

Fideicomiso de Titularización “Fideicomiso GM Hotel”

Comité No. 258.2020

Informe con EEFF no auditados al 31 de agosto de 2020

Fecha de comité: 30 de octubre de 2020

Periodicidad de actualización: Semestral

Mercado de Valores/Ecuador

Equipo de Análisis

Juan Sebastián Galárraga

igalarraga@ratingspcr.com

(593) 2 3230541

Instrumento Calificado

VTP – GM HOTEL

Calificación

AAA (Credit Watch)

Revisión

Vigésima Cuarta

Resolución SCVS

N°08.G.IMV.0002195
(18 de abril de 2008)

Significado de la Calificación

Categoría AAA: El patrimonio autónomo tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo de menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

“La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos PACIFIC CREDIT RATING S.A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y, la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio.”

Racionalidad

En Comité de Calificación de Riesgo, PCR acordó por unanimidad mantener la calificación de “AAA” y ubicar la calificación de riesgo en observación “Credit Watch” a los valores de títulos de participación VTP del Fideicomiso de Titularización “Fideicomiso GM Hotel”. La calificadora considera la naturaleza de la titularización y de los valores de esta inversión, que es Renta Variable. La decisión de mantener a la calificación en Credit Watch obedece a la emergencia sanitaria causada por el COVID-19 que ha afectado fuertemente al sector hotelero del Ecuador, lo que podría afectar el retorno de los inversionistas para el año 2020. Si bien el hotel mantiene altos niveles de liquidez, endeudamiento financiero cero y solidez patrimonial, la calificación de PCR se realiza a los valores de títulos de participación. La administración espera mantenerse en punto de equilibrio durante este año 2020. Hasta la fecha de corte, se ha logrado cumplir con lo presupuestado, pese a una contracción en la tasa de ocupación, por lo que PCR observará el cumplimiento de este escenario al finalizar el año.

La calificación de AAA al corte de agosto de 2020 se fundamenta en el adecuado manejo del Fideicomiso, conformado por el Sonesta Hotel Guayaquil y el Galería Shops, que le permiten mantener fuentes diversificadas de ingresos en tiempos de stress. Los flujos generados por el fideicomiso han sido suficientes para cubrir las actividades operativas y no ha sido necesario que se incurra en deuda financiera. Además, el hotel presenta elevados niveles de liquidez, los cuales se encuentran conformados principalmente por inversiones con el propósito de mantener los recursos necesarios para el pago de dividendos a los beneficiarios, brindando certidumbre. La calificadora continuará monitoreando el cambio de operador y marca del Fideicomiso aprobada en la Asamblea Extraordinaria de Inversionistas, que podría afectar los niveles de ocupación del hotel y el desempeño financiero.

Riesgos Previsibles

- La repentina inactividad económica a nivel nacional e internacional producto de la pandemia del COVID-19 representa un riesgo a la capacidad de del Fideicomiso GM Hotel de generar utilidades para los inversionistas en el año 2020. Si bien el hotel mantiene altos niveles de liquidez, endeudamiento financiero cero y solidez patrimonial, la calificación de PCR se realiza a los valores de títulos de participación, por lo que el retorno del accionista puede verse impactado.

El sector turismo es uno de los sectores más golpeados en la actual crisis, debido a una baja demanda y un alto riesgo en potenciales huéspedes contagiados que se acercan a los hoteles. La administración del Fideicomiso GM Hotel ha cerrado las operaciones durante el mes de abril de 2020, al igual que ha tomado acciones para mitigar los impactos económicos que este acontecimiento tiene en el Hotel y la Galería Comercial Sonesta. Además, se han realizado escenarios de proyecciones del estado de resultados y de flujos de efectivo con niveles de reducción en la ocupación del Hotel y en menor grado para los locales comerciales de su galería. Las bases para crear los supuestos fueron estudios internacionales realizados por la Organización Mundial del Turismo, lo cual prevé una recuperación paulatina del sector en los siguientes años.

En el escenario moderado se espera una contracción anual de las ventas del 55,74% en el año 2020. La administración estima, que la utilidad al finalizar el año será de US\$ 246 mil, por lo que existirá un rendimiento del 1,23% por cada VTP. En cuanto al escenario ácido, dentro del mismo se estima una contracción en las ventas 61,43%. No obstante, el fideicomiso cerrará con una utilidad de US\$ 5 mil, lo cual se traduce en un

rendimiento del 0,03% por cada VTP. Con todo, la calificadora continuará monitoreando la evolución de los ingresos y la generación de rendimientos hacia los accionistas.

- Disminución de la ocupación hotelera por factores económicos y políticas de control de gasto provenientes de las empresas que utilizan los servicios del hotel para el alojamiento de sus colaboradores y para la realización de eventos, lo que podría impactar el nivel de ingresos del Fideicomiso y su rentabilidad. En el mes de abril de 2020, el hotel presentó una paralización de sus actividades comerciales a causa del COVID-19. A partir del mayo de 2020, fecha de su reapertura, los niveles de ocupación presentan una paulatina recuperación, ubicándose en promedio en 24,4% durante los siguientes cuatro meses.
- Fuerte competencia con más de 14 hoteles ubicados en la ciudad de Guayaquil, al igual que el ingreso de nuevos servicios de hospedaje por medios digitales para cortas y largas estadías, lo que podría afectar el nivel de ocupación del hotel.
- Los ingresos del Fideicomiso GM Hotel han mostrado un adecuado cumplimiento de las proyecciones consideradas en la estructuración inicial, mas no así para el caso de la utilidad neta. La estimación de ganancia fue realizada con una expectativa muy alta de rentabilidad, debido a que el momento en que fueron elaboradas las proyecciones (año 2008), obedece a un entorno macroeconómico distinto, además se debe tomar en cuenta que factores regulatorios por parte del Estado (impuesto a la renta) no estuvieron estimados en las proyecciones presentados en el Prospecto de oferta Pública. Las proyecciones realizadas el finalizadas el 2020 estarían más alejadas de la realidad debido al shock externo de pandemia. No obstante, se sobresalen los esfuerzos de la administración en mantenerse en punto de equilibrio.
- La Asamblea de Inversionistas llevada a cabo el día 23 de octubre de 2020 aprobó el cambio de operador y marca del Fideicomiso GM Hotel. Este evento podría afectar los niveles de ocupación del hotel, así como su desempeño financiero dado los costos que significan el cambio de marca.

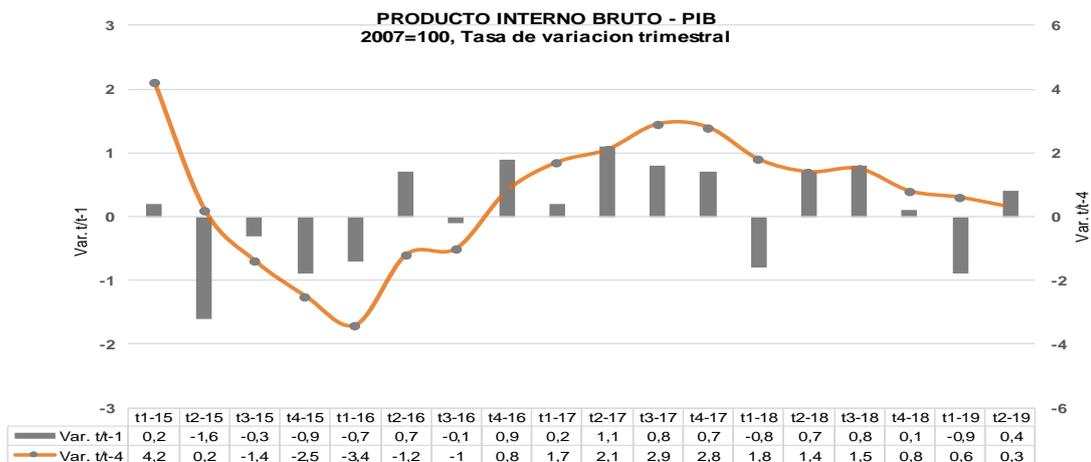
Aspectos de la Calificación

La calificación de riesgo otorgada al instrumento se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

Entorno Macroeconómico:

A partir del año 2014, la economía ecuatoriana se ha mostrado particularmente susceptible a las fluctuaciones de los mercados internacionales. Además de incurrir en problemas de liquidez por la caída del precio del petróleo, la economía del Ecuador evidenció una configuración estructural no favorable frente a su posicionamiento en la economía internacional. Pese al periodo de bonanza experimentado posterior a la crisis internacional del 2008-09, el modelo primario exportador del país no acompañó al crecimiento del nivel de gastos del Estado y la expansión de la demanda agregada, misma que se fundamentó en el crecimiento del consumo interno basado en el significativo incremento del tamaño del Estado y, por consecuencia, de la masa salarial.

La recesión económica experimentada a partir de finales del 2014 alcanzó un nivel máximo en el año 2016, con una contracción anual de -1,23% como consecuencia del desplome del precio internacional del barril de petróleo y el terremoto que afectó a la población de la zona costera del país. Sin embargo, a partir del último trimestre del mismo año se experimentó una leve recuperación, por lo que, en términos anuales, para el 2017 el PIB se expandió en 2,37%, según cifras del Banco Central del Ecuador. Este dinamismo estuvo impulsado en el 2017 por el gasto de consumo final de los hogares (+3,73% de crecimiento anual) y el gasto de consumo final del gobierno (+3,22% de variación anual)¹.



Fuente: Banco Central de Ecuador; Elaboración: Banco Central del Ecuador

Durante el año 2018, sin embargo, se observó una desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB (+1,4%) asociado a una disminución de la extracción de crudo (-3,3%) y en la refinación de petróleo (-10,0%), así como una tasa de crecimiento de las importaciones (+5,8%) mayor al crecimiento de las exportaciones (0,9%). El significativo nivel de dependencia del Estado sobre el ingreso petrolero junto a la prominente posición de este en el dinamismo

¹ Banco Central de Ecuador: Información Estadística Mensual No. 2008 – junio 2019

del consumo y la inversión, han generado vínculos y encadenamientos entre el sector petrolero y la macroeconomía, como se observa en los resultados del 2018. Adicionalmente, el 2018 fue el año con mayor inversión extranjera directa para Ecuador durante los últimos cinco años con US\$ 1.401 millones, explicado por la actividad minera a gran escala que se encuentra en desarrollo en el país; con cinco proyectos estratégicos que actualmente están en proceso de concesión: Mirador, Fruta del Norte, Río Blanco, Loma Larga y San Carlos.

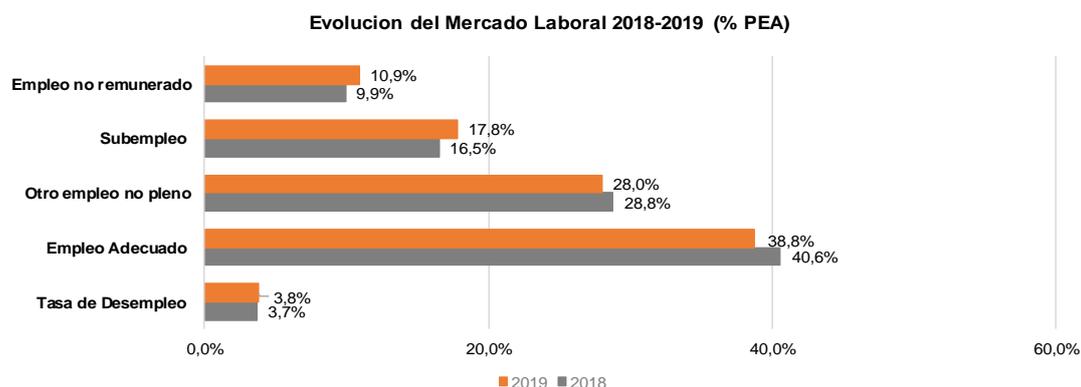
Al segundo trimestre del 2019, se acentuó la desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB (+0,3%) con relación al mismo periodo del 2018 (t/t-4: 1,7%). Este crecimiento moderado, sin embargo, es positivo ya que corresponde al crecimiento del sector exportador (+1,58%), y el consumo final de los hogares (+0,36%), mismo que se deriva de un aumento salarial del +2,2% y una variación de los precios del consumidor de -0,61%. El gasto final del gobierno mostró una contracción marginal del 0,19% al reducirse los ingresos de este por la reducción de la refinación de petróleo en el 2018 y principios del 2019 asociado a las operaciones parciales de la refinería de Esmeraldas, La Libertad, y Amazonas. Acorde a las previsiones del Fondo Monetario Internacional, la tasa de crecimiento del PIB para el 2019 alcanzara el -0,5%.

Aunque el gasto final del gobierno se incrementó en el año 2018 (+2,9%), la desaceleración se fundamenta principalmente la caída del Valor Agregado Bruto (VAB) del sector petrolero (-4,0%) y en la política de ajuste económico adoptada por el gobierno para superar el déficit fiscal (US\$ -3.332 millones al cierre del 2018) y de la balanza comercial (US\$ -1.575 millones al cierre del 2018). A partir del 2019, el recorte de los servidores públicos, la disminución del subsidio a la gasolina super y extra, entre otras, forman parte de medidas de recorte que permitieron al estado alcanzar un acuerdo de facilidad ampliada con el Fondo Monetario Internacional (FMI). El acuerdo supone la continuación de las políticas de ajuste y la voluntad política para la implementación de marcos jurídicos que permitan al país alcanzar mayor competitividad en el sector externo. La carta de intención acordada entre el FMI y Ecuador establece seis ejes de acción para el desembolso del crédito (US\$ 4.209 millones):

- Restaurar la prudencia en la política fiscal
- Fortalecer el marco institucional del Banco Central (BCE)
- Reforzar la resiliencia del sistema financiero
- Protección a los segmentos pobres y vulnerables
- Apoyar la creación de empleo y competitividad
- Promover la transparencia y el buen gobierno

El incremento de la productividad y la competitividad apuntan a generar mayor capacidad de resistencia y maniobrabilidad frente a las limitaciones del país para adoptar políticas monetarias que respalden a la industria local. El FMI estima una sobrevalorización del tipo de cambio del 31%, lo que debilita aún más los términos de intercambio del Ecuador con relación a sus principales socios comerciales, en especial frente a los países vecinos.

En cuanto al mercado laboral, la mayor parte de la población económicamente activa se emplea en actividades informales. De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), la tasa de desempleo incrementó levemente al pasar de 3,7% (dic18) a 3,8% (dic19), explicado por las siguientes variaciones en los componentes del empleo: empleo adecuado cae 0,8 p.p., subempleo sube en 1,3 p.p., empleo no remunerado sube 1,0 p.p., otro empleo no pleno cae 0,8 p.p.,² lo que refleja que frente a la desaceleración económica y despidos en el sector público, las personas realizan emprendimientos o buscan alternativas para percibir ingresos, aunque eso implique no estar afiliado a la Seguridad Social, no percibir un salario mínimo ni cumplir la jornada completa. Ante esto, y la necesidad de generar mayor competitividad, el acuerdo con el FMI apunta a una reforma laboral que brinde flexibilidad y se ajuste a la realidad económica del país.



Fuente: Información estadística trimestral INEC; Elaboración: PCR

Adicionalmente, el sistema de bancos cerró el 2019 con niveles de morosidad menores que los años anteriores (2,03% dic-19), al igual que el segmento 1 de las cooperativas (3,57% dic-19; 3,07% dic18). El Informe del FMI, sin embargo, observa que los niveles de rentabilidad y capital interno del sistema podrían generar preocupación para el entorno económico, así como la capacidad del BCE para cubrir con reservas internacionales los escenarios de iliquidez que pudieran darse en el sistema. Por tanto, se espera que las normativas a futuro adopten

² INEC: Información estadística, informe JUN-19, Series Históricas y Tabulaciones

recomendaciones en torno a estándares de liquidez, eficiencia en el manejo del seguro de depósitos, y metodologías para el correcto seguimiento del endeudamiento de los hogares.

A futuro, la política económica apunta a una reconfiguración del gasto fiscal y la persecución de políticas anticíclicas. Para superar el déficit fiscal (que a 2018 representó un 2,44% del PIB), el FMI señala la necesidad de reducir la exención de cargas impositivas no justificadas, la ampliación de la base de contribuyentes, y el aumento de impositivos indirectos (IVA, ICE).

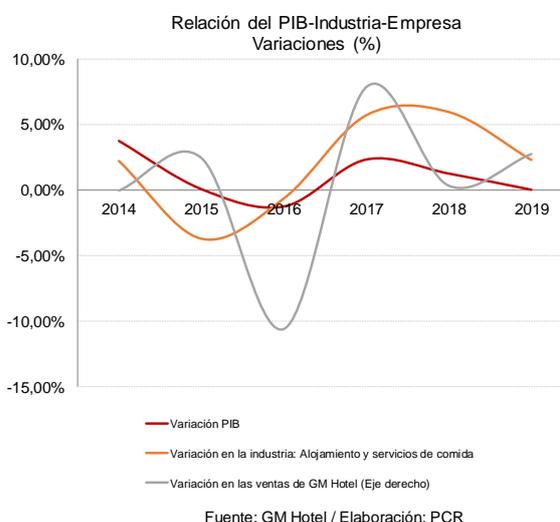
Si bien una reforma a nivel tributario es necesaria para diversificar el ingreso al fisco y proveer de mayor sostenibilidad al mismo, estas políticas, al igual que las reformas laborales y en los subsidios, conllevan un gran peso político y generan inestabilidad social al no ser socializadas de manera adecuada. Esto fue evidente en las protestas y manifestaciones del mes de octubre, que llevaron al país a una paralización generalizada por casi dos semanas. Estos eventos no solo generan conmoción social, sino que afectan la productividad y la confianza en el país. El diálogo que llevó a retomar la normalidad de las actividades avizoraba la declaratoria de un nuevo y mejorado decreto con relación a los subsidios a los hidrocarburos. Sin embargo, la débil posición en la que quedó el ejecutivo después de las protestas y las demandas ampliadas de grupos sociales ha dificultado la concreción de nuevos lineamientos.

Si bien el acuerdo con el FMI es favorable por el acompañamiento de la multilateral en términos económicos y de asistencia técnica, será necesario que el ejecutivo maneje de manera adecuada el ambiente político y sea generador de una clara política económica que logre cumplir los acuerdos con las multilaterales sin desgastar los acuerdos y el sentir social. De darse, es factible que el clima político vuelva a generar incertidumbre e inestabilidad, lo que dificultaría la transición que propone el ejecutivo hacia una mayor participación del sector privado en la inversión y como motor principal del crecimiento económico y la generación de empleo. De superarse el déficit fiscal mediante las mencionadas reformas laborales, tributarias, y fiscales, el FMI aconseja la implementación de normas para evitar el exceso del gasto público en épocas de bonanza y la introducción de medidas anticíclicas en épocas de recesión.

PCR considera que, la economía ecuatoriana se encuentra en un periodo de transición en el cual será fundamental el correcto manejo del riesgo político que pudiere derivarse de las políticas y reformas que apuntan a una reconfiguración fiscal y productiva de la macroeconomía. De acuerdo con el Informe de Perspectivas Económicas Mundiales realizado por el Fondo Monetario Internacional se prevé para el año 2019, que el PIB real del Ecuador se contraiga en 0,5%, mientras que para el 2020 estima una recuperación del 0,5% como consecuencia de las reformas en la política fiscal y el sector real de la economía.

Análisis de la Industria:

Para analizar el comportamiento ante un cambio en el entorno económico frente a cambios cíclicos, se tomará en cuenta la relación del comportamiento del PIB, industria y empresa. Durante los años 2014 y 2015, a pesar de que la economía ecuatoriana sufrió una desaceleración en su crecimiento, el buen manejo corporativo permitió que las ventas de la empresa presenten variaciones positivas. Sin embargo, en el 2016, la crisis económica repercutió negativamente sobre los ingresos del emisor fideicomiso. De igual forma, durante el 2017 y 2018 se observa una relación positiva entre el desempeño de la economía y el del hotel. Por otro lado, a finales del 2019, la compañía ha logrado incrementar sus ingresos de forma anual, sorteando de forma positiva la coyuntura económica. Es importante mencionar que la mayor parte de los clientes del hotel son nacionales, por lo que su desempeño se encuentra muy relacionado con el comportamiento de la economía.



Durante los meses de marzo y abril de 2020, las operaciones del hotel se encontraron suspendidas, a consecuencia de la emergencia sanitaria declarada por el Gobierno Nacional y la declaratoria de la OMS de pandemia por el COVID-19, provocando la disminución significativa en sus ingresos. Siendo el sector del turismo uno de los más golpeados en el contexto del COVID-19, debido a una baja demanda y un alto riesgo en potenciales huéspedes contagiados que se acercan a los hoteles.

El turismo es una industria que está en proceso de cambio, mostrando un potente crecimiento y diversificación en el país, convirtiéndose en un sector económico de mayor envergadura siendo un motor de progreso socioeconómico, a través de la creación de empleo, empresas, emprendimientos, infraestructura y divisas de exportación. Ecuador cuenta con atractivos turísticos: Costa del Pacífico, Andes, Amazonía y Galápagos, donde se destaca la naturaleza, paisajes, cultura, aventura y gastronomía.

El sector turístico y hotelero ecuatoriano va de la mano con las actividades que maneja la empresa; se debe mencionar que el turismo en el Ecuador es estacionario puesto que su nivel de actividad depende de las fechas festivas de año. De acuerdo los datos proporcionados por el Ministerio de Turismo, durante el 2019, los meses de

mayor ocupación en Guayaquil fueron los de julio (79%) y agosto (78%), mientras que los meses de marzo y abril fueron lo que registraron el menor nivel de tasa ocupacional. A la fecha de corte, el en la ciudad de Guayaquil existe una tasa ocupacional del 70%, superando a la de su similar periodo anterior (68%).

De acuerdo con información de la asociación hotelera del guayas, el mes de abril de 2020 presentó los menores porcentajes de ocupación hotelera (8,5%). A partir del mes de mayo hasta el mes de junio el porcentaje de ocupación ha variado entre 22,5% (sep20) y 6,4% (jun20). Las estrategias del sector hotelero se han enfocado hacia la demanda interna. Además, varios hoteles de la ciudad de Guayaquil se han visto en la necesidad de reducir sus precios para captar mercado.

Perfil y Posicionamiento del Emisor:

Sonesta Hotel Guayaquil comenzó sus operaciones en julio de 2011 por lo que es considerado como uno de los hoteles jóvenes de la ciudad de Guayaquil. Este hotel se encuentra ubicado en el norte de la ciudad, junto al centro Comercial Mall del Sol y a pocos minutos del aeropuerto internacional. Cuenta con 110 habitaciones, un restaurante de servicio completo, terraza-bar, centro de negocios y sala de reuniones.

Este hotel históricamente se ha mantenido en un mercado más corporativo; no obstante, hasta el mes de septiembre de 2020 se observa que sus ingresos presentan una mayor ponderación hacia los clientes individuales debido a que la pandemia a afectado al sector corporativo. Además, se destaca que hasta finales de septiembre de 2020 el hotel mantiene el segundo mejor nivel de ocupación en toda la ciudad de Guayaquil. Los detalles a continuación:

Tasa ocupacional y Precio a septiembre 2020		
	% ocup	Tarifa Promedio
Holiday Inn	37,40%	85
Sonesta	34,50%	82
Radisson	34,30%	75
Whyndham Garden	33,00%	74
Oro Verde	32,40%	69
Unipark	30,60%	61
Sheraton	28,30%	98
Whyndham	26,60%	106
Hilton	24,90%	105

Fuente: Fideicomiso GM Hotel / Elaboración: PCR

En cuanto a la relación de precios, hasta septiembre de 2020, la crisis económica a causa del COVID-19 ha obligado al hotel a reducir sus precios para mantenerse en el mercado. A partir del mes de mayo de 2020, se observa una reducción en los precios promedio por noche, que se ubican en US\$ 66 dólares. Si se consideran los precios acumulados desde enero hasta septiembre se observa que el hotel mantiene un precio de US\$ 82 dólares, valor que se encuentra acorde a la media del mercado.

Competencia

De acuerdo con la información proporcionada por el hotel, Sonesta Hotel mantuvo una participación de mercado del 6,52%. Los dos principales hoteles (Hilton y Oro Verde) abarcan el 28,05% del total.

Participación de Mercado - 2019	
Hotel	Participacion
Sonesta	6,52%
Sheraton	8,49%
Whyndham Garden	6,57%
Hilton	14,62%
Oro Verde	13,43%
Courtyard	7,29%
Unipark	7,89%
Palace	4,26%
Grand	5,70%
Continental	5,05%
Wyndham	9,17%
Holiday Inn	6,17%
Radisson	4,83%
Total Gye	100%

Fuente: Fideicomiso GM Hotel / Elaboración: PCR

Estrategias

El modelo de negocio de Fideicomiso GM Hotel se orienta a la comercialización de productos turísticos a través de segmentos como el particular y corporativo. El Sonesta Shops, por su parte, se orienta al posicionamiento del mercado de la Galería Comercial así como también las diferentes marcas de locales que existen en ella. Una de las

principales estrategias ha sido la optimización de costos mediante la consolidación de la administración del hotel-galería.

El Fideicomiso tiene firmados contratos para la concesión de locales y oficinas a clientes los cuales tienen en todos los casos un contrato de vigencia de 5 años, y constan del pago de: i) un valor inicial de concesión (VIC) pagadero en un plazo de acuerdo con las condiciones propias de cada negociación; y, ii) de un pago mensual por mandamiento y expensas de mantenimiento (VMC). En la actividad del área comercial se encuentran arrendados un total de 5,072 metros cuadrados para el funcionamiento de locales comerciales, el cual corresponde a 46 arrendatarios.

Estrategias Hotel Sonesta:

- Fortalecimiento de los vínculos comerciales con el Mall el Sol
- Seguimiento agresivo al mercado corporativo, MICE e Ecommerce.
- Continuidad y desarrollo de eventos en alimentos & bebidas – Ampliación de salones.
- Integración y liderazgo con el Gremio Hotelero
- Trabajo conjunto con el Ministerio de Turismo al igual que con los gremios de Captur.

Estrategias Área Comercial:

- Capacitación a personal de locales por parte del personal del Hotel.
- Activaciones mediante el apoyo de influencers.
- Ferias
- Capacitación del personal
- Venta de bienes y servicios de los locales comerciales al hotel.

Es importante mencionar que el 11 de marzo el Gobierno decretó Emergencia Sanitaria y Estado de Excepción por 60 días. Estas medidas incluyen el cierre de los aeropuertos y toque de queda, que empezó el viernes 13 de marzo y continúa hasta la fecha. El 22 de marzo, el Gobierno declara Guayas como Zona de Seguridad Nacional y, entre otras cosas, le otorga el poder a las Fuerzas Militares para el control de la población. Ante esta situación la administración ha decidido, como medida preventiva, la suspensión temporal de operaciones del Hotel Sonesta durante el mes de abril de 2020. Además, se han implementado manuales, protocolos y medidas de prevención para resguardar la BIOSEGURIDAD, sobre todo en las áreas de mayor contacto con el huésped.

La administración ha optado por la renegociación de los contratos:

- En habitaciones se han disminuido los megas de internet, desconexión de puntos de televisión.
- En alimentos y bebidas se ha negociado para que se mantengan los mismos precios.
- La administración negoció todos los pagos pasándolos de 30 a 60 y 90 días para cuidar el flujo de caja.

Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, PCR considera que el Fideicomiso “GM HOTEL” tiene un nivel de desempeño Bueno (Categoría GC3, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

Los accionistas del Patrimonio Autónomo del Fideicomiso GM Hotel se encuentran integrado por los recursos en efectivo aportados por el Originador (que durante la fase I y II fue Promotores Inmobiliarios Pronobis S.A) y por los recursos aportados por los Inversionistas. Los inversionistas cuentan con una persona designada por el operador para mantener el contacto con ellos. Adicionalmente, cuenta con la página de inversionistas a través de la cual se comunica a los mismos sobre las noticias actuales.

Las convocatorias a las Asambleas Ordinarias de Inversionistas se realizan cumpliendo el plazo estipulado en el estatuto. La última convocatoria fue realizada el 18 de abril de 2019 y la Asamblea se realizó el 29 de abril de 2019. En el año 2020 Debido al estado de excepción en el país declarado el 17 de marzo del 2020 y la suspensión del ejercicio del derecho a la libertad de asociación y reunión a nivel nacional con determinadas excepciones y la resolución del Comité de Operaciones de Emergencia (COE) Nacional, acogiendo las recomendaciones del Ministerio de Salud Pública, respecto a la suspensión de los eventos masivos y espectáculos públicos durante los meses de abril y mayo; la Asamblea Ordinaria de Inversionistas del Fideicomiso Titularización GM Hotel no se podrá realizar en el mes de abril como estaba previsto.

El Fideicomiso cuenta con un Código de Buen Gobierno Corporativo y Reglamento Interno del Directorio, en el cual consta el procedimiento para la delegación de votos.

El Fideicomiso posee un reglamento interno del Directorio, mismo que fue aprobado el 25 de octubre de 2011. Los directores son elegidos por la Asamblea de Inversionistas de forma independiente. El código de Buen Gobierno Corporativo establece la normativa para el seguimiento y control de potenciales conflictos de interés. El detalle del directorio se muestra a continuación:

Composición del Directorio	
Nombre	Cargo en el Directorio
José Antonio Ponce - Anyimp	Presidente
Pablo Martínez Maldonado	Primer vicepresidente
Luis Pachano – Anyimp	Director
Brigitte Farfán	Directora
Victor Abboud	Director

Fuente: GM Hotel / Elaboración: PCR

Evaluación de Desempeño del Personal y Sistemas de Administración y Planificación

El Fideicomiso cuenta con 83 empleados. Utiliza la retroalimentación permanente del personal con la finalidad de encontrar problemas de supervisión del personal, de integración del colaborador a la empresa, del no aprovechamiento del empleado con su potencial, entre otros. El Fideicomiso ha diseñado una herramienta de Retroalimentación de desempeño basado en competencias (organizacionales y funcionales) que a la vez incluye las cinco funciones específicas de cada cargo.

El sistema contable que se utiliza en el fideicomiso es Zeus tecnología. Zeus es una herramienta que de un solo módulo maneja contabilidad, cuentas por cobrar, cuentas por pagar, tesorería, facturación de servicios, compras, presupuestos y diferidos, bajo un esquema abierto de períodos contables ilimitados, libre estructura de cuentas contables, múltiples cuentas por cobrar y pagar en moneda nacional y extranjera, centros de costos multinivel y manejo de unidades complementarias por cuenta.

Responsabilidad Social:

Producto del análisis efectuado, PCR considera que el Fideicomiso “GM Hotel” tiene un nivel de desempeño Sobresaliente (Categoría RSE1, donde RSE1 es la máxima y RSE6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial.

De acuerdo con la última encuesta realizada, el Fideicomiso ha definido a sus grupos de interés, pero no ha realizado un proceso formal de consulta. Adicional, ha definido estrategias de participación con sus grupos de interés basados en un proceso de identificación y consulta a los mismos,

GM Hotel cuenta con programas que promueven la eficiencia energética el cual es monitoreado mensualmente. Actualmente, trabaja con empresas certificadas por medio ambiente como: JUBRANDER y FIBRANAC para un correcto manejo de reciclaje. En cuanto al uso de agua, cuenta con un programa de uso eficiente que le permite tener una mayor sostenibilidad.

Se realiza una evaluación de los proveedores en base a criterios ambientales. Hasta la fecha de corte, no ha sido objeto de multas o sanciones en materia ambiental. Adicional, posee un código de ética y muestra su compromiso con la comunidad mediante el apoyo de campañas trimestrales con SOLCA-Parroquia San Agustín.

En el ámbito laboral, otorga beneficios de los a los trabajadores, incluidos beneficios adicionales. Cuenta programas que promueven la igualdad de oportunidades fomentando el desarrollo del talento humano con procesos internos y externos por competencias y logros.

Calidad de Activos

El total de activos del Fideicomiso GM Hotel se encuentra conformado por Sonesta Hotel Guayaquil y Galería Sonesta Shops. Hasta la fecha de corte, los activos contabilizan US\$ 19,23 millones y se encuentran conformados en un 82,58% por los activos a largo plazo. Los activos a corrientes, 17,08% del total, se encuentran conformados principalmente por activos financieros, efectivo y cuentas por cobrar comerciales. Hasta la fecha de corte, los activos presentan una reducción interanual del 4,20% (US\$ -843 mil) debido a la contracción general del tamaño del fideicomiso como resultado de una disminución de las actividades comerciales que ha sufrido todo el sector hotelero.

Las propiedades, planta y equipo se configuran como la cuenta más representativa dentro de los activos a largo plazo con una participación del 67,10%. Estos se encuentran conformados por principalmente por el edificio y terreno en donde opera el Hotel Sonesta Guayaquil. Durante los últimos cinco años, esta cuenta se ha mantenido estable, registrando leves variaciones (+0,45% promedio) y llegando a su valor máximo en el 2018 (US\$ 11,00 millones) producto del incremento de edificios, muebles y enseres. En el 2019, la administración ha realizado obras de readecuación del lobby, recepción y ampliación de los salones ubicados en el mezanine, todo esto con el fin de renovar y volver más eficientes los espacios disponibles. Sin embargo, la depreciación que sufrieron estos activos de forma interanual ha hecho que se reduzcan en 2,11%, totalizando US\$ 10,65 millones a la fecha de corte.

Las propiedades de inversión se mantienen como la segunda cuenta de mayor representatividad dentro de los activos a largo plazo con una participación del 32,36%. Estas se encuentran conformadas por los 5.072 metros cuadrados en la Galería del “Hotel Sonesta de Guayaquil”, donde funcionan 46 locales. Para finales de agosto de 2020, las mismas presentaron un ligero decrecimiento interanual (0,83%) debido a la depreciación que sufrieron estos activos.

Dentro de los activos corrientes, los activos financieros mantenidos hasta el vencimiento contabilizan US\$ 2,26 millones y representan el 67,45% del total. Estos se encuentran conformados por efectivo en fondos de inversión administrados por compañías Fiduciarias³ y certificados de depósito a plazo. Se destaca el manejo presentado por parte de la administración en poseer estos recursos ante momentos de stress, resguardando el flujo necesario para su operatividad y pago de dividendos a los beneficiarios. Hasta la fecha de corte aun existen dividendos a pagar correspondientes a los años 2011 al 219 por un valor de US\$ 905,95 mil. Los certificados de depósito, que representan el 74,32% del total, se encuentran en dos entidades financieras que poseen una calificación de AAA y una tasa de interés promedio del 7,75%.

Las cuentas por cobrar comerciales se encuentran conformadas principalmente por los clientes del hotel, la galería y ferias. En su conjunto, las mismas han presentado una tendencia creciente hasta 2017, en donde contabilizaron US\$ 823,47 mil. A partir de esta fecha, se evidencia una mejora en gestión de recuperación de créditos, lo que ha sostenido una reducción continua en la cartera. Esta tendencia se mantiene hasta la fecha de corte, en donde las cuentas por cobrar comerciales totalizaron US\$ 409,25 mil, presentando una contracción del 19,62% de forma interanual.

La cartera presenta una morosidad que se ubican en 57,58%, incrementándose con respecto a su similar periodo anterior (43,16%). La crisis económica causada por el COVID-19 ha ralentizado la recuperación de créditos, especialmente de la galería, la cual se ubica en 53 días (28 agos19). El Fideicomiso mantiene un control recurrente sobre la recuperación de la cartera. Además, se ha reconocido una provisión para pérdidas del 100% para todas las cuentas por cobrar con más de 360 días de vencimiento debido a que la experiencia histórica ha indicado que estas cuentas por cobrar generalmente no son recuperables.

Finalmente, el fideicomiso ha comenzado a contabilizar los activos por derecho de uso a partir del 2019, dando cumplimiento a los establecido a la NIIF 16. No obstante, debido a que la mayor parte de propiedades en las que opera el fideicomiso son propias, esta cuenta mantiene una baja representatividad con respecto al total de activos (0,18%).

Pasivos

El total de pasivos del Fideicomiso GM Hotel contabiliza US\$ 1,67 millones al finalizar el mes de agosto de 2020. A diferencia de la tendencia creciente observada por los pasivos durante el periodo 2015 al 2019, a la fecha de corte estos presentan una reducción interanual del 19,73% (US\$ - 412,20 mil). Esta reducción se produce como resultado de la disminución de las actividades comerciales producto del COVID-19.

La estructura de los pasivos se encuentra conformada en un 81,30% por los pasivos corrientes, siendo las cuentas por pagar y los dividendos por pagar los que presentan la mayor representatividad. A pesar de que el fideicomiso históricamente se caracteriza por poseer la mayor concentración de sus pasivos al corto plazo, la adecuada administración de capital de trabajo le permite a la administración cancelar sus obligaciones en tiempo y forma, manteniendo un bajo riesgo de liquidez. Además, se destaca que ante la crisis económica a causa del COVID-19, la administración no se ha visto en la necesidad de adquirir deuda financiera. El recorte de gastos y e inversiones ha permitido mantener los flujos necesarios para su operatividad y pago a inversionistas.

Las cuentas por pagar contabilizan US\$ 647,27 mil con lo que se redujeron en 31,40% (US\$ -296 mil) con respecto a su similar periodo anterior. Esta es la cuenta más representativa del pasivo con una ponderación del 38,60%. El fideicomiso presenta 465 proveedores en donde el principal es la Operadora Internacional Hotelera S.A. OPERINTER, misma que es la encargada de la administración del hotel. Los otros 464 se encuentran diversificados. Es importante mencionar que dentro de esta cuenta se están contabilizando US\$ 394,64 mil correspondientes a cobros pendientes por parte de los inversionistas sobre las utilidades generadas en el 2019.

Los dividendos por pagar, 30,49% del total de pasivos, se encuentran conformados por dividendos pendientes de cobro por parte de los inversionistas sobre las utilidades de años anteriores. A la fecha de corte, los mismos contabilizaron US\$ 511,30 mil, reduciéndose en 4,64% con respecto a su similar periodo anterior. Estos dividendos por pagar se encuentran conformados por las utilidades generadas durante los años 2016 – 2018. Cabe mencionar que el fideicomiso constantemente ha generado utilidades hacia sus inversionistas. Se considera favorable el compromiso por parte de los accionistas en mantener los dividendos en el fideicomiso, brindando holgura para el manejo de capital de trabajo.

Las obligaciones por beneficio definido, principal cuenta del pasivo no corriente representa a las provisiones realizadas para la jubilación patronal y desahucio, que totalizaron US\$ 177 mil a finales de agosto de 2020. El emisor se encuentra al día con sus obligaciones laborales.

Soporte Patrimonial

El patrimonio del Fideicomiso ha presentado tendencia decreciente debido a que la Asamblea de Inversionistas, realizada en los meses de abril de cada año, ha decidido repartir la totalidad de las utilidades generadas en el año transcurrido al igual que el anticipo de utilidades del año en curso. La última Asamblea de inversionistas, realizada el 29 de abril de 2019, aprobó la entrega de un anticipo de dividendos sobre las utilidades del año en curso por US\$ 775.000 y la distribución de dividendos sobre las utilidades generadas del año 2018, descontado el anticipo ya entregado. A la fecha de corte, existen dividendos pendientes de cobro por US\$ 511,31 mil los cuales corresponden a las utilidades generadas en los años anteriores.

³ ANEFI S.A y Fideval S.A.

El fideicomiso presenta resultados acumulados negativos a lo largo de todo el periodo debido a las pérdidas generadas durante la Fase I del proyecto (etapa de construcción del hotel), que, en conjunto con la repartición de utilidades y anticipo de utilidades, no han permitido fortalecer esta cuenta. El capital social (US\$ 20,86 millones) se ha mantenido constante a lo largo del periodo de análisis (2015 – agos20) y se encuentra conformado por aportes del constituyente (US\$ 858,53 mil) y aportes de inversionistas por la venta de títulos valores (US\$ 20,00 millones). Cada uno de los valores de titularización de participación “VTP” tienen un valor nominal de US\$ 5,00 mil. A finales de agosto de 2020 existen 1325 inversionistas, en donde el principal posee una representatividad de 6,18%.

En su totalidad, el patrimonio contabiliza US\$ 17,55 millones al reducirse en 2,40% con respecto a su similar periodo anterior debido a la repartición de la totalidad de las utilidades generadas durante el 2019 (US\$ 1,56 millones). Es importante mencionar que, del total de activos, el 91,28% se encuentra financiado por el patrimonio, por lo que PCR considera a esta como una de sus principales fortalezas.

Cabe indicar que debido al estado de excepción en el país declarado el 17 de marzo del 2020 y la suspensión del ejercicio del derecho a la libertad de asociación y reunión a nivel nacional con determinadas excepciones y la resolución del Comité de Operaciones de Emergencia (COE) Nacional, acogiendo las recomendaciones del Ministerio de Salud Pública, respecto a la suspensión de los eventos masivos y espectáculos públicos durante los meses de abril y mayo; la Asamblea Ordinaria de Inversionistas del Fideicomiso Titularización GM Hotel no se pudo realizar en el mes de abril de 2020 como estaba previsto. No obstante, el directorio aprobó la repartición de la totalidad de las utilidades generadas en el 2019.

La última Asamblea Extraordinaria de inversionistas se llevó a cabo el día 23 de octubre de 2020, fecha posterior al análisis. Los principales puntos para tratar fueron los siguientes: selección de operador y marca del fideicomiso, elección de miembros del directorio y elección de miembros del comité de vigilancia.

Desempeño Operativo

El Fideicomiso GM Hotel inició sus operaciones en julio de 2011 (Fase III), ofertando una variedad de servicios en donde destaca el servicio de habitaciones las 24 horas, restaurantes de servicio completo, centro de negocios, cafetería y sala de reuniones. Adicionalmente, el fideicomiso cuenta con propiedades de inversión valoradas, a finales de febrero de 2020, en US\$ 5,14 millones, las cuales consisten en 5.072 metros cuadrados en la Galería del Hotel Sonesta, y que le han permitido diversificar sus fuentes de ingreso.

GM Hotel se encuentra dentro de los hoteles jóvenes de la ciudad de Guayaquil. La administración se encuentra realizando constantemente remodelaciones permitiéndole incrementar los servicios ofrecidos a sus clientes, con lo que se mantiene como un hotel de cinco estrellas.

Durante los años 2015 al 2018, los ingresos del Fideicomiso GM han mostrado ser sensibles a la coyuntura económica. No obstante, en el 2019, las estrategias de ventas enfocadas hacia un mercado más corporativo permitieron que los ingresos se incrementen en 2,79% de forma anual, a diferencia de la contracción económica evidenciada durante el año. Hasta el mes de agosto de 2020, los ingresos contabilizan US\$ 1,83 millones, reduciéndose en 57,54% con respecto a su similar periodo anterior. La crisis económica a causa del COVID-19 redujo los ingresos del Fideicomiso, sobre todo los provenientes de las actividades hoteleras. El Hotel Sonesta detuvo sus operaciones en los meses de marzo y abril de 2020. Conforme se han ido reactivando las actividades económicas, la tasa ocupacional del hotel presentan una paulatina recuperación. En el mes de mayo la tasa ocupacional del hotel se ubico en 37,9%, para posteriormente reducirse al 6,7% en el mes de junio. En los meses de julio y agosto, la tasa de ocupación se ha ubicado en 24,1% y 28,9% respectivamente.

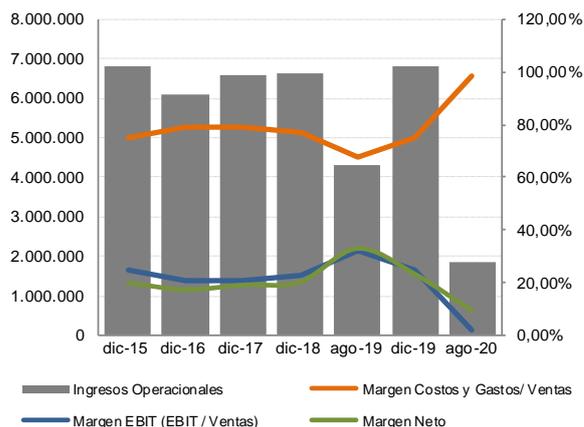
Los ingresos provenientes de las actividades de alquiler, por su parte, presentaron una menor sensibilidad en tiempos de stress, debido a que los locales comerciales mantuvieron su funcionamiento. Hasta la fecha de corte, la composición de los ingresos presenta una mayor ponderación hacia los servicios de alquiler, como se muestra a continuación:

Composición de los Ingresos				
	ago-19	Part. Agos-19	ago-20	Part. Agos-20
Hoteles y Restaurantes	3.246.181	74,97%	1.196.412	65,23%
Actividades de Alquiler	1.084.014	25,03%	637.661	34,77%
Total	4.330.195	100,00%	1.834.073	100,00%

Los costos y gastos operacionales han mantenido una relación directa con los ingresos, por lo que su margen se ha mantenido alrededor de 76,58% durante los cuatro primeros años de análisis. No obstante, la fusión del hotel-galería, realizado en el mes de noviembre de 2018, ha permitido una optimización de gastos de administración en los departamentos de contabilidad, compras, talento humano, seguridad y mantenimiento. De esta forma, el fideicomiso ha logrado mejorar sus márgenes de costos y gastos ubicándolo en 75,32% al 2019. A la fecha de corte, este margen se incrementó a 98,35% debido a que la compañía ha debido mantener sus gastos dado su giro de negocio.

La utilidad operativa presentó una contracción de 97,83% (US\$ -1,37 millones) con lo que contabilizó US\$ 30 mil. Los gastos financieros contabilizan US\$ 32 mil y representan a las comisiones sobre las tarjetas de crédito. Los ingresos obtenidos sobre los activos financieros soportaron la mayor parte de la utilidad del periodo y contabilizan US\$ 164 mil.

Grafico
Ingresos y Márgenes (US\$)



Fuente: GM Hotel / Elaboración: PCR

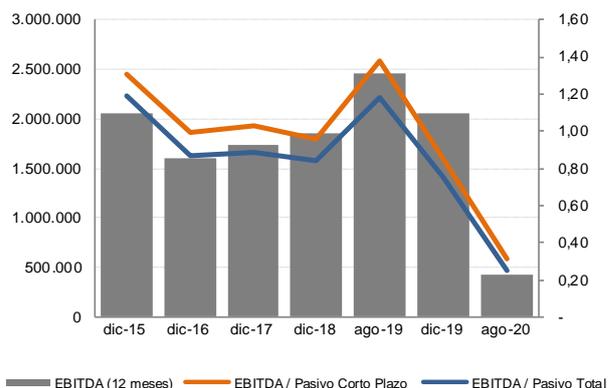
El fideicomiso siempre ha generado utilidades, las cuales a partir de 2016 han presentado una tendencia creciente, permitiéndole repartir dividendos de forma constante a sus accionistas. El 2019 registró el mayor nivel de utilidad con (US\$ 1,56 millones). Hasta la fecha de corte, se destaca la estrategia de inversión en la Galería del Hotel Sonesta que le permiten sostener los ingresos en tiempos de stress. Además, la posición administrativa de resguardar los flujos manteniendo activos financieros soportan parte de la utilidad del periodo y brindan certidumbre a los inversionistas. Si bien los ingresos del fideicomiso se acercan al escenario ácido (US\$ 2,63 millones), la utilidad se asemeja a la proyectada en el escenario moderado (US\$ 246 mil).

Cobertura con EBITDA

La generación de flujos EBITDA presentó una tendencia creciente, excepto por el 2016 en donde se contrajo 21,86% producto de menores niveles de ingresos que responden a la coyuntura económica. A diciembre de 2019, el emisor ha logrado afrontar de forma adecuada la coyuntura económica mediante una estrategia de eficiencia en costos que permitieron que el EBITDA totalice US\$ 2,17 millones, siendo este el valor más alto observado.

A la fecha de corte, la reducción en los ingresos producto de la crisis económica a causa del COVID-19, junto con el crecimiento en el margen de costos y gastos, ha reducido el EBITDA en 82,78% (US\$ - 1,36 millones) de forma interanual, con lo que contabiliza US\$ 283 mil. Esta reducción ya se encontraba considerada de acuerdo con las últimas proyecciones realizadas por el emisor y de continuarse con esta tendencia se esperaría que el EBITDA cierre con un valor de US\$ 424 mil al finalizar el 2020.

Grafico
Cobertura



Fuente: GM Hotel / Elaboración: PCR

El fideicomiso únicamente presenta gastos financieros correspondientes a las comisiones sobre las tarjetas de crédito. En un análisis a corto plazo, se observa que la cobertura de sus flujos frente a los pasivos corrientes se ubica en 0,21 veces. No obstante, cabe mencionar que el fideicomiso cuenta con inversiones por US\$ 2,26 millones con el propósito de resguardar los recursos necesario para el pago de sus obligaciones y dividendos.

Endeudamiento:

El Fideicomiso desde el inicio de sus operaciones (julio 2011) no ha precisado de financiamiento por parte de instituciones financieras debido a un adecuado manejo de capital de trabajo, el cual le ha permitido mantener un flujo de efectivo operativo positivo que soporta las actividades de inversión y financiamiento.

Debido al giro del negocio, la estructura de los pasivos del fideicomiso se concentra principalmente en el corto plazo, sin que esto implique mayores riesgos de liquidez para la entidad. A finales de agosto de 2020, del total de pasivos, el 81,30% se encuentra en corto plazo, mientras que la diferencia (18,70%) en el largo plazo.

El apalancamiento del fideicomiso se ha mantenido en promedio en de 0,11 veces durante los últimos cinco años, siendo esta una de sus principales fortalezas. A la fecha de corte, este indicador se mantiene en 0,10 veces y su decrecimiento marginal con respecto a agosto 2019 (0,12 veces) corresponde a la reducción general del tamaño en el fideicomiso.

Liquidez y Flujo de Efectivo

El fideicomiso GM Hotel se caracteriza por poseer holgados niveles de liquidez, los cuales se ubican en promedio en 2,51 veces durante los últimos cinco años. A la fecha de corte, la liquidez se ubicó en 2,46 veces, demostrando un perfil conservador por parte de la administración en tiempos de stress.

En cuanto al indicador de prueba ácida, este se encuentra ligeramente por debajo del indicador de liquidez debido a la baja representatividad de los inventarios con respecto al total de activos corrientes (1,94%). A la fecha de corte, la prueba ácida se ubicó en 2,41 veces.

Durante todo el período de análisis, el flujo de efectivo provenientes de actividades de operación ha sido suficiente para cubrir sus actividades de inversión y pago de dividendos, es así como el Fideicomiso no ha requerido contratación de deuda. No obstante, a la fecha de corte, el flujo de efectivo provenientes de las actividades de operación contabiliza US\$ -531 mil debido al pago de proveedores y empleados. El flujo de las actividades de inversión contabiliza US\$ 1,47 millones debido a los rendimientos obtenidos sobre el portafolio de inversiones. El flujo de las actividades de financiamiento presenta un saldo negativo por US\$ 925 mil, producto del pago de utilidades. Estos valores, sumados al saldo inicial de efectivo (US\$ 504,54 mil dic19) justifican un saldo de US\$ 494,69 mil al finalizar el mes de agosto de 2020. Es importante mencionar que, a la fecha de corte, el fideicomiso posee elevados niveles de inversión por la acumulación de utilidades generadas en el 2019 y que aun no han sido repartidas.

Situación del Fideicomiso de Titularización “Fideicomiso GM Hotel”

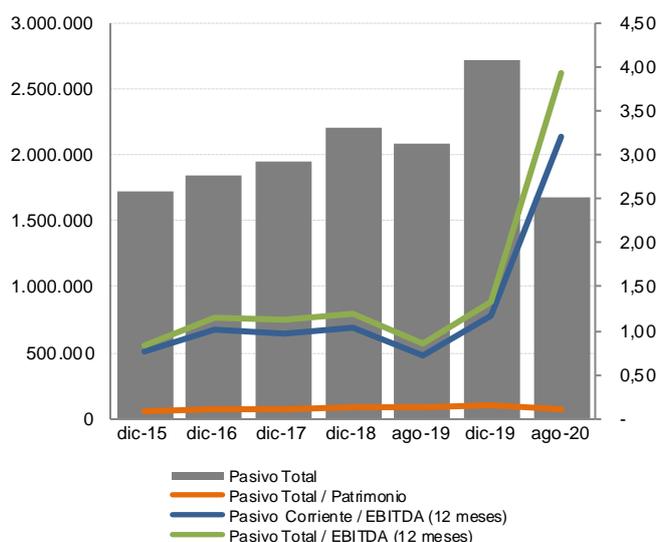
El activo que se titulariza es “Valores de Titularización de Participación” en virtud de los cuales los inversionistas adquieren una alícuota en el Fideicomiso de Titularización (Fideicomiso GM Hotel), a prorrata de su inversión, con lo cual participarán de los resultados, sea utilidades o pérdidas, que arroje esta Titularización durante la presente Fase (III).

Dada la naturaleza de esta Titularización y de los valores de esta inversión, la Titularización no asegura ni ofrece una tasa de interés, ni fija ni reajutable, sino por el contrario se trata de una Inversión a Renta Variable basada única y exclusivamente en la proyección de la generación de Flujos de Operación futuros provenientes de la operación y administración del Hotel y de los locales comerciales con los que cuenta, a través de los Operadores.

En tal sentido, los Valores no constituyen pasivos ni contingentes del Fideicomiso, ni de la Fiduciaria, ni del Originador, ni de los Operadores, ni de del Gerente del Proyecto. De producirse situaciones que impidan la

Grafico

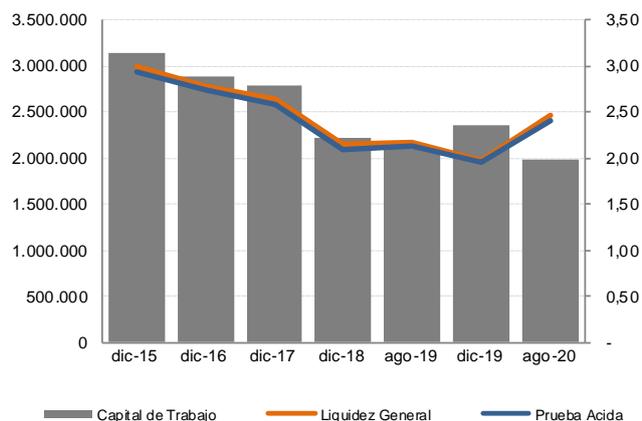
Endeudamiento



Fuente: GM Hotel / Elaboración: PCR

Grafico No. 6

Capital de Trabajo Liquidez



Fuente: GM Hotel / Elaboración: PCR

generación proyectada de los Flujos de Operación y, una vez agotados los recursos del Fideicomiso, los inversionistas deberán asumir eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

Instrumento Calificado

Los Valores correspondientes al Fideicomiso GM Hotel por US\$ 20,00 millones poseen las siguientes características:

Resumen de la Estructura de la Titularización	
Patrimonio Autónomo	"Fideicomiso GM Hotel"
Originador	Promotores Inmobiliarios Pronobis S.A
Operador Hotelero	Operadora Internacional Hotelera S.A. OPERINTER
Operador Comercial	Operadora Hotelera Internacional OPERINTER
Agente de Manejo y Pagador	Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles
Agente Colocador	Casa de Valores ADVFINSA S.A.
Estructurador Legal	Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles
Estructurador Financiero	Casa de Valores ADVFINSA S.A.
Instrumento a calificar	Valores VTP-GM HOTEL
Monto de emisión	US\$ 20'000.000,00.
Activos Titularizado	Son "Valores de Titularización de Participación" en virtud de los cuales los Inversionistas adquieren una alícuota en el Fideicomiso de Titularización, a prorrata de su inversión, con lo cual participan de los resultados, sea utilidades o pérdidas que arroje esta Titularización durante la Fase III. Los valores están representados en títulos nominativos emitidos a nombre de los Inversionistas. Cada uno de los títulos tiene un valor nominal de US\$ 5.000,00
Beneficios para el Inversionista	Rentabilidad variable y que corresponde a lo que comenzó a operar el Hotel, la concesión de los locales produzca el proyecto, luego de que comenzó a operar el Hotel, la concesión de los locales y otros beneficios adicionales.
Fecha de Emisión	20 de febrero de 2008.
Fecha de Vencimiento	El Fideicomiso estará vigente hasta por el plazo máximo permitido por la Ley de Mercado de Valores (80 años), el cual se contará desde la fecha de suscripción del contrato del Fideicomiso (20 de febrero de 2008). Vencido dicho plazo o antes si se produce uno o varias de las causales de terminación del Fideicomiso, la Fiduciarias iniciará el proceso de liquidación.
Fecha de Vigencia	De acuerdo al artículo 110 de la Ley del Mercado de Valores, el fideicomiso mercantil tiene un plazo de vigencia o, podrá subsistir hasta el cumplimiento de la finalidad prevista o de una condición.
Tipo de Oferta	Pública
Mecanismo de Garantía	El mecanismo de garantía consiste en una cobertura de hasta un máximo de 3,00 veces el índice de desviación calculado sobre el presupuesto de construcción o sobre el presupuesto de equipamiento y capital de arranque, según corresponda. Cabe mencionar que los Mecanismos de Garantía solo se aplicaban hasta la Fase II del Proyecto.
Destino de los recursos	Financiamiento de la construcción del Proyecto GM HOTEL en Guayaquil.

Fuente: Fiducia S.A. / Elaboración: PCR

Patrimonio Autónomo del Fideicomiso GM Hotel

Mediante Escritura Pública, firmada el día 20 de febrero de 2008 y su reforma del 08 de abril de 2008, por Promotores Inmobiliarios Nobis S.A. y Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, suscriben el contrato del Fideicomiso Mercantil Irrevocable de Titularización denominado "Fideicomiso GM Hotel", mediante el cual la Fiduciaria queda a cargo de la administración y como Representante Legal del Patrimonio de Propósito Exclusivo del Fideicomiso. El Fideicomiso GM Hotel fue aprobado mediante la Resolución N° 08.G.IMV.0002195 el 18 de abril de 2008. Cabe mencionar que los valores VTP-GM HOTEL se encuentran 100,00% colocados.

El proceso de Titularización tiene por objeto, desarrollar el proyecto inmobiliario denominado "GM HOTEL" es decir; la construcción y equipamiento del Sonesta Hotel de Guayaquil, el cual es operado y administrado por Operadores, y cuyos flujos de operación netos, son distribuidos entre los inversionistas, en proporción con su participación.

El Patrimonio Autónomo del Fideicomiso se encuentra integrado por los recursos en efectivo aportados por el Originador (que durante la fase I y II fue Promotores Inmobiliarios Pronobis S.A) y por los recursos aportados por los Inversionistas; dichos recursos de acuerdo a las instrucciones fiduciarias establecidas en el contrato del Fideicomiso han sido destinadas al desarrollo del Proyecto.

Fases de la Titularización:

La Titularización se desarrolló en tres fases con el fin de identificar y diferenciar debidamente las distintas instrucciones que la Fiduciaria debe ejecutar durante la vigencia del Fideicomiso.

- **Fase I:** Primera fase de la titularización que inicia en la constitución del Fideicomiso hasta cuando la Fiduciaria realice la evaluación a efectos de determinar si se ha alcanzado o no el punto de equilibrio
- **Fase II:** Inició solo cuando la Fiduciaria declaró que sí se alcanzó el punto de equilibrio y se extendió hasta antes de que los operadores inicien las actividades de operación y administración del Hotel dirigida al público en general. El punto de equilibrio fue certificado el 18 de septiembre de 2018 y a partir de esa fecha se dio inicio a la Fase II en la que inicia la construcción del proyecto.
- **Fase III:** Inició una vez que se desarrolló íntegramente la Fase II y a partir de que los operadores iniciaron las actividades y administración del Hotel dirigida al público en general. Se extenderá hasta cuando se verifique la terminación del Fideicomiso. A partir del 1 de julio de 2011, el Fideicomiso se encuentra en la Fase III del proyecto, en la cual se dio inicio a las operaciones del área hotelera. En esta misma fecha, también se dio inicio a las operaciones del área comercial, quedando de esta manera operativo el proyecto.

Antecedentes:

- El 03 de julio de 2009 se contrató a la firma ETINAR S.A. para desarrollar la primera fase constructiva del proyecto correspondiente a la excavación y preliminares de cimentación. (Ejecutada).
- El 12 de octubre de 2009, se contrató a la compañía RIPCONCIV Constructores Civiles Cía. Ltda. para la ejecución de la segunda fase constructiva correspondiente a la cimentación y estructura.
- El 30 de marzo de 2011, se suscribió el Acta de Entrega Recepción Provisional del Contrato de obra civil.
- El 31 de marzo de 2011, la fiscalización informó que las instalaciones del Edificio "Hotel Sonesta" fueron concluidas en su totalidad.
- El 01 de julio del 2011, el Fideicomiso GM Hotel inició la tercera fase de la Titularización, en la cual comenzó la etapa de operación de "Hotel Sonesta", es decir la etapa en la cual los operadores empezaron las actividades de operación y administración dirigida al público en general.
- El 17 de septiembre de 2012, se realizó la inauguración de los nuevos locales comerciales del Edificio "Hotel Sonesta".

PCR considera adecuada la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio de propósito exclusivo y cesión del Derecho de Cobro, con base a la documentación suministrada por el Fiduciario, los Originadores y a los términos establecidos en el contrato.

Terminación del Fideicomiso:

Son causales de terminación del presente Fideicomiso las siguientes:

- Si el Originador no ha provisto:
 - Al Fideicomiso de los recursos necesarios correspondientes al capital preoperativo; o
 - A la Fiduciaria de la información y documentación necesarias para el lanzamiento de la Titularización.
- Si ha transcurrido el plazo máximo (80 años) permitido por la Ley de Mercado de Valores para la vigencia del Fideicomiso⁴.
- Si se ha cumplido plenamente con el objeto del Fideicomiso.
- Por sentencia ejecutoriada o laudo arbitral que ordene la terminación del Fideicomiso.
- Por mutuo acuerdo:
 - Entre la Fiduciaria y el Originador, hasta antes de la fecha de emisión de los valores; y
 - Entre la Fiduciaria, el Originador y la totalidad de los Inversionistas, a partir de la fecha de emisión de los valores.
- Por situaciones de caso fortuito o fuerza mayor debidamente justificadas.
- Por las demás causales establecidas en la legislación vigente y aplicable.

Liquidación del Fideicomiso:

En caso de terminación del presente Fideicomiso por cualquiera de las causales contractual o legal, la Fiduciaria procederá inmediatamente con las tareas de liquidación del Fideicomiso, de acuerdo con las siguientes disposiciones:

- Hasta antes de la fecha de emisión de los valores, todos los pasivos que se encuentran pendientes de pago y que no pudieren cancelarse con los recursos del Fideicomiso, serán asumidos de pleno derecho por el Originador. El Originador se constituye, para tal evento, en fiador solidario del Fideicomiso, frente a los acreedores, por las obligaciones del Fideicomiso. En tal sentido, el Fideicomiso y la Fiduciaria quedan liberados de toda responsabilidad por tales pasivos. Después de la fecha de emisión de los valores, todos los pasivos del Fideicomiso deberán honrarse con los bienes y patrimonio propio del Fideicomiso. En tal sentido, el Fideicomiso, la Fiduciaria y el Originador quedan liberados de toda responsabilidad por tales pasivos.
- La Fiduciaria rendirá cuenta final de su gestión, mediante un informe que se pondrá a disposición de los respectivos Beneficiarios, en los términos exigidos por el Reglamento de Gestión, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros y demás normativa aplicable. Dicho informe se entenderá aprobado ipso facto, si no es objetado dentro de un período máximo de quince (15) días calendario, contados a partir de la fecha de

⁴Ley de Mercado de Valores.- Título XV "Del Fideicomiso Mercantil y Encargo Fiduciario" Art. 110.

su presentación a los respectivos beneficiarios a través de los medios establecidos en el Reglamento de Gestión.

- Transcurrido el período señalado en el punto anterior, la Fiduciaria levantará, mediante escritura pública, un Acta de Liquidación, la cual se tendrá, para todos los efectos legales, como la liquidación definitiva y total del Fideicomiso. Dicha Acta de Liquidación tendrá únicamente la firma del representante legal o apoderado de la Fiduciaria, y constituirá el instrumento a través del cual se dé por terminado y liquidado el presente Fideicomiso.
- Si los beneficiarios no estuvieren de acuerdo con las cuentas presentadas, la Fiduciaria deberá hacer constar en el Acta de Liquidación todas las observaciones o salvedades que hubieren sido presentadas dentro del plazo mencionado en la presente cláusula, lo que no impedirá que la terminación y liquidación del Fideicomiso se efectúe. Sin perjuicio de lo antes señalado, quien se sintiere afectado podrá recurrir a las instancias determinadas en este contrato para la solución de conflictos. Las partes autorizan e instruyen expresamente a la Fiduciaria para que por sí sola realice todos los trámites necesarios y suscriba los documentos pertinentes a fin de perfeccionar las restituciones, la terminación y la liquidación del presente Fideicomiso, así como para asumir, a nombre y en representación de los beneficiarios, los activos, pasivos y/o contingentes que les corresponda, pudiendo solicitar la inscripción o marginación en los registros públicos que corresponda. Para el efecto, esta cláusula deberá interpretarse como poder especial e instrucción irrevocable conferidas a la Fiduciaria.

Estado del Fideicomiso

La Escritura del Fideicomiso indica que los valores estarán representados en títulos nominativos emitidos a nombre de los inversionistas. La inversión en esta Titularización no asegura ni ofrece una tasa de interés (ni fija ni reajutable), sino por el contrario se trata de una Inversión de renta variable basada única y exclusivamente en la proyección de la generación de Flujos de Operación luego de deducir todos los costos, gastos, depreciaciones y provisiones necesarios para la adecuada operación y administración del Hotel con los cuales contará a través del Operador. En tal sentido, los Valores no constituyen pasivos ni contingentes del Fideicomiso, Fiduciaria, Originador, Operadores y Gerente de Proyecto.

La última Asamblea de Inversionistas se realizó en el mes de abril de 2019, en donde se acordó por unanimidad la distribución de la totalidad de las utilidades netas generadas al cierre del año 2018 por US\$ 1,35 millones entre 4000 VTP a un valor nominal de US\$337,52 cada uno. Asimismo, en la Asamblea se autorizó la distribución del anticipo de utilidades del ejercicio 2019 por US\$ 775,00 mil a un valor nominal de US\$ 193,75 por cada VTP. En el mes de abril de 2020, los miembros del directorio aprobaron la repartición de la totalidad de las utilidades generadas en el 2019, una vez descontados los anticipos realizados. Hasta el mes de agosto de 2020, existen dividendos pendientes de cobro por US\$ 905 mil, correspondientes a las utilidades entre los años 2016 al 2019.

Como hecho posterior a la fecha de corte, debido al estado de excepción en el país declarado el 17 de marzo del 2020 y la suspensión del ejercicio del derecho a la libertad de asociación y reunión a nivel nacional con determinadas excepciones y la resolución del Comité de Operaciones de Emergencia (COE) Nacional, acogiendo las recomendaciones del Ministerio de Salud Pública, respecto a la suspensión de los eventos masivos y espectáculos públicos durante los meses de abril y mayo; la Asamblea Ordinaria de Inversionistas del Fideicomiso Titularización GM Hotel no se pudo realizar en el mes de abril de 2020 como estaba previsto. La última Asamblea Extraordinaria de inversionistas se llevó a cabo el día 23 de octubre de 2020, fecha posterior al análisis. Los principales puntos para tratar fueron los siguientes: selección de operador y marca del fideicomiso, elección de miembros del directorio y elección de miembros del comité de vigilancia.

Características Valores Colocados y Pagos a Inversionistas								
N. Títulos Por Persona	N. De Inversionistas	Total Títulos	Capital Invertido	Utilidades Aprobadas a Repartir (US\$)				
				2015	2016	2017	2018	2019
1	1417	1417	7.085.000					
2	560	1120	2.800.000					
3	267	801	1.335.000					
4	212	848	1.060.000					
5	125	625	625.000					
6	222	1332	1.110.000					
7	21	147	105.000					
8	72	576	360.000					
9	27	243	135.000					
10	320	3200	1.600.000					
11	11	121	55.000					
12	48	576	240.000					
13	13	169	65.000					
14	14	196	70.000					
15	45	675	225.000					
16	16	256	80.000					
19	19	361	95.000					
20	280	5600	1.400.000					
21	21	441	105.000					
25	50	1250	250.000					
40	40	1600	200.000					
50	200	10000	1.000.000					
Total	4.000	31.554	20.000.000					
Dividendos no distribuidos reportados por pagar								905.948 ⁵

Fuente: Fideicomiso GM Hotel / Elaboración: PCR

Generación de Rendimientos

PCR considera que el Patrimonio Autónomo presenta capacidad para generar utilidades futuras, en función del comportamiento del mercado, con lo cual estaría en capacidad de continuar repartiendo beneficios a los inversionistas de los títulos emitidos y cumplir con los demás compromisos adquiridos, de acuerdo con los términos y condiciones presentados en la titularización y sus proyecciones.

El activo titularizado corresponde a los "Valores de Titularización de Participación" en virtud de los cuales los inversionistas adquieren una alícuota en el Fideicomiso de Titularización, a prorrata de su inversión, con lo cual participarán de los resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje esta Titularización durante la Fase III.

Para la Fase III, que es en la que se encuentra actualmente el Fideicomiso, el estructurador financiero consideró las siguientes variables para el análisis de sensibilidad del proyecto:

- Tasa de descuento aplicada.
- Nivel de ocupación (uso de las habitaciones).
- Tasa anual de crecimiento de las tarifas por habitación.
- Costos y gastos directos habitaciones.
- Costos y gastos directos alimentos y bebidas.
- Costos y gastos directos departamentos menores.

El siguiente cuadro, muestra las proyecciones tanto del flujo neto como de la utilidad neta en un escenario probable, considerando las variables antes mencionadas en la sensibilización del modelo. El análisis de cumplimiento de proyecciones hace énfasis en el cumplimiento de la utilidad neta, puesto que de este valor se deriva la renta que los inversionistas reciben, a prorrata de su inversión en los valores de titularización.

Montos Proyectados (US\$) – Escenario Probable		
Año	Flujo Neto	Utilidad neta
2011	3.473.533	810.415
2012	4.023.874	998.451
2013	4.323.629	1.112.018
2014	4.358.402	1.046.692
2015	4.819.612	1.248.387
2016	5.552.524	1.771.589
2017	5.937.278	1.933.768
2018	6.262.309	2.059.081
2019	6.156.102	1.907.966
2020	6.441.510	2.007.331
Total	51.348.773	14.895.698

Fuente: Casa de Valores ADVFINSA S.A. / Elaboración: PCR

⁵ Corresponden a los dividendos generados durante el periodo 2016 - 2019

Flujo y Utilidad Proyectada vs. Flujo y Utilidad Real

Los flujos reales del proyecto han mantenido un adecuado cumplimiento durante los últimos cinco años, manteniéndose en promedio en 115,80%. No obstante, a pesar del adecuado cumplimiento de las ventas, históricamente, la utilidad neta ha mostrado un menor cumplimiento. Esto se debe a que la estimación de ganancia fue realizada en el 2008, en donde existía un entorno macroeconómico muy distinto. Además, se debe tomar en cuenta que factores regulatorios por parte del Estado (impuesto a la renta) no estuvieron estimados en las proyecciones presentados en el Prospecto de oferta Pública.

A la fecha de corte, los ingresos y la utilidad neta presentan un avance muy por debajo a lo proyectado (28,47% ingresos; 8,21% gastos) debido a que la paralización de las actividades económicas junto con la crisis económica a causa del COVID-19 afectado a toda la economía, especialmente al sector hotelero. En el mes de abril de 2020, el hotel presentó una tasa de ocupación de 0% debido a que cerró sus actividades comerciales. A partir del mayo de 2020, fecha de su reapertura, los niveles de ocupación presentan una paulatina recuperación, ubicándose en promedio en 24,4% durante los siguientes cuatro meses. La estrategia de inversión en la Galería permitió diversificar las fuentes de ingresos del fideicomiso, sustentando parte de la utilidad del periodo. Del total de ingresos, el 65,23% corresponde a actividades hoteleras y de restaurante, mientras que la diferencia a actividades de alquiler.

Cumplimiento de Flujos Proyectados y de la Utilidad Neta (US\$)						
Año	Flujo Proyectado	Flujo Real	Cumplimiento	Utilidad Neta Proyectada	Utilidad Neta Real	Cumplimiento
2014	4.358.402	6.666.725	152,96%	1.046.692	1.403.022	134,04%
2015	4.819.612	6.832.472	141,76%	1.248.387	1.333.419	106,81%
2016	5.552.524	6.109.652	110,03%	1.771.589	1.037.477	58,56%
2017	5.937.278	6.593.116	111,05%	1.933.768	1.235.586	63,90%
2018	6.262.309	6.617.285	105,67%	2.059.081	1.314.473	63,84%
2019	6.156.102	6.801.848	110,49%	1.907.966	1.412.373	74,03%
2020	6.441.510	1.834.073	28,47%	2.007.331	164.773	8,21%

Fuente: Fiducia S.A. / Elaboración: PCR

La calificadora ha tomado en cuenta las últimas proyecciones realizadas por el fideicomiso, las mismas que consideran los efectos causados por el COVID-19. La administración ha planteado dos escenarios, un ácido y un moderado. En ambos escenarios se espera comenzar a obtener ingresos por las actividades hoteleras y de restaurantes a partir del mes de junio de 2020. Los detalles se muestran a continuación:

Proyecciones Dic - 2020 (US\$)				
	dic-19	dic-20 Antes COVID-19	dic-20 Post COVID-19 Moderado	dic-20 Post COVID-19 Ácido
Ingresos Operacionales	6.801.848	6.602.570	3.010.280	2.623.474
(-) Costo de Ventas y Gastos Operacionales	5.122.984	3.777.967	2.263.846	2.238.069
Utilidad Operativa	1.678.864	2.824.603	746.434	385.405
Gastos/Ingresos Financieros		-637.350	-602.894	-601.078
Otros Ingresos y Gastos	303.183	165.900	243.499	224.812
Utilidad antes de Participaciones y del Impuesto a la Renta	1.982.047	2.353.153	387.039	9.140
(-) Participaciones e impuestos	462.958	853.018	140.302	3.313
Utilidad Neta del año (Utilidad Distribuible)	1.519.089	1.500.135	246.737	5.827
Otro resultado integral	41.074			
Resultado Integral del Año	1.560.163	1.500.135	246.737	5.827
Utilidad por VTP	390	375	61	1

Fuente: GM Hotel / Elaboración: PCR

De acuerdo con las proyecciones realizadas, el Fideicomiso presenta ingresos que se asemejan al escenario ácido. A pesar de que el Fideicomiso, dentro de sus estimaciones iniciales no tenía contemplado la adquisición de deuda financiera, los gastos financieros se esperaban que contabilicen alrededor de US\$ 600 mil en los dos escenarios debido a las comisiones sobre las tarjetas. No obstante, hasta finales de agosto de 2020, estos valores se encuentran muy por debajo de lo proyectado en los dos escenarios, contabilizando US\$ 166 mil. Esto ha permitido que la utilidad neta sume US\$ 164 mil, acercándose al escenario moderado. Es importante mencionar que la utilidad del periodo no se encuentra considerando el gasto de impuestos, por lo que estaría sobre estimada.

Mecanismos de Garantía

El mecanismo de garantía, aplicable durante la Fase I y II de esta Titularización consistió en una cobertura de hasta un máximo de 3,00 veces el índice de desviación calculado sobre el presupuesto de construcción o sobre el presupuesto de equipamiento, según corresponda.

Cabe mencionar que el Fideicomiso queda excluido de esta garantía, conferida por el Originador, durante la Fase III de esta titularización, por lo que a la fecha del presente informe ya no aplica.

Punto de Equilibrio

Para que la fiduciaria pueda certificar que, si se ha alcanzado el punto de equilibrio, deberá haberse cumplido los puntos de equilibrio económico, legal y técnico, los cuales deberán cumplirse, reunirse y verificarse dentro de los nueve meses contados a partir de la fecha de la Resolución que apruebe la emisión u oferta pública de valores prorrogables automáticamente por una sola vez hasta por nueve meses adicionales.

- **Punto de equilibrio económico:** Se cumplió cuando el Fideicomiso colocó valores cuyo monto en conjunto representó el 65% del monto emitido.
- **Punto de equilibrio legal:** Se cumplió cuando el terreno fue transferido como propiedad de la Compañía "Katysier S.A.", debidamente inscrito ante el Registrador de la Propiedad del Cantón Guayaquil y el Fideicomiso suscribió con el Originador el contrato de compra venta de la totalidad de acciones de la Compañía Katysier S.A., según las condiciones establecidas en la Reforma al Contrato del Fideicomiso celebrado el 08 de abril de 2008.
- **Punto de equilibrio técnico:** Se cumplió cuando el Fideicomiso suscribió todos los contratos expresos en los numerales de la cláusula séptima del Contrato de Constitución del Fideicomiso.

Índice de Desviación e Índice de Estabilidad

El índice de desviación muestra la probabilidad de que los flujos de operación no se generen conforme a las proyecciones realizadas por el Estructurador Financiero de la Titularización, Casa de Valores ADVFIN S.A. Según los cálculos efectuados por el Estructurador Financiero, el índice de desviación es de 3,80%.

Por su parte, el índice de estabilidad es de 96,20% y muestra la probabilidad de que los Flujos de Operación sí se generen conforme a las proyecciones realizadas por el Estructurador Financiero.

Cálculo del Índice de Desviación (US\$)										
Escenario Probable	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo Promedio Simulado	2.192.96	1.904.26	2.099.03	1.861.74	2.240.70	2.762.76	2.680.17	2.803.43	2.485.281	33.238.434
Desviación Estándar	87.581	72.434	74.422	83.495	86.669	85.584	106.575	92.512	101.810	1.268.508
Coefficiente Desviación	4,00%	3,80%	3,50%	4,50%	3,90%	3,10%	4,00%	3,30%	4,10%	3,80%
Coefficiente Promedio Pond.	3,80%									

Fuente: Casa de Valores ADVFINSA S.A. / Elaboración: PCR

De acuerdo con lo estipulado en la Escritura de Constitución de la presente titularización, los mecanismos de garantía contemplados en la misma solo aplicaban hasta la Fase II (Construcción), por tanto, al encontrarse el Proyecto Inmobiliario en la Fase III (Operatividad) a partir de 01 de julio de 2011, los inversionistas participan de los resultados, sea utilidades o pérdidas que arroje esta Titularización, a prorrata de su inversión.

Asamblea de Inversionistas y Comité de Vigilancia

La Asamblea consiste en la reunión de los inversionistas, aun cuando sólo se tratase de un inversionista. A excepción de la primera sesión, la Asamblea se reunirá ordinariamente dentro de los primeros 120 días de cada año, para conocer y resolver al menos sobre los siguientes puntos: (a) Informe del Directorio; (b) Informe del Comité de Vigilancia; (c) Informe de los Operadores; (d) Estados Financieros y Estados de Resultados del Fideicomiso; (e) Informe de la Auditoría Externa; (f) Informe de Actualización de la Calificadora de Riesgos; (g) Rendición anual de cuentas de la Fiduciaria; y, (h) La distribución de resultados y/o remanentes, de existir dentro del Fideicomiso, que hubiere sido aprobada por el Directorio.

La Asamblea tendrá las siguientes funciones:

- Designar o remover a los miembros integrantes del Directorio.
- Conocer y resolver sobre los asuntos que sean sometidos a su consideración por el Directorio, los Operadores y/o la Fiduciaria.
- En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por cualquiera de los Operadores, Calificadora de Riesgos, Auditora Externa o Fiduciaria durante la Fase III, resolver sobre la terminación del contrato respectivo y escoger el reemplazo correspondiente.
- En caso de que el Fideicomiso requiera de recursos adicionales debido a cualquier necesidad durante la Fase III de esta Titularización, conocer y resolver lo que se considere más oportuno, precautelando los intereses de todos los inversionistas.
- La Asamblea podrá reunirse extraordinariamente por decisión de la Fiduciaria, del Directorio, del Comité de Vigilancia, de cualquiera de los Operadores, o de inversionistas que representen más del 50,00% de la totalidad de valores en circulación, o por disposición de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. En todos los casos, la convocatoria deberá hacerse a través de la Fiduciaria.

- Por su parte, el comité de vigilancia, realizado en la misma Asamblea de Inversionistas, verificó el cumplimiento de las obligaciones con la autoridad tributaria, en donde no se registran obligaciones pendientes. De igual no existen obligaciones patronales pendientes ni en mora. El comité de vigilancia fue invitado permanentemente a las sesiones de Directorio desde junio hasta noviembre de 2018 con lo que pudo constatar el esquema de seguimiento que los miembros mantenían los miembros del Directorio con el Operados del Hotel. De esta forma, todas las obligaciones se han cumplido dentro de los parámetros establecidos por el ente de control, por lo que no existieron incumplimientos que reportar en el periodo de análisis.

La Asamblea de Inversionistas celebrada el 29 abril de 2019 acordó por unanimidad la distribución de la totalidad de las utilidades netas generadas al cierre del año 2018 por US\$ 1,35 millones entre 4000 VTP a un valor nominal de US\$337,52 cada uno. Asimismo, en la Asamblea se autorizó la distribución del anticipo de utilidades del ejercicio 2019 por US\$ 775,00 mil a un valor nominal de US\$ 193,75 por cada VTP.

En el año 2020, existió una asamblea extraordinaria con fecha 27 de febrero de 2020, en donde se resolvió:

1. La no renovación automática del contrato de operación al vencimiento del mismo, esto es marzo 31 del 2021.
2. Reforma al Contrato de Constitución del Fideicomiso y el Código de Buen Gobierno Corporativo del Fideicomiso GM Hotel.
3. Elección de tres directores suplentes vigentes hasta diciembre 2020.

La última Asamblea Extraordinaria de inversionistas se llevó a cabo el día 23 de octubre de 2020, fecha posterior al análisis. Los principales puntos para tratar fueron los siguientes: selección de operador y marca del fideicomiso, elección de miembros del directorio y elección de miembros del comité de vigilancia.

Fiduciaria o Agente de Manejo

Para el presente proceso de Titularización se ha designado como Agente de Manejo a FIDUCIA S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles. PCR considera adecuada la estructura administrativa del Agente de Manejo, capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia.

Fiducia S.A. inició sus actividades en el Ecuador en 1995 como la primera empresa en el país dedicada exclusivamente a la administración fiduciaria. Durante sus primeros años se dedicó a la viabilización de proyectos inmobiliarios. Sin embargo, a partir del año 2000 se convirtió en la primera fiduciaria independiente del país, puesto que sus acciones no pertenecen a ningún grupo financiero.

Hoy en día participa en negocios estratégicos para el desarrollo del país tanto para el sector privado como para el sector público. La experiencia alcanzada durante estos años le ha convertido en una de las empresas líderes del mercado fiduciario en el Ecuador.

Esta fiduciaria tiene su matriz en la ciudad de Quito y una sucursal en la ciudad de Guayaquil. Fiducia S. A. cuenta con personal especializado de reconocido prestigio dentro del mercado de valores con amplio conocimiento teórico y práctico en la estructuración de esquemas fiduciarios.

Metodología utilizada

Manual de Procedimientos de Calificación de Riesgo – Ecuador

Información utilizada para la Calificación

- **Información financiera:** Estados Financieros de “Fideicomiso GM Hotel” para el periodo 2014, auditados por la firma MOORE STEPHENS; 2015, 2016 y 2017 auditados por la firma Grant Thornton Ecuador Cía. Ltda. Para el año 2018 y 2019 por la firma Deloitte se presentan razonables. Además, información interna con corte agosto 2019, agosto 2020.
- Contrato de Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Fideicomiso GM Hotel”.
- Contrato de Agente de Manejo.
- Reglamento de Gestión.
- Escritura del Fideicomiso de Administración Flujos.
- Actas de Asambleas de Inversionistas.
- Otros papeles de trabajo.
- Acta de Directorio con fecha 19 de mayo de 2020.

Presencia Bursátil

Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores canaliza los recursos financieros hacia las actividades productivas a través de la negociación de valores. Este constituye una fuente directa de financiamiento y una interesante opción de rentabilidad para los inversionistas. Entre las principales ventajas del mercado de valores esta, que es un mercado organizado, eficaz y transparente en donde la intermediación es competitiva, estimula la generación de ahorro que deriva en inversión, genera un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento a mediano y largo plazo, entre otras.

La cultura bursátil del Ecuador no se acopla a las alternativas de financiamiento e inversión que ofrece este mercado, todo ello reflejado en los montos negociados del mercado secundario que en 2019 evidenció una

participación del 12% y a febrero 2020 un 9%; mientras que la diferencia se ubica en el mercado primario. Uno de los motivos por lo que se ve involutivo este mercado se debe a la competencia presentada por las instituciones financieras. Para el 2019, el monto bursátil nacional negociado fue de US\$ 11.797 millones lo que representa un 10,98% del PIB ecuatoriano y refleja un dinamismo del 57,82% en comparación con su similar periodo anterior. A enero 2020 el monto negociado es de US\$ 1.632 millones.

Las negociaciones del sector privado (Certificados de Inversión, Certificados de Depósito, Papel Comercial, otros) aportaron con el 38,03%, mientras que los valores del sector público (Certificados de tesorería, Certificados de Inversión, Notas de crédito, otros) lo hicieron con el 61,97%. Por su parte, los principales sectores que participan en el mercado bursátil a nivel nacional son el Comercial (30,15%), seguido del Industrial (26,46%), Servicios (13,85%), Agrícola (11,69%) y la diferencia se ubica en otros 6 sectores con una participación individual inferior al 10%. De todos estos emisores, aproximadamente el 85% corresponden a Guayas y Pichincha. Como es de esperar, las principales ciudades del país son los primordiales dinamizadores del mercado de valores en el Ecuador, comportamiento observado durante los últimos periodos de análisis.

El hito más importante durante el 2019 fue la emisión de US\$ 150 millones en bonos verdes. Ecuador es uno de los primeros países en Iberoamérica en lanzar bonos verdes del sector financiero, cuyo propósito es financiar líneas de crédito para proyectos que tienen un componente ambiental. En 2020 se espera que se coloquen los US\$ 100 millones restantes que son parte de la operación inicial. Si bien, hay varios emisores que están en proceso debido a que como primer requisito los proyectos deben contar con una certificación verde; entre los interesados se encuentran instituciones financieras, sectores productivos como el maderero, pesquero, textil y de alimentos. Otro hecho relevante, es la obtención de liquidez a través de la venta de facturas comerciales negociables; este es un producto, bien controlado y estructurado con perspectivas de crecimiento para el mercado de valores.

Si bien se observó un gran dinamismo en el monto negociado, aún persisten varias reformas pendientes para que el mercado de valores repunte en el país, reformas que pueden tardar debido a la priorización de sectores que se experimentará en el transcurso del 2020 tras presenciar varios factores macroeconómicos que afectan la economía ecuatoriana, como la baja en el precio del petróleo, caída en valor y volumen de las exportaciones por una menor demanda a nivel internacional tras la pandemia mundial de Covid-19 que ha paralizado la actividad económica. Adicional, la falta de liquidez podría impactar en el monto de negociación durante el 2020, si bien, varios emisores de deuda recurrirán al mercado de valores por las ventajas que este ofrece, se espera que los inversionistas en el mercado de valores sean más cautelosos con los títulos que adquieran.

Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable⁶. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente formula:

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{\text{Nº de días negociados mes}}{\text{Nº de ruedas mes}}$$

Con respecto al grado de aceptabilidad, el agente colocador inicio la colocación de los títulos valores el 09 de mayo de 2008, finalizando el 100% de la misma el 29 de agosto de 2014.

Para el Fideicomiso Mercantil GM Hotel el indicador de liquidez se ubicó en promedio 13,32% durante los meses del año 2019 negociados en el mercado secundario en la Bolsa de Guayaquil. Esto obedece al comportamiento del mercado de valores en el país, en donde en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario.

Nombre del Emisor / Originador	Nombre del Instrumento	Monto Autorizado US\$	Bolsa	No. transacciones	Monto Negociado	Días bursátiles	Meses	Días negociados Mes (A)	Ruedas Mes (B)	Presencia Bursátil (A / B)
FIDEICOMISO MERCANTIL GM HOTEL	VALORES TITULARIZACION PARTICIPACION	20.000.000	Guayaquil			22	ENERO			
				4	55000	20	FEBRERO	3	20	15%
						19	MARZO		19	
				1	50000	21	ABRIL	1	21	5%
				2	25000	20	MAYO	2	20	10%
						20	JUNIO		20	
				3	45000	23	JULIO	3	23	13%
		21	AGOSTO		21					
		7	95000	21	SEPTIEMBRE	5	21	24%		

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil / Elaboración: PCR

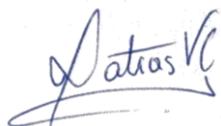
El Fideicomiso de Titularización "Fideicomiso GM Hotel" ha sido constituido específicamente con el objetivo de emitir Valores de Titularización de Participación, por lo que no mantiene otros valores en el mercado de valores.

⁶ Sección II, Capítulo XVI del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros: "Conformación Accionaria y Presencia Bursátil" Art. 10, numerales 2 y 5

Hechos de Importancia

- La Asamblea de Inversionistas del Fideicomiso Titularización GM Hotel reunida el 29 de abril de 2019 acordó la distribución de la totalidad de las utilidades netas generadas al cierre del año 2018 por US\$ 1,35 millones, al igual que el anticipo de utilidades del ejercicio 2019 por US\$ 775,00 mil a un valor nominal de US\$ 193,75 por cada VTP.
- La Asamblea Extraordinaria de Inversionistas del Fideicomiso Titularización GM Hotel reunida el 27 de febrero de 2020 resolvió, entre otros puntos, la no renovación automática del contrato de operación al vencimiento del mismo, esto es marzo 31 del 2021.
- La Asamblea Ordinaria de Inversionistas del Fideicomiso Titularización GM Hotel no se pudo realizar en el mes de abril de 2020 como estaba previsto, debido al estado de excepción en el país declarado el 17 de marzo del 2020 y la suspensión del ejercicio del derecho a la libertad de asociación y reunión a nivel nacional con determinadas excepciones. La Fiduciaria notificó a los inversionistas que comunicará oportunamente la fecha de la Asamblea Ordinaria de Inversionistas que entre otros puntos resolverá la distribución de utilidades del ejercicio económico 2019.
- La última Asamblea Extraordinaria de inversionistas se llevó a cabo el día 23 de octubre de 2020, fecha posterior al análisis. Los principales puntos para tratar fueron los siguientes: selección de operador y marca del fideicomiso, elección de miembros del directorio y elección de miembros del comité de vigilancia.

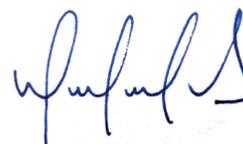
Miembros de Comité



Econ. Matias Velastegui



Econ. Karla Torres



Econ. Yoel Acosta

Anexos

Cuentas por Cobrar Comerciales (US\$)		
	ago-19	ago-20
Por vencer	169.561	64.749
Vencida		
30 días	55.175	37.806
60 días	72.543	18.094
90 días	27.715	480
180 días	27.396	69.093
360 días	20.512	44.392
Más de 360 días	22.479	7.147
Provisiones	-201.197	-95.348
Morosidad	43,16%	57,58%
Total	194.183	146.413

Fuente: Fideicomiso GM Hotel / Elaboración: PCR

Estado de Flujo de Efectivo Agos-20 (US\$)	
FLUJOS DE EFECTIVO PROCEDENTES DE (UTILIZADOS EN) ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	-531.134
Clases de cobros por actividades de operación	1.809.194
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	1.803.969
Cobros procedentes de regalías, cuotas, comisiones y otros ingresos de actividades ordinarias	-
Cobros procedentes de contratos mantenidos con propósitos de intermediación o para negociar	-
Cobros procedentes de primas y prestaciones, anualidades y otros beneficios de pólizas suscritas	-
Otros cobros por actividades de operación	5.225
Clases de pagos por actividades de operación	-1.925.345
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	-949.310
Pagos procedentes de contratos mantenidos para intermediación o para negociar	-
Pagos a y por cuenta de los empleados	-976.035
Pagos por primas y prestaciones, anualidades y otras obligaciones derivadas de las pólizas suscritas	-
Otros pagos por actividades de operación	-
Dividendos pagados	-
Dividendos recibidos	-
Intereses pagados	-
Intereses recibidos	158.441
Impuestos a las ganancias pagados	-
Otras entradas (salidas) de efectivo	-573.424
FLUJOS DE EFECTIVO PROCEDENTES DE (UTILIZADOS EN) ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	1.447.148
Efectivo procedentes de la venta de acciones en subsidiarias u otros negocios	-
Efectivo utilizado para adquirir acciones en subsidiarias u otros negocios para tener el control	-
Efectivo utilizado en la compra de participaciones no controladoras	-
Otros cobros por la venta de acciones o instrumentos de deuda de otras entidades	-
Otros pagos para adquirir acciones o instrumentos de deuda de otras entidades	-
Otros cobros por la venta de participaciones en negocios conjuntos	-
Otros pagos para adquirir participaciones en negocios conjuntos	-
Importes procedentes por la venta de propiedades, planta y equipo	-
Adquisiciones de propiedades, planta y equipo	-61.448
Importes procedentes de ventas de activos intangibles	-
Compras de activos intangibles	-
Importes procedentes de otros activos a largo plazo	-
Compras de otros activos a largo plazo	-
Importes procedentes de subvenciones del gobierno	-
Anticipos de efectivo efectuados a terceros	-
Cobros procedentes del reembolso de anticipos y préstamos concedidos a terceros	-
Pagos derivados de contratos de futuro, a término, de opciones y de permuta financiera	-
Cobros procedentes de contratos de futuro, a término, de opciones y de permuta financiera	-
Dividendos recibidos	-
Intereses recibidos	-
Otras entradas (salidas) de efectivo	1.508.596
FLUJOS DE EFECTIVO PROCEDENTES DE (UTILIZADOS EN) ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	-925.858
Aporte en efectivo por aumento de capital	-
Financiamiento por emisión de títulos valores	-
Pagos por adquirir o rescatar las acciones de la entidad	-
Financiación por préstamos a largo plazo	-
Pagos de préstamos	-
Pagos de pasivos por arrendamientos financieros	-
Importes procedentes de subvenciones del gobierno	-
Dividendos pagados	-743.879
Intereses recibidos	-
Otras entradas (salidas) de efectivo	-181.980
EFFECTOS DE LA VARIACION EN LA TASA DE CAMBIO SOBRE EL EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO	-
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	-
INCREMENTO (DISMINUCIÓN) NETO DE EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO	-9.844
EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO AL PRINCIPIO DEL PERIODO	504.535
EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO AL FINAL DEL PERIODO	494.690

Fuente: Fideicomiso GM Hotel / Elaboración: PCR

Anexo 1: Balance General y Estado de Resultados (US\$)							
FIDECOMISO GM HOTEL							
Estados Financieros	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	ago-19	dic-19	ago-20
Balance General							
Efectivo y Equivalentes	1.567.191	1.102.333	613.088	751.978	545.263	483.858	494.690
Activos financieros mantenidos hasta el vencimiento	2.401.902	2.565.805	2.819.479	2.421.617	2.375.450	3.712.025	2.258.429
Cuentas por Cobrar Comerciales	573.452	625.587	823.465	762.069	509.176	472.343	409.252
Otras cuentas por cobrar	62.804	88.662	66.238	81.346	55.520	20.087	63.457
Impuestos	8.976	17.486	13.163	13.565	314.519	11.572	57.410
Inventarios	93.638	78.160	103.823	110.408	73.654	75.314	65.047
Otros	18.543	19.702	25.476	5.681	10.502	3.972	-
Activo Corriente	4.726.506	4.497.735	4.464.732	4.146.664	3.884.084	4.779.171	3.348.285
Activo Corriente prueba ácida	4.632.868	4.419.575	4.360.909	4.036.256	3.810.430	4.703.857	3.283.238
Propiedades y equipo	10.636.636	10.658.833	10.487.220	11.002.474	10.882.886	10.813.012	10.653.096
Propiedades de inversion	5.243.189	5.232.531	5.227.512	5.198.335	5.181.207	5.169.580	5.138.177
Otros activos no corrientes	42.788	42.788	50.340	50.246	37.789	42.787	37.789
impuestos diferidos	-	-	-	10.502	83.444	13.568	13.568
Activos por derecho de uso	-	-	-	-	-	34.978	34.978
Activo No Corriente	15.922.613	15.934.152	15.765.072	16.261.557	16.185.326	16.073.925	15.877.609
Activo Total	20.649.119	20.431.887	20.229.804	20.408.221	20.069.411	20.853.096	19.225.893
Cuentas por Pagar	347.548	334.409	321.576	592.479	943.484	934.964	647.267
Dividendos por pagar	416.328	474.269	597.994	608.650	536.206	693.289	511.309
Anticipo de Clientes	30.951	84.356	110.387	48.781	48.208	55.915	27.285
Impuestos	328.366	269.151	206.761	224.262	65.607	196.418	37.785
Beneficios Sociales	415.364	365.724	384.890	394.700	114.406	461.018	85.534
Otros	38.495	86.988	62.690	64.497	78.314	65.959	47.882
Pasivos por contrato de arrendamiento	-	-	-	-	-	6.180	6.180
Total Pasivo Corriente	1.577.052	1.614.897	1.684.298	1.933.369	1.786.225	2.413.743	1.363.242
Obligaciones por beneficio definido	72.603	108.693	119.922	161.329	174.077	166.070	176.999
Otros	79.878	128.657	150.135	120.124	128.632	122.906	114.116
Pasivos por contrato de arrendamiento	-	-	-	-	-	22.108	22.373
Total Pasivo No Corriente	152.481	237.350	270.057	281.453	302.708	311.085	313.489
Pasivo Total	1.729.533	1.852.247	1.954.355	2.214.822	2.088.933	2.724.827	1.676.731
Aportes del Constituyente	858.525	858.525	858.525	858.525	858.525	858.525	858.525
Aporte de inversionistas por venta de títulos	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000
Resultados acumulados	-1.938.939	-2.278.885	-2.583.076	-2.665.126	-2.878.048	-2.730.257	-3.309.362
Total Patrimonio	18.919.586	18.579.640	18.275.449	18.193.399	17.980.478	18.128.269	17.549.163
Total Pasivo y Patrimonio	20.649.119	20.431.887	20.229.804	20.408.221	20.069.411	20.853.096	19.225.893
Deuda Financiera	-	-	-	-	-	-	-
Estado de Ganancia y Pérdidas							
Ingresos Operacionales	6.832.472	6.109.652	6.593.116	6.617.285	4.330.195	6.801.848	1.834.073
(-) Costo de Ventas y Gastos Operacionales	5.136.733	4.832.735	5.217.236	5.118.562	2.931.392	5.122.984	1.803.726
Utilidad Operativa	1.695.739	1.276.917	1.375.880	1.498.723	1.398.803	1.678.864	30.347
Gastos/Ingresos Financieros	-	-	-	-	-75.895	-	-32.029
Otros Ingresos y Gastos	76.449	86.923	217.481	275.966	89.465	303.183	166.455
Utilidad antes de Participaciones y del Impuesto a	1.772.188	1.363.840	1.593.361	1.774.689	1.412.373	1.982.047	164.773
(-) Participaciones e impuestos	429.953	343.716	366.838	424.606	-	462.958	-
Utilidad Neta del año (Utilidad Distribuible)	1.342.235	1.020.124	1.226.523	1.350.083	1.412.373	1.519.089	164.773
Otro resultado integral	-8.816	17.353	9.063	-35.610	-	41.074	-
Resultado Integral del Año	1.333.419	1.037.477	1.235.586	1.314.473	1.412.373	1.560.163	164.773

Fuente: Fideicomiso GM Hotel / Elaboración: PCR

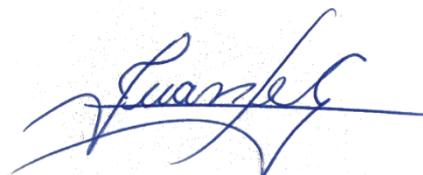
Anexo 2: Márgenes e Indicadores Financieros (Miles US\$)							
Dólares							
FIDEICOMISO GM HOTEL	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	ago-19	dic-19	ago-20
Márgenes							
Margen Costos y Gastos/ Ventas	75,18%	79,10%	79,13%	77,35%	67,70%	75,32%	98,35%
Margen EBIT (EBIT / Ventas)	24,82%	20,90%	20,87%	22,65%	32,30%	24,68%	1,65%
Margen Neto	19,52%	16,98%	18,74%	19,86%	32,62%	22,94%	8,98%
Cobertura							
	-0,2185717						
Depreciación y Amortización	362.565	331.500	353.811	357.496	244.908	369.979	252.766
EBITDA (acumulado)	2.058.304	1.608.417	1.729.691	1.856.219	1.643.711	2.048.842	283.112
EBITDA (12 meses)	2.058.304	1.608.417	1.729.691	1.856.219	2.465.567	2.048.842	424.669
Gastos Financieros (12 meses)	-	-	-	-	113.843	-	48.044
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA / Pasivo Corto Plazo	1,31	1,00	1,03	0,96	1,38	0,85	0,31
EBITDA / Pasivo Total	1,19	0,87	0,89	0,84	1,18	0,75	0,25
Solvencia							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,91	0,87	0,86	0,87	0,86	0,89	0,81
Pasivo Total / Patrimonio	0,09	0,10	0,11	0,12	0,12	0,15	0,10
Pasivo Corriente / EBITDA (12 meses)	0,77	1,00	0,97	1,04	0,72	1,18	3,21
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	0,84	1,15	1,13	1,19	0,85	1,33	3,95
Rentabilidad							
ROA (acumulado)	6,50%	4,99%	6,06%	6,62%	7,04%	7,28%	0,86%
ROE (acumulado)	7,05%	5,58%	6,76%	7,22%	7,86%	8,61%	0,94%
Utilidad por accion	6,67%	5,19%	6,18%	6,57%	7,06%	7,80%	0,82%
Liquidez							
Liquidez General	3,00	2,79	2,65	2,14	2,17	1,98	2,46
Prueba Acida	2,94	2,74	2,59	2,09	2,13	1,95	2,41
Capital de Trabajo	3.149.454	2.882.838	2.780.434	2.213.295	2.097.859	2.365.428	1.985.043
Rotación							
Días de Cuentas por Cobrar	30	37	45	41	28	25	54
Días Cuentas por pagar	24	25	22	42	77	66	86
Días de Inventarios	7	6	7	8	6	5	9
Ciclo operacional	12	18	30	8	-43	-35	-24
Rotación							
Flujo de efectivo Operativo	1.996.909	1.408.485	988.625	1.763.968		2.817.880	-531.134
Flujo de Inversion	-21.658	-531.106	-298.132	-273.997		-1.442.073	1.447.148
Flujo de Financiamiento	-1.403.271	-1.342.237	-1.179.738	-1.351.081		-1.643.927	-925.858
Saldo al inicio del periodo	995.211	1.567.191	1.102.333	613.088		751.978	504.535
Saldo al Final del periodo	1.567.191	1.102.333	613.088	751.978	-	483.858	494.690

Fuente: Fideicomiso GM Hotel / Elaboración: PCR

Atentamente,



Econ. Santiago Coello
Gerente General
Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.



Econ. Juan Sebastián Galárraga
Analista