

**RESUMEN DE LA CALIFICACIÓN INICIAL DE LA
EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE AEROPUERTOS ECOLÓGICOS DE GALÁPAGOS ECOGAL S.A.**

El Comité de Calificación de nuestra institución, en la sesión del 27 de Octubre del 2011, basado en los análisis efectuados por el personal técnico, a partir de la información financiera auditada proporcionada por el emisor cortada a Diciembre 2010 y corte interno a Agosto del 2011, además del corte interno al 31 de Julio del 2011, Contrato de Concesión del Servicio Aeroportuario en Galápagos; entre otra información, ha resuelto asignar a la Emisión de Obligaciones de la compañía **AEROPUERTOS ECOLÓGICOS GALÁPAGOS S.A. ECOGAL** la categoría de riesgo de "AA" definida como:

AA

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

Características de la Emisión

El monto total a emitirse será de hasta US\$14,000,000.00 de capital divididos en dos series:

- **Serie A** por un monto de US\$5,000,000.00 a emitirse de forma materializada o desmaterializada a un plazo de 1,080 días y con tasa de interés fija del 8%. Contendrá 20 cupones de pago de capital y 20 cupones para pago de intereses.
- **Serie B** por un monto de US\$9,000,000.00 a emitirse de forma materializada o desmaterializada a un plazo de 3,600 días y con tasa de interés fija del 9%. Contendrá 40 cupones de pago de capital y 40 cupones para pago de intereses.

Los valores correspondientes al capital de la emisión de obligaciones no serán rescatables anticipadamente y no serán convertibles en acciones.

Para ambas series se considerará una base comercial de 360 días. La emisión podrá emitirse en valores representado en títulos Materializados Al Portador de valor nominal múltiplo de US\$20,000.00, o Desmaterializados emitidos a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.

El pago de intereses se realizará cada trimestre vencido sobre el saldo del capital existente. El pago de capital para los valores de ambas series se realizará en montos crecientes de capital graduales para cada serie.

Se destinará el 100% de la emisión para las inversiones que requiere la implementación de la nueva terminal aeroportuaria en la Isla de Baltra y otras obras previstas en el Contrato de Concesión, así como para capital de trabajo y cancelación de pasivos de corto plazo.

La emisión ha sido estructurada con garantía general y los resguardos de ley.

El Agente Pagador será el Emisor, a través del Fideicomiso Mercantil de Flujos. Las Obligaciones en caso de emitirse desmaterializadas serán pagadas a través de compensación del DECEVALE en la cuenta de cada beneficiario. En el caso de emitirse materializadas, el lugar de pago serán las oficinas que dispone el DECEVALE a nivel nacional.

El agente colocador es la casa de valores Casa de Valores Advfin S.A. y el representante de los obligacionistas es el ESTUDIO JURÍDICO PANDZIC & ASOCIADOS S.A.

PLAZO	PORCENTAJE AMORTIZACIÓN	
	SERIE A -1800 días	SERIE B -3600 días
90 días	0,75% del capital	0,75% del capital
180 días	0,75% del capital	0,75% del capital
270 días	0,75% del capital	0,75% del capital
360 días	0,75% del capital	0,75% del capital
450 días	0,75% del capital	0,75% del capital
540 días	0,75% del capital	0,75% del capital
630 días	0,75% del capital	0,75% del capital
720 días	0,75% del capital	0,75% del capital
810 días	4,50% del capital	1,50% del capital
900 días	4,50% del capital	1,50% del capital
990 días	4,50% del capital	1,50% del capital
1080 días	4,50% del capital	1,50% del capital
1170 días	9,00% del capital	1,50% del capital
1260 días	9,00% del capital	1,50% del capital
1350 días	9,00% del capital	1,50% del capital
1440 días	9,00% del capital	1,50% del capital
1530 días	10,00% del capital	2,00% del capital
1620 días	10,00% del capital	2,00% del capital
1710 días	10,00% del capital	2,00% del capital
1800 días	10,00% del capital	2,00% del capital
1890 días		2,00% del capital
1980 días		2,00% del capital
2070 días		2,00% del capital
2160 días		2,00% del capital
2250 días		2,00% del capital
2340 días		3,50% del capital
2430 días		3,50% del capital
2520 días		3,50% del capital
2610 días		3,50% del capital
2700 días		3,75% del capital
2790 días		3,75% del capital
2880 días		3,75% del capital
2970 días		3,75% del capital
3060 días		4,25% del capital
3150 días		4,25% del capital
3240 días		4,25% del capital
3330 días		4,25% del capital
3420 días		5,00% del capital
3510 días		5,00% del capital
3600 días		5,00% del capital
3690 días		5,00% del capital

Garantías y Resguardos de la Emisión

La emisión ha sido estructurada con Garantía General acorde a los términos señalados en la normativa legal vigente, esto es el Artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores; por lo que el monto de los

títulos por colocar es inferior al 80% del valor de los activos libres de todo gravamen de la empresa, deducidos los activos en litigio, monto redimido de las obligaciones en circulación y de cada proceso de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador y garante, así como los derechos fiduciarios de fideicomisos en garantía, en los que el emisor sea constituyente y beneficiario.

La emisión presenta los resguardos previstos en el artículo 11, sección 1era., capítulo III, subtítulo I, título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores: i) Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas; ii) No repartir dividendos mientras estén en mora las obligaciones y iii) Mantener la relación de obligaciones en circulación sobre los activos libres de gravamen. Para cumplir con el primer inciso, el emisor mantendrá las siguientes medidas; i) Obtener el posicionamiento y prestigio en la administración del aeropuerto, b) Enfocarse en el desarrollo de infraestructura amigable con el medio ambiente, c) Con los recursos propios y con los generados a través del financiamiento en el mercado de valores se busca invertir en la implementación de la nueva terminal aeroportuaria en la Isla de Baltra y otras obras previstas en el contrato de Concesión, y d) Mantener una buena relación con el recurso humano y proveedores. Además, la Junta de Accionistas aprueba que se establezca, mientras esté vigente la emisión, los siguientes resguardos voluntarios:

- Se constituirá un Fideicomiso Mercantil de Flujos que administrará el 100% de los ingresos que deba recibir ECOGAL, sea por concepto de tasas, ingresos comerciales u otros que pudieren generarse. Dicho fideicomiso mercantil tendrá como finalidad la administración de los recursos, debiendo destinarlos a (1) la operación y construcción del aeropuerto y cumplimiento, en general, del contrato de concesión; (2) el pago de los créditos adquiridos, conforme los términos del contrato de concesión; y, (3) finalmente, los recursos existentes en la o en las cuentas del patrimonio autónomo se entregarán anualmente a ECOGAL, quien podrá disponer libremente de estos recursos. Sin embargo, y dado que, parte de dichos remanente o todo, podrían corresponder a la Utilidad Neta, la Fiduciaria entregará, en representación del Fideicomiso, a petición expresa de ECOGAL y por su cuenta, dicha Utilidad Neta a la DGAC.
- Además, dentro del patrimonio autónomo, se constituirá, a partir de la primera colocación de la primera emisión de obligaciones de ECOGAL, un fondo de garantía igual a la próxima cuota o dividendo de pago de la emisión de obligaciones, que servirá para asegurar el pago.
- Durante el plazo de la emisión de obligaciones, ECOGAL S.A. no hará desembolsos para atender gastos por intereses o por pagos de amortizaciones de préstamos que se adquieran, mientras el índice de cobertura sea inferior o igual a 3.5 veces. Si el índice de cobertura es superior a 3.5 veces se podrá realizar pagos de intereses y de amortizaciones de capital hasta por el monto del excedente. Para efectos de este resguardo se define índice de cobertura como:

Flujo de caja operacional (del periodo)

Gastos financieros de la emisión de obligaciones (del periodo)

En donde, Flujo de Caja Operacional se calcula: Total Ingresos menos Egresos Operacionales menos Participación de Trabajadores e Impuesto a la Renta más Egresos que no signifiquen desembolsos. El Índice de Cobertura se calculará utilizando periodo de semestres móviles de enero a junio y de julio a diciembre para determinar el excedente generado. Además superado éste índice ECOGAL pagará a su entera discreción, tanto intereses como capital de las obligaciones asumidas por el segundo tramo de la deuda adquirida para completarla obra en favor de Corporación América S.A. u cualquier otra entidad que solvente el saldo de las inversiones comprometidas.

- Por último, como un resguardo adicional, la Fiduciaria retendrá a ECOGAL, el 8% que por Management fee tiene derecho a cobrar sobre el total de los Ingresos Aeroportuarios, conforme el Contrato de Concesión, hasta por un monto igual a un dividendo trimestral de las Obligaciones. Este fondo que estará invertido en Inversiones Permitidas, servirá para cubrir cualquier desviación del flujo de fondos necesario para pagar las Obligaciones, luego que fuere utilizado el Fondo de Garantía estipulado en este Fideicomiso. Una vez completado el monto de éste Fondo de Respaldo, se pagará el management fee a ECOGAL.

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

Calificación de la Información

Para la presente emisión de riesgo el emisor ha proporcionado entre otros requerimientos de información de la Calificadora, lo siguiente: Estados Financieros evaluados por el comisario del Proyecto al 2009, Estados Financieros auditados al 2010 y el corte interno al 31 de Agosto del 2011, siendo éstos dos últimos cortes financieros elaborados bajo las Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NIIF); Detalle de activos libres de Gravámenes; Contrato de Concesión del Servicio Aeroportuario en Galápagos; etc. Cabe resaltar que la calificación otorgada está basada en la información proporcionada por el Emisor para el efecto, la cual debe cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, siendo el Emisor responsable de que la documentación entregada a la Calificadora sea idéntica a la presentada ante el organismo de control. A su vez, el Emisor se hace responsable de entregar a la Calificadora la documentación legal debidamente aprobada por la Superintendencia de Compañías que acredite la autorización dada por ésta, sin perjuicio de que cualquier diferencia entre la información evaluada por la Calificadora y la presentada al ente de control pueda ser -una vez comunicada a la Calificadora- conocida y analizada por ésta en un nuevo Comité de Calificación.

Los estados financieros mencionados fueron auditados por PKF Accountants & Business Advisors, con registro SC-RNAE No. 015, y mencionan que los estados financieros presentan razonablemente en todos los aspectos importantes la situación financiera de la empresa. Independientemente de los comentarios expresados, se verificó que la información sea válida, suficiente y representativa para los tres últimos ejercicios anuales, sin que se encuentren situaciones que impidan la aplicación normal de los procedimientos de calificación. La evaluación de los elementos cualitativos del riesgo, particularmente de la industria en la que el emisor se desarrolla en

relación a su oferta, se ha realizado en base al análisis de información provista por la institución, y la extraída de otras fuentes externas.

Una vez que se verificó que la información cumple con los parámetros de validez, suficiencia y representatividad acorde a la metodología interna de la Calificadora; y que el emisor tiene capacidad para cumplir sus gastos financieros vigentes, se procedió con la aplicación normal de los procedimientos de calificación.

Breve información del Emisor

AEROPUERTOS ECOLOGICOS DE GALÁPAGOS S.A. ECOGAL se constituyó el 11 de Noviembre del 2008, y fue inscrita en el Registro Mercantil el 17 de Noviembre del mismo año. Su objeto exclusivo es, por su cuenta y riesgo, transformar y operar el Aeropuerto Seymour de la Isla Baltra, Cantón Santa Cruz, Provincia de Galápagos, conforme al Contrato de Licitación ganado en el 2008 de acuerdo a la resolución 159A del 15-09-2008 de la Dirección de Aviación Civil del Ecuador (DGAC).

Clasificación Final del Instrumento

Uno de los pilares estratégicos para el desarrollo presente y futuro del país es el sector turístico. La biodiversidad que comprende en un espacio geográfico reducido, selva amazónica, elevaciones andinas, costa pacífica y región insular, posiciona al Ecuador como uno de los países de mayor potencial de esta industria en la región latinoamericana. Las Islas Galápagos destacan como nuestro principal centro de atracción a nivel mundial lo cual genera un muy favorable entorno de negocio para las empresas proveedores de los diferentes tipos de servicios involucrados en la actividad del turismo.

Entre los limitantes del crecimiento de la actividad turística en las islas se encuentra la reducida capacidad de su infraestructura de aeropuertos, comenzando por el principal Baltra, construido durante la Segunda Guerra Mundial, que cuenta con una pista para operar un máximo de 4 aviones por semana. Siguiendo su política de mejoramiento de la infraestructura aeronáutica del país, el Gobierno ha emprendido en la modernización del señalado aeropuerto utilizando para esto un esquema de concesión a una empresa privada, la cual deberá hacerse cargo de la construcción de una nueva terminal y la ampliación de la pista actual a cambio de operar el aeropuerto por un periodo de tiempo de 15 años.

El concurso de selección fue ganado por la firma emisora ECOGAL, empresa perteneciente a CORPORACIÓN AMÉRICA S.A., grupo argentino especializado en el manejo de terminales aéreas y que al momento opera 33 aeropuertos en Argentina, además de tener terminales en Uruguay, Ecuador, Armenia e Italia. Su capacidad de gestión en la operación de este tipo de negocios es bien conocida desde el año 2004 por la construcción y manejo por medio de su empresa TAGSA, del aeropuerto José Joaquín de Olmedo de la ciudad de Guayaquil. Este grupo también tuvo a su cargo la construcción del nuevo terminal de Lago Agrio en el año 2010.

Con un presupuesto de US\$24,920,000, el emisor se propone construir la nueva terminal en un plazo de 18 meses y a posterior ampliar la pista de aterrizaje en 12 meses adicionales. El monto de la emisión servirá para el financiamiento de la primera etapa del proyecto en tanto que los fondos restantes provendrán de endeudamiento de la firma concesionaria con el aval su empresa matriz. La deuda bancaria comprometida en la estructura de financiamiento propuesto considera la gracia en el pago del principal por el tiempo de vigencia

del proceso de emisión. Del mismo modo, la cancelación de intereses estará ligada a la consecución de un nivel de mínimo de flujo de efectivo por periodo.

Los ingresos de la empresa se originan principalmente en el cobro de la tarifa aeroportuaria a los usuarios de la terminal clasificados en pasajeros internacionales, nacionales y colonos. Una vez construida la nueva terminal, las señaladas tarifas se incrementarán de US\$4 a US\$30 en el caso de visitantes extranjeros, US\$4 a US\$5 para viajeros nacionales y manteniéndose en US\$2 para los colonos residentes. Por su parte, la ampliación de la pista permitirá el incremento de vuelos que operen en el aeropuerto, logrando con ello estar en capacidad de manejar un número superior a 40 vuelos por semana.

En la nueva etapa, la normal operación de la terminal, luego de cubrir los costos y gastos operacionales debidos, permitirá a la empresa generar un nivel de flujo de efectivo con una tendencia dada por el incremento en el número de pasajeros atendidos. En el pasado año 2010, la terminal actual atendió 173.453 pasajeros de salida, esperándose que en el presente año este número sea cercano a 185.000. Se estima que con la nueva terminal, el aeropuerto de Baltra atienda a un número superior a 200.000 por año.

La emisión ha sido estructurada con garantía general y los resguardos acordes a la Ley de Mercado de Valores y su reglamento, constituyendo como resguardo voluntario un Fideicomiso Mercantil de Flujos que administrará el 100% de los ingresos que deba recibir ECOGAL.

En consideración a las características oligopólicas de la provisión del servicio que ofrece, el nivel de flujo de efectivo que alcanza en normal operación la empresa, le permite cubrir con suficiencia con el pago de sus obligaciones financieras en los términos pactados tanto para el proceso de emisión sujeto a evaluación, como de las operaciones crediticias con los periodos de gracia señalados.

Por los factores señalados el Comité de Calificación se pronuncia por asignar como calificación de riesgo de la emisión de obligaciones de **Aeropuertos Ecológicos de Galápagos Ecogal S.A.** por hasta un **monto de US\$14,000,000 en AA.**

Dando cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores, a nombre de la Calificadora de Riesgo Humphreys S. A., y en mi condición de representante legal de la empresa, declaro bajo juramento que ni la calificadora de riesgo, ni sus administradores, miembros del Comité de Calificación, empleados en el ámbito profesional, ni los accionistas, se encuentran incurso en ninguna de las causales previstas en los literales del mencionado artículo. Además, cabe destacar que la calificación otorgada por la Calificadora a la Emisión de Obligaciones de AEROPUERTOS ECOLÓGICOS DE GALÁPAGOS ECOGAL S.A. no implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Atentamente,



Ing. Pilar Panchana Ch.
Gerente General
Octubre del 2011