SOCIEDAD DE INVERSION INMOBILIARIA
AUTOADMINISTRADA
Mailing address: P.O. Box 0816-01182
Panama, Republic of Panama
Offices at 7th Floor, Capital Plaza Building
Roberto Motta Blvd., Costa del Este
Tel.: (507) 264-2338 I Fax: (507) 263-8475
Info@assetstrust.com
www.assetstrust.com

7 de diciembre de 2021

Licenciado
Julio Javier Justiniani
Superintendente
Superintendencia del Mercado de Valores
República de Panamá
Ciudad

REF. FIDEICOMISO DE FOMENTO TURISTICO
Hecho de Importancia

Estimada Licenciado Justiniani:

De conformidad con lo normado por el Acuerdo No. 3-2008 de 31 de marzo de 2008 según fue modificado por el Acuerdo No. 2-2012 de 28 de noviembre de 2012 de la Superintendencia del Mercado de Valores, nos cumple informarle que con relación a:

FIDEICOMISO DE FOMENTO TURISTICO
(Sociedad de Inversión Inmobiliaria Autoadministrada)

Autorizada para el registro y oferta pública de Cuotas de Participación y Bonos por virtud de Resoluciones SMV No. 1-2021 de 4 de enero de 2021 y No. 135-21 de 9 de abril de 2021 respectivamente, informa al público lo siguiente:

1. Con relación al requisito de obtener calificaciones de riesgo anuales para emisiones de títulos de deuda registradas en la SMV, la Agencia Calificadora Pacific Credit Rating emitió su informe de actualización de la calificación de riesgo de los Bonos emitidos por la Sociedad de Inversión Inmobiliaria con corte a 31-12-20.
2. Que el referido informe arrojó mantuvo la calificación de A+ cambiando la perspectiva a Negativa.

Se adjunta una copia del informe.

Atentamente,

FIDEICOMISO DE FOMENTO TURISTICO
(Sociedad de Inversión Inmobiliaria Autoadministrada)

Neibys de Holguin

Neibys Quintero de Holguin
Ejecutivo Principal

Fideicomiso de Fomento Turístico No. 224
Programa Rotativo de Bonos

Comité No. 96/2021	
EEFF auditados (pre-operativos) al 31 de diciembre de 2020	**Fecha de comité: 11 de octubre de 2021**
Periodicidad de actualización: anual	Sector Hotelero / Panamá

Equipo de Análisis		
Renato Tobar rtobar@ratingspcr.com	Donato Rivas drivas@ratingspcr.com	(502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES		
Fecha de información	**sep-20**	**dic-20**
Fecha de comité	06/11/2020	11/10/2021
Programa Rotativo de Bonos	A+	A+
Perspectiva	Estable	Negativa

Significado de la Calificación

Categoría A: Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.

Con el propósito de diferenciar las calificaciones domesticas de las internacionales, se ha agregado una (PA) a la calificación para indicar que se refiere sólo a emisores/emisiones de carácter domestico a efectuarse en el mercado panameño. Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la clasificación alcanzada entre las categorías AA y B.

La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. La clasificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora.

Racionalidad

La calificación del Fideicomiso de Fomento Turístico se fundamenta en los ajustados niveles de flujo de caja. Por otro lado, los apropiados niveles de cobertura sobre la deuda proyectada y el nivel de apalancamiento generado por esta misma, así como en las condiciones contractuales entre el fideicomiso y los integrantes del flujo operativo de la entidad. Asimismo, la calificación considera las garantías del programa siendo los activos inmobiliarios.

Perspectiva

Negativa

Resumen Ejecutivo

La calificación de riesgo otorgada al Programa Rotativo de Bonos del Fideicomiso Fomento Turístico No. 224 se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

Estructura y respaldo del grupo Selina: Selina es una compañía de reconocimiento mundial, que cuenta con una gran variedad de operaciones en diferentes complejos desarrollados con partes relacionadas en diferentes regiones del mundo. Asimismo, respecto a la organización y estructura de sus proyectos, esta es generada mediante planeaciones estratégicas y fortalecidas para la identificación y la aprobación de dichas partes relacionadas, es decir, de las organizaciones que establecen una relación para el desarrollo de los complejos de Selina.

Cobertura de deuda sobre la emisión: De acuerdo con los indicadores de cobertura proyectados, Gestora de Fomento Turístico, S.A. tiene una relativamente holgada capacidad para cubrir sus gastos financieros (el pago de intereses de los bonos emitidos), debido a que el EBITDA total cubrirá, en promedio de los 6 años, 2.7 veces los gastos financieros; donde la cobertura más baja es de 1 vez en el primer año, producto de la constitución de la reserva de interés debido al inicio de

operaciones en el siguiente periodo. De esta manera, considerando únicamente la deuda generada por la primera serie de los bonos respecto al endeudamiento generado por la totalidad de las propiedades, se presenta un LTV[1] de 45 %.

Riesgo operativo, desarrollo y construcción de los proyectos: Respecto al riesgo operativo, se identifican dos perspectivas: la adquisición, desarrollo y construcción de cada complejo y la operación post implementación por parte de Selina y otras operaciones hoteleras por las cuales el fideicomiso escoja desarrollar. Asimismo, ambos aspectos se encuentran fortalecidos respecto a la estrategia de financiamiento por parte del fideicomiso y respecto a los términos y condiciones de las relaciones contractuales establecidas entre el fideicomiso y el administrador hotelero; así apoyando dichos aspectos en la base fundamental de los flujos percibidos para la continuidad del negocio y específicamente, para el repago de la deuda que el financiamiento genere.

Factores Clave

La calificación se podría ajustar a la baja en caso de que los ingresos no sean los esperados provenientes de los arrendamientos de los complejos, por lo tanto, la disminución de sus indicadores de rentabilidad y las garantías de la emisión se vean afectadas. Por su parte, los factores que podrían mejorar la calificación seria plasmar sus buenas coberturas sobre la deuda que están proyectadas, asimismo, mejorar sus niveles de solvencia y endeudamiento.

Limitaciones y limitaciones potenciales a la calificación

- **Limitaciones encontradas:** i) Buró de Créditos
- **Limitaciones potenciales (Riesgos Previsibles):** i) existe el riesgo latente por la pandemia COVID-19, en caso de que el gobierno disponga de nuevas disposiciones que se vea afectado el sector inmobiliario y hotelero.

Metodología Utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Calificación de riesgos de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores con fecha 09 de diciembre de 2017.

Información Utilizada para la Calificación

- **Información financiera:** Estados Financieros auditados (pre-operativos) al 31 de diciembre de 2020.
- **Operaciones y estrategias:** Presentación del modelo de negocio, flujo operativo y la estructuración del financiamiento; Presentación Corporativa de Selina y estrategia de expansión de proyecto.
- **Riesgo financiero:** Términos y condiciones del “Memoradun of Understading”.
- **Instrumento calificado:** Prospecto del Programa Rotativo de Bonos.
- **Proyecciones financieras:** Modelo financiero de proyecciones financieras por 6 años.

Hechos de Importancia

- En agosto 2021 realizaron cambio de 2 miembros del consejo de administración del fideicomiso, celebrado entre Gestora de Fomento Turístico y Assets Trust & Corporate Services Inc. Los miembros entrantes son: Agnes Valderrama Chiari y Danilo Alejandro Salinas Baldizón.
- En septiembre de 2021 se emitió la primera serie A por un monto de US $ 1.6 millones, lo cual tiene vencimiento hasta el año 2026.

Contexto Económico

Para el año 2021, se espera que la economía mundial se expanda en un 4%, con la expectativa que las vacunas contra el COVID-19 se amplíe a lo largo del año, facilitando la reactivación económica, con una recuperación de forma moderada. Aunque la economía mundial está creciendo de nuevo tras una contracción del 4.3% en 2020, como consecuencia de las medidas de cuarentena y cese de operaciones para frenar la propagación del virus, según el informe de perspectivas económicas mundiales que publica el Banco Mundial. En un escenario negativo, en el que los contagios sigan aumentando y se retrase la distribución de las vacunas, la expansión mundial podría limitarse al 1.6% en 2021. Por otra parte, en un escenario optimista, con un control exitoso de la pandemia y un proceso de vacunación más rápido, el crecimiento mundial podría acelerarse hasta casi el 5%.

Para la región de América Latina y el Caribe, según el FMI, se calcula que la economía se contrajo un 6.9% en el 2020 y se espera que en el 2021 crezca en un 3.7% a medida que se flexibilicen las iniciativas para mitigar la pandemia. Si llegara a perjudicar algún elemento de la pandemia, el efecto económico sería un crecimiento aún menor del 1.9% en la región. En América Central, se espera una recuperación del crecimiento, al 3.6 %, este año, con el respaldo de un mayor ingreso de remesas y una demanda de exportación más sólida, así como la reconstrucción después de dos huracanes. En el Caribe, se prevé un repunte del crecimiento, al 4.5 %, impulsado por una recuperación parcial del turismo.
El índice mensual de actividad económica (IMAE) de Panamá registro una contracción interanual de 16.96% en octubre de 2020, Asimismo, el acumulado de enero a octubre de 2020 se ubicó en negativo 18.15% según datos del Consejo Monetario

[1] LTV *(Loan To Value)*, relación referente a la magnitud que representa el endeudamiento de activos en base a su valor real.

Centroamericano. Este índice se contrajo considerablemente, debido a los efectos de la emergencia sanitaria por la pandemia del COVID-19. Entre las categorías económicas que se vieron mayormente afectados fueron: hoteles y restaurantes, construcción, otras actividades comunitarias, sociales y personales de servicios, comercios, industrias manufactureras, entre otros. Y en menor incidencia se encuentran transporte, almacenamiento y comunicaciones, la intermediación financiera, las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, la electricidad y agua.

Panamá es uno de los países que implementó medidas más estrictas para hacer frente a la propagación del covid-19. Entre los países de la región, el PIB de Panamá descendió en un 17.9%, siendo el país con la mayor variación seguido de Perú con una contracción del 11.1%. Esta reducción, se debe a las medidas de cuarentena que dieron inicio en el mes de marzo hasta el mes de octubre, y el fuerte impacto que esto tuvo en los sectores más importantes de la economía, específicamente en construcción y turismo. Uno de los sectores más importantes para el PIB en Panamá es el de la construcción, que en el tercer trimestre del 2020 descendió 70.5%, por la paralización de los proyectos privados, dada la continuidad de la cuarentena decretada por el Gobierno que obligó al cierre de las obras de construcción y no fue hasta septiembre que se dio el levantamiento de esta restricción, para este sector. La actividad en el período enero a septiembre mostró una caída de 52.9%. Según el Consejo Monetario Centroamericano, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Panamá registró una variación de negativo 2% en agosto de 2020 al compararlo con el mismo mes del año 2019 (inflación interanual). Los grupos que mostraron aumentos fueron: Transporte, Bebidas alcohólicas, tabaco, Salud, Alimentos, bebidas no alcohólicas, vivienda, agua, electricidad y gas. cabe mencionar que Panamá tuvo cuarentena total en el año 2020 alrededor de 6 meses, iniciando en marzo y finalizando en septiembre.

Una de las estrategias del gobierno de la República de Panamá, para atraer las inversiones económicas extranjeras, promulgo una ley con la cual establece el régimen especial para el establecimiento y operación de empresas multinacionales que prestan servicios de manufactura el régimen EMMA. Este régimen busca promover la inversión extranjera, crear nuevas oportunidades laborales tanto locales como para extranjeros y contribuir a la transferencia de conocimiento de Panamá. Según el Banco Mundial, Panamá se ubica como el país de Centroamérica con el mejor crecimiento para este año 2021. Se prevé que para el presente año alcance un producto interno bruto de 5.1%. y según el Fondo Monetario Internacional, se proyecta que la economía panameña va a recuperar la senda de crecimiento con una expansión del 4% para el presente año estableciendo que Panamá es uno de los países con la mejor percepción de riesgo en América Latina. Se prevé una leve recuperación para 2021 impulsada por una mejora de los flujos comerciales, la recuperación de los sectores del transporte, la logística y otros sectores asociados al canal, así como repuntes en los sectores de la minería y la construcción, junto a mejoras del consumo interno y las inversiones.

Contexto Sector

El sector de hoteles y restaurantes al periodo de septiembre 2020 mostró una disminución interanual de 75.4%, totalizando B/. 53.4 millones, lo cual representa el 0.7% del PIB del país (septiembre 2019: 2%). La disminución en el sector se debe a las medidas sanitarias implementadas para evitar la propagación el COVID-19, en conjunto con el distanciamiento social, cierre de fronteras tanto terrestres como aéreas no permitieron la entrada de personas de otros países.

En lo que respecta a la ocupación hotelera, ha demostrado una disminución en los últimos 4 años cerrando en diciembre 2019 con una ocupación de 44.8%. Dada la situación provocada por la pandemia a septiembre 2020 no se cuenta con registro del porcentaje de ocupación hotelera ya que a partir de marzo se implementaron las medidas de cierre en los hoteles. En la ciudad de Panamá existen alrededor de 10 mil unidades de habitación, a septiembre 2020 no se registraron habitaciones dado que los hoteles permanecían cerrados a esa fecha, sin embargo, al cierre de 2019 se registraron 10.2 miles de habitaciones con un promedio diario de 4.6 miles de habitaciones ocupadas.

Análisis de la Institución

Reseña

El Fideicomiso de Fomento Turístico fue celebrado mediante Escritura Pública No. 6794 del 31 de agosto de 2020 entre Gestora de Fomento Turístico, S.A. (como fideicomitente) y Assets Trust & Corporate Services, Inc. (como fiduciaria) bajo la denominación Fideicomiso de Fomento Turístico No. 224 (el "Fideicomiso"). El Fideicomiso se constituyó con el propósito de crear un patrimonio segregado e independiente que opere como Sociedad de Inversión Inmobiliaria, Auto Administrada, tipo Paraguas, registrada ante la Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Panamá, en cumplimiento con los acuerdos que rigen la operación de las Sociedades Inmobiliarias de Inversión: Acuerdo No. 5-2004, Acuerdo No. 2-2014, Decreto Ejecutivo 199 de 23 de junio de 2014 y Ley de 27 de mayo de 2015. Asimismo, mediante la expedición y venta de sus cuotas de participación, el Fideicomiso obtendrá dinero del público inversionista a través de pagos únicos o periódicos con el objeto de invertir y negociar, ya sea directamente o a través de subsidiarias, en distintos activos inmobiliarios ubicados en la República de Panamá.

De esta manera, el objetivo principal del Fideicomiso es obtener fondos en el mercado de capitales a través de la emisión de cuotas de participación fiduciarias (capital) y a través de la emisión de bonos corporativos turísticos en series (deuda) bajo el mandato de invertir en el desarrollo de nueva infraestructura hotelera en el interior de la República de Panamá (hoteles, hostales, marinas, condominios turísticos, etc). Asimismo, respecto al plan de negocio corporativo inicial, este consiste, en parte, identificar, adquirir, desarrollar y alquilar a Selina (operador de hostales) un portafolio inmobiliario a la

medida en al menos 6 epicentros turísticos (reservando el derecho de ampliar específicamente dicho proyecto en algún futuro) de Panamá.

Evaluación Ambiental, Social y de Gobernanza Corporativa

Para el análisis y evaluación de los siguientes aspectos se realizó la diligencia desde la perspectiva del fiduciario (Assets Trust & Corporate Services, Inc.) como administrador del fideicomiso, el cual actúa como emisor; y a su vez, se tomaron en cuenta aspectos importantes del fideicomiso (Fomento Turístico) como tal. Asimismo, teniendo en cuenta la estrategia de inversiones futuras del fideicomiso vía subsidiarias, se considerarán dichas inversiones, que en su momento, representarán un impacto positivo en los parámetros de evaluación ambiental, social y de gobernanza corporativa, producto de la experiencia combinada de las partes que participen en los futuros proyectos.

Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, se considera que Assets Trust & Corporate Services, Inc. tiene un nivel de desempeño Aceptable[2] respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo. Como se destacó anteriormente, respecto al fideicomiso, este fue celebrado mediante Escritura Pública No. 6794 del 31 de agosto de 2020 entre Gestora de Fomento Turístico, S.A. (como fideicomitente) y Assets Trust & Corporate Services, Inc. (como fiduciaria). El monto autorizado del patrimonio del fideicomiso es de USD 1,000,000.00 y para la fecha de análisis, el patrimonio del fideicomiso es de USD 6,368.00 representado en cuotas de participación de una misma clase, constituidas en Certificados de Participación Fiduciaria sin valor nominal, sin derecho a voz ni voto salvo por los casos que se indican en el contrato de fideicomiso, los cuales podrán ser emitidos en múltiples series conforme determine el Consejo de Administración, a su discreción.

De esta manera, respecto a los accionistas, todos los que son incluidos en lo aplicable a la fiduciaria, siendo de la misma clase, cuentan con los mismos derechos. Sin embargo, la organización no cuenta con un área encargada de la comunicación con los accionistas ni con un Reglamento de la Junta General de Accionistas. Asimismo, la fiduciaria sí ha realizado convocatorias a las Juntas Generales de Accionistas respecto al cumplimiento del plazo estipulado en el Estatuto. Las asambleas ordinarias de accionistas de la fiduciaria requieren un aviso previo de 10 días hábiles, mientras que de forma extraordinaria, la Asamblea de Accionistas también se reúne cuando las circunstancias lo requieran. El Pacto Social permite la toma de decisiones mediante Resoluciones Escritas sin necesidad de reunión. En el presente ejercicio, la reunión Ordinaria Anual se llevó a cabo por videoconferencia y por razón de los fideicomisos administrados, se adoptó un número plural de resoluciones escritas.

Fuente: Gestora de Fomento Turístico, S.A. / **Elaboración**: PCR

Consecuentemente, la estructura de órganos corporativos sí permite a los accionistas incorporar puntos a debatir en las Juntas (sin un procedimiento formal) y a su vez, permite la delegación de voto para las Juntas, contando con un procedimiento formal que se reconoce como la concesión de poder de voto, estableciéndose en el Pacto Social que fue íntegramente reformado en enero del año 2018. Por su parte, la organización no cuenta con un Reglamento del Directorio, no obstante, dicho directorio está compuesto por personas con diferente formación y/o área de especialización, contando, individualmente, con una experiencia mayor a 20 años. El mismo se muestra en el siguiente cuadro resumen:

[2] Categoría GC4 en una escala de 6 niveles, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima.

MIEMBROS ACTUALES DEL DIRECTORIO DE LA FIDUCIARIA

Nombre	Cargo en el Directorio	Áreas de especialización*	Experiencia
Belisario Porras Shulte-Wrede	Director Presidente	Abogado (marítimo)	20 (años)
María Teresa Díaz	Directora Tesorera	Abogada (marítimo)	25 (años)
José Manuel Jaen	Director Secretario	Abogado (comercial-finanzas)	20 (años)
María de Lourdes Marengo	Directora Tesorera	Abogada (comercial)	25 (años)

Fuente: Assets Trust & Corporate Services, Inc. / **Elaboración**: PCR

Por su parte, respecto al Consejo de Administración del fideicomiso, este tiene como función principal asegurar que la Sociedad de Inversión Inmobiliaria cumpla en todo momento con las políticas de inversión establecidas en el Acuerdo No. 2-2014 de la Superintendencia del Mercado de Valores, las normas que las enmienden o reemplacen en el futuro, así como las normas contenidas en el Código Fiscal. A la fecha de análisis realizaron cambios en los miembros (2 miembros) de dicho Consejo de Administración, se encuentra constituido por 4 ejecutivos que fungirán sus respectivas funciones, como se muestra en el siguiente cuadro resumen:

MIEMBROS ACTUALES DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL FIDEICOMISO

Nombre	Experiencia
Alfonso Felipe Naranjo Rodríguez	8 (años)
José Manuel Jaén Marichal	21 (años)
Agnes Valderrama Chiari	19 (años)
Danilo Alejandro Salinas Baldizón	12 (años)

Fuente: Gestora de Fomento Turístico, S.A. / **Elaboración**: PCR

Responsabilidad Social Empresarial

Producto del análisis efectuado, se considera que Assets Trust & Corporate Services, Inc. tiene un nivel de desempeño regular[3] respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial. La fiduciaria no ha identificado ni consultado a sus grupos de interés y tampoco cuenta con una estrategia de sostenibilidad definida; no obstante, tomando en cuenta que el fideicomitente (Gestora de Fomento Turístico, S.A.) es de reciente creación y la fiduciaria (Assets Trust & Corporate Services, Inc.) es una entidad regulada del sector financiero, este mismo se encuentra en etapa de obtención de la autorización para operar como fondo inmobiliario, por lo que no hay inversionistas o proveedores de importancia que califiquen como grupos de interés a la fecha de análisis. Además, para diciembre de 2020, no se han implementado políticas ambientales corporativas debido, principal e inicialmente, a que el fideicomitente fue creado específicamente para la celebración del contrato de fideicomiso con la fiduciaria. Es importante destacar que la estrategia comercial de la fiduciaria no contempla los parámetros de impactos en el cambio climático para la definición de dicha estrategia.

En la fecha de análisis, la fiduciaria no ha sido multada o sancionada en ningún tipo de materia ambiental. Asimismo, la organización cumple con toda la normativa laboral aplicable en la República de Panamá sin contar con programas y/o políticas que promuevan los derechos humanos. No obstante, esta misma sí cuenta con un Código de Ética y Reglamento de Trabajo desde el año 2016, y a su vez, contando con un programa de inducción para nuevos colaboradores y una capacitación anual obligatoria en materia de Prevención de Blanqueo de Capitales. Adicionalmente, la fiduciaria estableció una asignación en su presupuesto para seminarios, conferencias y capacitaciones en materias técnicas, principalmente de contabilidad, finanzas y legal. Por su parte, la organización sí otorga los beneficios de ley a los trabajadores (incluyendo beneficios adicionales) y a su vez, realiza algunas acciones que promueven su participación en la comunidad, aunque estas no forman parte de programas formales.

Operaciones y Estrategias

Operaciones y Riesgo Operativo

El análisis de las operaciones de Gestora de Fomento Turístico, S.A. se basa en la actividad operativa y ordinaria en la cual se fundamenta Selina, tomando en cuenta que será la principal inversión del fideicomiso, mientras que no representa la única; y a su vez, considerándose como el primer ecosistema operador de completa hospitalidad en el mundo, haciendo referencia a 5 aspectos que fundamentan a su comunidad. Estos consisten en la estadía (precios bajos con mayor flexibilidad), entretenimiento (programación de actividades), experiencia (música, bienestar, arte, educación e impacto) y trabajo (espacio de *coworking* compartido, privado y amenidades para conferencias). Asimismo, Selina es una compañía que constantemente está en desarrollo de nuevos complejos en una variedad de localidades a través de alianzas con una diversidad de compañías que se ven interesadas en dicha inversión, generando que los costos de fondeo para sus proyectos sean representados en un 10 % por Selina y en un 90 % por el socio capitalista. De esta manera, se puede considerar que el riesgo operativo de los proyectos incide en Selina, por ser el operador y administrador de estos mismos, que a su vez, cuenta con elevados niveles de experiencia en la industria.

[3] Categoría RSE 5 en una escala de 6 niveles, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima.

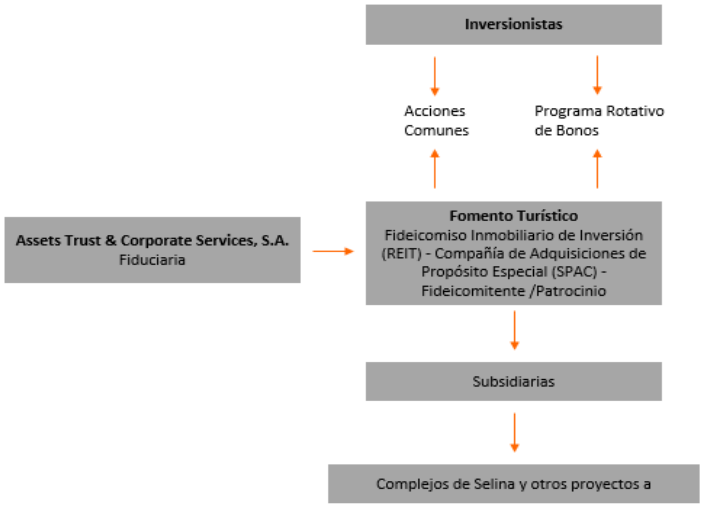
Sin embargo, el fideicomiso cuenta con su exclusiva estrategia *"add value"*[4], la cual consiste en la identificación, adquisición, desarrollo/conversión y alquiler a largo plazo de las 6 propiedades en 6 diferentes epicentros turísticos en la República de Panamá que estará desarrollando. Dichos complejos se constituyen de la siguiente manera: Selina Red Frog, Selina Boquete, Selina El Valle, Malibú, Selina Taboga, y Selina Santa Catalina Asimismo, el proyecto consiste en 3 fases las cuales se detallan de la siguiente manera:

Característica	Fase 1	Fase 2	Fase 3
Periodo	**2021**	**2022**	**2023**
Inversión	B/. 1.1 millones	B/. 5 millones	B/. 5.2 millones
Ingresos	B/. 800 millares	B/. 3 millones	B/. 3.6 millones
Localidades	1	2	3
Espacios para camas	165	332	400

Fuente: Gestora de Fomento Turístico, S.A. / **Elaboración:** PCR

Específicamente, el riesgo operacional respecto a la emisión de bonos consiste en que el emisor (Gestora de Fomento Turístico, S.A.) recibirá los flujos derivados de la actividad de administración y desarrollo inmobiliario. Por lo tanto, una disminución de los flujos por cánones de arrendamiento podría afectar la capacidad del emisor de repagar sumas adeudadas bajo los bonos.

ORGANIGRAMA DEL FLUJO OPERATIVO



Fuente: Gestora de Fomento Turístico, S.A. / **Elaboración:** PCR

- **Fiduciaria:** Assets Trust & Corporate Services, S.A. es una compañía panameña constituida en 1980, obteniendo 1987 la Licencia de la Comisión Bancaria Nacional (actualmente la Superintendencia de Bancos) para ejercer el negocio fiduciario. Es una entidad que ha acumulado casi treinta años de experiencia y trayectoria, dedicándose principalmente a servicios fiduciarios para la constitución de fideicomisos que permitan segregar un patrimonio para fines específicos; planeación y asesoría para la identificación y adquisición de negocios nuevos y existentes; y servicios de *backoffice* que hacen referencia a servicios de administración específicos.

- **Patrocinio:** Gestora de Fomento Turístico es una entidad especializada en desarrollo inmobiliario hotelero en la República de Panamá. La empresa se encuentra dedicada a la identificación de oportunidades de inversión inmobiliaria que cumplan con el perfil requerido para su posterior desarrollo como propiedad hotelera.

- **Administrador hotelero:** Selina es una compañía internacional que se dedica a la administración hotelera a través de relaciones con diferentes desarrolladores en variadas regiones del mundo. En la actualidad, la entidad cuenta con 13 partes relacionadas, las cuales se dedican al desarrollo de los complejos para que Selina pueda operarlos. Todas las propiedades que operan como Selina han mantenido un porcentaje de ocupación de 59 % en los últimos 3 años, generando aproximadamente USD 43.2 por cama. Asimismo, es importante destacar que Selina ha recaudado hasta USD 435 millones en fondos para el crecimiento de sus operaciones.

[4] Estrategia de inversión que toma en cuenta una razón de riesgo respecto a una rentabilidad de medio y alto nivel, generalmente, haciendo referencia a derivados del negocio inmobiliario.

Riesgo Financiero – Relación Contractual

Para este análisis, el riesgo financiero se basa en los flujos futuros que generarán los contratos de arrendamiento, los cuales estarán relacionados, en este caso, con el *"Memorandum of Understading"* con Selina. Dicho contrato consiste en un documento que describe un acuerdo bilateral entre dos partes, en dicho contexto, respecto a la relación contractual entre la actividad operativa de Selina y la actividad en desarrollo de Gestora de Fomento Turístico, S.A. Es importante destacar que en dicha relación se especifica que el fideicomiso está de acuerdo en realizar la compra y desarrollo de un portafolio de al menos 6 propiedades, sin embargo, el fideicomiso considera que su estrategia consiste en un desarrollo de otros complejos a un plazo mayor. De esta manera, se destacan los siguientes términos y condiciones: las responsabilidades de adquisición y financiamiento de las propiedades a un precio específico, la operación de cada ubicación con los estándares de hospitalidad hotelera por parte de Selina, el compromiso a comparecer al contrato de arrendamiento de 20 + 20 años[5] por ambas partes y el pago de un rendimiento sobre la inversión como alquiler de todas las propiedades por parte de Selina.

Inversión y rentabilidad esperada. Se describen métricas para las respectivas propiedades que se prevé desarrollar en cada ubicación, haciendo referencia al número de habitaciones, número de camas, costo de propiedad y costo de inversión:

(millares de B/.)	Costo de propiedad	Costos indirectos	Costo total
254 habitaciones en total	6,320.0	5,035.0	11,355.0
Costo / Habitación (promedio)	**24.9**	**19.8**	**44.7**

Fuente: Gestora de Fomento Turístico, S.A. / **Elaboración:** PCR

Principales Condiciones Específicas de la Relación Contractual

- **Terminación anticipada (arrendatario - Selina):** Del año 1 al año 5, el arrendatario deberá pagar, con un aviso anticipado de 12 meses, el monto equivalente a una penalidad en renta de 5 años; del año 6 al año 10, el arrendatario deberá pagar, con un aviso anticipado de 12 meses, el monto equivalente a una penalidad en renta de 6 meses; y del año 11 al año 20, el arrendatario, con un aviso anticipado de 6 meses, no pagará ninguna penalidad.

- **Depósito de seguridad (reembolsable o no):** El arrendatario debe proporcionar 2 meses de alquiler como depósito de seguridad siendo reembolsable al final del contrato de arrendamiento. Dicho depósito deberá estar constituido por 2 meses de alquiler por propiedad, siendo depositados 10 días después de la compra de cada propiedad (1 mes de alquiler) y en la entrega de dicha propiedad (1 mes de alquiler).

- **Incrementos en la renta y distribución de las utilidades:** La renta impuesta al arrendatario generará un crecimiento interanual de 1.5 %. Asimismo, respecto a la distribución de las utilidades, el arrendador tendrá el derecho a una participación sobre la ganancia a nivel de propiedad.

Instrumento Calificado

Programa de emisión de Bonos Rotativos por USD 40 Millones.

El Programa Rotativo de Bonos por un monto de hasta Cuarenta Millones de dólares de Estados Unidos de América (USD 40,000,000.00), se describe en el siguiente cuadro de resumen:

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	Primer Programa
Emisor:	Fideicomiso de Fomento Turístico (Gestora de Fomento Turístico, S.A.)
Instrumento:	Programa Rotativo de Bonos
Monto de la oferta:	Bonos hasta por un valor nominal de Cuarenta Millones de Dólares (USD 40,000,000.00), moneda de curso legal de los Estados Unidos de América. La totalidad de la emisión representa 800 veces el aporte inicial del Emisor según cifras auditadas al 21 de septiembre de 2020.
Denominaciones:	Los Bonos serán emitidos en denominaciones de mil dólares (USD 1,000.00), moneda de curso legal de los Estados Unidos de América, o sus múltiplos.
Plazo y Pago de Capital:	Los Bonos serán emitidos en distintas series, con distintos plazos de vencimiento a capital. El Emisor determinará el monto de cada serie, la fecha de oferta, su plazo, precio de venta, tasa de interés, calendario de repago de capital, redención anticipada, si contará con fondo de amortización o no y en caso afirmativo, sus condiciones. El Emisor enviará esta información a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá cinco (5) días hábiles antes de ser ofrecida al público mediante un suplemento informativo. El Programa Rotativo de Bonos tendrá un plazo de vigencia que no excederá de diez (10) años.
Tasa de interés:	La Tasa de Interés de cada una de las Series podrá ser fija o variable y la misma será comunicada mediante suplemento al Prospecto Informativo enviando a la Superintendencia del Mercado de Valores y a la Bolsa de Valores de Panamá a más tardar cinco (5) días hábiles antes de la Fecha de Oferta de la(s) Serie(s) a ser ofrecida(s). La base del cálculo de los intereses de los Bonos será días calendarios entre trescientos sesenta (360) días.

[5] Referente al contrato de arrendamiento extendido, en el cual, luego de 20 años, se hace una renovación automática del mismo, siempre y cuando ambas partes cumplan con los términos establecidos. De esta manera, adicionando 20 años al plazo del contrato en dicha renovación.

Periodo de interés:	El Periodo de Interés será, para cada Bono, el periodo que comienza en su Fecha de Emisión Respectiva y termina en la Fecha de Pago de Interés inmediatamente siguiente; y cada periodo sucesivo que comienza en una Fecha de Pago de Interés y termina en la Fecha de Pago de Interés inmediatamente siguiente.
Fechas de Pago:	Los Bonos de cada Serie devengarán intereses a partir de su Fecha de Emisión y hasta su Fecha de Vencimiento o Redención Anticipada. Para cada una de las Series, los intereses se pagarán en las fechas de pago de interés establecidas por el Emisor para los Bonos de dicha Serie (cada una, una "Fecha de Pago de Interés"). En caso de que una Fecha de Pago de Interés o Fecha de Vencimiento cayera en una fecha que no sea Día Hábil, la Fecha de Pago de Interés o la Fecha de Vencimiento, según sea el caso, deberá extenderse hasta el primer Día Hábil inmediatamente siguiente, pero sin correrse dicha Fecha de Pago o de Interés o Fecha de Vencimiento a dicho Día Hábil para los efectos del cómputo de intereses y del periodo de interés subsiguiente.
Redención anticipada:	El Emisor podrá determinar al momento de autorizar los términos de cada Serie si los Bonos podrán ser redimidos, así como la fecha desde la cual podrá ejercerse y los términos de esta. Cualquier redención anticipada, ya sea parcial o total deberá ser efectuada en una fecha designada como Fecha de Pago.
Fuente de pago:	El pago de las obligaciones derivadas de los Bonos será generado por las siguientes fuentes: 1. El repago de los créditos otorgados por el Emisor a las subsidiarias de éste, cuando el financiamiento para la adquisición de los activos inmobiliarios se haga a través de sus subsidiarias. 2. Los cánones de arrendamiento que reciba de los activos inmobiliarios se haga a través de sus subsidiarias. 3. Recursos generales del Emisor.
Garantías:	El Emisor garantizará el repago de los Bonos con la designación de los Tenedores Registrados como beneficiarios exclusivos de los activos inmobiliarios que se adquieran con el producto de la colocación en la Serie respectiva. El Consejo de Administración autorizará y comunicará los detalles para el financiamiento de la adquisición de cada uno del(los) activo(s) inmobiliario (s) mediante el respectivo Suplemento por el cual se comuniquen los términos y condiciones de cada Serie y se obliga a ejecutar en conjunto con el Fiduciario los actos que sean necesarios para afectar dichos bienes exclusivamente al repago de las obligaciones adquiridas con los Tenedores Registrados. Los detalles específicos de esta Garantía Fiduciaria serán incluidos dentro del Suplemento correspondiente a cada Serie.
Puesto de Bolsa:	Canal Securities, Corp.
Registro y Transferencia:	Canal Securities, Corp.
Inscripción:	Bolsa de Valores de Panamá, S.A.

Fuente: Gestora de Fomento Turístico, S.A. / **Elaboración:** PCR

De esta manera, el fiduciario (Assets Trust & Corporate Services, Inc.) puede ejecutar como garantía lo fideicomitido dentro del mismo fideicomiso (Fomento Turístico), si en dado caso se presente el cumplimiento de algunos causales de vencimiento anticipado, los cuales se presentan a continuación:

Causales de Vencimiento Anticipado

- Si el Emisor deja de realizar cualquier pago en concepto de capital o intereses derivados de los Bonos y dicho incumplimiento persiste por más de quince (15) Días Calendarios;

- Si el Emisor entra en estado de insolvencia, cesa en sus operaciones, resuelve su disolución o liquidación;

- Si el Emisor incumpliere cualquiera de las Obligaciones de Hacer y Obligaciones de No Hacer de forma tal que resulte en un Efecto Material Adverso y el Emisor deja de realizar cualquier pago en concepto de capital o intereses derivados de los Bonos;

- Si cualquiera de las declaraciones realizadas por el Emisor, en aquellos Documentos de la Emisión en los que sean parte resultase falsa o inexacta en algún aspecto de importancia y no subsanaren dicha situación dentro de los quince (15) días calendarios siguientes a su notificación y el Emisor deja de realizar cualquier pago en concepto de capital o intereses derivados de los Bonos;

- Si alguna autoridad competente revoca alguna licencia, permiso o concesión que sea material para el desarrollo de las operaciones de los bienes del Emisor, dicha revocación no se subsana dentro de los noventa (90) días calendario siguientes al evento y el Emisor deja de realizar cualquier pago en concepto de capital o intereses derivados de los Bonos;

- El incumplimiento por parte del Emisor de cualesquiera de sus obligaciones materiales siempre y cuando no haya corregido dicho incumplimiento dentro del plazo de quince (15) días calendario contados a partir de la fecha en que ocurrió tal incumplimiento y el Emisor deja de realizar cualquier pago en concepto de capital o intereses derivados de los Bonos.

Uso de los Fondos

El producto neto de la venta de los bonos (USD 39,394,299.00), luego de descontar los gastos de la emisión, serán destinados para financiar la adquisición de activos inmobiliarios permitidos a las Sociedades de Inversión Inmobiliaria en la República de Panamá. Tratándose de un Programa Rotativo de Bonos, corresponderá al Consejo de Administración determinar el uso del producto neto de la venta de los bonos, luego de descontados los gastos para cada serie que se autorice, así como los términos y condiciones de los bonos de dicha serie.

Proyecciones Financieras

La empresa tiene pensado iniciar las operaciones en 2022, Gestora de Fomento Turístico, S.A. tiene proyecciones a partir del año 2021 hasta el año 2026. Estas proyecciones consideran los ingresos y salidas de efectivo de la organización durante dichos años. La institución tendrá asegurada la mayor parte de sus ingresos, producto de los contratos de arrendamiento con los cuales contará por cada complejo con Selina. Dichos contratos consisten en una duración de 20 años (+ 20 años de prorroga o renovación automática) a partir del inicio de operaciones de cada propiedad. Asimismo, respecto a las primeras 4 propiedades, la entidad considera producir una tasa de capitalización promedio respecto a lo invertido en dichas propiedades de aproximadamente un 7.7 % anual. En el año 2022, se tiene contemplado el comienzo de operaciones, obteniendo un 50 % de días en apertura al año, mientras se considera un 100 % periódico durante los siguientes años proyectados, hasta el 2026.

De esta manera, los ingresos proyectados como ingresos generados por los contratos de arrendamiento le permiten a la entidad tener un ingreso total de B/. 4.4 millones, con un ingreso promedio en los 6 años de B/. 727.4 millares, generando un crecimiento promedio ponderado interanual de 32.5 %. Dicho promedio es impactado positivamente por el aumento significativo en los ingresos en el año 2023, debido al inicio de operaciones basadas en el 100 % de días al año. De la totalidad de los ingresos proyectados, los ingresos provenientes por el contrato de arrendamiento con Selina Boquete representan el 32.5 %, seguido por Malibú con el 31.8 % y Selina Red Frog y Selina El Valle con menor proporción de 19.1 % y 16.5 %, respectivamente. Por su parte, los gastos de las propiedades fueron proyectados con un total de B/. 928.8 millares para los 6 años, es decir, un promedio de B/. 185.8 millares, presentando un crecimiento promedio ponderado interanual de 0.2 %. Estos gastos están compuestos por trece variados tipos de gastos, siendo los rubros de mantenimiento y reparación (reactivo), y administración de activos, los cuales representan mayor participación con el 32.6 % y 32.3 %, respectivamente. Los rubros restantes consisten en gastos como seguros, avalúos, contabilidad, viáticos, auditorías, legales, entre otros.

	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	Total
Ingresos totales	**402.6**	**903.3**	**962.2**	**1,040.8**	**1,055.5**	**4,364.4**
Red Frog	76.9	172.5	183.8	198.8	201.6	833.4
Arrendamiento	75.0	165.0	172.5	187.5	190.3	790.3
Reparto de utilidades	1.9	7.5	11.3	11.3	11.3	43.1
Boquete	130.9	293.8	313.0	338.5	343.3	1,419.6
Arrendamiento	127.7	281.0	293.8	319.4	324.2	1,346.2
Reparto de utilidades	3.2	12.8	19.2	19.2	19.2	73.5
El Valle	66.6	149.5	159.3	172.3	174.7	722.3
Arrendamiento	65.0	143.0	149.5	162.5	164.9	684.9
Reparto de utilidades	1.6	6.5	9.8	9.8	9.8	37.4
Malibu	128.1	287.5	306.3	331.3	335.9	1,389.1
Arrendamiento	125.0	275.0	287.5	312.5	317.2	1,317.2
Reparto de utilidades	3.1	12.5	18.8	18.8	18.8	71.9
Gastos operativos	**185.0**	**185.4**	**185.7**	**186.1**	**186.5**	**928.8**
Administración de activos	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	300.0
Viáticos	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	60.0
Seguros	17.8	17.9	17.9	18.0	18.1	89.7
Mantenimiento y reparación (reactivo)	60.0	60.3	60.6	60.9	61.2	303.0
Sociedad Anónima	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	19.0
Contabilidad, BI e Informe ITBMS	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	60.0
Renta jurídica	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	15.0
Informes financieros anuales	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	13.0
Declaración anual municipio	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	5.0
Auditoria anual (Baker Tilly)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	30.0
Avalúos anuales (Metamorfosis)	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	20.0
Impuestos municipales	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	5.0
Cargos bancarios	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	9.0
EBITDA	**217.6**	**718.0**	**776.5**	**854.6**	**869.0**	**3,435.7**

Fuente: Gestora de Fomento Turístico, S.A. / **Elaboración:** PCR

Para el cálculo del EBITDA total, se utiliza la diferencia entre los ingresos totales y los gastos operativos. Por lo tanto, el EBITDA conglomerado totalizará, de acuerdo con las proyecciones realizadas por el emisor, B/. 3.9 millones en los próximos 6 años, resultando en un EBITDA promedio total de B/. 652.6 millares. Es importante destacar que el fideicomiso tiene contemplada la emisión de USD 4 millones, de los USD 40 millones que cuenta como autorizado, por lo que las proyecciones del gasto en intereses fueron realizadas respecto a los USD 4 millones a una tasa del 6 % anual. Asimismo, en el prospecto se considera la reserva de derecho del emisor de estructurar el pago de capital según un plan de amortización o un único pago al vencimiento, sin embargo, para la presente serie (Serie A), el fideicomiso ha optado por

la segunda opción a un plazo de 5 años para la primera serie. De esta manera, la entidad creará un fondo de amortización que reservará fondos para el pago de capital al vencimiento según sus capacidades del flujo de caja. Considerando lo proyectado, el fideicomiso se someterá a un refinanciamiento a largo plazo de 15 años para el cumplimiento del repago del capital de la emisión.

Evaluación de Indicadores de Cobertura Proyectados

De acuerdo con los indicadores de cobertura proyectados, Gestora de Fomento Turístico, S.A. tiene una relativamente holgada capacidad para cubrir sus gastos financieros (el pago de intereses de los bonos emitidos), debido a que el EBITDA total cubrirá, en promedio de los 6 años, 2.7 veces los gastos financieros; donde la cobertura más baja es de 1 vez en el primer año, producto de la constitución de la reserva de interés debido al inicio de operaciones en el siguiente periodo.

Asimismo, el flujo de caja post deuda acumulado durante los años proyectados, totaliza B/. 2.5 millones; haciendo referencia a que parte de estos fondos recaen en la posibilidad de destinarse a un fondo de amortización. El fideicomiso se someterá a un refinanciamiento a largo plazo de 15 años para el cumplimiento del repago del capital de la emisión. Por su parte, el fideicomiso considera otro financiamiento por medio de la emisión de cuotas de participación (acciones a capital) por un monto adicional de USD 4.9 millones. De esta manera, considerando únicamente la deuda generada por la primera serie de los bonos respecto al endeudamiento generado por la totalidad de las propiedades, se presenta un LTV[6] de 45 %.

PROYECCIÓN DE INDICADORES DE COBERTURA

	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	Promedio
EBITDA	-	217.6	718.0	776.5	854.6	869.0	572.6
Reserva de interés	240.0	240.0	-	-	-	-	80.0
EBITDA total	240.0	457.6	718.0	776.5	854.6	869.0	652.6
Gastos financieros	240.0	240.0	240.0	240.0	240.0	240.0	240.0
EBITDA / Gastos financieros	1.0	1.9	3.0	3.2	3.6	3.6	2.7
Flujo de caja post deuda	-	217.6	478.0	536.5	614.6	629.0	412.6

Fuente: Gestora de Fomento Turístico, S.A. / **Elaboración:** PCR

[6] LTV *(Loan To Value)*, relación referente a la magnitud que representa el endeudamiento de activos en base a su valor real.

Anexos

BALANCE GENERAL

(millares de B/.)	sep-20	dic-20
Activo		
Efectivo	50.3	6.4
Total activos	**50.3**	**6.4**
Patrimonio	**-**	**-**
Deficit Acumulado	-	(43.9)
Aportes al Fideicomiso		50.3
Total patrimonio	**50.3**	**6.4**

Fuente: Gestora de Fomento Turístico, S.A. / **Elaboración:** PCR

ESTADO DE RESULTADOS

(millares de B/.)	sep-20	dic-20
Total ingresos	**-**	**-**
Ingresos	**-**	**-**
Total egresos	**-**	**43.9**
Gastos	**-**	**43.9**
Utilidad neta (pérdida neta)	**-**	**(43.9)**

Fuente: Gestora de Fomento Turístico, S.A. / **Elaboración:** PCR