros al Parque Nacional Galápagos, mediante la venta de los servicios de crucero y de los servicios del bar boutique. Entre 2017 y 2019 las ventas de PANAKRUZ S.A. mantuvieron un comportamiento creciente, pasando de USD 2,97 millones en el 2017 a USD 4,48 millones en el 2019. El incremento en ventas fue del 7,06% del 2017 al 2018 y del 40,77% del 2018 al 2019. Este incremento en ventas se dio debido a sus ventas en sus servicios de cruceros pasando de USD 3,11 millones en el 2018 a USD 4,41 millones en el 2019. Para el año 2019, se evidenció el alza en las ventas debido a la inauguración de su nuevo yate de lujo Theory, con el cual los precios de los cruceros aumentaron.

Para julio de 2020 los ingresos de la compañía reflejan el impacto en el sector del turismo, con una baja de 58,80% (-USD 1,67 millones) con respecto a julio de 2019 debido a que la compañía tuvo que paralizar sus actividades por completo durante este periodo producto de la emergencia sanitaria.

INGRESOS POR LÍNEAS DE NEGOCIO	MONTO 2019 (USD)	PARTICIPACIÓN	MONTO 2018 (USD)	PARTICIPACIÓN
Servicios de Cruceros	4.409.217	99,11%	3.114.780	99,67%
Bar Boutique	39.383	0,89%	10.422	0,33%

Total **4.448.600** **100%** **3.125.202** **100%**

Tabla 14: Composición de ventas.

Fuente: Estados Financieros Auditados 2018-2019.; **Elaboración:** GlobalRatings

Las proyecciones de ingresos estiman una disminución considerable en las ventas netas durante el 2020, con una baja del 46% debido a la paralización total de las operaciones de la compañía. Se estima que para el mes de septiembre del presente año la compañía volverá a operar al 30% de su capacidad. Este comportamiento se dará en función de las restricciones que siguen impuestas, considerando que los cruceros no operarán al 100% de ocupación, así como del deterioro en el poder adquisitivo de la población. Se estima que, en un escenario conservador, en el año 2021 los ingresos de la compañía se comenzaran a estabilizar y de abril a diciembre del 2021 la compañía ya operará al 100% y podrá volver a sus ingresos históricos.

Por su parte, el costo de ventas presentó una tendencia fluctuante entre 2017 y 2019, con una disminución de 13,83% entre 2017 y 2018, y un incremento de 41,07% para 2019, totalizando un monto de USD 2,85 millones al cierre del periodo. Por lo tanto, la participación del costo de ventas pasó de representar el 78,82% de las ventas en 2017 a representar el 63,44% de las ventas en 2018 y el 63,58% de las ventas al cierre de 2019. El costo de ventas está compuesto principalmente por el costo de consumo de víveres, el costo de combustibles y lubricantes, el costo de los honorarios profesionales y para el 2019 el costo de mantenimiento y reparaciones. Para el año 2018, el costo de ventas disminuyó significativamente debido a la venta de la nave Eric, lo cual redujo varios costos, así como la disminución en el precio del combustible. En el comparativo interanual se evidencia un comportamiento similar al de las ventas, con una caída de USD 729,27 mil, sin embargo su participación sobre las ventas alcanzó el 74,31% de las ventas. En función de lo anterior, y bajo un escenario estresado, se estima que durante el periodo de vigencia de la emisión el costo de ventas presentará una participación promedio de 66% sobre los ingresos por ventas.

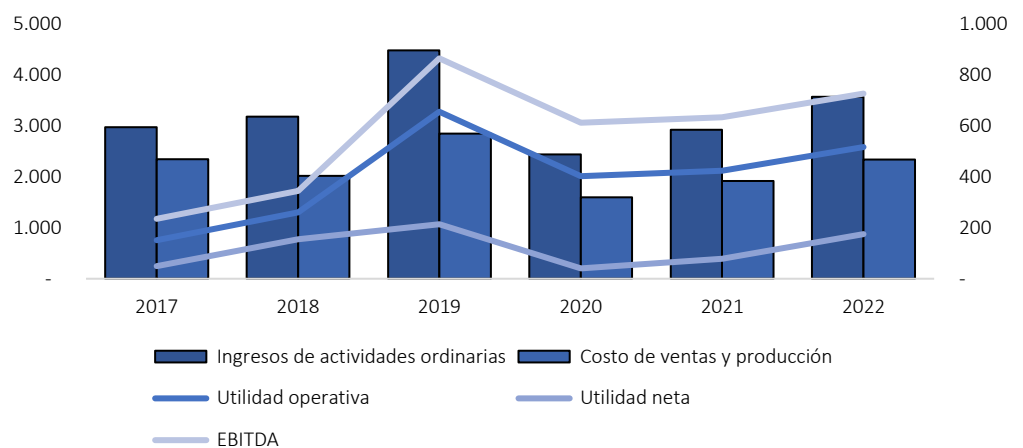


Gráfico 10: Estado de Resultados.

Fuente: PANAKRUZ S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

Como consecuencia de la disminución en la participación del costo de ventas, el margen bruto pasó de representar el 21,18% de las ventas en 2017 a 36,42% en 2019, y a el 25,69% de las ventas a julio de 2020.

Al cierre de 2018 la compañía presentó un alza en su estructura operativa, con un incremento en los gastos operacionales, que pasaron de USD 478,36 mil en el 2017 a USD 902,15 mil en el 2018 y en su peso relativo dentro de las ventas, que pasó de 16,10% a 28,36% debido a mayores gastos por impuestos, sueldos y beneficios, honorarios profesionales y gastos de transporte. Estos gastos mantuvieron la tendencia creciente para el 2019, alcanzando los USD 976,16 mil debido a mayores gastos de depreciación y amortización. Para julio de 2020 se evidenció una disminución de 52,47% con respecto a julio 2019 impulsada por recortes en gastos tomados debido a la emergencia sanitaria como reducción de sueldos al personal de la compañía y de igual manera por la menor actividad registrada durante el periodo. No obstante, la estructura operacional creció en términos relativos, al representar el 14,16% de las ventas en julio de 2020 (12,28% en julio 2019).

Debido al comportamiento del margen bruto y de los gastos operacionales, la utilidad operativa presentó un incremento de 72,70% entre 2017 y 2018 y del 151% al cierre de 2019. Para julio de 2020, la utilidad operativa disminuyó en 84,91% (-USD 759,91 mil), fruto principalmente de la baja en el margen bruto. Las proyecciones evidencian que la utilidad operativa presentará un comportamiento creciente durante el periodo de vigencia de la emisión pero no llegará a valores como los del año 2019. Con respecto al EBITDA, este fluctuó durante el periodo en respuesta a la variación de la utilidad operativa, presentando perspectivas favorables desde 2020 hasta 2022.

PANAKRUZ S.A. a la fecha incluye dentro de sus fuentes de financiamiento únicamente a la Corporación Financiera Nacional, por lo cual los gastos financieros dependen de las obligaciones financieras adquiridas con esta entidad. Estos mantuvieron una tendencia fluctuante durante el periodo, en función de la cancelación de la emisión de obligaciones en el año 2017 y la aprobación del préstamo con la CFN en el año 2018. Se prevé un incremento en los gastos financieros a finales del 2020 debido a la emisión del presente Programa de Papel Comercial y una reducción paulatina hasta el año 2022, manteniendo el comportamiento histórico.

La utilidad neta del periodo es coherente con el incremento en la utilidad operativa. La compañía registró resultados consistentemente positivos, que responden de manera favorable a la gestión operativa. Para el 2020, se estima una disminución a la utilidad neta, atado a las condiciones del mercado y la disminución en las ventas con una recuperación para el año siguiente, comportamiento que se estima se mantendrá durante el periodo de vigencia de la presente Emisión.

CALIDAD DE ACTIVOS

Debido al giro de negocio de la compañía y las características de la actividad comercial, el grueso de los activos se concentra en el largo plazo, con una participación en promedio de 68,56% del activo no corriente sobre el activo total. Las principales cuentas dentro del activo son los activos fijos correspondientes a la nave en donde se brindan las expediciones y servicios, el activo intangible que incluye los cupos autorizados que mantiene la compañía para realizar las actividades de turismo en las Islas Galápagos bajo las respectivas normas legales y las cuentas por cobrar relacionadas, que al 2019 incluye saldos pendientes de cobro a su relacionada Selvaventura.

Entre 2017 y 2019 el activo de la compañía presentó una tendencia creciente, y pasó de USD 5,03 millones a USD 8,03 millones, con un crecimiento de 59,58% durante el periodo analizado. Para julio de 2020 los activos totales presentaron una disminución con respecto a julio de 2019 y un crecimiento con respecto al cierre del 2019, totalizando un monto de USD 8,22 millones. Los niveles de rotación del activo reflejaron un deterioro a partir de 2019, repercutiendo en la menor generación de ingresos antes descrita. Se estima una mejora en los niveles de eficiencia del activo según la recuperación del negocio en periodos posteriores.

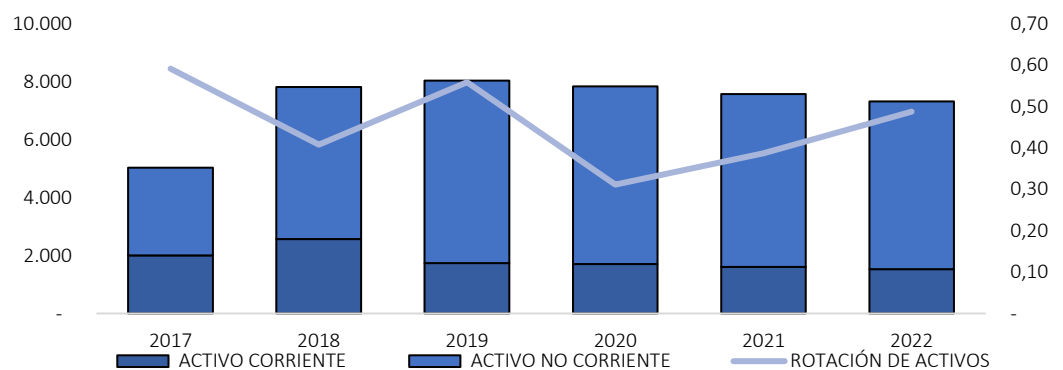


Gráfico 11: Evolución del activo.
Fuente: PANAKRUZ S.A.; ELABORACIÓN: GlobalRatings

Históricamente del 2017 al 2019 la compañía no registra valores de cuentas por cobrar comerciales, debido a que las ventas se las realiza a clientes individuales y con políticas de contado. Sin embargo, para julio 2020 se evidencia un valor por USD 115 mil a Galápagos Network, la empresa encargada de comercializar sus tours y paquetes turísticos. Con relación a las cuentas por cobrar con compañías relacionadas, PANAKRUZ S.A. no mantiene políticas definidas y estas son producto de la operatividad de las compañías y la transaccionalidad de las operaciones entre el grupo OPERGAL. Es por lo que, este monto a diciembre 2019 mantiene un valor por USD 1,46 millones, monto que se espera irá disminuyendo en los próximos años.

Con relación a los inventarios de la compañía, este rubro incluye principalmente víveres frescos y secos para el consumo y atención de los clientes a bordo durante los cruceros y al 31 de diciembre del 2019 se registró un monto de USD 59 mil. Otro de los rubros importantes es el del activo intangible, que corresponde a los cupos autorizados que tiene la compañía para realizar las actividades turísticas de transporte de pasajeros en las Islas Galápagos bajo las normas de control. Este cupo está registrada a su valor de mercado determinado por la Administración en años anteriores y es renovado anualmente por un monto de USD 960 mil. Por su parte, la propiedad planta y equipo de la compañía mantuvo una tendencia creciente entre 2017 y 2019, efecto de la construcción de la nueva nave THEORY, pasando de USD 1,61 millones en el 2017 a USD 5,33 millones en el 2019 y USD 5,22 millones en julio 2020. Las proyecciones del Estados de Situación Financiera para los años 2020 a 2022 no contemplan inversiones adicionales en propiedad, planta y equipo, por lo cual se prevé que el nivel de rotación del activo fijo incremente durante el periodo de vigencia de la Emisión.

ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

El pasivo total de la compañía mantuvo una tendencia creciente del 2017 al 2019 pasando de USD 1,8 millones a USD 5,92 millones en el 2019, un crecimiento total del 229% durante el periodo analizado (+4,12 millones). Históricamente, la compañía ha fondeado sus actividades en mayor medida mediante recursos de terceros que mediante recursos propios; para diciembre de 2019 el pasivo representó el 73,72% del activo total, porcentaje que se mantuvo estable para julio de 2020. Se prevé que durante el periodo de vigencia de la presente Emisión, la compañía disminuya su porcentaje de pasivos sobre activos a medida que disminuya su deuda con costo. Las principales fuentes de financiamiento para la compañía son los préstamos con entidades financieras locales, el crédito otorgado por los proveedores y los anticipos de clientes que juntos representaron el 92,58% del pasivo total a diciembre 2019. Durante el periodo analizado, el pasivo total se concentró en el largo plazo, con una participación promedio de 63,04% del pasivo no corriente sobre el pasivo total.

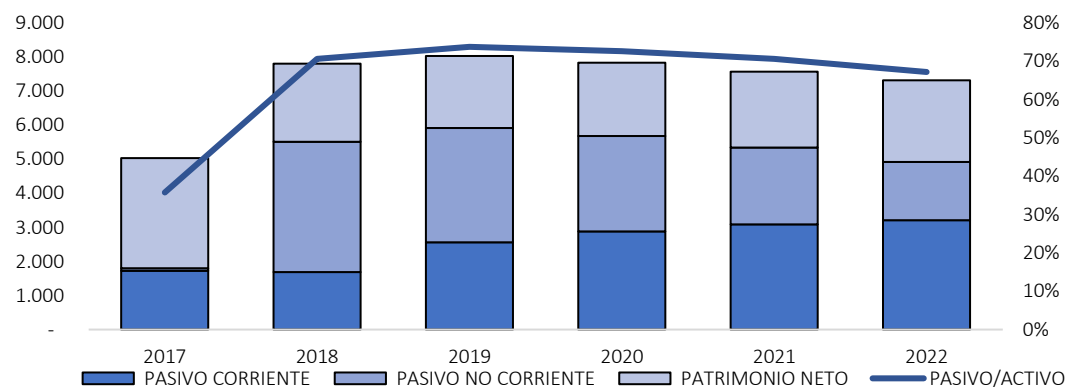


Gráfico 12: Estructura de financiamiento (miles USD).
Fuente: PANAKRUZ S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Entre 2017 y 2018 el pasivo total incrementó en 206,63%, en respuesta a la contratación de la obligación financiera con la CFN. Al cierre de 2019, el pasivo total incrementó en USD 404,64 mil principalmente a causa del alza en las obligaciones financieras de corto plazo y en función al incremento en el rubro de anticipo de clientes. Entre diciembre de 2019 y julio de 2020 el pasivo total aumentó en USD 263,37 mil evidenciando un menor financiamiento de corto plazo y un incremento en el rubro de anticipo de clientes de largo plazo.

Las obligaciones financieras de la compañía provienen principalmente de préstamos otorgados por la Corporación Financiera Nacional con un vencimiento mensual hasta el año 2026, por un crédito de USD 3,7 millones con una tasa de interés del 9,44%. La deuda bancaria se redujo debido a la amortización normal de la misma y a diciembre 2019 alcanzó un valor de USD 611 mil en el corto plazo y de USD 3,3 millones en el largo plazo. En cuanto a las obligaciones con el Mercado de Valores, la compañía mantuvo valores de su Primera Emisión de Obligaciones hasta el año 2017 y posterior la compañía no mantuvo instrumentos vigentes.

INSTITUCIÓN FINANCIERA	2019	2018
Préstamo CFN.	3.737.000	3.737.000
Prestamos locales	75.000	140.891
Intereses CFN por pagar	102.301	35.112
Total	3.914.301	3.913.003

Tabla 15: Fuentes de financiamiento (USD).

Fuente: PANAKRUZ S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Las cuentas por pagar comerciales mantuvieron un comportamiento fluctuante durante el periodo analizado, y pasaron de USD 282 mil en 2017 a USD 310 mil en 2019 y a USD 180,59 mil en julio de 2020, evidenciando una menor estrategia de apalancamiento operativo debido a la paralización de actividades para este periodo. La mayor parte de las cuentas por pagar se concentran en importes pendientes de pago a los proveedores de bienes y servicios que tiene la compañía. Los días promedio de pago a proveedores incrementaron de 43 en 2017 a 116 días en 2018 y una posterior disminución a 39 días en 2019, presentando una brecha con respecto a los días de cobro de cartera, reflejando un calce adecuado de flujos. Esta situación se mantuvo por julio de 2020 y se espera que el adecuado calce de los flujos se mantenga hasta 2022.

Por otro lado, el patrimonio de la compañía pasó de financiar el 64,24% de los activos en 2017 a financiar el 26,24% de los activos en 2019 y el 24,80% de los activos para julio de 2020. Este mantuvo un comportamiento decreciente durante el periodo, al pasar de USD 3,23 millones en 2017 a USD 2,04 millones para julio 2020. Entre 2017 y 2018, el patrimonio disminuyó en USD 938,77 mil (-29,06%), fruto de la venta de propiedad revaluada, de un incremento en la reserva legal, un incremento en los resultados acumulados y un incremento en los resultados del ejercicio. A finales del 2019, el patrimonio mantuvo la tendencia decreciente, con una disminución del 8,12% (-USD 186,18 mil) fruto de una distribución de dividendos por un valor de USD 400 mil.

El patrimonio está conformado principalmente por los resultados acumulados por adopción NIIF (60,71% a diciembre 2019), el capital social (8,93% a diciembre 2019) y los resultados acumulados de la compañía (15,71% a diciembre 2019). Al 30 de julio de 2020 el capital social de la compañía alcanzó un valor de USD 188,12 mil y representó el 9,23% del patrimonio total.

Para periodos futuros, se estima que el patrimonio se fortalecerá mediante los resultados del ejercicio y los resultados acumulados que se presentan crecientes para las proyecciones de 2020 a 2022.

PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe PANAKRUZ S.A. no mantiene vigentes ningún instrumento en el Mercado de Valores. La presencia bursátil que ha mantenido la empresa se detalla a continuación:

PRESENCIA BURSÁTIL	AÑO	APROBACIÓN	MONTO (USD)	ESTADO
Primera Emisión de Obligaciones	2014	SC-INMV-DNAR-14-5132	1.500.000	Cancelada

Tabla 16: Presencia Bursátil

Fuente: SCVS; Elaboración: Global Ratings

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que han presentado los instrumentos que ha mantenido PANAKRUZ S.A. en circulación en el Mercado de Valores.

LIQUIDEZ DE PRESENCIA BURSÁTIL	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO (USD)
--------------------------------	-----------------	-------------------------	----------------------

Primera Emisión de Obligaciones	1	5	1.500.000
---------------------------------	---	---	-----------

Tabla 17: Liquidez de presencia bursátil

Fuente: SCVS; **Elaboración:** Global Ratings

En función de lo antes mencionado, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. da cumplimiento a lo estipulado en el Literal f, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II y en el Numeral 5, Artículo 11, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

INSTRUMENTO

El día 15 de julio del 2020, en el cantón de Samborondón, provincia del Guayas, en el local social de la compañía PANAKRUZ S.A., se llevó a cabo la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas, con la finalidad de “conocer y resolver respecto del Primer Programa de Papel Comercial de la empresa y las características de este”. En dicha Junta se aprobó la ejecución del Primer Programa de Papel Comercial de la compañía por la suma de hasta USD 1.000.000.

PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL

Monto de la emisión	USD 1.000.000,00					
Unidad monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América					
Características	CLASE	MONTO (USD)	PLAZO INSTRUMENTO	PLAZO EMISIÓN	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL
	A	1.000.000,00	720 días	360 días	Cero cupón	Vencimiento
Tipo de emisión	Emisión de Obligaciones a Corto Plazo (Papel Comercial)					
Garantía	Garantía General de acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores					
Garantía Específica	Consistente en la fianza solidaria otorgada por la compañía TURISMO AMONRA S.A. la misma que servirá para garantizar el pago de las obligaciones de PANAKRUZ S.A.					
Destino de los recursos	Los recursos captados servirán en un 100% para financiar capital de trabajo de la empresa: pago de pasivos de corto y/o largo plazo o vinculados, adquisición de inventario y activos propios del giro de negocio de la empresa.					
Valor nominal	USD 1.00					
Base de cálculos de intereses	Cero Cupón					
Sistema de colocación	Se negociará a través del mercado bursátil hasta por el monto de la emisión					
Rescates anticipados	La presente Emisión de Papel Comercial no contempla sistema de sorteos ni rescates anticipados.					
Underwriting	La presente emisión no contempla un contrato de underwriting.					
Estructurador financiero y agente colocador	Casa de Valores ADVFIN S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representante de obligacionistas	Estudio Jurídico PANDZIC & AZOCIADOS S. A.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> ■ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores. ■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 					
Límite de endeudamiento	La compañía PANAKRUZ S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de esta Emisión un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago e intereses equivalente hasta el 80% de los Activos de la empresa					

Tabla 16: Características del instrumento

Fuente: PANAKRUZ S.A.; **Elaboración:** GlobalRatings

Al ser la calificación inicial del instrumento, el cumplimiento de los resguardos y compromisos adicionales se verificará en revisiones posteriores.

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. verificó que el contrato de Emisión no presenta inconsistencias desde el punto de vista legal. Al ser la calificación inicial todavía no se cuenta con información necesaria para evaluar la liquidez de los títulos a emitirse, misma que se analizará en las revisiones de la presente calificación.

La Garantía Específica consiste en una Fianza Solidaria otorgada por la compañía Turismo Amonra S.A. para garantizar el pago a los obligacionistas de Papel Comercial, lo que conlleva a analizar la posición financiera de dicha compañía. Turismo Amonra S.A. a junio de 2020 contó con un monto de activos totales de USD 7,07 millones compuestos por activos fijos en un 32,79% y cuentas por cobrar relacionadas en un 38,14%; pasivos por un monto de USD 2,5 millones (obligaciones en el Mercado de Valores 11,88% y anticipos de clientes 44,93%) y un monto de patrimonio neto de USD 4,57 millones.

En dicho periodo alcanzó un monto de ventas de USD 510,71 mil y una pérdida neta de USD 374,94 mil. De los USD 7,07 millones que conformaron el total de activos de la compañía, mantienen un monto de activos menos deducciones de USD 5,42 millones a junio de 2020, con lo que ofrece una cobertura de 5,42 veces sobre el monto del presente Programa de Papel Comercial. Asimismo, la última calificación del instrumento de Turismo Amonra S.A. vigente en el Mercado de Valores mantiene una calificación de AA, lo que demuestra la capacidad del Garante para hacer frente a las obligaciones emanadas de la presente emisión en el caso de ser ejecutada la garantía específica.

MONTO MÁXIMO DE LA EMISIÓN

La presente Emisión de Obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Al 31 de julio de 2020, la compañía posee un total de activos de USD 8,22 millones, de los cuales USD 2,99 millones son activos menos deducciones.

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. verificó la información del certificado de activos menos deducciones de la empresa, con información financiera cortada al 31 julio de 2020, dando cumplimiento a lo que estipula el Artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que señala que el monto máximo de las emisiones amparadas con Garantía General no podrán exceder el 80,00% del total de activos menos deducciones, esto es: "Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de las emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias".

MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN	jul-20
Activo Total (USD)	8.220.750
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	
(-) Activos gravados.	5.190.462
Inventarios	
Embarcaciones	5.190.462
Terrenos	
(-) Activos en litigio	33.674
(-) Monto de las impugnaciones tributarias.	
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros.	
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados.	
(-) Saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores.	
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social.	
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculados con el emisor.	
Total activos menos deducciones	2.996.614
Monto Máximo a Emitir	2.397.291

Tabla 17: Monto Máximo de la Emisión (USD).
Fuente: PANAKRUZ S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de julio de 2020, presentó un monto de activos menos deducciones de USD 2,99 millones, siendo el monto máximo permitido de emisión la suma de USD 2,39 millones, cumpliendo así lo determinado en la normativa.

Adicionalmente, se debe mencionar que, al 31 de julio de 2020, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el total de activos menos deducciones ofrece una cobertura de 0,48 veces sobre las demás obligaciones del Emisor. Dando cumplimiento al Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

Según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización y de emisión de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al 200% de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran los valores que se emitan, por lo menos en un 120% el monto excedido".

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor del Primer Programa de Papel Comercial de PANAKRUZ S.A., así como de los valores que mantiene en circulación, representa el 24,53% del 200% del patrimonio al 31 de julio de 2020 y el 49,06% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO		jul-20
Patrimonio		2.038.381
200% patrimonio		4.076.762
Saldo Titularización de Flujos en circulación		-
Saldo Emisión de Obligaciones en circulación		-
Nueva Emisión de Obligaciones		1.000.000
Total emisiones		1.000.000
Total emisiones/200% patrimonio		24,53%

Tabla 18: 200% patrimonio (USD)

Fuente: PANAKRUZ S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Adicional, es importante mencionar que PANAKRUZ S.A. mantiene una fianza solidaria en el Mercado de Valores sobre su relacionada SERVICIOS INTERNACIONALES SITUR S.A. por un monto de USD 1.276.000, saldo vigente de la emisión garantizada a la fecha de este análisis. Fianza que servirá para garantizar el pago de las obligaciones de la Primera Emisión de Obligaciones SITUR S.A. en caso de que ésta no cumpliera con su compromiso. Tomando en cuenta este valor como contingente en los flujos de PANAKRUZ S.A. esta fianza no comprometerían seriamente los flujos.

PERFIL FINANCIERO

El perfil financiero de la entidad bajo análisis, en este caso PANAKRUZ S.A., corresponde a un estudio de los estados financieros de la entidad emisora, históricos y proyectados, donde se analizan diferentes aspectos reflejados en el balance general, el estado de pérdidas y ganancias y los flujos de efectivo históricos y proyectados.

La metodología de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no considera los índices financieros de forma aislada para después entrar en algún sistema de ponderación. Por el contrario, supone que la calificación cuantitativa obtenida por una entidad responde a una acción conjunta de los indicadores que llevan a esa calificación. En este sentido, el conjunto de índices financieros reseñados y escogidos para ser estudiados, determinan una puntuación que refleja la posición relativa de la empresa frente a una muestra de entidades calificadas anteriormente por GlobalRatings lo que permite determinar un puntaje, que va de 1 para la entidad menos calificada hasta 10 para entidad más calificada. El puntaje obtenido por medio de un sistema de regresión permite cuantificar, en la medida de lo posible, las características con respecto a la capacidad del emisor para realizar, dentro de los plazos establecidos y en su totalidad, los pagos correspondientes a intereses y principal de su deuda. Con esta consideración, el análisis se centra en tres aspectos financieros principales: liquidez, endeudamiento y solvencia, y rendimiento.

Una vez determinado el puntaje reseñado, el perfil financiero se determina en una segunda fase, que analiza algunos índices que permiten conocer aspectos trascendentales como la evolución de la deuda neta, la

capacidad de pago de esa deuda con varios parámetros de medición y los márgenes de maniobra que tiene la empresa para cumplir a cabalidad con el servicio de la deuda sin menoscabar su operatividad.

PREMISAS DE PROYECCIÓN

En consideración a lo anterior, el análisis del perfil financiero contempla la proyección de situación financiera del Emisor durante el periodo de vigencia de la Emisión, que se basan en los resultados reales de la compañía y en el comportamiento histórico durante el periodo analizado. En el caso puntual de PANAKRUZ S.A. la realidad a la fecha está condicionada por la emergencia sanitaria y la consecuente paralización de actividades económicas, que restringió las actividades comerciales durante los meses de marzo, abril y mayo. Hasta julio de 2020 se refleja una contracción en las ventas, que se espera se mantendrá hasta el primer trimestre del 2021, y se verá una recuperación al finalizar el año. Por lo tanto, se prevé una caída del 46% en las ventas al cierre de 2020, con una recuperación a partir de 2021. La participación del costo de ventas en un escenario conservador se prevé en un valor de 66% sobre las ventas para el periodo de vigencia de la Emisión, con el objetivo de capturar posibles imprevistos y tomando como base el costo histórico de años anteriores. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función del comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de las Emisiones de corto y largo plazo en el Mercado de Valores, así como a la adquisición de deuda bancaria.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, se estima que la cartera se mantendrá en niveles históricos y con relación a las cuentas por cobrar relacionadas, estas presentarán una disminución paulatina del 2020 al 2022. No obstante, la recuperación en la actividad de la compañía y un financiamiento de largo plazo para atraer a los clientes podrán impulsar al alza las cuentas comerciales. Se estima que los niveles de inventarios y de propiedad, planta y equipo se mantendrán estables para los años siguientes. Se estima que la estructura del pasivo mantendrá un comportamiento similar al histórico, con una participación constante en el Mercado de Valores durante el periodo.

PREMISAS	2017	2018	2019	2020	2021	2022	CRITERIO
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	
Ingresos de actividades ordinarias	2.972	3.182	4.479	-46%	20%	22%	
Costo de ventas y producción	79%	63%	64%	66%	66%	66%	Porcentaje sobre ventas
Gasto de Ventas	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Porcentaje sobre ventas
Cuentas por Cobrar (CP)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Porcentaje sobre ventas
Cuentas por Cobrar (LP)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Porcentaje sobre ventas
Provisiones	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Porcentaje sobre C x C
Inventarios	0%	3%	2%	2%	2%	2%	Porcentaje sobre Costo Ventas
Cuentas por Pagar (CP)	12%	32%	11%	12%	14%	14%	Porcentaje sobre Costo Ventas
Cuentas por Pagar (LP)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Porcentaje sobre Costo Ventas

Tabla 19: Premisas utilizadas en la proyección de indicadores (% en función de ingresos y costo de venta).

Fuente: PANAKRUZ S.A.; Elaboración: GlobalRatings

ÍNDICES DE LIQUIDEZ, SOLVENCIA Y RENTABILIDAD

Los índices financieros seleccionados fueron determinados en base al estudio del poder explicativo de cada uno de manera independiente, y en su conjunto, sobre la capacidad financiera de la empresa en análisis. Los índices de liquidez, endeudamiento y solvencia y rendimiento se calculan para cada uno de los años que cubre el estudio, tanto históricos como proyectados.

ÍNDICES	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	1,16	1,52	0,68	0,59	0,52	0,48
Pasivos Corrientes / Pasivos Totales	0,96	0,31	0,43	0,51	0,58	0,65
Pasivos Totales / Activos Totales	0,36	0,71	0,74	0,73	0,71	0,67
Deuda Financiera / Pasivos Totales	0,16	0,71	0,66	0,76	0,70	0,65
Deuda LP / Activos Totales	-	0,48	0,41	0,35	0,29	0,23
EBITDA / Gastos Financieros	5,10	23,39	2,67	1,79	2,07	2,86
Utilidad Operacional / Ventas	0,05	0,08	0,15	0,17	0,15	0,15
Margen Bruto / Ventas	0,21	0,37	0,36	0,35	0,35	0,35
Utilidad Neta / Patrimonio	0,02	0,07	0,10	0,02	0,04	0,07

Tabla 20: Índices financieros reales y proyectados.
Fuente: PANAKRUZ S.A.; Elaboración: GlobalRatings

LIQUIDEZ

PANAKRUZ S.A. debido al giro de negocio y su concentración en los activos no corrientes producto de las embarcaciones, mantuvo un índice de liquidez inferior a la unidad a finales del año 2019. Al término de 2019 el coeficiente de liquidez fue de 0,68, con una disminución frente a 2018 producto del alza en anticipos a clientes y la disminución en las cuentas por cobrar relacionadas. No obstante, la compañía evidenció, durante todo el periodo analizado, que cuenta con la capacidad de hacer frente a sus obligaciones financieras y no financieras de corto plazo. Se estima que este comportamiento se mantenga para los años proyectados.

Durante el periodo analizado, el pasivo se concentró en el largo plazo, comportamiento que se estima cambie durante la vigencia de la emisión, con un alza en la participación del pasivo corriente sobre el pasivo total. De esta manera, es opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. que PANAKRUZ S.A. mantiene una liquidez adecuada que le permite hacer frente de manera oportuna a los vencimientos de sus obligaciones, así como a shocks externos bajo un escenario de estrés.

ENDEUDAMIENTO Y SOLVENCIA

La razón entre pasivos y activos totales demuestra que históricamente la compañía ha financiado sus actividades mediante recursos de terceros por encima de los recursos propios. Estas fuentes de fondeo se han diversificado en el transcurso de los años analizados, generando opciones más convenientes para la compañía, como es la emisión del presente Programa Papel Comercial. No obstante, la estructura de financiamiento revela que la empresa está altamente apalancada, lo cual podría representar un nivel de riesgo más elevado. Sin embargo, la compañía está respaldada por un grupo empresarial de prestigiosa trayectoria y experiencia.

La deuda financiera representó el 66% del pasivo total a diciembre de 2019, concentrada únicamente en el préstamo con la CFN. Para los años posteriores, el financiamiento mediante recursos provenientes del Mercado de Valores le permitirá a la compañía adecuar los plazos y fijar las tasas de acuerdo con su necesidad y conveniencia. Esto le permitirá reestructurar los pasivos bancarios y generar una estructura de financiamiento de menor costo. El EBITDA presentó una cobertura adecuada sobre los gastos financieros en todos los años y se estima que durante el periodo analizado el EBITDA mantendrá esta cobertura, evidenciando que la compañía cuenta con la capacidad de cubrir sus obligaciones en el corto y largo plazo.

RENTABILIDAD

PANAKRUZ S.A. ha generado resultados consistentemente positivos durante el periodo analizado, característica que se prevé se mantendrá en los próximos años. Los niveles de margen bruto se mantuvieron estables durante el periodo analizado con un valor de 36% para diciembre 2019. En un escenario conservador se prevé que el margen bruto se mantendrá en niveles del 35% entre el 2020 y 2022, que permitirá a la compañía retener una capacidad suficiente de ingresos para cubrir los gastos ordinarios de la operación y generar resultados positivos.

El margen operacional revela que la compañía ha sido eficiente para generar ganancias a partir de sus operaciones ordinarias, manteniéndose en valores positivos durante todo el periodo. Para el periodo de vigencia de la Emisión se estima que el margen operacional se mantendrá en niveles del 16%.

En cuanto al rendimiento sobre el patrimonio, esta evidencia que la compañía está en capacidad de generar retornos favorables para los inversionistas. La compañía alcanzó un ROE de 10% en 2019, que se estima disminuirá durante el periodo de vigencia de la Emisión hasta el 2022, pero se mantendrá en niveles positivos.

INDICADORES PROYECTADOS

Como se mencionó, el análisis del perfil financiero incluye, además de los índices calculados reseñados en párrafos anteriores, el estudio de otros parámetros que permiten dar una visión más global de la capacidad de pago de la empresa.

DEUDA NETA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	jul-19	jul-20
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Obligaciones con entidades financieras CP	-	176	611	551	551	551	563	980
Obligaciones emitidas CP	281	-	-	1.000	1.000	1.000	-	-
Obligaciones con entidades financieras LP	-	3.737	3.303	2.753	2.202	1.652	3.306	3.087
Obligaciones emitidas LP	-	-	-	-	-	-	-	-
Efectivo y equivalentes al efectivo	1	1	20	43	29	32	2	5
Activos financieros disponibles para la venta	-	-	-	-	-	-	-	-
	281	3.912	3.895	4.260	3.724	3.170	3.866	4.063

Tabla 21: Evolución deuda neta (miles USD).

Fuente: PANAKRUZ S.A.; Elaboración: GlobalRatings

En el cuadro se aprecia que los valores de deuda neta, es decir, los valores de la deuda con costo a los que se resta el efectivo y equivalentes de efectivo presentaron un comportamiento creciente entre 2017 y 2019 debido a los préstamos adquiridos y el bajo nivel de efectivo y equivalentes que maneja la compañía. El valor de la deuda neta se proyecta a la baja a partir del cierre de 2020, posterior a la colocación de la presente emisión de papel comercial. Lo anterior evidencia una adecuada gestión en el manejo del endeudamiento de la compañía.

INDICADORES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	jul-19	jul-20
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Deuda Neta	281	3.912	3.895	4.260	3.724	3.170	3.866	4.063
Flujo Libre de Efectivo (FLE)	861	(957)	1.115	(366)	536	553	-	-
Necesidad Operativa de Fondos	(274)	(598)	(250)	(160)	(230)	(281)	(63)	(66)
Años de Pago con EBITDA (APE)	1,2	11,3	4,5	7,0	5,9	4,4	2,5	17,5
Años de Pago con FLE (APF)	0,3	-	3,5	-	6,9	5,7	-	-
Servicio de Deuda (SD)	46	295	480	909	1.827	1.773	316	906
Razón de Cobertura de Deuda DSCRC	5,16	1,17	1,80	0,67	0,35	0,41	2,83	0,15

Tabla 22: Evolución de indicadores.

Fuente: PANAKRUZ S.A.; Elaboración: GlobalRatings

Los Estados Financieros proyectados revelan que la compañía está en capacidad de generar flujos positivos en la mayoría de los años mediante sus actividades operativas, aún bajo escenarios estresados. La necesidad operativa de fondos mostró variaciones del 2017 al 2019 en función del incremento en las cuentas por pagar para el año 2018 seguido por una disminución para el año 2019. De igual manera, la compañía estará en capacidad de cubrir sus obligaciones financiera mediante los recursos provenientes de su actividad operativa en un promedio de 6 años entre el 2020 y el 2022. Los años de pago con EBITDA disminuirán dentro de este periodo y alcanzarán los 4,4 años a finales del 2022.

La razón de cobertura de la deuda se define como la utilidad operativa más las depreciaciones y amortizaciones, dividido por el servicio de la deuda, que consiste en los pagos que deben hacerse en el año por concepto de amortizaciones de deudas financieras, junto con el gasto asociado. El cuadro demuestra que durante el periodo histórico la cobertura del servicio de la deuda fue mayor a 1, no obstante, se prevé una disminución en 2020 y para el periodo de vigencia de la Emisión.

CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN
AA+

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena 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 a la economía en general

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones de la Circular de Oferta Pública, del respectivo Contrato de Emisión y de más documentos habilitantes.

El Informe de Calificación de Riesgos del Primer Programa de Papel Comercial PANAKRUZ S.A., ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General

ANEXOS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	JULIO 2019	JULIO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
ACTIVO	5.029	7.807	8.026	7.830	7.565	7.318	9.009	8.221
ACTIVO CORRIENTE	2.004	2.567	1.733	1.706	1.608	1.529	2.631	2.045
Efectivo y equivalentes al efectivo	1	1	20	43	29	32	2	5
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados CP	1.880	2.160	1.463	1.440	1.350	1.260	1.947	1.657
Inventarios	8	53	59	32	38	46	92	-
Seguros pagados por anticipado	-	109	119	119	119	119	139	135
ACTIVO NO CORRIENTE	3.025	5.240	6.293	6.125	5.957	5.789	6.378	6.176
Propiedades, planta y equipo	1.605	4.280	5.333	5.165	4.997	4.829	5.418	5.216
Activo intangible	960	960	960	960	960	960	960	960
Activos por impuesto diferido	460	-	-	-	-	-	-	-
PASIVO	1.799	5.515	5.920	5.684	5.340	4.918	6.008	6.182
PASIVO CORRIENTE	1.728	1.690	2.561	2.876	3.083	3.212	1.651	1.623
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	282	651	310	191	268	327	407	181
Obligaciones con entidades financieras CP	-	176	611	551	551	551	563	980
Obligaciones emitidas CP	281	-	-	1.000	1.000	1.000	-	-
Anticipo de clientes CP	878	347	1.256	750	880	950	-	-
PASIVO NO CORRIENTE	70	3.825	3.358	2.808	2.257	1.707	4.357	4.560
Obligaciones con entidades financieras LP	-	3.737	3.303	2.753	2.202	1.652	3.306	3.087
Obligaciones emitidas LP	-	-	-	-	-	-	-	-
PATRIMONIO NETO	3.231	2.292	2.106	2.147	2.225	2.399	3.001	2.038
Capital suscrito o asignado	188	188	188	188	188	188	188	188
Resultados acumulados por adopción por primera vez NIIF	2.373	1.279	1.279	1.279	1.279	1.279	1.279	1.279
Ganancias o pérdidas acumuladas	546	591	331	545	585	663	731	523
Ganancia o pérdida neta del periodo	50	155	214	41	78	175	709	(68)

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	2017	2018	2019	2020	2021	2022	JULIO 2019	JULIO 2020
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado	Interanual	Interanual
Ingresos de actividades ordinarias	2.972	3.182	4.479	2.436	2.923	3.566	2.844	1.172
Costo de ventas y producción	2.342	2.018	2.847	1.596	1.915	2.336	1.600	871
Margen bruto	629	1.163	1.631	840	1.009	1.230	1.244	301
(-) Gastos de administración	(478)	(902)	(976)	(438)	(585)	(713)	(349)	(166)
Utilidad operativa	151	261	655	402	424	517	895	135
(-) Gastos financieros	(46)	(15)	(324)	(341)	(306)	(254)	(186)	(203)
Utilidad antes de participación e impuestos	105	246	331	61	118	263	709	(68)
(-) Participación trabajadores	(16)	(37)	(50)	(9)	(18)	(39)	-	-
Utilidad antes de impuestos	89	209	282	52	100	224	709	(68)
(-) Gasto por impuesto a la renta	(39)	(54)	(68)	(11)	(22)	(49)	-	-
Utilidad neta	50	155	214	41	78	175	709	(68)
EBITDA	235	345	865	611	633	727	895	135

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	Actual	Actual	Actual	Proyectado	Proyectado	Proyectado
Flujo Actividades de Operación	861	(957)	1.115	(330)	488	544
Flujo Actividades de Inversión	(492)	(2.675)	1.163	0	0	0
Flujo Actividades de Financiamiento	(375)	3.632	66	389	(551)	(551)
Saldo Inicial de Efectivo	6.480	529	1	20	79	17
Flujo del período	(5.951)	264	19	59	(62)	(6)
Saldo Final de efectivo	529	793	20	79	17	11

La calificación otorgada por GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: <https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/>

GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. al respecto ha sido fruto de un estudio realizado mediante un set de parámetros que cubren: perfil externo, perfil interno y perfil financiero, generando un análisis de la capacidad de pago, por lo que no necesariamente reflejan la probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de un emisor para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago con lo cual los acreedores y/o tenedores se verían forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa, se basa en el hecho de que la información es obtenida de fuentes consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, ni garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información. GlobalRatings Calificadora de Riesgos S.A. emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.globalratings.com.ec, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.