
INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN “FIDEICOMISO GM HOTEL”

Quito – Ecuador
Sesión de Comité No. 247/2018, del 31 de octubre de 2018
Información Financiera cortada al 31 de agosto de 2018

Analista: Ing. Andrea Salazar
andrea.salazar@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

FIDEICOMISO GM HOTEL: Tiene el objeto de desarrollar un proyecto inmobiliario, que consiste en construir y equipar el hotel, que será administrado integralmente a través de operadores, y cuyos flujos operativos, luego de deducir todos los costos, gastos, pasivos, depreciaciones y provisiones necesarios para la adecuada gestión, sean distribuidos entre los inversionistas a prorrata de su participación sobre los valores, salvo decisión en contrario del Directorio. El hotel en mención es el SONESTA HOTEL GUAYAQUIL, de 5 estrellas, con ubicación estratégica en la ciudad de Guayaquil, que inició operaciones en 2011 y a 2016 y actualmente es un hotel consolidado y reconocido.

Revisión

Resolución No. 08-G-IMV-0002195, emitida el 18 de abril de 2008.

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 247/2018, del 31 de octubre de 2018 decidió otorgar la calificación de **“AAA” (Triple A)** al **Fideicomiso de Titularización “FIDEICOMISO GM HOTEL”**, por un monto de veinte millones de dólares (USD 20'000.000,00).

Categoría AAA: “Corresponde al patrimonio autónomo que 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 inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, la presente calificación de riesgo **“no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste.”**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos, en caso que la calificadora decida revisarla en menor plazo.

La calificación otorgada al **Fideicomiso de Titularización “FIDEICOMISO GM HOTEL”**, se fundamenta en:

Sobre la Titularización de Flujos:

- Con fecha 20 de febrero de 2008, mediante Escritura Pública celebrada ante el Notario Trigésimo del cantón Guayaquil, PROMOTORES INMOBILIARIOS PRONOBIS S.A. y FIDUCIA S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, constituyeron el Fideicomiso Mercantil Irrevocable de Titularización

"FIDEICOMISO GM HOTEL". Adicionalmente se debe indicar, que con fecha 08 de abril de 2008, se celebró la reforma al contrato en la misma Notaría.

- El patrimonio autónomo se integra con los recursos en efectivo aportados por el Originador, y por todos los activos, pasivos y contingentes que se generen en virtud del cumplimiento del objeto del fideicomiso, es decir los recursos aportados por los Inversionistas; dichos recursos de acuerdo a las instrucciones fiduciarias establecidas en el contrato del Fideicomiso han sido destinados al desarrollo del Proyecto.
- El objeto de la Titularización es que, una vez alcanzado el punto de equilibrio, se desarrolle el proyecto inmobiliario, es decir que se construya y equipe el hotel, el cual será operado y administrado a través de los operadores, y cuyos flujos de operación, luego de deducir todos los costos, gastos, pasivos, depreciaciones y provisiones necesarios para la adecuada operación del hotel, sean distribuidos entre los inversionistas a prorrata de su participación sobre los valores, salvo decisión en contrario del Directorio.
- El punto de equilibrio a cumplirse hasta enero de 2009 se estableció en 3 ámbitos: Económico, con la colocación del 65% de la emisión; Legal, con la transferencia del terreno; y Técnico, con la suscripción de contratos, y que el Fideicomiso haya obtenido la calificación correspondiente del Proyecto Inmobiliario como proyecto turístico por parte del Ministerio de Turismo. El punto de equilibrio fue alcanzado dentro de los parámetros contemplados en el contrato.
- La titularización contempla Valores de Titularización de Participación (VTP) 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). La vigencia del Fideicomiso contempla 3 fases: La fase I hasta alcanzar el punto de equilibrio; la fase II que finalizó con la entrega a los operadores del hotel y de la galería comercial, para la puesta en marcha del hotel; y la fase III que empezó con el inicio de actividades de los operadores, y se extenderá hasta cuando se verifique la terminación del Fideicomiso. El hotel inició actividades en el año 2011 y desde entonces el Fideicomiso se encuentra en la fase III.
- La operadora del Hotel es la Operadora Internacional Hotelera S.A. OPERINTER y la operadora de la galería comercial es la Inmobiliaria del Sol S.A. MOBISOL. En la fase III, en la que se encuentra actualmente el Fideicomiso, se excluyen los Mecanismos de Garantía, que estuvieron contemplados mientras el Hotel se encontraba en construcción, es decir hasta finalizar la fase II.
- La Titularización no asegura ni ofrece una tasa de interés, se trata de una inversión de 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. 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 generación proyectada de los flujos de operación y una vez agotados los recursos del Fideicomiso, los inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan, como consecuencia de tales situaciones.
- CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., una vez que analizó y estudió la documentación suministrada por el Fiduciario y los términos establecidos en el contrato de Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL", establece apropiada la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio de propósito exclusivo.

Sobre el Originador:

El Originador de la Titularización fue la compañía Promotores Inmobiliarios PRNOBIS S.A., quien aportó con el capital pre operativo, el cual fue invertido hasta la conclusión de la fase I, directamente o a través de aportes a favor del Fideicomiso.

El Originador resolvió mantener un aporte en el Fideicomiso, el mismo que a diciembre de 2017 sumó USD 0,86 millones y se mantuvo en el mismo valor hasta agosto de 2018.

El presente estudio técnico no considera para el análisis, la información financiera del Originador, Promotores Inmobiliarios PRNOBIS S.A., puesto que conforme contempla el contrato del Fideicomiso, éste se desvinculó en la fase III, que corresponde a la operatividad del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL en sus áreas hotelera y comercial, la cual generará el flujo para el pago a los inversionistas.

Operación del Fideicomiso (Fase III)

- La operación del Fideicomiso consiste en el desarrollo de las actividades del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL.
- El SONESTA HOTEL GUAYAQUIL cuenta con 5 estrellas y una ubicación estratégica en la ciudad de Guayaquil. Inició operaciones en 2011 y actualmente es un hotel consolidado y reconocido.
- El hotel ha alcanzado un importante nivel de ocupación, partiendo desde el 62,88% de promedio en 2011, año en el que se abrió al público y en el que contó únicamente con 6 meses de operación. En el año 2015 por la coyuntura económica que vivió el país, se registraron leves descensos en la ocupación, hasta llegar al 72,36% en 2015 y alrededor del 72,18% en 2016 (promedio) no obstante para el año 2017, registró una recuperación en la ocupación de 74,71% (82,23% en agosto 2018).
- El SONESTA HOTEL GUAYAQUIL se encuentra dentro de los establecimientos de primera categoría, siendo su principal competencia los hoteles ubicados en la zona norte de la ciudad, en especial el Holiday Inn, Courtyard, Howard Johnson, Sheraton y Hilton.
- El Fideicomiso cuenta con claros lineamientos de gobierno corporativo, establecidos desde el inicio del proceso de titularización y que constan en el respectivo contrato.
- Los ingresos ordinarios del Fideicomiso, a través de la operación del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL marcaron una tendencia decreciente desde USD 6,83 millones en 2015 hasta USD 6,11 millones en 2016, lo cual responde a la situación económica que atravesó el país y el terremoto que afectó al sector hotelero, no obstante al cierre del año 2017 la tendencia cambia, registrando un crecimiento del 7,91% en los ingresos, respecto a su similar del año previo, alcanzando una suma de USD 6,59 millones, gracias al incremento de feriados nacionales. Para agosto 2018 los ingresos alcanzaron USD 4,17 millones, presentando un ligero crecimiento del 0,66%, en relación a agosto 2017, gracias al crecimiento de la tarifa promedio en el hotel.
- El margen operacional se mostró decreciente por la situación económica del país, puesto que pasó de 25,84% en el año 2014 a 20,90% en el año 2016, no obstante para diciembre de 2017 se presentaron signos de recuperación alcanzando un margen operativo de 22,51% de los ingresos gracias al incremento de los ingresos y una reducción en sus costos. En agosto 2018 se presentó una disminución en los gastos operativos lo que generó una optimización de sus recursos, permitiéndole obtener un margen de operación superior que llegó a representar el 27,87% de los ingresos (26,06% en agosto de 2017).
- Después de descontar los gastos financieros, otros ingresos y egresos, incluyendo el pago de impuestos, el fideicomiso del hotel arrojó una utilidad neta, que marcó una tendencia decreciente entre los años 2014-2016, pues pasó de USD 1,40 millones en a USD 1,02 millones (USD 1,34 millones a diciembre 2015), no obstante para el año 2017 presentó un crecimiento de 20,23% en relación al año 2016 alcanzando USD 1,23 millones con una participación sobre los ingresos ordinarios de 18,60% (16,70% en el año 2016). La utilidad antes de impuestos para agosto 2018 se situó en USD 1,24 millones, superior en 10,15% al periodo interanual de 2017, gracias a la reducción de gastos operativos y el incremento de sus ingresos.
- Los activos del Fideicomiso presentaron una leve tendencia decreciente entre los años 2014 y 2016, debido principalmente a la reducción de efectivo y equivalentes de efectivo y cuentas por cobrar. Es así que los activos totales pasaron de USD 20,85 millones en diciembre de 2014 a USD 20,43 millones en el año 2016. Esta tenencia se revierte para el año 2017 evidenciando un ligero crecimiento alcanzando USD 20,75 millones, gracias al crecimiento de los ingresos evidenciando en cuentas por cobrar. Para agosto 2018 los activos registraron USD 20,53 millones, siendo ligeramente inferior en 1,08% en relación a diciembre 2017, debido al decrecimiento de efectivo y equivalentes de efectivo en inversiones.
- Los activos tienen su mayor representación en los de tipo no corriente, entre los años 2014-2017 con una participación promedio anual del 77,14% (77,57% en agosto de 2018), estando conformada en su mayoría por Propiedad, planta y equipo, y Propiedades de inversión.
- A partir del año 2015 los pasivos presentaron una tendencia creciente, debido al incremento de dividendos por pagar, es así que pasaron de USD 1,73 millones (8,38% de los activos) en ese año a USD 1,95 millones (9,42% de los activos) en 2017 y USD 1,71 millones (8,35% de los activos) en agosto de 2018.
- El patrimonio del Fideicomiso presentó un comportamiento estable durante el periodo analizado, pues pasó de USD 18,99 millones (91,06% de los activos) en 2014 a USD 18,80 millones (90,58% de los activos) en 2017 y USD 18,81 millones (91,65% de los activos) en agosto de 2018.
- El FIDEICOMISO GM HOTEL presentó adecuados índices de liquidez (Razón Circulante), es así que a diciembre de 2017 se ubicó en 2,96 veces y 3,13 veces en agosto de 2018; la razón inmediata fue similar a

éste indicador dada la poca relevancia de los inventarios. Lo anterior indica niveles adecuados para cubrir los pasivos de corto plazo con sus activos del mismo tipo.

- El EBITDA (acumulado) del Fideicomiso presentó ligera variaciones en términos monetarios, desde USD 2,47 millones (36,99% de los ingresos) en 2014 hasta USD 2,17 millones (32,96% de los ingresos) en 2017, en función del comportamiento registrado en la utilidad operacional principalmente; a pesar de lo cual, se demuestra suficiente capacidad de generación de fondos propios por parte del Fideicomiso. Para agosto 2018 el EBITDA (acumulado) se situó en USD 1,40 millones (33,51% de los ingresos) similar al USD 1,37 millones (33,04% de los ingresos) registrado en agosto 2017.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- El nivel de ocupación del hotel podría verse afectado por políticas de control de gastos, implementadas por compañías del sector industrial y del comercio, tendientes a evitar el gasto de alojamiento, reduciendo el número de viajes y realizando viajes de ida y vuelta el mismo día, para hacer frente a factores económicos y políticos que afectan a la economía ecuatoriana. Las estrategias desarrolladas por la administración han permitido al hotel mantener niveles de ocupación adecuados.
- El descenso de la demanda podría afectar a la generación de resultados y a la rentabilidad, ocasionando un retorno a los inversionistas en proporciones menores a las proyectadas. A este respecto debe mencionarse que la estrategia aplicada por la administración ha logrado niveles de rentabilidad similares a los proyectados inicialmente en la estructuración financiera.
- El descenso de la demanda, ya aludido, provocaría mayor competencia y ésta podría redundar en niveles de ocupación bajos, situación que afectaría los flujos del hotel. Como ya se mencionó, las estrategias aplicadas han logrado mantener niveles de ocupación adecuados.
- El incremento de oferta de alojamiento para cortas y largas estadías por medios online, muchos de ellos informales y en domicilios particulares, genera una competencia directa que afecta la ocupación del hotel. La experiencia del operador hotelero, Operadora Internacional Hotelera S.A. OPERINTER, y el respaldo de GHL Hoteles, constituyen ventajas que permiten solventar inconvenientes que presenta este tipo de competencia.

ÁREAS DE ANÁLISIS EN LA CALIFICACIÓN DE RIESGOS:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo del Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL", es tomada de fuentes varias como:

- Contrato del Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL".
- Reglamento de Gestión.
- Estructuración Financiera.
- Estados de Situación Financiera del Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL", auditados, cortados al 31 de diciembre de 2014, 2015, 2016 y 2017; así como Estados de Situación Financiera del Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL", internos y sin notas a los estados financieros, y los interanuales agosto de 2017 y agosto 2018, los mismos que se encuentran bajo NIIF.
- Acta de la Asamblea de Inversionistas.
- Experiencia del Administrador Fiduciario en el manejo de activos de patrimonio autónomo.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve la actividad del Fideicomiso.
- Calidad del Activo Subyacente (Activo titularizado).
- Calidad del Originador.
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por el Fideicomiso.

Con base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- Capacidad de los activos integrados al patrimonio de propósito exclusivo para generar los flujos futuros de fondos, así como la idoneidad de los mecanismos de garantía presentados.
- Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo, en base a la documentación suministrada por el fiduciario y a los términos establecidos en el contrato.
- Estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia.
- Evaluación matemática, estadística y actuarial de los flujos que hayan sido proyectados en base a la generación de recursos del proyecto involucrado en la titularización.
- Análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas.
- Calidad de las garantías que cubran las desviaciones indicadas y cualquier otra siniestralidad.
- Punto de equilibrio determinado para la iniciación del proceso de titularización.
- La capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del originador y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del Fideicomiso, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por el Fideicomiso y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debidamente realizada en las instalaciones del Hotel, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas del mismo, y demás información relevante sobre el Fideicomiso. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago del Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL", para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa vigente o cuando las circunstancias lo ameriten.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Titularización

Con fecha 18 de abril de 2008, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobó el proceso de titularización, bajo Resolución No. 08-G-IMV-0002195, por un monto de hasta USD 20'000.000,00, denominando a los valores emitidos "VTP - GM HOTEL". A continuación las características del proceso:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN

TITULARIZACIÓN "FIDEICOMISO GM HOTEL"	
Originador	Promotores Inmobiliarios PRONOBIS S.A.
Patrimonio Autónomo	"FIDEICOMISO GM HOTEL"
Monto total de la Emisión	Hasta USD 20.000.000,00
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.
Operador Hotelero	Operadora Internacional Hotelera S.A. OPERINTER.
Operador Comercial	Operinter ¹
Agente de Manejo y de Pago	Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles.
Agente Colocador	Casa de Valores ADVFINSA S.A.
Valores	Valores VTP-GM HOTEL. Los valores están representados en títulos nominativos emitidos a nombre de los

¹ Antes el operador era MOBISOL, pero según la última reforma realizada en enero de 2018 ahora es Operinter.

	Inversionistas. Cada uno de los títulos tiene un valor nominal de USD 5.000,00.
Activo 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.
Beneficios para el Inversionista	Rentabilidad variable sobre lo que produzca el proyecto, la operación del Hotel, la concesión de los locales y otros beneficios adicionales.
Tipo de Oferta	Pública
Fecha de Emisión	20 de febrero de 2008.
Fecha de Vencimiento	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. 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 Fiduciaria iniciará el proceso de liquidación.
Mecanismo de Garantía	Hasta un máximo de 3 veces el índice de desviación calculado sobre el presupuesto de construcción o el presupuesto de equipamiento y capital de arranque, según corresponda. El mecanismo de garantía sólo fue aplicable hasta el término de la fase II; en la fase III, en la que el proyecto se encuentra desde que el hotel abrió sus puertas, se excluye el mecanismo de garantía.
Destino	Financiamiento de la construcción del Proyecto GM HOTEL en Guayaquil, (SONESTA HOTEL GUAYAQUIL).

Fuente: FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN “FIDEICOMISO GM HOTEL” / Elaboración: Class International Rating

Estructura Legal

Patrimonio Autónomo del Fideicomiso de Titularización “FIDEICOMISO GM HOTEL”

Mediante Escritura Pública suscrita el 20 de febrero de 2008 en la ciudad de Guayaquil, ante la Notaria Trigésima de ese Cantón comparecieron Promotores Inmobiliarios PRNOBIS S.A. en calidad de Originador, y FIDUCIA S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, en calidad de Fiduciaria, para constituir el Fideicomiso Mercantil Irrevocable de Titularización “FIDEICOMISO GM HOTEL”. Con fecha 08 de abril de 2008 se incorporaron reformas al referido contrato.

El Fideicomiso Mercantil Irrevocable al que se le denomina **Fideicomiso de Titularización “FIDEICOMISO GM HOTEL”** consiste en un Patrimonio Autónomo, dotado de personalidad jurídica separado e independiente de aquel o aquellos del Originador, de la Fiduciaria o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios administrados por la Fiduciaria.

El patrimonio autónomo se integra con los recursos en efectivo aportados por el Originador, y por todos los activos, pasivos y contingentes que se generen en virtud del cumplimiento del objeto del fideicomiso, es decir los recursos aportados por los Inversionistas.

Al alcanzar el punto de equilibrio y terminar la construcción y equipamiento del hotel, el Fideicomiso liquidó el capital pre operativo del Originador, y éste decidió mantener un aporte en el Fideicomiso, el mismo que a diciembre de 2015 sumó USD 0,86 millones y se mantiene en el mismo valor a agosto de 2018. De tal modo que el patrimonio del Fideicomiso está constituido por USD 20,00 millones correspondientes al aporte de los Inversionistas y USD 0,86 millones correspondientes a Aporte del Constituyente.

El Fideicomiso, sus activos y sus flujos en general, no pueden ser objeto de medidas cautelares ni providencias preventivas dictadas por Jueces o Tribunales, ni ser afectados por embargos ni secuestros dictados en razón de deudas u obligaciones del Originador, de la Fiduciaria o de terceros en general, y estará destinado única y exclusivamente al cumplimiento del objeto del Fideicomiso, en los términos y condiciones señalados en el Contrato de Constitución del Fideicomiso.

Por lo descrito anteriormente, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., conforme la documentación suministrada por el fiduciario y a los términos establecidos en el contrato del Fideicomiso de Titularización “FIDEICOMISO GM HOTEL” y, de acuerdo al análisis y estudio realizado a dicha documentación, opina que existe consistencia en la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio de propósito exclusivo. Además la legalidad y forma de transferencia se ajusta a lo que señala el artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento a lo estipulado en el literal b, numeral 3 del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI

del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros; al Art. 151 de la Ley de Mercados de Valores, y, al Literal d) del Art. 188 de la misma Ley.

Instrucciones Fiduciarias²

La Fiduciaria, como representante legal del Fideicomiso, cumplirá con las instrucciones fiduciarias que a continuación se describen por fases:

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:* Tuvo su duración hasta alcanzar el punto de equilibrio.
- *Fase II:* Finalizó con la entrega a los operadores del hotel y de la galería comercial, para la puesta en marcha del hotel; y,
- *Fase III:* Empezó con el inicio de actividades de los operadores, y se extenderá hasta cuando se verifique la terminación del Fideicomiso.

A continuación se presenta un breve resumen de las actividades cumplidas en las dos primeras fases y que determinan el cabal cumplimiento de las instrucciones contenidas en ellas. El 03 de julio de 2009 el Fideicomiso contrató a ETINAR S.A. para desarrollar la primera fase constructiva del proyecto, correspondiente a la excavación y preliminares de cimentación. El 12 de octubre de 2009, contrató a 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 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 del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL, es decir cuando 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.

Una vez concluidas las dos primeras fases y determinado el cumplimiento de las instrucciones fiduciarias contenidas en ellas, verificado por el exitoso inicio de actividades del Hotel en el mes de julio de 2011, a continuación se presentan las instrucciones fiduciarias correspondientes a la fase III.

- Una vez que se hayan desarrollado y concluido todas y cada una de las actividades referidas a la fase II del FIDEICOMISO, disponer que el Operador Hotelero inicie las actividades de operación y administración del Hotel (excluidos locales) dirigida al público en general, así como que el Operador de los Locales inicie las actividades de operación y administración de los locales con los que contará el Hotel dirigida al público en general. En la operación y administración del Hotel y de los locales con los que contará el Hotel, los Operadores deberán:
 - Someterse a los parámetros generales establecidos en el Anexo F del Fideicomiso, referido a los parámetros generales de operación y administración del Hotel.
 - Aplicar el Presupuesto de Operación y el Plan Estratégico el Hotel, aprobados anualmente por el Directorio; y,
 - Aplicar y mejorar, en lo posible, el Modelo Financiero que forma parte de la Estructuración Financiera de esta Titularización realizada por Casa de Valores ADFIN S.A. y que consta del Anexo G del Fideicomiso. Se deja expresa constancia, que dentro de la administración y operación normal del Hotel, y siempre y cuando el Directorio lo autorice, se podrán suscribir nuevos contratos de concesión sobre determinadas áreas del Hotel con las personas designadas por el Operador Hotelero y bajo los términos y condiciones establecidos por el Directorio; de igual manera se deja expresa constancia, que dentro de la administración y operación normal de los locales con los que contará el Hotel, y siempre y cuando el Directorio lo autorice, se podrán suscribir nuevos contratos de concesión sobre los locales del Hotel con

² Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL".

las personas designadas por el Operador de los Locales y bajo los términos y condiciones establecidos por el Directorio.

- Contratar una póliza de seguro contra todo riesgo sobre el Hotel y sus equipos, con cargo a los recursos del Fideicomiso. La compañía aseguradora y la prima de la póliza deberán ser aprobadas por el Directorio. Adicionalmente y una vez transcurridos seis meses desde la fecha de suscripción de las respectivas Actas de Entrega — Recepción Provisionales del Hotel, recibirá del Fiscalizador, un informe definitivo que contenga su opinión sobre el cumplimiento de los puntos que quedaron pendientes de ser regularizados. Si el informe definitivo del Fiscalizador es favorable, el Fideicomiso, representado por la Fiduciaria, suscribirá:
 - Un Acta de Entrega — Recepción Definitiva de la construcción del Hotel con los Constructores, y
 - Un Acta de Entrega — Recepción Definitiva del equipamiento del Hotel con el Gerente de Proyecto. Si el informe del Fiscalizador no fuera favorable, la Fiduciaria solicitará a los Constructores y/o al Gerente de Proyecto, según corresponda, para que absuelvan y/o atiendan las observaciones formuladas por el Fiscalizador.
 - ❖ El 31 de marzo de 2011, la fiscalización informó que las instalaciones del Edificio "Hotel Sonesta" fueron concluidas en su totalidad.
- Recibir en propiedad del Fideicomiso todos los flujos de operación que se generen por la operación y administración del Hotel, así como por los contratos de concesión suscritos, los cuales deberán ser íntegramente recaudados por los operadores y entregados al Fideicomiso, en la cuenta informada por la Fiduciaria, dentro de las 24 horas siguientes a la fecha de recaudo. En tal sentido se aclara que, en lo relativo a los flujos de operación, los operadores cumplirán las funciones de recaudadores de tales flujos de operación, sin que ingresen dichos flujos a los estados financieros de los operadores. Por el contrario, los operadores asumirán sus propios costos, gastos e impuestos, en los cuales deban incurrir, a efectos de prestar cabal y oportunamente sus servicios al Fideicomiso, conforme los contratos de operación correspondientes.
- Recibir con periodicidad mensual, reportes de parte de los operadores sobre el desenvolvimiento de las actividades de operación y administración del Hotel y sus locales.
- Con cargo a los Flujos de Operación del Fideicomiso, cubrir todos los costos, gastos, pasivos, depreciaciones, provisiones e impuestos que se requieran para la operación del Hotel y de los locales con los cuales contará el Hotel o que se produzcan por la misma, así como para la administración del Fideicomiso. Expresamente quedan excluidos de lo señalado en el párrafo anterior, aquellos costos, gastos, pasivos e impuestos en los que deban incurrir los Operadores, en su propio giro ordinario, a efectos de prestar sus servicios al Fideicomiso, conforme lo señalado en el contrato del Fideicomiso.
- Reconocer y otorgar a favor de los Inversionistas y Proveedores Inversionistas, los Beneficios Colaterales. Durante la Fase I y la Fase II, los Beneficios Colaterales podrán ser establecidos y modificados, de tiempo en tiempo, por resolución de la Junta de Fideicomiso, mediante decisión adoptada según lo estipulado en el contrato del Fideicomiso. Durante la FASE III, los Beneficios Colaterales podrán ser establecidos y modificados, de tiempo en tiempo, por resolución del Directorio, mediante decisión adoptada según lo estipulado en el contrato del Fideicomiso. Al efecto, se aclara de manera expresa lo siguiente:
 - Los Beneficios Colaterales se establecen única y exclusivamente a favor de:
 - ❖ Inversionistas - Personas Naturales (incluyendo Proveedores Inversionistas - Personas Naturales); e,
 - ❖ Inversionistas - Personas Jurídicas / Entes dotados e Personalidad Jurídica (incluyendo Proveedores Inversionistas - Personas Jurídicas), quienes por cada VTP de su propiedad podrán designar, expresamente y por escrito, a una persona natural como usuaria de tales Beneficios Colaterales, a excepción del Beneficio Colateral establecido en el contrato del Fideicomiso, el cual será entregado directamente al Inversionista - Persona Jurídica, si así lo autoriza la Junta del Fideicomiso.
 - Los Beneficios Colaterales alcanzarán única y exclusivamente:
 - ❖ A Persona Natural propietaria de un VTP, así como a su cónyuge e hijos menores de 18 años; y,
 - ❖ A la persona natural que haya sido designada expresamente y por escrito por una Persona Jurídica / Ente dotado de Personalidad Jurídica, que sea propietaria de un VTP, así como a su cónyuge e hijos menores de dieciocho 18 años.
- Ejecutar las decisiones que periódicamente adopte el Directorio, en cuanto al destino de los resultados anuales derivados de la operación del Hotel, así como al destino de los remanentes anuales del Fideicomiso, siempre que con tales decisiones no se afecte ni atente contra el objeto y la finalidad del Fideicomiso y de la Titularización. El monto de los resultados y remanentes anuales serán aprobados por el

- Directorio y se obtendrán de restar los Flujos de Operación anuales menos todos los costos, gastos, pasivos, egresos y depreciaciones anuales generados por la administración y operación del Hotel y concesión de los locales con los que cuenta el Hotel, así como las provisiones que sean consideradas como necesarias por el Directorio para la adecuada operación del Hotel y de los locales con los cuales contará el Hotel. Salvo decisión en sentido contrario del Directorio, los resultados anuales y/o remanentes serán distribuidos, año a año, entre los Inversionistas, a prorrata de su inversión en Valores.
- En caso de que el Directorio haya resuelto la distribución de resultados anuales y/o remanentes entre los Inversionistas, a prorrata de su inversión en Valores, la Fiduciaria actuará como Agente Pagador de la presente Titularización, incluyendo la posibilidad de subcontratar con un tercero la prestación de este servicio. En cualquier caso, los costos y gastos a ser incurridos en la gestión de pago serán cancelados con cargo al Fideicomiso. Se aclara que los honorarios por la función de Agente Pagador ya se encuentran incluidos dentro de los honorarios de administración de la Fiduciaria. La actuación de la Fiduciaria como Agente Pagador no implica ni constituye garantía alguna de parte de la Fiduciaria ni del Fideicomiso sobre la generación de Flujos de Operación. En tal sentido, la Fiduciaria y el Fideicomiso no garantizan ni aseguran retorno ni rendimiento alguno a favor de los Inversionistas ni al Originador. La función de Agente Pagador podrá ser cumplida por la Fiduciaria a través del Operador Hotelero, particular que deberá constar previsto en el Contrato de Operación Hotelera.
 - Ejecutar las decisiones que adopte la Asamblea, siempre que sean tomadas según lo estipulado en el contrato del Fideicomiso, y siempre que no afecten ni atenten lo contra el objeto y la finalidad del Fideicomiso y de la Titularización.
 - Ejecutar las decisiones que periódicamente adopte el Directorio, siempre que sean dadas según lo estipulado en el contrato del Fideicomiso, y siempre que no afecten ni atenten contra el objeto y la finalidad del Fideicomiso y de la Titularización.
 - En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por cualquiera de los Operadores, la Asamblea podrá resolver sobre el reemplazo del Operador correspondiente, conforme lo señalado en el contrato del Fideicomiso, en cuyo caso la Fiduciaria procederá con la suscripción de la documentación correspondiente.
 - En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por la Calificadora de Riesgos, la Asamblea podrá resolver sobre el reemplazo de la Calificadora de Riesgos conforme lo señalado en el contrato del Fideicomiso, en cuyo caso la Fiduciaria procederá con la suscripción de la documentación correspondiente.
 - En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por la Auditora Externa o por principios de renovación y alternabilidad, la Asamblea podrá resolver sobre el reemplazo de la Auditora Externa, conforme lo señalado en el contrato del Fideicomiso, en cuyo caso la Fiduciaria procederá con la suscripción de la documentación lo correspondiente.
 - Preparar información y ponerla a disposición de los Inversionistas, de la Superintendencia de Compañías y de las Bolsas de Valores, en los términos constantes en el Reglamento de Gestión.
 - Consignar ante un Juez de lo Civil, los bienes que les pudieren corresponder a los Inversionistas u Originador. Esta consignación se podrá hacer luego de transcurridos seis meses calendario contados a partir de la fecha en que haya nacido para el Fideicomiso la última obligación de reconocer derechos a favor de los Inversionistas u Originador.
 - Una vez vencido el plazo máximo permitido por la Ley para la duración del Fideicomiso, o producida una o más de las causales de terminación estipuladas en el contrato del Fideicomiso, la Fiduciaria:
 - ❖ Dará a los activos, pasivos y patrimonio del Fideicomiso, el destino resuelto por la Asamblea, a cuyo efecto la resolución deberá ser adoptada según lo estipulado en el contrato del Fideicomiso; y,
 - ❖ Liquidará el Fideicomiso en los términos y condiciones señalados en el contrato del Fideicomiso.
 - Realizar todos los actos y suscribir todos los contratos necesarios para el cabal y oportuno cumplimiento de las instrucciones fiduciarias antes estipuladas, de tal manera que no sea la falta de instrucciones expresas, la que de alguna manera impida el cumplimiento integral del objeto de la presente Titularización. La Fiduciaria en representación del Fideicomiso, podrá contratar créditos que permitan cubrir deficiencias temporales de liquidez que pudieren presentarse, previa autorización de la Junta del Fideicomiso durante la fase II y del Directorio durante la fase III y bajo los términos y condiciones fijados por dichos organismos. Se deja expresa constancia de que durante la fase I, no se podrá contratar crédito alguno.

El Agente de manejo, Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, reporta que no se han presentado eventos de incumplimiento en el transcurso del proceso, lo cual indica el fiel cumplimiento de las instrucciones fiduciarias detalladas.

Situación Financiera del Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL".

La actividad del Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL" se centra en la administración del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL, consecuentemente la situación financiera del Fideicomiso corresponde a la del Hotel. Más adelante se analizan en detalle las cifras que ha arrojado la operación, por lo pronto se mencionan algunas cifras globales.

Al 31 de agosto de 2018, el Estado de Situación Financiera del Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL" estuvo conformado por un total de activos igual a USD 20,53 millones de los cuales el 77,35% estuvo constituido por Propiedad, planta y equipo y Propiedades de inversión. Por otro lado, los pasivos alcanzaron la suma de USD 1,71 millones, financiando apenas el 8,35% de los activos. El patrimonio por otro lado, con USD 18,81 millones es el rubro que mayoritariamente financia los activos, con una participación del 91,65%, en donde la cuenta más representativa fue Aporte Inversionistas.

Colocación de los valores "VTP - GM HOTEL"

Con fecha 18 de abril de 2008, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros aprobaron el Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL", por una suma de USD 20,00 millones, bajo la Resolución No. 08-G-IMV-0002195, la misma que fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores el 25 de abril de 2008.

El Agente colocador, Casa de Valores ADVFINSA S.A., inició la colocación de los títulos valores entre diferentes inversionistas el 09 de mayo de 2008, finalizando el 100% de la misma (USD 20,00 millones) el 29 de agosto de 2014.

El punto de equilibrio económico fue alcanzado el 18 de julio de 2008, cuando los valores colocados llegaron a USD 13,00 millones, que constituyen el 65% del monto aprobado para la Titularización.

Pago a Inversionistas

La inversión en esta Titularización no asegura ni ofrece una tasa de interés (ni fija ni reajutable), sino que se trata de una inversión de 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 de la Galería Comercial, a través de los Operadores. En tal sentido, los Valores no constituyen pasivos ni contingentes del Fideicomiso, Fiduciaria, Originador, Operadores ni Gerente de Proyecto.

Mediante sendas Asambleas Ordinarias de inversionistas Títulos Valores VTP GM Hotel, se resolvió en 2012 la no distribución de utilidades del año 2011, en 2013 la distribución del 100% de las utilidades de 2012 y 2011, y en 2014 y 2015 la distribución del 100% de las utilidades producidas en el año precedente. Sobre la distribución de las utilidades de 2016, la Asamblea reunida el 28 de abril de 2017, con una participación del 10,45% de los inversionistas (quorum requerido) resolvió distribuir el 100% de las utilidades del año 2016 y adicionalmente decidieron por una mayoría recibir un anticipo por las utilidades del año 2017 por el valor neto de USD 330 mil esto es USD 423 mil incluyendo el pago correspondiente al impuesto a la renta.

Con fecha 24 de abril de 2018, se realizó la Asamblea de Inversionistas la cual resolvió la distribución del 100% de los resultados obtenidos en el año 2017 y un anticipo de USD 500 mil correspondientes al año 2018 (USD 125 por cada título), valores que están a disposición de los inversionistas desde el mismo día 24, después de la Asamblea.

Conforme la información más actualizada, existen valores aún pendientes de cobro por parte de los inversionistas correspondientes a las utilidades de años anteriores. Cabe señalar que el no cobro por parte de

algunos Inversionistas responde exclusivamente a su decisión en este sentido, la administración del Hotel mantiene esos valores disponibles para realizar el pago en el momento en que cada uno de ellos decida efectuar el cobro.

CUADRO 2: PAGO A INVERSIONISTAS (USD)

Año	Utilidad Neta	Pago Aprobado
2011	17.597	0
2012	1.050.334	1.067.931
2013	1.410.313	1.410.313
2014	1.403.022	1.403.022
2015	1.347.429	1.347.429
2016	1.020.124	1.020.124
2017	1.226.523	1.226.523
2018		500.000 ³
Total	6.248.819	6.578.819

Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL / Elaboración: Class International Rating

Los dividendos no cobrados por parte de los Inversionistas representan un pequeño porcentaje del total de las utilidades aprobadas para distribuir, que a su vez es el 100% de las utilidades generadas por el Hotel.

Situación actual del Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL".

Las cifras que generaría el Fideicomiso, contempladas en la estructuración financiera, han sido cumplidas y rebasadas por la operación del Hotel en el periodo 2012 - 2015; a excepción de 2011, año en que inició la operación sin embargo en el año 2016 alcanzó un cumplimiento de 57,58%, producto de la situación económica que vivió el país que afectó a todo el sistema hotelero; para el año siguiente (2017) obtuvo un cumplimiento del 63,43%, evidenciando signos de recuperación de la economía. En el periodo interanual (agosto 2018) frente a lo proyectado al cierre 2018, se esperaba un cumplimiento de 66,67%, sin embargo alcanzó 60,30%.

CUADRO 3: UTILIDADES REALES VS. PROYECTADAS

Año	Utilidad Neta (USD)		Cumplimiento
	Proyectada	Real	
2011	810.415	17.597	2,17%
2012	998.450	1.050.334	105,20%
2013	1.112.017	1.410.313	126,82%
2014	1.046.692	1.403.022	134,04%
2015	1.248.387	1.342.235	107,52%
2016	1.771.591	1.020.124	57,58%
2017	1.933.768	1.226.523	63,43%
2018*	2.059.080	1.241.695	60,30%

* 8 meses

Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL / Elaboración: Class International Rating

En lo que respecta a los flujos reales versus los proyectados, se pudo evidenciar que su cumplimiento fue superior en todos los periodos, lo que revela la capacidad de generación de recursos propios de la que goza el Fideicomiso.

CUADRO 4: FLUJOS REALES VS. PROYECTADOS⁴

Año	Flujo Neto (USD)		Cumplimiento
	Proyectado	Real	
2011	2.156.116	2.238.518	103,82%
2012	1.962.289	5.622.307	286,52%
2013	2.019.450	6.710.228	332,28%
2014	1.830.179	6.666.725	364,27%
2015	2.160.892	6.710.462	310,54%

³ Anticipo utilidades año 2018, sin considerar impuesto a la renta

⁴ El Fideicomiso prepara los estados de flujo de efectivo mensualmente, y el acumulado sólo al final del año, en razón de lo cual el comparativo se realizó hasta 2017.

2016	2.651.927	3.684.718	138,94%
2017	2.590.296	3.432.567	132,52%

Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL / Elaboración: Class International Rating

Mecanismos de Garantía

El mecanismo de garantía contempla hasta un máximo de 3 veces el índice de desviación calculado sobre el presupuesto de construcción o el presupuesto de equipamiento y capital de arranque, según corresponda.

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 de la estructuración financiera, el índice de desviación es de 3,80%.

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

El mecanismo de garantía sólo fue aplicable hasta el término de la fase II; en la fase III, en la que el proyecto se encuentra, desde que el hotel abrió sus puertas, se excluye el mecanismo de garantía.

El Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL" contó con un Fideicomiso de Garantía, como mecanismo de garantía adicional.

Fideicomiso de Garantía

El Fideicomiso de Garantía se constituyó como mecanismo de garantía del Fideicomiso de Titularización y su objeto fue garantizar las obligaciones registradas entre el Fideicomiso de Titularización y los inversionistas (venta de títulos realizados a crédito); esto es, los inversionistas aportaron sus títulos al patrimonio del Fideicomiso de Garantía con el objeto de garantizar el pago completo y oportuno de sus respectivas obligaciones a favor de los acreedores, a su vez éstos les fueron restituidos a medida que cancelaban el 100% de sus obligaciones. Actualmente, no existen obligaciones pendientes de cancelar por dichos títulos valores, pues este Fideicomiso de Garantía fue liquidado el 30 de diciembre de 2015.

Luego del estudio y análisis de la cobertura de los mecanismos de garantía sobre el índice de desviación, Class International Rating, señala que se ha cumplido con la exigencia establecida en el Art. 17, Sección IV, Capítulo V, Título II del Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Asamblea:

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:

- Informe del Directorio;
- Informe del Comité de Vigilancia;
- Informe de los Operadores;
- Estados Financieros y Estados de Resultados del Fideicomiso;
- Informe de la Auditoría Externa;
- Informe de Actualización de la Calificadora de Riesgos;
- Rendición anual de cuentas de la Fiduciaria; y,
- 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.

La Asamblea General de Inversionistas Títulos Valores VTP-GM HOTEL se reúne anualmente, la reunión del 26 de abril de 2016 se instaló con 362 VTP, que representaron el 9,05% del total de inversionistas. En esta Asamblea se aprobó distribuir entre todos los inversionistas el 100,00% de las utilidades líquidas correspondiente al año 2015 por USD 1,34 millones, este valor repartido entre 4.000 títulos significó un rendimiento de USD 335,56 por título. Lo anterior representa un rendimiento del 6,71%, el mismo que se encuentra por encima de lo proyectado en la estructuración financiera y se publicó en el Prospecto de Oferta Pública. La Asamblea resolvió en la reunión del 28 de abril 2017, distribuir el 100% de las mismas y realizar un anticipo a las utilidades del año 2017 por el monto de USD 300 mil. Con fecha 24 de abril del 2018, se realizó la Asamblea de Inversionistas la cual resolvió la distribución del 100% de los resultados obtenidos en el año 2017 y un anticipo de USD 500 mil correspondientes al año 2018 (USD 125 por cada título), valores que están a disposición de los inversionistas desde el mismo día 24, después de la Asamblea.

El 19 de diciembre 2017 fue convocada la asamblea de extraordinaria de inversionistas para conocer y resolver la Reforma del Fideicomiso; los temas tratados fueron los siguientes: Se designó al Operador de los locales comerciales, se resolvió sobre los instrumentos autorizados para la inversión de recursos excedentes, se aprobó reformar la conformación del comité de vigilancia.

Directorio

El Fideicomiso de Titularización “FIDEICOMISO GM HOTEL” cuenta con un Directorio, el mismo que se encuentra subordinado a la Asamblea. El Directorio está compuesto por 5 vocales principales y 5 vocales suplentes, los cuales son designados por la Asamblea. El Directorio puede reunirse extraordinariamente por decisión de la Fiduciaria o del Presidente del Directorio. En todos los casos, la convocatoria deberá hacerse a través de la Fiduciaria.

El 20 de diciembre de 2016 la Asamblea de Inversionistas aprobó la conformación del Directorio, comprendido de cinco directores principales y cinco directores suplentes, quienes ejercerán dichas funciones para los próximos dos años según el código del buen gobierno corporativo. En sesión de Directorio del 21 de noviembre 2017 se resolvió aprobar los presupuestos de Operación Hotelera, Operación Comercial y Presupuesto consolidado para el año 2018.

El Directorio se reúne con periodicidad mensual para conocer, revisar y resolver, principalmente sobre los informes mensuales de los operadores y los estados financieros mensuales del Fideicomiso.

Comité de Vigilancia

El Comité de Vigilancia está compuesto por tres miembros del Directorio, el Presidente, el Primer Vicepresidente y el Segundo Vicepresidente. Todos los integrantes del Comité de Vigilancia deben ser inversionistas.

El Comité de Vigilancia tiene las siguientes obligaciones y atribuciones:

- Vigilar e informar a los inversionistas y a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros sobre el cumplimiento o no de las normas legales, reglamentarias y contractuales aplicables al Fideicomiso y/o a la Titularización.
- Informar anualmente a la Asamblea sobre su labor y las conclusiones obtenidas.
- Comprobar que la Fiduciaria cumpla en la administración del Fideicomiso y de la Titularización, con lo dispuesto en las normas legales y reglamentarias.
- Solicitar a la Fiduciaria que efectúe convocatorias a Asambleas extraordinarias, en los casos en los que considere oportuno.

Se emitió un informe del comité de vigilancia a los inversionistas y miembros de la Junta Directiva del Fideicomiso GM Hotel, con corte diciembre 2017 en donde se trataron varios puntos entre ellos las Obligaciones con la autoridad tributaria, Obligaciones Laborales, Administración y calificación de Riesgos y el Estado de situación jurídica de los activos del Fideicomiso; se menciona que todos los aspectos y obligaciones se han cumplido dentro de los parámetros establecidos tanto internamente como por los organismos de control, por lo tanto se concluye que no existen incumplimientos que reportar en el período de análisis.

El 19 de febrero del año 2018 se reunió el comité de vigilancia, para conocer y resolver sobre el reglamento interno del Comité de Vigilancia y conocer respecto a la estructura del negocio.

Punto de Equilibrio

El punto de equilibrio a cumplirse hasta enero de 2009 se estableció en 3 ámbitos: Económico, con la colocación del 65% de la emisión; Legal, con la transferencia del terreno; y Técnico, con la suscripción de contratos, y que el Fideicomiso haya obtenido la calificación correspondiente del Proyecto Inmobiliario como proyecto turístico por parte del Ministerio de Turismo. El punto de equilibrio fue alcanzado dentro de los parámetros contemplados en el contrato.

El punto de equilibrio económico fue alcanzado el 18 de julio de 2008, cuando los valores colocados llegaron a USD 13,00 millones, que constituyen el 65% del monto aprobado para la Titularización.

Liquidación del Fideicomiso

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. El Fideicomiso estará vigente hasta por el plazo máximo permitido por la Ley de Mercado de Valores, 80 años, es decir hasta el 20 de febrero de 2088.

Las causales de terminación del presente Fideicomiso son 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 Fideicomiso.
- 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.

Vencido dicho plazo o antes, si se produce uno o varias de las causales de terminación del Fideicomiso, la Fiduciaria iniciará el proceso de liquidación, 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 periodo máximo de 15 días calendario, contados a partir de la fecha de su presentación a los respectivos beneficiarios, a través de los medios establecidos en el Reglamento de Gestión.
- Transcurrido el periodo 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 establecido en el contrato de Fideicomiso, 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 el 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 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.

Experiencia del Administrador Fiduciario

Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, quien actúa como Agente Fiduciario del Fideicomiso de Titularización “FIDEICOMISO GM HOTEL”, fue constituida mediante escritura pública el 20 de marzo de 1987 e inscrita en el Registro Mercantil el 19 de junio de 1987, bajo la denominación de Corporación Bursátil S.A. Fiducia; posteriormente, el 21 de septiembre de 1995, cambió su denominación a Fiducia S.A.

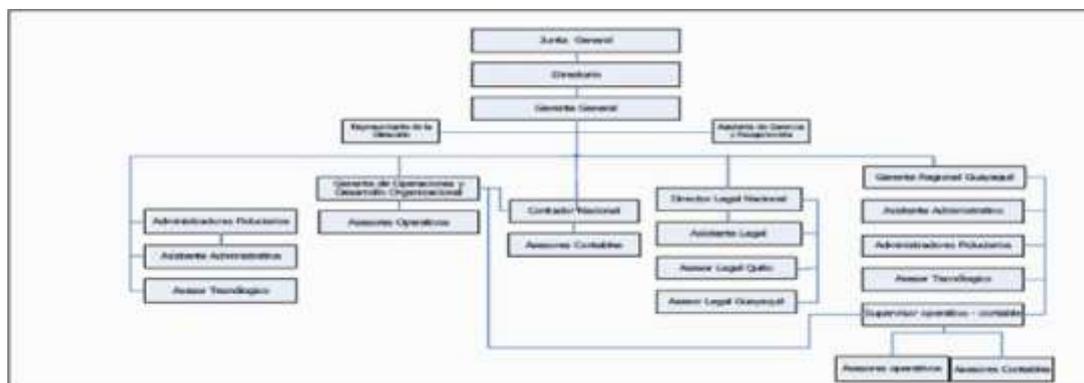
En sus inicios, la compañía se dedicó a la evaluación de proyectos inmobiliarios, para el año 2000 Fiducia S.A. fue la primera fiduciaria independiente del país, es importante mencionar que sus acciones no pertenecían a ningún grupo financiero. La compañía inició sus actividades en el Ecuador en 1995, siendo la primera empresa en el país dedicada a la administración fiduciaria.

Actualmente, la compañía se ubica como líder indiscutible en el sector, ya que ha participado en negocios estratégicos que han permitido el desarrollo tanto del sector privado como del sector público. La fiduciaria tiene su matriz en la ciudad de Quito y una sucursal en la ciudad de Guayaquil, y cuenta con personal altamente calificado.

Finalmente, el capital autorizado de Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, está dado por USD 1,02 millones y un capital suscrito y pagado de USD 0,80 millones. La compañía cuenta con cuatro accionistas: Sr. Pedro Ortiz Reinoso con 41% de la participación accionaria, el señor Carlos Arturo

Duque Silva con el 32%, el Señor Edgar Osorio Vaca con el 17% y por último el señor Xavier Paredes García con el 10% de la participación accionaria. A continuación se presenta el organigrama de la compañía:

GRAFICO 1: ORGANIGRAMA FIDUCIARIA



Fuente y Elaboración: Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles

Por lo expuesto, se observa que la administradora presenta una apropiada estructura administrativa, adecuada capacidad técnica, y un aceptable posicionamiento en el mercado, con lo cual se da cumplimiento a lo determinado en el literal c, numeral 3 del Artículo 19, del Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Calidad del Activo Subyacente

El Fideicomiso de Titularización “FIDEICOMISO GM HOTEL” tiene el objeto de desarrollar un proyecto inmobiliario, que consiste en construir y equipar el hotel, que será operado y administrado a través de operadores, y cuyos flujos de operación, luego de deducir todos los costos, gastos, pasivos, depreciaciones y provisiones necesarios para la adecuada operación, sean distribuidos entre los inversionistas a prorrata de su participación sobre los valores, salvo decisión en contrario del Directorio.

El hotel en mención es el SONESTA HOTEL GUAYAQUIL, de 5 estrellas, con ubicación estratégica en la ciudad de Guayaquil, que inició operaciones en 2011 y actualmente es un hotel consolidado y reconocido. Consecuentemente, los activos del Fideicomiso corresponden a los comprometidos en el Hotel, y los beneficios a distribuir son los que genere la actividad del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL.

Desde el arranque de operaciones del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL en 2011, la actividad generó utilidades, las mismas que la Asamblea en sendas reuniones realizadas anualmente, ha decidido distribuir en su totalidad hasta las correspondientes a 2015, sobre las utilidades del año 2016 la Asamblea resolvió en la reunión del 28 de abril 2017, distribuir el 100% de las mismas y realizar un anticipo a las utilidades del año 2017 por el monto de USD 300 mil.

Con fecha 24 de abril del 2018, se realizó la Asamblea de Inversionistas la cual resolvió la distribución del 100% de los resultados obtenidos en el año 2017 y un anticipo de USD 500 mil correspondientes al año 2018 (USD 125 por cada título), valores que están a disposición de los inversionistas desde el mismo día 24, después de la Asamblea.

Los rendimientos de la actividad hasta el cierre de 2015 superaron lo proyectado en la estructuración financiera, no obstante, a diciembre de 2016 registraron un cumplimiento del 57,58% y diciembre 2017 el 63,43%. Para agosto 2018 considerando los 8 meses del año frente al total proyectado al cierre del año 2018 se obtuvo un cumplimiento del 60,30%.

Certidumbre de los Flujos

La estructuración del proyecto contempló la construcción y posterior puesta en marcha y operación del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL. El financiamiento del proyecto provino de la venta de valores de participación del fideicomiso mercantil de titularización (VTP), los cuales se negociaron en las bolsas de valores del país.

La estructuración del proyecto contempló los siguientes elementos.

Un área total de 16.595,8 metros cuadrados de construcción, de los cuales el área comercial tiene 7.246,2 metros cuadrados, que abarca el área de locales comerciales y áreas comunes; y, el hotel que cuenta con 7.998,8 metros cuadrados de construcción. El número de locales comerciales, su distribución y área individual se han definido en función de la mejor conveniencia del proyecto. La superficie concesionable del área comercial es de 5.680,9 metros cuadrados.

El Hotel fue diseñado bajo los más modernos conceptos arquitectónicos, con una imagen futurista altamente atractiva y contando con las mejores prestaciones hoteleras. Su diseño fue realizado por el Arquitecto cubano residente en Miami, Wilfredo Borroto, autor de otros proyectos inmobiliarios.

El proyecto fue promovido por el Consorcio NOBIS, para ser construido dentro del mega proyecto inmobiliario La Gran Manzana, implantado en la zona norte de Guayaquil junto al Mall del Sol, y que está compuesto además por los proyectos Elite, Trade Building y La Guarda.

El proyecto contempla la administración de la Operadora OPERINTER, representante de Hoteles, empresa colombiana de amplia experiencia en la dirección de proyectos hoteleros en todo el continente. OPERINTER, representante de GHM Hoteles, administra en Ecuador otras operaciones hoteleras tales como: Hotel Sheraton Quito, Hotel Sheraton Guayaquil, Hotel Howard Johnson Quito, Hotel Howard Johnson Guayaquil y Hotel Howard Johnson Manta.

La marca o franquicia bajo la que opera el Hotel es SONESTA HOTELS RESORTS & CRUISES. SONESTA es una marca que cuenta con más de 60 años de experiencia en la administración de hoteles, la misma que está ampliamente posicionada a nivel mundial.

El proyecto incluye los siguientes servicios:

- 109 habitaciones de lujo.
- Business center.
- Gimnasio – Spa.
- Wi-fi.
- 4 Salones para eventos.
- Restaurante.
- Zona comercial de primera, con accesos directos desde el Hotel y desde el Mall del Sol.

El proyecto inmobiliario cuenta además con una zona comercial que cubre un área de 7.246,2 m², la cual representa el 43,7% del área total de construcción.

Dentro del área comercial se ubican:

- En Segunda planta:
 - 5 restaurantes
 - 1 restaurante del hotel
 - 4 terrazas
- En Tercera planta, que corresponde al *Design Center*:
 - 23 locales comerciales
 - 4 terrazas

La generación de ingresos futuros del Proyecto inmobiliario provendrá de la operación hotelera y de la concesión y operación del área comercial.

Con estos antecedentes, la estructuración financiera de la Titularización definió las siguientes proyecciones para el desarrollo de la actividad del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL, en las cuales se puede observar una generación de utilidades netas crecientes, que al cierre del año 2020 ascenderían a USD 2,01 millones.

CUADRO 5: ESTADOS DE RESULTADOS PROYECTADOS (Miles USD)

Rubro	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas netas	4.115	4.850	5.244	5.426	6.038	6.870	7.378	7.803	7.791	8.162
Costo de ventas	642	826	920	1.067	1.218	1.318	1.440	1.541	1.635	1.720
Utilidad bruta (ebit)	3.474	4.024	4.324	4.358	4.820	5.553	5.937	6.262	6.156	6.442
Gastos administrativos y ventas	1.764	1.902	1.960	1.999	2.042	1.887	1.935	1.996	2.063	2.135
Utilidad operativa	1.710	2.122	2.363	2.360	2.778	3.665	4.002	4.267	4.093	4.306
Otros Egresos	439	556	619	718	820	887	969	1.037	1.100	1.158
Utilidad antes de impuestos	1.271	1.566	1.744	1.642	1.958	2.779	3.033	3.230	2.993	3.149
Impuestos	270	333	371	349	416	591	645	686	636	669
Participación trabajadores	191	235	262	246	294	417	455	484	449	472
Utilidad neta	810	998	1.112	1.047	1.248	1.772	1.934	2.059	1.908	2.007

Fuente: Informe de Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA que generaría el proyecto también presenta una tendencia creciente y muestra la capacidad de generación de flujos que tendría el proyecto, suficientes para cubrir sus necesidades de operación. La estructuración financiera no contempló actividades de financiamiento fuera de la emisión, por cuanto, ésta sería suficiente para proveer de los recursos necesarios, consecuentemente no existirían gastos financieros en el periodo proyectado.

Los flujos proyectados, por otro lado, inician con los USD 20,00 millones correspondientes a la colocación de los títulos valores, y como consecuencia de la generación de flujos operacionales crecientes a través del periodo proyectado, se observa la recuperación de la inversión inicial, y al final del año 2019 la proyección empieza a presentar saldos finales positivos. Con el registro del valor de rescate al final del año 2020, la proyección establece un saldo final superior al valor de la inversión inicial. Cabe señalar que los flujos proyectados por la estructuración financiera contemplan la distribución anual de beneficios a los inversionistas, es decir que el flujo final en 2020 es adicional a los beneficios ya recibidos por los inversionistas en todo el periodo proyectado.

CUADRO 6: ESTADOS DE RESULTADOS PROYECTADOS (Miles USD)

Descripción	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Utilidad Operacional	1.710	2.122	2.363	2.360	2.778	3.665	4.002	4.267	4.093	4.306
Depreciación y amortización	982	982	982	982	982	782	782	782	782	782
Impuesto a la Renta y Empleados	-	461	568	632	595	710	1.007	1.100	1.171	1.085
FLUJOS DE OPERACIÓN	2.692	2.643	2.777	2.709	3.165	3.737	3.777	3.949	3.704	4.003
Cargos Fijos	215	273	304	353	403	436	476	509	540	569
Compromisos Contractuales	223	283	315	365	417	451	493	527	560	589
4% Fondo de Reserva	97	125	139	161	184	199	217	233	247	260
Valor de Rescate	-	-	-	-	-	-	-	-	-	28.732
FLUJO DE EFECTIVO NETO	2.156	1.962	2.019	1.830	2.161	2.652	2.590	2.679	2.357	31.318
Flujo de Inicio	(20.000)	(17.844)	(15.881)	(13.862)	(12.032)	(9.871)	(7.219)	(4.629)	(1.949)	408
FLUJO FINAL	(17.844)	(15.881)	(13.862)	(12.032)	(9.871)	(7.219)	(4.629)	(1.949)	408	31.725

Fuente: Informe de Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Luego del análisis y estudio realizado sobre la capacidad de generar flujos, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. señala que el Fideicomiso posee una aceptable aptitud para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados, así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado, por lo tanto, los flujos son suficientes para cubrir en forma adecuada todos los pagos que deba afrontar el Fideicomiso, tanto para amortizar la deuda de capital e intereses, realizar provisiones para pagos, así como con el resto de obligaciones, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato del Fideicomiso y en las proyecciones que constan en la estructura financiera de la presente emisión. Por lo tanto CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales d del numeral 1

y el literal a del numeral 3 del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II, del Título XVI del Libro II, del Tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Monto Máximo de la emisión:

El monto máximo de emisión de una titularización de proyectos inmobiliarios, corresponde al cien por ciento del presupuesto total del proyecto inmobiliario, incluidos aquellos asociados con el desarrollo del proceso de titularización o del avalúo del inmueble, según lo que corresponda. A continuación se presenta el presupuesto del proyecto.

CUADRO 7: PRESUPUESTO DE CONSTRUCCIÓN, EQUIPAMIENTO Y CAPITAL DE ARRANQUE (USD)

RUBRO	USD
Terreno	2.633.300
Construcción	8.797.743
Honorarios profesionales	543.009
Honorarios construcción	1.254.900
Impuestos, tasas y permisos	505.640
Gastos legales	234.070
Honorarios de gestión	2.200.000
Comisiones	1.300.000
Dotación General	1.356.643
Capital de arranque	180.000
Otros	994.695
TOTAL	20.000.000

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: Class International Rating

Como se puede observar, el monto de la Titularización (USD 20,00 millones) cumplió con el límite máximo, que corresponde al presupuesto total del proyecto inmobiliario, incluidos aquellos asociados con el desarrollo del proceso de titularización o del avalúo del inmueble.

Luego del análisis y estudio de los valores emitidos frente al monto máximo que podría emitirse, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. señala que el monto a emitirse por medio de la Fideicomiso de Titularización “FIDEICOMISO GM HOTEL” está dando cumplimiento a lo establecido en el literal b, numeral 4, Artículo 5, Sección I, Capítulo V, Título II del Libro II, del Tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Estudios sobre el Patrimonio y la estructura

Las titularizaciones son procesos mediante los cuales se emiten títulos valores susceptibles de ser negociados y colocados en el mercado de valores, con cargo a un patrimonio autónomo, que deberá pagar las obligaciones financieras a los inversionistas en las condiciones acordadas. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener un instrumento, ni una garantía de pago, ni estabilidad en su precio, sino una evaluación de su riesgo involucrado.

El proceso de análisis requiere verificar aspectos cualitativos y cuantitativos de si el originador presenta información representativa y válida, sin que esto signifique que se realice un proceso adicional de auditoría a la misma, ni que la calificadora se responsabilice sobre la veracidad de ella. Se trata de determinar, a juicio de Class International Rating si los estados financieros, el Derecho de Cobro, los Flujos, y otros antecedentes complementarios, son suficientes para inferir razonablemente la situación financiera del patrimonio fideicomitado y, evaluar el riesgo asociado a los títulos de oferta pública emitidos a raíz del proceso de titularización. Todos estos aspectos han sido estudiados en el Fideicomiso de Titularización “FIDEICOMISO GM HOTEL”, los mismos que tienen una fortaleza importante, así como una interesante proyección de recuperación de flujos y cobertura de los pagos.

Para la calificación de los valores producto de un proceso de titularización, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. considera necesario evaluar una serie de factores que incluyen: La calidad del

activo subyacente, la seguridad de los flujos de caja esperados, los mecanismos de cobertura, así como la experiencia y calidad del originador y del administrador fiduciario, además de la estructura legal del fideicomiso. Estos aspectos han sido analizados en la Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL", los mismos que guardan razonablemente consistencia, y una adecuada estructura del administrador fiduciario para manejar estos procesos.

En base a estos temas CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. busca establecer la probabilidad de que los inversionistas reciban a tiempo el pago según lo establecido en el contrato de fideicomiso, así como la cobertura de los Mecanismos de Garantía establecidos. De esta forma, se determina que el Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL" está en capacidad de generar los flujos adecuados para cubrir con el pago a los inversionistas, además, los Mecanismos de Garantía son aceptables para darle liquidez a la titularización, en caso de requerir, la misma que cubre hasta determinado monto de pagos. El contrato de fideicomiso resguarda el uso y manejo adecuado de los recursos, y le da seguridad legal a la titularización, mientras que la constitución de un Comité de Vigilancia aporta al seguimiento del desempeño operativo y financiero del fideicomiso.

Riesgo de la Economía

Sector Real

De acuerdo con la actualización de las estimaciones de corto plazo realizadas por la ONU, se elevó a 3,2% el crecimiento mundial de la economía para 2018 y 2019, lo cual se sustentaría en la aceleración salarial, mejores condiciones de inversión y el efecto a corto plazo de un paquete de estímulo fiscal en los Estados Unidos. Sin embargo, en paralelo con la mejora del crecimiento mundial persiste un aumento en los riesgos para las perspectivas económicas, incluido un aumento en la probabilidad de conflictos comerciales entre las principales economías, mayor incertidumbre sobre el ritmo de ajuste de la política monetaria, altos y crecientes niveles de deuda y mayores tensiones geopolíticas⁵.

Todavía persiste inestabilidad en grandes economías de Latinoamérica, como la constricción de las condiciones financieras y el ajuste necesario de las políticas en Argentina; los efectos de las huelgas y la incertidumbre política en Brasil; y las tensiones comerciales y la prolongada incertidumbre que rodea la renegociación del TLCAN y el programa de políticas del nuevo gobierno en México. Las publicaciones recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM), Organización de las Naciones Unidas (ONU) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), indican que en 2018 las perspectivas de crecimiento económico para América Latina y el Caribe son positivas (salvo en el caso de Venezuela), aunque podrían verse comprometidas por algunos riesgos a la baja. Para el FMI, el crecimiento regional fue de 1,3% en 2017, y estima un ligero aumento de 1,2% en 2018 y 2,2% en 2019⁶.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un crecimiento económico moderado para el año 2018. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE)⁷, el repunte económico del 2,0% en 2018 se daría gracias al aumento en la inversión agregada. Por su parte, los pronósticos de crecimiento del Banco Mundial se reducen a 1,5% en 2018 y 1,6% en 2019⁸. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento del 1,0% en 2018 y 0,9% en 2019⁹. De igual forma, el Fondo Monetario Internacional (FMI), rebajó las estimaciones de crecimiento del país a 1,1% en 2018 y 0,7% en 2019¹⁰. El centro de investigación Corporación de Estudios para el Desarrollo (Cordes), advierte que ese crecimiento no implica una verdadera recuperación de la economía porque se basa, principalmente, en un gasto público (financiado con nueva deuda) y no en una mayor inversión¹¹.

⁵ https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP_2018_Mid-year_Update.pdf

⁶ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

⁷ El crecimiento estimado del 2% obedece a las estadísticas iniciales que publicó el Banco Central. Cabe señalar, que a la fecha el Banco Central no ha actualizado su previsión de crecimiento, pues advirtió que ante el envío de la Ley de Fomento Productivo a la Asamblea Nacional se proyectarían cambios en sus estimaciones iniciales.

⁸ <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/30478/211373SP.pdf>

⁹ <https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019>

¹⁰ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

¹¹ <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/1/la-economia-de-ecuador-crecera-el-2-en-2018>

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a octubre de 2018 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 8: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB real (millones USD 2007) II trimestre 2018	17.848,71	Crecimiento anual PIB (t/t-4) II trimestre 2018	0,92%
Deuda Externa Pública como % PIB (agosto - 2018)	33,59%	Inflación mensual (septiembre - 2018)	0,39%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene - ago 2018	-21,12	Inflación anual (septiembre - 2018)	0,23%
RI (millones USD al 12 de octubre - 2018)	2.521,52	Inflación acumulada (septiembre - 2018)	0,47%
Riesgo país (16 - octubre - 2018)	654,00	Remesas (millones USD) II trimestre 2018	767,31
Precio Barril Petróleo WTI (USD al 16 - oct- 2018)	71,92	Tasa de Desempleo Urbano (III trimestre 2018)	5,20%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg-INEC / Elaboración: Class International Rating

Producto Interno Bruto (PIB): Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 1,3%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones¹². Al segundo trimestre de 2018, el PIB real alcanzó USD 17.848,71 millones y reflejó una variación anual de 0,9% y un crecimiento trimestral de 0,4%, donde el gasto de consumo de los hogares fue la variable que tuvo la mayor incidencia¹³.

En los meses de enero a agosto 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 14.440,0 millones, siendo superior en 19,2% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 12.111,7 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (37,6%), bienes de consumo (20,0%), bienes de capital (17,5%), materias primas (11,6%) y productos diversos (36,6%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, Perú y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** entre enero y agosto de 2018 alcanzaron USD 14.418,9 millones, siendo superiores en 15,8% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 12.455,0 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -3,8%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 36,5%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 42,7 durante enero-agosto 2017 a USD 61,1 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-agosto de 2018 crecieron en 4,6% frente al 2017, alcanzando USD 8.481,9 millones.

Se debe indicar que el sector comercial exportador se ha beneficiado gracias al proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, pactado el 13 de febrero de 2018 por la Cámara de Representantes de Estados Unidos¹⁴. Otro de los factores que benefició este sector fue el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

Por otro lado, desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. No obstante, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo¹⁵. A agosto 2018 del total de crudo producido un 29,31% corresponde a producción de empresas privada. A través de la ronda petrolera, el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país¹⁶. En cuanto a la producción promedio diaria a agosto de 2018, esta alcanzó

¹² <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

¹³ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

¹⁴ <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

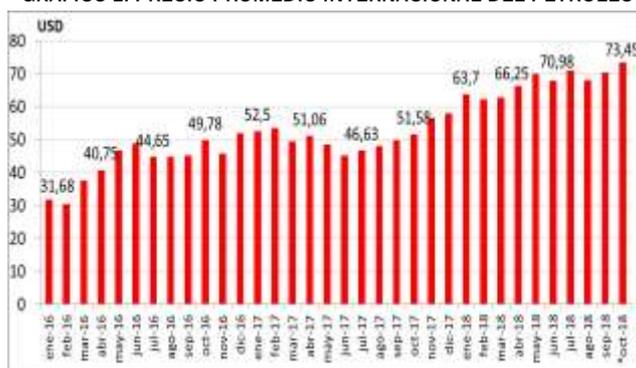
¹⁵ <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

¹⁶ <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

los 516,44 miles de barriles, siendo un 0,8% superior a la registrada el trimestre anterior, pero inferior en 3,2% al segundo trimestre de 2017¹⁷.

Después de la caída del precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, se muestra un comportamiento relativamente estable en lo que va del 2018, pues en enero se registró un promedio de USD 63,70 por barril, mientras que en septiembre 2018 llegó a USD 70,22 por barril y se ubica en USD 73,45 en promedio hasta el 16 de octubre 2018.

GRÁFICO 2: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA)¹⁸ / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias hasta septiembre de 2018, sumó USD 10.936,22 millones, siendo un 8,18% superior a lo registrado entre enero-agosto 2017 (USD 10.109,31 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de importaciones y de operaciones internas) con USD 4.966,03 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.692,07 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 895,16 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de importaciones y de operaciones internas) con USD 749,48 millones¹⁹.

La **inflación** anual en septiembre de 2018 fue de 0,23%, luego de registrarse doce meses consecutivos de inflación anual negativa; mientras que la inflación mensual se ubicó en 0,39%. Esta variación se debe, principalmente al incremento en los precios de algunos productos de las divisiones de transporte; comunicaciones y alimentos y bebidas no alcohólicas.

En referencia al **salario nominal promedio**, en septiembre de 2018, alcanzó USD 450,26²⁰; mientras que el **salario unificado nominal** fue fijado en USD 386,00; reflejando un incremento frente a los rubros del año 2017 (USD 437,44 y USD 375,00 respectivamente). En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se ubicó en 106,87 para este mes²¹. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a septiembre de 2018, ésta se ubicó en USD 712,66²², mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 720,53 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 101,10% del costo de la canasta

En relación a los indicadores laborales a septiembre de 2018, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar, de ésta el 68,1% se encuentra económicamente activa (8,27 millones de personas); para el mismo periodo se aprecia que el **empleo bruto nacional** se ubicó en 65,4% (66,0% a septiembre de 2017); la tasa de **desempleo** nacional alcanzó 4,0% (4,1% a septiembre de 2017); y el **empleo adecuado**, fue de 39,6%, inferior en 0,8% al registrado en septiembre de 2017 (40,4%)²³. De manera técnica, las variaciones en las cifras laborales no son estadísticamente significativas, es decir, que los indicadores se mantienen estables en relación a agosto de 2017²⁴. Para la institución Cordes, son importantes las señales

¹⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/indice.htm>

¹⁸ https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm

¹⁹ <http://www.sri.gov.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

²⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201809.pdf>

²¹ Es el valor del salario nominal promedio dividido para el índice de precios al consumidor del mes de referencia. Está expresado como índice cuya base es 2004=100.

²² http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Septiembre-2018/Boletin_tecnico_09-2018-IPC.PDF

²³ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Septiembre-2018/092018_Mercado%20Laboral.pdf

²⁴ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/10/16/nota/7002953/ecuador-cifras-empleo-desempleo-empleo-adecuado-se-mantienen>

económicas que envíe el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral²⁵.

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 24,5% a junio de 2018; el resultado anterior presentó un incremento de 1,4% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 9,0% a junio de 2018, reflejando un incremento de 0,6% en relación a junio de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (14,1%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema (4,6%), mientras que Cuenca es la que presenta menor tasa de pobreza (2,8%) y menor pobreza extrema (0,2%). La pobreza difiere en las zonas rurales, donde este indicador triplica al obtenido en las ciudades²⁶. Según el INEC, la pobreza en el área rural alcanzó el 43,0% en junio del 2018. Cabe señalar que, para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en el mes de junio de 2018 se ubicaron en USD 84,72 y USD 47,74 mensuales por persona respectivamente²⁷.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial mensual fue de 5,27% para octubre de 2018, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 8,34%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,07%²⁸.

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el segundo trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron menos restrictivos en el otorgamiento de créditos de vivienda y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue positivo. Por otro lado, en los segmentos de productivo y consumo el saldo fue nulo²⁹.

El flujo de **remesas** que ingresó al país el II trimestre de 2018 totalizó USD 767,31 millones, cifra superior en 7,31% con respecto al I trimestre de este año y mayor en 9,79% en relación al II trimestre del 2017. El incremento se atribuye de manera especial al crecimiento y dinamismo de la economía estadounidense y por la acentuación de su política migratoria, que presionó a los migrantes a remitir más recursos. Al II trimestre de 2018, el 90,74% del total de remesas recibidas provinieron de Estados Unidos (USD 438,24 millones), España (USD 196,90 millones), Italia (USD 39,08 millones) y México (USD 22,04 millones). Guayas, Azuay y Pichincha concentraron el 64,90% del total de remesas (USD 497,96 millones)³⁰.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2018 fueron de USD 205,01 millones; monto superior en 8,58% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 188,81 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras, transporte, almacenamiento y comunicaciones, industria manufacturera y servicios prestados a empresas. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de México, España, Canadá, Chile, China, Uruguay, Estados Unidos, Francia, y otros³¹.

Al mes de agosto de 2018, de acuerdo a información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 34.940,5 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 21,92% superior con respecto a agosto de 2017 (USD 28.659,4 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta agosto de 2018 fue de USD 7.950,9 millones, que equivale al 7,64% del PIB³², conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de agosto de 2018, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 46,9% del PIB³³, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 48.000 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB³⁴.

²⁵ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>

²⁶ <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuatorianos-cifras-pobreza-inec-2018.html>

²⁷ http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Junio-2018/Informe_pobreza_y_desigualdad-junio_2018.pdf

²⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

²⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIT-2018.pdf>

³⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201802.pdf>

³¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indexe.htm>

³² La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 104.021 millones, según última previsión de cifras del BCE.

³³ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2018/09/1AGOSTO-2018.pdf>

³⁴ <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 y disminuyeron a USD 2.451 millones en 2017. Los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y exportaciones privadas, entre otros. Al 12 de octubre de 2018 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 2.521,52 millones.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo³⁵.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas en la Ley de Fomento Productivo, es el de incentivos tributarios; entre ellos, la exoneración por 15 años del impuesto a la renta a las nuevas inversiones en industrias básicas³⁶. El déficit del presupuesto del Estado entre enero y septiembre de 2018 se redujo en USD 1.664 millones, es decir un 57% en relación al mismo periodo del 2017, lo cual significa que las necesidades de financiamiento del presupuesto general del Estado se reducen. De acuerdo con las cifras del Ministerio de Finanzas, se estima alcanzar un déficit global del 4,1% del PIB y un déficit primario del 1,2% para finales del 2018³⁷. Además, entre las medidas del Plan de Prosperidad 2018-2021, se cuentan la reducción del subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial³⁸.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Actividad

Con fecha 20 de febrero de 2008, mediante Escritura Pública celebrada ante el Notario Trigésimo del cantón Guayaquil, PROMOTORES INMOBILIARIOS PRONOBIS S.A. y FIDUCIA S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, constituyeron el Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL". Con fecha 08 de abril de 2008, se celebró la reforma al contrato en la misma Notaría.

La estructuración financiera contempla los procedimientos de análisis utilizados en el proyecto inmobiliario generador de flujos futuros SONESTA HOTEL GUAYAQUIL, proyecto promovido por el Consorcio NOBIS, a ser construido dentro del mega proyecto inmobiliario La Gran Manzana.

El propósito de la Titularización es que, una vez que se construya y equipe el SONESTA HOTEL GUAYAQUIL, y sea operado y administrado a través del operador hotelero Operadora Internacional Hotelera S.A. OPERINTER y la operadora de la galería comercial Inmobiliaria del Sol S.A. MOBISOL, los flujos de operación, luego de deducir todos los costos, gastos, pasivos, depreciaciones y provisiones necesarios para la adecuada operación del hotel, sean distribuidos entre los inversionistas a prorrata de su participación sobre los valores, salvo decisión en contrario del Directorio. Por lo anterior, a continuación se analiza el funcionamiento del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL, que entró en operaciones el 01 de julio de 2011.

El SONESTA HOTEL GUAYAQUIL se encuentra ubicado al norte de la ciudad de Guayaquil en el centro financiero, comercial y turístico, en la avenida Joaquín Orrantía. Se encuentra situado en La Gran Manzana, un complejo nuevo y moderno junto al Mall del Sol, a solo cinco minutos del aeropuerto internacional Joaquín Olmedo.

El hotel cuenta con 112 habitaciones que incluyen 56 individuales, superior sencilla con cama *king size* y 56 dobles superior con dos camas *full size*. También ofrece instalaciones de primera clase en su restaurante de servicio completo, bar-terraza, cafetería, gimnasio, parrillada, piscina, centro de negocios, espacio para reuniones y salones para la realización de convenciones y eventos.

Los ingresos de la actividad del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL se clasifican en Hotel y restaurantes, y Galería comercial. Hotel y restaurantes constituye el principal rubro de ingresos, en 2015 registró el 73,42% de los

³⁵ https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505

³⁶ <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

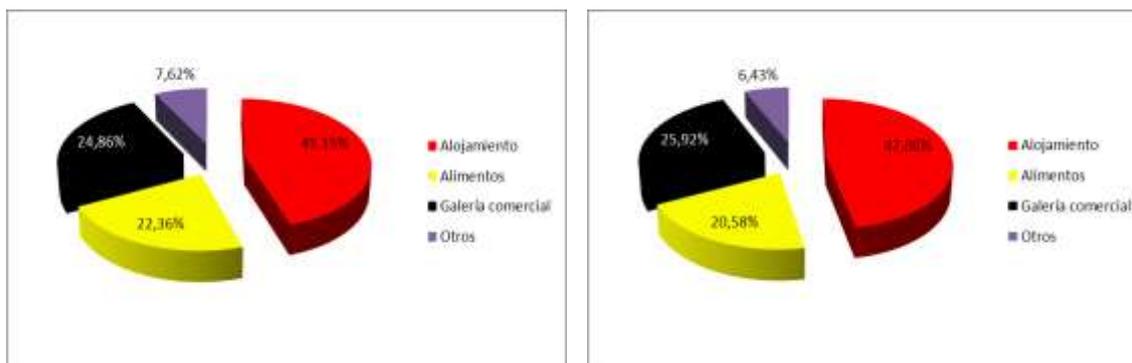
³⁷ <https://www.elcomercio.com/actualidad/deficit-fiscal-baja-enero-septiembre.html>

³⁸ <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

ingresos ordinarios y el 74,14% al cierre de 2017 (74,08% a agosto de 2018). Dentro del rubro Hotel y restaurantes, se incluyen ingresos por alojamiento, alimentos y otros, los dos primeros son los más relevantes, pues los ingresos por alojamiento representaron el 45,15% (47,06% a agosto 2018) de los ingresos ordinarios en 2017 y los ingresos por alimentos el 22,36% (20,58% agosto 2018).

Los ingresos generados por la galería comercial representaron el 25,75% de los ingresos ordinarios al 31 de diciembre de 2016 y el 24,86% al cierre de 2017 (25,92% a agosto de 2018).

GRÁFICO 3 y 4: COMPOSICIÓN DE LOS INGRESOS (Diciembre 2017) y (Agosto 2018)



Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL / Elaboración: Class International Rating

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL" cuenta con una gran cantidad de inversionistas, entre los cuales se distribuyen 4.000 participaciones de USD 5.000,00 cada una, para dar el total de USD 20,00 millones de la Titularización. Con el siguiente detalle al 31 de agosto de 2018.

CUADRO 9: INVERSIONISTAS DEL FIDEICOMISO

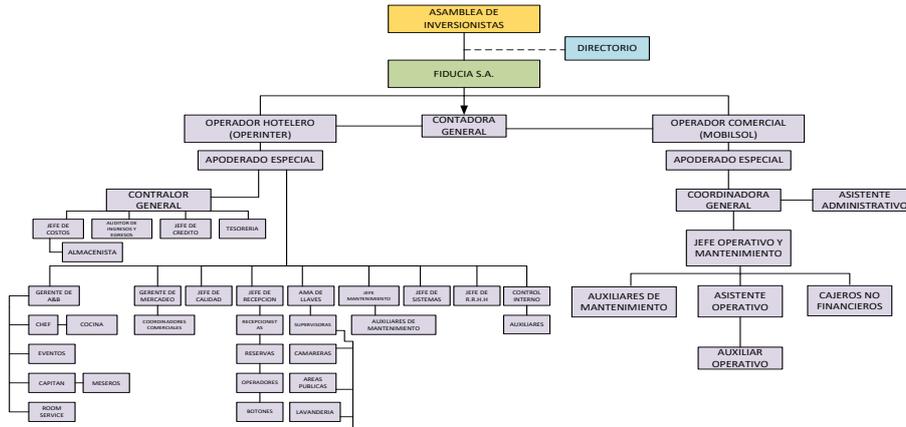
Nombre	Capital (USD)	Participación
CORPORACION FINANCIERA NACIONAL	1.000.000,00	5,00%
VALORPART S.A.	790.000,00	3,95%
MARTINEZ MALDONADO PABLO FRANCISCO	785.000,00	3,93%
SOLUBLES INSTANTANEOS COMPAÑIA ANONIMA S.I.C.A	250.000,00	1,25%
TANG FAN LU CHI	250.000,00	1,25%
TECNOACCION S.A	200.000,00	1,00%
OTROS	16.725.000,00	83,63%
Total	20.000.000	100,00%

Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL / Elaboración: Class International Rating

En la categoría otros se agrupan los inversionistas cuya participación representa menos del 1%.

El Fideicomiso cuenta con la Asamblea General de Inversionistas Títulos Valores VTP-GM HOTEL, como su máximo organismo, luego en su estructura viene el Directorio, y por último el Comité de Vigilancia. Las tres instancias mencionadas tienen las atribuciones contempladas en el contrato de Fideicomiso, ya analizadas anteriormente.

GRÁFICO 4a: ORGANIGRAMA DEL FIDEICOMISO



Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL / Elaboración: Class International Rating

En virtud de que los recursos del fideicomiso provienen principalmente de la operación del Hotel, a continuación se presenta el organigrama del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL.

GRÁFICO 4b: ORGANIGRAMA DEL SONESTA HOTEL GUAYAQUIL



Fuente y Elaboración: FIDEICOMISO GM HOTEL

En general, y por cuanto la operación del Fideicomiso corresponde principalmente a la operación del Hotel, la información que a continuación se analiza, referida a empleados, clientes, proveedores, estrategias, políticas, competencia, posición en el mercado, FODA, información financiera y demás, es igual tanto para el Fideicomiso como para el SONESTA HOTEL GUAYAQUIL.

Gobierno Corporativo

El Fideicomiso cuenta con claros lineamientos de gobierno corporativo, establecidos desde el inicio del proceso de titularización y que constan en el respectivo contrato.

La Asamblea General de Inversionistas Títulos Valores VTP-GM HOTEL se reúne anualmente, el Directorio se reúne con periodicidad mensual para conocer, revisar y resolver, principalmente sobre los informes mensuales de los operadores y los estados financieros mensuales del Fideicomiso, y el Comité de Vigilancia que está compuesto por tres miembros del Directorio, se reúne con la misma periodicidad que éste.

Empleados

Al 31 de agosto de 2018 el Fideicomiso GM HOTEL contó con 108 colaboradores (104 a febrero 2018), quienes en su mayoría cuentan con contrato indefinido, salvo por 2 personas con contrato a prueba. No existen sindicatos ni comités de empresa que afecten el normal desempeño de las operaciones del negocio.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Empresas vinculadas o relacionadas

El Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL" no reporta vinculación de ninguna índole con empresas.

Otros Aspectos Cualitativos

Clientes

El Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL" está enfocado en el servicio a varios segmentos de mercado, particular, corporativo, *travel & hotel packages* (planes hoteleros), así como en *preferred* el cual se trata de clientes de la franquicia SONESTA con tarjeta de fidelización.

Según el comportamiento histórico del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL, sus principales clientes son corporativos, es decir empresas que utilizan los servicios del hotel para el alojamiento de sus colaboradores y para la realización de eventos, principalmente (típicamente representan más del 45% de los ingresos ordinarios del Hotel).

Los ingresos de Hotel y restaurantes representaron el 74,08% a agosto de 2018. Entre los principales se puede mencionar a Indura Ecuador S.A., Leterago Del Ecuador S.A., Alimentos, Dietas Y Alimentos S.A., Danservice S.A., Naval Architect, Technical Manager - Latin America T&T Salvage Llc.

Otro grupo importante de clientes es el que utiliza los espacios de la Galería Comercial, a agosto de 2018 representaron el 25,92% de los ingresos ordinarios. Entre ellos se puede mencionar Aguiro S.A., Banco Internacional S.A., Comercializadora Kinsman, Telproim S.A., La Tablita Group Cia. Ltda.

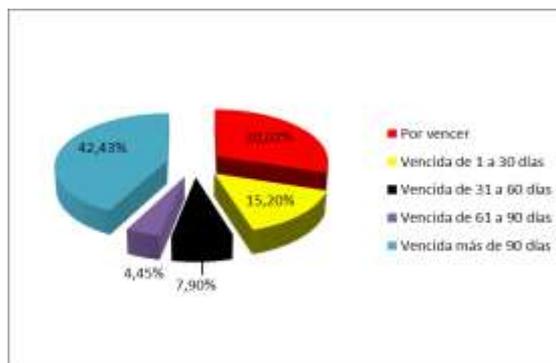
El grupo objetivo que atrae el mix de establecimientos de la Galería Comercial está compuesto por hombres y mujeres que oscilan entre los 25 y los 45 años, de nivel socioeconómico medio, medio alto, profesionales y jefes de hogar, residentes en su mayoría en la ciudad de Guayaquil.

Al 31 de agosto de 2018 el FIDEICOMISO GM HOTEL presentó una cartera, en su mayoría representada por cartera vencida (69,98%). La cartera por vencer más la cartera vencida hasta 30 días, considerada como normal

dentro del ámbito comercial, sumó el apenas 45,23% del total de la cartera. La cartera vencida más de 90 días representó el 42,43%, lo cual implica una mejora si lo comparamos con agosto de 2017 (35,54%).

La cartera vencida más de 90 días a agosto 2018 se encuentra concentrada en el Hotel en un 85,44% y la Galería comercial con 14,56%.

GRÁFICO 5: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA (Agosto 2018)



Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL / Elaboración: Class International Rating

En contraste con lo anterior, cabe señalar que el periodo medio de cobros aproximado presentó variaciones importantes en los periodos anuales pasando de 34 días en 2014 a 52 días en 2017, no obstante para agosto 2018 se situó en 58 días lo cual habla de una desmejora en su tiempo de cobro.

Proveedores

El desarrollo de la actividad del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL requiere el concurso de una variedad de proveedores que cubren las áreas de seguridad, alimentos y bebidas, elementos de aseo e higiene, energía, combustible, seguros, publicidad, transporte, suministros, mantenimiento, limpieza, entre otros.

Entre los principales proveedores a agosto 2018, se pueden mencionar PILCO BALLA ANA MARIA, PRONACA BURGOS PAZMIÑO BRIGITTY, MARTILLO ROMERO MONICA CLARITA, MORAN TORRES MANUEL FERNANDO, entre otros.

La política de las cuentas por pagar del FIDEICOMISO GM HOTEL determina el pago a proveedores en un plazo de 30 días. Al 31 de agosto de 2018 el periodo promedio de pagos aproximado fue de 32 días.

Conforme determinan los principios de buen gobierno corporativo aplicados por el Fideicomiso, la administración procura construir relaciones a largo plazo con sus proveedores.

Estrategias y Políticas del Fideicomiso

El FIDEICOMISO GM HOTEL se rige por los principios de gobierno corporativo declarados expresamente en el contrato de constitución. Para la operación del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL el Fideicomiso utiliza 2 operadores, Operadora Internacional Hotelera S.A. OPERINTER que es el operador hotelero, e Inmobiliaria del Sol S.A. MOBISOL que es la operadora de la galería comercial.

Los 2 operadores reportan a FIDUCIA S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, Fiduciaria del FIDEICOMISO GM HOTEL. Tanto el operador hotelero como el operador comercial son empresas de reconocido prestigio en su respectivo ramo y cuentan con la experiencia y los conocimientos requeridos para el éxito del negocio.

El proyecto fue promovido por el Consorcio NOBIS, para ser construido dentro del mega proyecto inmobiliario La Gran Manzana, implantado estratégicamente en la zona norte de Guayaquil junto al Mall del Sol, y que está compuesto además por los proyectos Elite, Trade Building y La Guarda.

Para mitigar los eventos producidos por la coyuntura económica que vive el país, la administración trabaja para reestructurar el mix de negocios de la Galería comercial, de tal forma que le permita establecer anclas destino con locales de servicios que permitan generar ingresos anti cíclicos para la operación hotelera.

Política de Precios

El SONESTA HOTEL GUAYAQUIL establece las tarifas de hospedaje en concordancia con los movimientos del sector y específicamente de su competencia directa; en cuanto a alimentos y bebidas, la determinación de los precios se ajusta en relación al costo de vida y la inflación.

En la línea de Galería comercial, los precios se determinan a la fecha de suscripción de los contratos o en sus renovaciones. Los contratos tienen una duración de 5 años para locales comerciales y de 2 años para oficinas e islas.

Política de Financiamiento

El proyecto fue planificado para ser financiado en su totalidad con el proceso de titularización, la estructuración financiera de la titularización determinó la factibilidad en ese sentido. Como se mencionó anteriormente, la operación del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL ha superado las expectativas en cuanto a la generación de utilidades hasta el año 2017, con un EBITDA suficiente para que el Fideicomiso cubra sus necesidades sin acudir a endeudamiento, no obstante, para agosto 2018 se registró un sobregiro bancario por USD 280 mil que es únicamente sobregiro en libros, para efectos de presentación a la Superintendencia de Compañías (corresponde a los cheques de inversionistas que no han sido cobrados aún y que en libros están como girados).

Política de Inversiones

La estructuración financiera de la titularización contempló una inversión de USD 20,00 millones para la construcción del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL, su equipamiento y el correspondiente capital de arranque. Esta inversión fue financiada en su totalidad por los inversionistas de la titularización.

De tal modo que la política de inversión del Fideicomiso se centra en la infraestructura del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL, adecuaciones, maquinaria y equipos, muebles y enseres, equipos de computación y equipos de comunicación, entre otros.

Regulaciones a las que está sujeto el Fideicomiso y Normas de Calidad

La operación del FIDEICOMISO GM HOTEL está sujeta a las leyes ecuatorianas, las cuales vigilan el cumplimiento de normas y procesos determinados en sus distintas operaciones, por lo que está sujeta a la regulación de varios organismos de control como son: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, Ley del Mercado de Valores, Servicio de Rentas Internas, Ministerio de Relaciones Laborales, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, entre otras.

Adicionalmente, la actividad hotelera debe sujetarse a los lineamientos del Ministerio de Turismo, Ministerio del Ambiente, las Normas Municipales, entre otras.

Responsabilidad Social

Tiene desarrollado un programa social de reciclaje de basura (plástico, cartón, periódico, vidrio) y reciclaje y

desecho de aceites quemado de cocina, que es vendido a la Empresa Jurander calificada por el Ministerio de Ambiente.

Así mismo reporta que están trabajando en la obtención de la Certificación ecológica de productos de limpieza, compra de jabones biodegradables, manejo de aguas en las trampas de grasas de la cocina para que salga lo menos contaminada posible mediante bacterias que purifican el agua.

También maneja Programa de ahorros internos de consumo de agua y energía mediante compra de iluminación led y mantenimiento preventivo en maquinaria y equipos.

Riesgo Legal

Conforme información proporcionada por el FIDEICOMISO GM HOTEL, para agosto de 2018 mantuvo varios procesos instaurados contra ex concesionarios, sin que ello represente una amenaza o contingencia que comprometa su normal operación.

Liquidez de los títulos

El Agente colocador, Casa de Valores ADVFINSA S.A., inició la colocación de los títulos valores entre diferentes inversionistas el 09 de mayo de 2008, finalizando el 100% de la misma (USD 20,00 millones) el 29 de agosto de 2014.

Al referirnos a la colocación de los títulos valores de participación del Fideicomiso de Titularización "FIDEICOMISO GM HOTEL", denominados VTP-GM HOTEL, se puede determinar que éstos fueron colocados en su totalidad entre distintos inversionistas de diferentes sectores económicos.

El FIDEICOMISO GM HOTEL no registra emisiones anteriores, por lo que la presente Titularización fue su primera incursión en el Mercado de Valores.

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes.

CUADRO 10: PRESENCIA BURSÁTIL

Fecha	Número días negociados mes	Monto Negociado	Número Días Bursátiles	Presencia Bursátil Nacional
mar-18	1	20.000,00	21	0,05
abr-18	4	50.000,00	21	0,19
may-18	1	5.000,00	21	0,05
jun-18	2	55.000,00	21	0,10
jul-18	2	15.000,00	22	0,09
ago-18	2	15.000,00	22	0,09

Fuente: BVQ & BVG/ Elaboración: Class International Rating

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Eventos Importantes

- El sector Hotelero durante el año 2016 presentó un escenario complicado debido a la contracción de la economía nacional, la caída del precio del petróleo, la apreciación del dólar, el terremoto de abril de 2016, la prolongación de las salvaguardias y nuevos impuestos provocaron la pérdida de competitividad frente a los países de la región, en especial los vecinos Perú y Colombia.
- En aspectos positivos, la coyuntura creó una atmósfera para contraer los costos y gastos de operación. La administración ajustó las nóminas, renegoció los contratos de proveedores de servicios, y ha realizado compras de las materias primas e insumos con mejores precios.
- La administración diseñó nuevos productos en tiempos de crisis y han surgido nuevas estrategias de mercadeo y promoción.
- En mayo 2018, inició el proceso de remodelación de Salones del Hotel y nuevo Lobby, el cual va a tener un impacto positivo a partir del mes de noviembre 2018.
- Durante el año 2018 el Hotel asumió la operación de la Galería Comercial lo cual, a través del incremento en ventas y la optimización de costos y eficiencias con el hotel, ha significado un incremento en la rentabilidad de esa unidad del Fideicomiso vs. el 2017 en beneficio de los inversionistas del Fideicomiso GM Hotel.

Situación del Sector

A partir de abril 2018, el mercado hotelero y turístico de Guayaquil ha tenido un comportamiento positivo con un incremento significativo en los Congresos y Convenciones liderado por la Empresa Pública Municipal de Turismo de Guayaquil. Guayaquil tiene un comportamiento superior al de muchas plazas en la región destacando sus altos niveles de ocupación en los hoteles de 4 y 5 estrellas. Los indicadores de ocupación y tarifa están muy estables y similares al comportamiento del 2017, el cual fue positivo para la industria hotelera.

El turismo es un importante motor de la economía de Ecuador. En el contexto internacional, el sector turístico aporta con el 9,8% del PIB, empleando a una de cada 11 personas en el planeta, lo que equivale en promedio a 277 millones de personas, según el Consejo Mundial de Viajes y Turismo.³⁹

Según el ministerio de turismo se ha mostrado un crecimiento de sector en cuanto a la cantidad de turistas que han ingresado. Respecto al año anterior, la cifra incrementó en un 14%. Incrementaron también las divisas que llegaron al país por este concepto, en un 14,8%, y el turismo nacional también aumentó en un 35% en comparación con el año 2017.⁴⁰

Las llegadas de turistas internacionales aumentaron en un 6% en los primeros cuatro meses del año 2018 con 1.323 millones, con lo que no solo continúa la marcada tendencia al alza del 2017, sino que se superan las previsiones de la OMT para el 2018. Al frente de dicho crecimiento se sitúa Asia y el Pacífico (+8%), junto con Europa (+7%), África (+6%), Oriente Medio (+4%) y las Américas (+3%) también registraron sólidos resultados. Anteriormente la OMT había pronosticado un aumento de entre 4% y 5% para 2018.⁴¹ El año 2018 el turismo Internacional sigue creciendo de forma significativa en todo el mundo lo que se traduce en creación de empleo en muchas economías. Dicho crecimiento nos recuerda que es necesario aumentar nuestra capacidad de desarrollar y gestionar el turismo en forma sostenible, forjando destinos inteligentes y aprovechando al máximo la tecnología y la innovación.

La confianza en el turismo mundial sigue siendo fuerte, según el último estudio del panel de expertos en turismo de la OMT, cuyas previsiones para el periodo de entre mayo y agosto se cuentan entre las más optimistas en diez años, gracias a unas sensaciones especialmente positivas en África, Oriente Medio y Europa. La evaluación que los expertos realizaron de los resultados turísticos en los cuatro primeros meses de 2018 también fue sólida, en consonancia con los buenos resultados registrados en muchos destinos a nivel mundial.

³⁹ <https://www.entornoturistico.com/turismo-en-la-economia-de-ecuador/>

⁴⁰ <https://www.publicafm.ec/noticias/actualidad/1/ingreso-turistas-ecuador-turismo-economia>

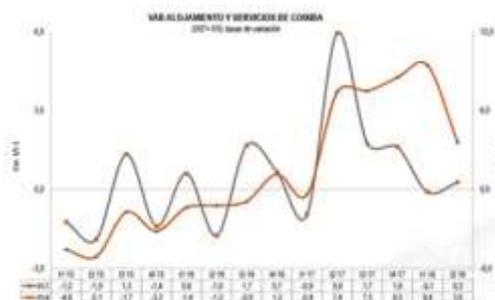
⁴¹ <http://media.unwto.org/es/content/unwto-news-77>

Entre Abril y Junio de este año se registró un ingreso de 355.566 personas por motivos de turismo. Mientras tanto el crecimiento en Julio de este año es de 13,19% respecto a la cifra registrada al año anterior. La llegada de viajeros extranjeros al Ecuador creció un 12,85% durante el segundo trimestre de 2018, en comparación al mismo periodo en el año 2017, estas cifras de crecimiento no reflejan los ingresos de venezolanos al país. Analizando las llegadas según tipo de mercado, tenemos que el Mercado Objetivo conformado por Canadá, Alemania, Reino Unido y Estados Unidos creció un 40,7%; el de Mantenimiento integrado por Bélgica, Suiza, España, Francia, Italia, Países Bajos y Suecia creció en 46,6%, esto durante el segundo trimestre del 2018 comparado con el mismo trimestre anterior.⁴²

De acuerdo con medios españoles, durante su participación en la Feria Internacional del Turismo celebrada en Madrid en enero de 2018, Ecuador alcanzó acuerdos millonarios en el sector hotelero con cadenas como SCH Group, con quienes llegaron a un acuerdo valorado en 500 millones de dólares⁴³.

Conforme a la última información publicada por el Banco Central del Ecuador, según el reporte de las Cuentas Nacionales, el valor agregado bruto del sector alojamiento y servicios de comida, mostró una tasa de variación trimestral de 0,3% (t/t-1); en tanto que la tasa inter-anual (t/t-4) mostró una variación de 3,6%.

GRÁFICO 6: VARIACIÓN DEL PIB EN ALOJAMIENTO Y SERVICIOS DE COMIDA



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Class International Rating

Según datos del Ministerio de Turismo, la ocupación hotelera en establecimientos de lujo de Guayaquil cayó del 56% al 52% entre el año de 2016 y el año de 2017. Para agosto del 2018 los hoteles de lujo en Guayaquil registraron una ocupación del 74,67% (66,62% a agosto 2017), mientras que los de hoteles de cuatro estrellas crecieron a una ocupación del 63,79% (63,79% a agosto 2017).

De acuerdo con el Observatorio Turístico la ciudad de Guayaquil tendrá un mayor crecimiento de turistas extranjeros el año 2018 del 7,9% que supera la media de la Organización Mundial del Turismo (OMT por sus siglas) que es del 5%. Este crecimiento está relacionado con el posicionamiento de la ciudad de Guayaquil como destino del segmento especializado MICE (Reuniones, Incentivos, Congresos y Eventos por sus siglas en inglés). Actualmente Guayaquil lidera este segmento, lo que explica el incremento de los visitantes extranjeros a la ciudad. Para este año la ciudad cuenta con una agenda confirmada de 36 eventos que seleccionaron a Guayaquil como su sede y que generarán un impacto en la economía de la ciudad de USD \$23'500.000 aproximadamente.⁴⁴

El 85% de los hoteles en Ecuador son Pymes y Micro pymes que no disponen de un desarrollo tecnológico, y no cumplen con los requerimientos de la hotelería mundial. La razón básica es la baja tarifa promedio que tienen todos estos hoteles (problema de todo el sector de hospitalidad en Ecuador) y la consecuente dificultad de invertir en cambios significativos en su local⁴⁵.

El sector en donde desarrolla sus actividades el Fideicomiso, tiene como barreras de entrada: La necesidad de un alto capital de inversión para la construcción de la infraestructura adecuada para el negocio; la experiencia

⁴² <https://www.turismo.gob.ec/arribo-de-extranjeros-a-ecuador-aumento-el-segundo-trimestre-de-2018/>

⁴³ <https://iberoeconomia.es/mercados/ecuador-cierra-acuerdos-millonarios-sector-hoteler-fitur-2018/>

⁴⁴ <http://www.guayaquil.gob.ec/noticias-actuales/3199>

⁴⁵ <http://classinternationalrating.com/index.php/hotel-casa-gangotena-s-a/finish/360/2315>

en el sector y el *Know how* necesario para incursionar en este sector hotelero; y las regulaciones por parte del gobierno⁴⁶.

La principal barrera de salida que tiene el sector es gran cantidad de regulaciones laborales, que suponen un alto coste para las empresas, compromisos de largo plazo con clientes o proveedores, por los cuales la empresa se obligaría a permanecer más tiempo en el sector.

El sector en general tiene una aceptable capacidad para transferir al precio de sus servicios los cambios en los costos de los insumos que utiliza; sin embargo, la presión de la competencia puede ser un determinante para restringir esa capacidad.

Expectativas

Dentro del turismo, las agencias de viajes del Ecuador no han seguido las tendencias del mercado, se encuentran enfocadas en la diferenciación y especialización de los paquetes que ofrecen, dejando a un lado segmentos como los Millennials y el de adultos mayores⁴⁷.

El Ministerio de Turismo a finales de año 2017 lanzó la "Gran Feria Turística del Ecuador" bajo el slogan "Ecuador, tu lugar en el Mundo", una de las metas más ambiciosas para el acontecer turístico nacional, concebida para motivar a los ecuatorianos a re enamorarse de las bellezas turísticas que tiene el país. Se trata de un proyecto de promoción enfocado al turismo interno, que cuenta con el respaldo tanto de instituciones públicas como de la industria turística del país (sector hotelero, líneas aéreas, transporte turístico, entre otros), que busca generar una reacción inmediata y a corto plazo de los 16 millones de ecuatorianos, para que viajen los 365 días del año. Se realizó la etapa de lanzamiento y promoción, la etapa de la venta de los programas turísticos en el primer semestre del 2018 esperando obtener los réditos deseados.⁴⁸

La participación de Ecuador dentro de la FITUR 2018 realizado en Madrid, que es una de las Ferias Internacionales de Turismo más importantes del mundo es un aliciente para la implementación de estrategias de promoción turística por parte del Mintur y que busca fortalecer la imagen de Ecuador como destino turístico.⁴⁹

En el año 2019 Ecuador será la sede de la próxima edición de la Conferencia Anual sobre la inversión Hotelera y Turística de América Latina (SAHIC) que promueve proyectos comerciales y de bienes raíces en la región. Allí pondrán concretar negocios en el sector turístico, con ejecutivos top de los principales grupos hoteleros e inmobiliarios internacionales, operadores, desarrolladores, profesionales especializados, asesores financieros, agentes inmobiliarios, abogados, diseñadores, arquitectos, consultores, será sede de este importantísimo evento al cual asistirán 400 inversionistas de 20 países.

Posición competitiva del Fideicomiso

Según información más actualizada, el índice de penetración de mercado acumulado se ubicó aproximadamente en 1,15; este índice muestra la cuota de mercado al determinar la posición relativa de un hotel determinado con respecto a los demás de un grupo. El indicador situó al SONESTA HOTEL GUAYAQUIL como el cuarto más alto en el mercado local, en relación a la competencia.

Guayaquil cuenta con establecimientos hoteleros de primera categoría, categoría estándar y categoría económica. El SONESTA HOTEL GUAYAQUIL se encuentra dentro de los establecimientos de primera categoría, siendo su principal competencia los hoteles ubicados en la zona norte de la ciudad, en especial el Holiday Inn, Courtyard, Howard Johnson, Sheraton y Hilton.

⁴⁶ <http://www.bcmecuador.com/single-post/2016/05/25/Evoluci%C3%B3n-y-Perspectivas-del-sector-Hotelero-Ecuatoriano-1>

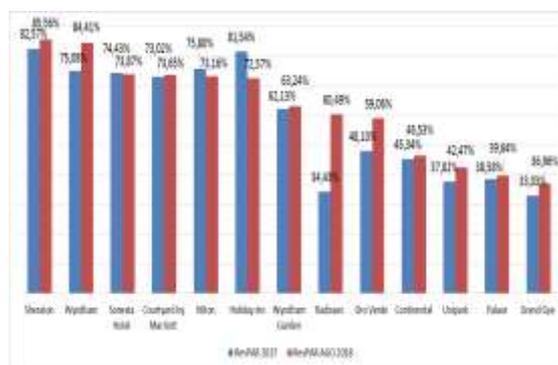
⁴⁷ <http://www.bcmecuador.com/single-post/2016/05/25/Evolución-y-Perspectivas-del-sector-Hotelero-Ecuatoriano-1>

⁴⁸ <http://www.entornoturistico.com/proyeccion-del-turismo-para-ecuador-en-el-2018/>

⁴⁹ <http://www.entornoturistico.com/proyeccion-del-turismo-para-ecuador-en-el-2018/>

En referencia a la competitividad expresada en el indicador hotelero RevPAR (Revenue per Available Room) GM HOTEL ocupó el tercer lugar de la plaza (market share con corte acumulado a Agosto 2018), el mismo que se puede observar a continuación:

GRÁFICO 7: Competitividad expresada en el indicador hotelero RevPAR DIC 2017 Y AGO 2018



Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL / Elaboración: Class International Rating

Para el año 2018, se espera que el turismo tenga una recuperación que le permita recobrar los niveles de ocupación de sus hoteles, efectivamente, para agosto de 2018 el fideicomiso registró un nivel de ingresos superior en relación agosto de 2017, el incremento es leve (+0,66%), marcando la pauta de una posible recuperación, que se espera se verá acentuada en las temporadas altas que le restan al año.

Frente a este panorama sombrío cabe destacar los logros de la administración del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL, mediante la aplicación de sus estrategias, que le han permitido mantener el nivel de ocupación con variaciones poco significativas. A partir de 2015 y en razón de la coyuntura económica que vivió el país, se registraron leves descensos en la ocupación, hasta llegar al 72,36% en 2015 y 72,18% en el año 2016 el hotel, durante el año 2017 se observó una recuperación al situarse en 74,71% (82,23% en agosto 2018).

De igual manera, y por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual del Fideicomiso, es importante incluir a continuación el análisis FODA del FIDEICOMISO GM HOTEL, evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 11: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
La marca SONESTA está ampliamente posicionada a nivel mundial.	Poca capacidad de la bodega de equipaje.
Administración del negocio por parte de empresas de vasta experiencia.	Un solo ascensor de servicio, que es utilizado por todo el personal del Hotel.
Localización estratégica dentro del mega proyecto inmobiliario La Gran Manzana.	Falta de espacio para eventos sociales, poca capacidad y cantidad de salones.
Dominio del idioma inglés por parte del personal y en algún caso del francés.	Solo dispone de una sección de baños para todas las áreas sociales y lobby.
Seguridad con circuito cerrado externo e interno de cámaras y sistema de voice en todo el edificio.	Acceso inadecuado al cuarto de comunicación a través del gimnasio.
Proyecto totalmente financiado sin necesidad de crédito.	
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Creación de nuevos y competitivos productos.	Coyuntura económica del país, que ha afectado sensiblemente al sector turístico.
Aprovechamiento de alcance de redes sociales para la difusión de productos.	Reducción de consumos en restaurante.
Cercanía a grandes industrias y empresas.	El mercado se encuentra repartido y se presenta un incremento en la oferta de habitaciones.
	Costos elevados de traslados obligan a las empresas a disminuir sus viajes.

Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

Los principales riesgos que puedan afectar al flujo de caja previsto por el originador, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, sucesos naturales, fallas humanas, etc.

El desarrollo de las actividades del Fideicomiso se encuentra expuesto a riesgos propios de la naturaleza del negocio, entre los cuales están el riesgo de otorgamiento de crédito, el riesgo de liquidez y el riesgo de mercado. Para contrarrestar estos riesgos se lleva a cabo un control adecuado en la morosidad de la cartera generada por las ventas a crédito a través de políticas claras y definidas para su otorgamiento, adicionalmente, para minimizar el riesgo de mercado, el FIDEICOMISO GM HOTEL cuenta con el respaldo de la marca SONESTA HOTELS RESORTS & CRUISES, bajo la que opera el Hotel. SONESTA es una marca que cuenta con más de 60 años de experiencia en la administración de hoteles y está ampliamente posicionada a nivel mundial.

Así mismo, el FIDEICOMISO GM HOTEL, se expone a la posibilidad de que uno de sus proveedores desaparezca o se deteriore su relación comercial; sin embargo, con el fin de mitigar esto, el Fideicomiso mantiene una política de relación a largo plazo con sus proveedores y cuenta con una cartera de proveedores que le permitiría reemplazar alguno si la situación lo requiere.

Por otro lado, el FIDEICOMISO GM HOTEL, al contar con ingentes activos que conforman la infraestructura y el equipamiento del Hotel, y precisamente considerando los riesgos a los cuales estos podrían estar expuestos, cuenta con una póliza de seguros multirisgo, cuya vigencia es hasta diciembre de 2018. Adicionalmente, y por cualquier eventualidad no deseada, cuenta con una póliza de accidentes personales y fidelidad privada, también con vigencia hasta diciembre de 2018.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado al **FIDEICOMISO GM HOTEL**, se realizó con base a los informes auditados de los años 2014, 2015, 2016 y 2017, junto a los estados financieros internos no auditados, sin notas a los estados financieros, cortados al 31 de agosto 2017 y 31 de agosto de 2018.

Análisis de los Resultados del Fideicomiso

Los ingresos ordinarios del Fideicomiso, a través de la operación del SONESTA HOTEL GUAYAQUIL marcaron una tendencia decreciente desde USD 6,83 millones en 2015 hasta USD 6,11 millones en 2016, lo cual responde a la situación económica que atravesó el país y el terremoto que afectó al sector hotelero, no obstante al cierre del año 2017 la tendencia cambia y se registró un crecimiento del 7,91% en los ingresos, respecto a su similar del año previo con una suma de USD 6,59 millones, gracias al incremento de feriados nacionales.

Al comparar los periodos interanuales, se presentó un ligero crecimiento del 0,66%, gracias al incremento de la tarifa promedio en el hotel.

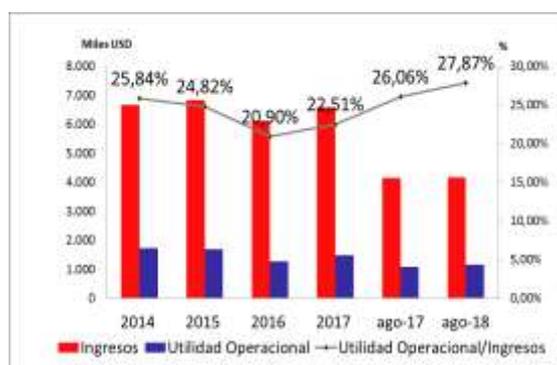
Los costos de ventas entre los años 2014 y 2015 disminuyen debido a la reclasificación de gastos de personal, pues los gastos referentes a atención a huéspedes y clientes se registraron como parte del costo de ventas, lo cual explica el incremento en su representación sobre los ingresos ordinarios al pasar de 10,06% a 21,24% y 22,27% de las ventas en 2016. Finalmente para el año 2017 pasaron a representar el 23,03% de las ventas debido al crecimiento en el costo de alimentos, cigarrillos y personal. Lo anterior determinó un margen bruto variable que pasó de representar sobre los ingresos ordinarios el 89,94% de los ingresos en el año 2014 a 76,97% en el año 2017 (77,73% en el año 2016).

Para agosto 2018 el costo de ventas representó 12,97% de los ingresos, alcanzando un margen bruto de 87,03% de los ingresos similar a lo obtenido en agosto 2017 (87,04% de los ingresos).

La reclasificación descrita en referencia al costo de ventas tuvo su efecto contrario en los gastos operacionales, lo que reflejó un margen operacional más estable, con una tendencia decreciente por la situación económica antes mencionada, provocando que la utilidad operacional sobre los ingresos pase de 25,84% en el año 2014 a 20,90% en el año 2016, no obstante para diciembre de 2017 se presentaron signos de recuperación alcanzando un margen operativo de 22,51% de los ingresos gracias al incremento de los ingresos operativos, y a una reducción en sus costos.

Para los cortes interanuales se presentó una ligera disminución en los gastos operativos pasando de representar 60,98% de los ingresos en agosto 2017 a 59,16% en agosto de 2018, mostrando una optimización de los recursos, lo que permitió obtener un margen de operación superior que llegó a 27,87% de los ingresos (26,06% de los ingresos en agosto de 2017).

GRÁFICO 8: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL / Elaboración: Class International Rating

Durante los años 2014-2017 el Fideicomiso no registró gastos financieros debido a la ausencia de deuda financiera.

Después de descontar los gastos financieros, otros ingresos y egresos, incluyendo el pago de impuestos, el fideicomiso del hotel arrojó una utilidad neta, que marcó una tendencia decreciente entre los años 2014- 2016 desde USD 1,40 millones en 2014 a USD 1,02 millones (USD 1,34 millones), no obstante para el año 2017 presentó un crecimiento de 20,23% en relación al año 2016 alcanzando USD 1,23 millones con una participación sobre los ingresos ordinarios de 18,60% (16,70% en el año 2016).

Para agosto 2018 la utilidad antes de impuestos fue superior en 10,15% frente a la registrada en su similar periodo del año anterior, representando 29,76% de los ingresos (27,19% de los ingresos en agosto 2017), situación que obedeció al crecimiento de los ingresos y a la reducción de sus gastos operativos.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

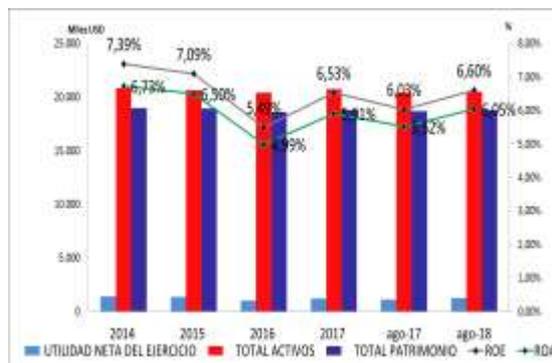
La utilidad neta que registra en cada periodo el Fideicomiso, se traduce en adecuados niveles de rentabilidad, aunque con una leve tendencia decreciente, tanto sobre su patrimonio como sobre los activos totales en los periodos analizados 2014-2016, no obstante, para diciembre de 2017 se presentó una recuperación, mostrando cierta eficiencia por parte del Fideicomiso para generar resultados positivos.

En cuanto a agosto de 2018 se observan indicadores levemente superiores a los registrados en agosto de 2017, producto de una recuperación en su resultado final.

CUADRO 12, GRÁFICO 9: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2014	2015	2016	2017
ROA	6,73%	6,50%	4,99%	5,91%
ROE	7,39%	7,09%	5,49%	6,53%

Ítem	ago-17	ago-18
ROA	5,52%	6,05%
ROE	6,03%	6,60%



Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL/ Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) del Fideicomiso presentó una tendencia decreciente en términos monetarios, desde USD 2,47 millones (36,99% de los ingresos) en 2015 hasta USD 2,17 millones (32,96% de los ingresos) en 2017, en función del decrecimiento registrado en la utilidad operacional principalmente; a pesar de lo cual, se demuestra suficiente capacidad de generación de fondos propios por parte del Fideicomiso. Para agosto 2018 el EBITDA (acumulado) se situó en USD 1,40 millones (33,51% de los ingresos) similar al USD 1,37 millones (33,04% de los ingresos) registrado en agosto 2017.

Entre los años 2014 al 2017 no se registraron gastos financieros, lo cual indica que el EBITDA (acumulado) estuvo libre para cubrir los requerimientos de la operación del Hotel. En agosto 2018 la cobertura del EBITDA (acumulado)/Gastos Financieros fue de 19,21 veces.

CUADRO 13: EBITDA Y COBERTURA GASTOS FINANCIEROS

Ítem	2014	2015	2016	2017
EBITDA	2.466	2.473	1.929	2.173
Gastos Financieros	0	0	0	0
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	Indeterminada			

Ítem	ago-17	ago-18
EBITDA	1.369	1.398
Gastos Financieros	69,00	72,79
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	19,85	19,21

Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL/ Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado Activos

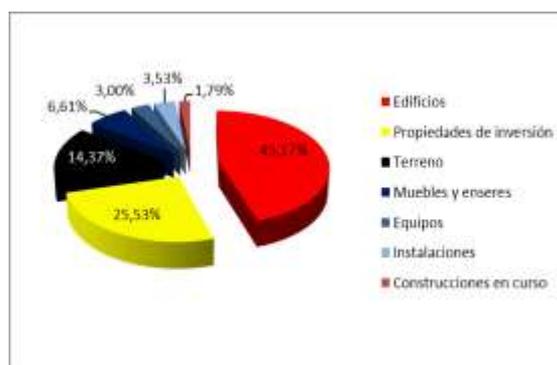
Los activos del Fideicomiso presentaron una leve tendencia decreciente entre los años 2014 y 2016, debido principalmente a la reducción de efectivo y equivalentes de efectivo y cuentas por cobrar. Es así que los activos totales pasaron de USD 20,85 millones en diciembre de 2014 a USD 20,43 millones en el año 2016. Esta tenencia se revierte para el año 2017 evidenciando un ligero crecimiento alcanzando USD 20,75, gracias al crecimiento de los ingresos evidenciando en cuentas por cobrar, así como el efectivo y equivalentes de efectivo. Para agosto 2018 los activos registraron USD 20,53 millones, siendo ligeramente inferior en 1,08% en relación a diciembre 2017, debido al decrecimiento de efectivo y equivalentes de efectivo en inversiones.

Su mayor representación está fijada en los de tipo no corriente, propio de la actividad hotelera que desarrolla el Fideicomiso, con un promedio entre los años 2014-2017 del 77,14% (77,57% en agosto de 2018) con una participación casi total de Propiedad, planta y equipo, y Propiedades de inversión.

El rubro Propiedad, planta y equipo se encuentran conformado por edificios, terreno, muebles y enseres, equipos (de hoteles, restaurantes, computación y comunicación), instalaciones, construcciones en curso. El rubro Propiedades de inversión, por otro lado, se encuentra constituido por edificios y terreno

Ambos rubros, Propiedad, planta y equipo y Propiedades de inversión, que conjuntamente representaron el 77,35% de los activos totales, presentaron la siguiente composición consolidada, al 31 de agosto de 2018.

GRÁFICO 10: COMPOSICIÓN INFRAESTRUCTURA⁵⁰



Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL/ Elaboración: Class International Rating

Los activos corrientes del Fideicomiso presentaron un comportamiento estable tanto en su valor nominal como en su representación sobre los activos totales. El único rubro con relevancia dentro de los activos corrientes es Efectivo y equivalentes, el mismo que representó el 17,37% del total de activos en 2014 a 16,54% en diciembre 2017 y 11,64% en agosto 2018.

La segunda cuenta en relevancia dentro de los activos corrientes es, de lejos, Cuentas por cobrar clientes, la misma que representó el 5,25% en 2017 y el 4,92% en agosto de 2018.

Pasivos

A partir del año 2015 los pasivos presentaron una tendencia creciente, debido al incremento de sus beneficios sociales, es así que pasaron de USD 1,73 millones (8,38% de los activos) en ese año a USD 1,95 millones (9,42% de los activos) en 2017 y USD 1,71 millones (8,35% de los activos) en agosto de 2018.

Los pasivos del Fideicomiso registran ingresos diferidos, tanto en los pasivos corrientes como en los no corrientes. Los ingresos diferidos responden al valor inicial de concesión de los locales de la Galería comercial. En total y a medida que fueron devengándose, los ingresos diferidos presentaron una tendencia decreciente, desde USD 0,44 millones (corto y largo plazo) en 2014 hasta USD 8 mil en agosto 2018.

Dentro de la estructura de los pasivos, aquellos de tipo corriente tuvieron la mayor representación, es así que a diciembre de 2017 financiaron el 8,12% de los activos (7,16% en agosto de 2018), mientras que los pasivos no corrientes lo hicieron en el 1,30% (1,19% en agosto de 2018).

El pasivo se distingue por no presentar deuda financiera a lo largo de todo el periodo analizado, pues el proyecto fue concebido para ser totalmente financiado con los Valores de Titularización de Participación (VTP), no obstante, para agosto 2018 se registró en sobregiro bancario de USD 280 mil, que es únicamente sobregiro en libros, para efectos de presentación a la Superintendencia de Compañías (son los cheques de inversionistas que no han sido cobrados aún y que en libros están como girados).

⁵⁰ Activos a valor de adquisición más ajustes, sin tomar en cuenta la depreciación.

Patrimonio

El patrimonio del Fideicomiso presentó un comportamiento estable durante el periodo analizado, pues pasó de USD 18,99 millones (91,06% de los activos) en 2014 a USD 18,80 millones (90,58% de los activos) en 2017 y USD 18,81 millones (91,65% de los activos) en agosto de 2018.

El patrimonio se encuentra constituido casi exclusivamente por Aportes fiduciarios, pues en 2014 estuvieron arrojaron una suma de USD 19,74 millones, con un financiamiento del 94,64% de los activos del Fideicomiso. A partir de 2015 subieron a USD 20,86 millones, cifra que se mantiene hasta agosto de 2018 y financiaron a los activos en un 101,63%.

Los resultados acumulados reflejan pérdidas en una cantidad que se mantuvo estable, con un promedio de USD -2,16 millones entre 2014-2017 (USD 2,17 millones a agosto 2018), lo cual provocó que el patrimonio totalice cantidades inferiores a los Aportes fiduciarios.

Al 31 de diciembre de 2017 los Aportes fiduciarios se encontraron compuestos principalmente por los Aportes de los inversionistas realizados a través de la inversión en los valores de titularización de participación del Fideicomiso (20,00 millones), adicionalmente incluyen USD 0,86 millones correspondientes a Aporte del constituyente. Al 31 de agosto de 2018 se mantienen los mismos saldos.

Flexibilidad Financiera

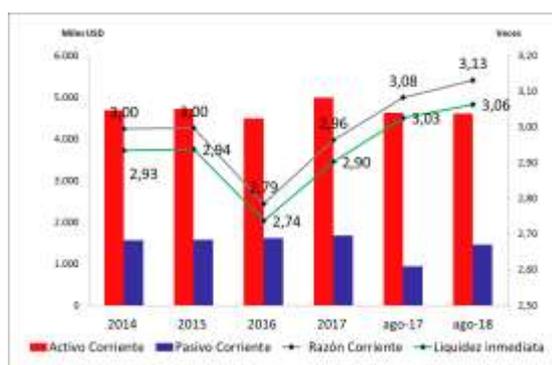
El FIDEICOMISO GM HOTEL presentó adecuados índices de liquidez (Razón Circulante), es así que a diciembre de 2017 se ubicó en 2,96 veces y 3,13 veces en agosto de 2018. Dada la poca relevancia de los inventarios, la liquidez inmediata se ubicó muy cerca de la razón circulante (2,90 veces en 2017 y 3,06 veces en agosto de 2018).

Lo anterior indica niveles adecuados para cubrir los pasivos de corto plazo con sus activos más líquidos, y redonda en un capital de trabajo positivo y suficiente para el desarrollo de las actividades del Fideicomiso.

CUADRO 14, GRÁFICO 11: NIVEL DE LIQUIDEZ (MILES USD)

Ítem	2014	2015	2016	2017
Activo Corriente	4.692	4.727	4.498	4.992
Pasivo Corriente	1.566	1.577	1.615	1.684
Razón Circulante	3,00	3,00	2,79	2,96
Liquidez Inmediata	2,93	2,94	2,74	2,90

Ítem	ago-17	ago-18
Activo Corriente	4.624	4.604
Pasivo Corriente	1.500	1.470
Razón Circulante	3,08	3,13
Liquidez Inmediata	3,03	3,06

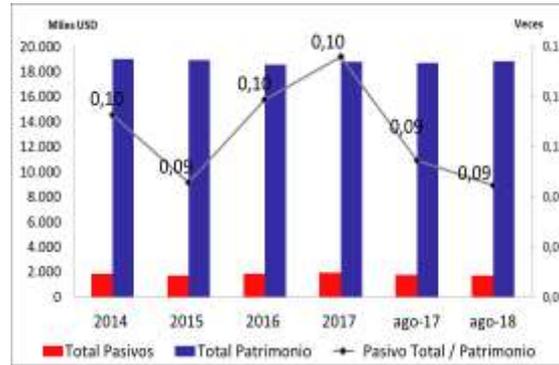


Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL/ Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

En virtud de que el proyecto fue financiado íntegramente por el proceso de titularización, el nivel de apalancamiento del FIDEICOMISO GM HOTEL, se muestra casi nulo, con cifras muy cercanas a cero y con tendencia decreciente. Lo que prácticamente establece una exclusiva participación del patrimonio en el financiamiento de los activos del Fideicomiso.

GRÁFICO 12: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL/ Elaboración: Class International Rating

El indicador de solidez del Fideicomiso ratifica lo anterior, en el sentido de que la porción de activos que fue financiada con recursos propios del Fideicomiso tuvo una tendencia estable, desde el 91,06% en 2014 hasta el 90,58% en 2017 (91,65% en agosto de 2018).

En función de la robustez del EBITDA del Fideicomiso y de la poca relevancia de los pasivos en el financiamiento de los activos, el indicador de Pasivo total / EBITDA (anualizado), determina un tiempo inferior a un año el que le tomaría al Fideicomiso cancelar todos sus pasivos con los recursos generados por la actividad.

Contingentes

Al 31 de agosto de 2018 el Fideicomiso no reportó contingentes, ni operaciones como codeudor o garante.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁵¹

Durante agosto de 2018, el Mercado de Valores autorizó 36 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 12 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 24 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 228,40 millones, valor que representó 45,37% del monto total de emisiones autorizadas.

Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 45,89% y las acciones el 1,00% del total aprobado hasta el 31 de agosto de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 503,41 millones hasta agosto de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 58,60%, comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas con el 22,90%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

Ing. Andrea Salazar
Analista

⁵¹ <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA FIDEICOMISO GM HOTEL (MILES DE USD)

Cuenta	2014	2015	2016	ago-17	2017	ago-18
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	3.621	3.969	3.668	3.141	3.433	2.389
Cuentas por cobrar clientes	670	573	626	712	1.090	1.010
Provisión cuentas incobrables	(56)	(7)	(15)	(69)	(69)	(22)
Inventarios	71	94	78	85	104	101
Anticipo a proveedores	14	40	2	57	40	210
Otros Activos Corrientes	371	57	139	698	395	917
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	4.692	4.727	4.498	4.624	4.992	4.604
Propiedad, planta y equipo neto	10.699	10.637	10.659	10.564	10.487	10.673
Otros Activos No Corrientes	5.463	5.286	5.275	5.247	5.270	5.248
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	16.162	15.923	15.934	15.812	15.758	15.921
TOTAL ACTIVOS	20.854	20.649	20.432	20.436	20.749	20.525
PASIVOS						
Proveedores locales y del exterior	368	197	334	120	286	72
Ingresos diferidos	191	13	-	12	-	8
Otros Pasivos Corrientes	1.008	1.367	1.280	1.077	1.398	1.110
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	1.566	1.577	1.615	1.500	1.684	1.470
Ingresos diferidos	252	0	0	0	0	0
Otros Pasivos No Corrientes	46	152	237	249	270	244
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	298	152	237	249	270	244
Deuda Financiera	0	0	0	291	0	280
Deuda Financiera C/P	0	0	0	291	0	280
TOTAL PASIVOS	1.864	1.730	1.852	1.749	1.954	1.714
PATRIMONIO						
Aportes fiduciarios	19.737	20.859	20.859	20.859	20.859	20.859
Reservas	0	-1.122	-1.122	-1.122	-1.122	-1.122
Utilidad neta del ejercicio	1.403	1.342	1.020	1.127	1.227	1.242
Resultados acumulados	-2.150	-2.159	-2.177	-2.177	-2.168	-2.168
TOTAL PATRIMONIO	18.989	18.920	18.580	18.687	18.795	18.810

Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES FIDEICOMISO GM HOTEL (MILES DE USD)

Cuenta	2014	2015	2016	ago-17	2017	ago-18
Ventas	6.667	6.832	6.110	4.145	6.593	4.173
Costo de ventas	671	1.451	1.360	537	1.519	541
MARGEN BRUTO	5.996	5.381	4.749	3.608	5.074	3.631
TOTAL GASTOS	4.273	3.685	3.472	2.528	3.590	2.469
UTILIDAD OPERACIONAL	1.723	1.696	1.277	1.080	1.484	1.163
Gastos Financieros	0	0	0	69	0	73
Otros ingresos/egresos no operacionales, netos	84	76	87	116	109	152
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMP.TOS.	1.807	1.772	1.364	1.127	1.593	1.242
Impuesto a la Renta (menos)	404	430	344	0	367	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	1.403	1.342	1.020	1.127	1.227	1.242

Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS FIDEICOMISO GM HOTEL

Razón Financiera	2014	2015	2016	ago-17	2017	ago-18
Gastos Operacionales / Ingresos	64,09%	53,94%	56,83%	60,98%	54,46%	59,16%
Utilidad Operacional / Ingresos	25,84%	24,82%	20,90%	26,06%	22,51%	27,87%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	21,05%	19,64%	16,70%	27,19%	18,60%	29,76%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	122,81%	126,34%	125,17%	95,84%	121,00%	93,64%
(Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio	6,02%	5,70%	8,52%	10,28%	8,91%	12,22%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	0,00%	0,00%	0,00%	6,12%	0,00%	5,86%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	7,39%	7,09%	5,49%	6,03%	6,53%	6,60%
Rentabilidad sobre Activos	6,73%	6,50%	4,99%	5,52%	5,91%	6,05%
Liquidez						
Razón Corriente	3,00	3,00	2,79	3,08	2,96	3,13
Liquidez Inmediata	2,93	2,94	2,74	3,03	2,90	3,06
Capital de Trabajo	3.125	3.149	2.883	3.124	3.308	3.134
Capital de Trabajo / Activos Totales	14,99%	15,25%	14,11%	15,29%	15,94%	15,27%
Cobertura						
EBITDA	2.466	2.473	1.929	1.369	2.173	1.398
EBITDA anualizado	2.466	2.473	1.929	2.150	2.173	2.202
Ingresos	6.667	6.832	6.110	4.145	6.593	4.173
Gastos Financieros	0,00	0,00	0,00	69,00	0,00	72,79
EBITDA / Ingresos	36,99%	36,20%	31,57%	33,04%	32,96%	33,51%
EBITDA/Gastos Financieros	0,00	0,00	0,00	19,85	0,00	19,21
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	5,24	9,72	3,63	6,13	5,06	7,25
Gastos de Capital / Depreciación	1,28	0,70	1,60	1,49	1,22	1,29
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	0,10	0,09	0,10	0,09	0,10	0,09
Activo Total / Capital Social	1,06	0,99	0,98	0,98	0,99	0,98
Pasivo Total / Capital Social	0,09	0,08	0,09	0,08	0,09	0,08
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	0,00	0,00	0,00	0,14	0,00	0,13
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	0,76	0,70	0,96	0,81	0,90	0,78
Deuda Financiera / Pasivo	0,00%	0,00%	0,00%	16,62%	0,00%	16,34%
Deuda Financiera / Patrimonio	0,00%	0,00%	0,00%	1,56%	0,00%	1,49%
Pasivo Total / Activo Total	8,94%	8,38%	9,07%	8,56%	9,42%	8,35%
Capital Social / Activo Total	94,64%	101,01%	102,09%	102,07%	100,53%	101,63%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	91,06%	91,62%	90,93%	91,44%	90,58%	91,65%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	34	30	36	38	57	58
Duración de Existencias (días)	39	24	21	39	25	45
Plazo de Proveedores (días)	200	49	90	54	69	32

Fuente: FIDEICOMISO GM HOTEL / Elaboración: Class International Rating