MMG TRUST S.A.

COMUNICADO PÚBLICO DE HECHO DE IMPORTANCIA

FIDEICOMISO ITHACA INVESTMENT TRUST (FIDEICOMISO EMISOR)

Fideicomiso Ithaca Investment Trust es un fideicomiso constituido el 10 de mayo de 2018, de conformidad con la Ley No.1 del 5 de enero de 1984, según fue modificada por la Ley No.21 de 10 de mayo de 2017 (en adelante, el "Fideicomiso Emisor" o el "Emisor"), en virtud de contrato de fideicomiso suscrito por y entre **Ithaca Capital Investment I, S.A.** sociedad anónima organizada y existente bajo las leyes de la República de Panamá e inscrita el día 20 de mayo de 2016 al Folio N° 155630161 de la Sección Mercantil del Registro Público de Panamá e **Ithaca Capital Investment II, S.A** sociedad anónima organizada y existente bajo las leyes de la República de Panamá e inscrita el día 14 de octubre de 2016 al Folio N° 155638421 de la Sección Mercantil del Registro Público de Panamá, ambos en su calidad de fideicomitentes (en adelante, los "Fideicomitentes") y **MMG Trust, S.A.**, sociedad anónima inscrita a la Ficha trescientos cincuenta mil cuatrocientos once (350411), Rollo sesenta y un mil ochocientos treinta y siete (61837) e Imagen treinta (30) de la Sección Mercantil del Registro Público de Panamá, titular de la Licencia Fiduciaria número 11-98 del 16 de septiembre de 1998, en su calidad de fiduciario (en adelante, el "Fiduciario" o el "Fiduciario Emisor") y con domicilio en MMG Tower, piso 24, Ave. Paseo del Mar, Costa del Este, Ciudad de Panamá, República de Panamá. El Fiduciario Emisor por este medio informa al público lo siguiente:

1. Conforme al Acuerdo No. 2-2020 de 16 de abril de 2010 emitido por la Superintendencia del Mercado de Valores, mediante el cual se deroga el Acuerdo N° 6-2000 19 de mayo de 2000 y se adopta el procedimiento para la presentación de solicitudes de registro de valores y de terminación de registro en la Comisión Nacional de Valores, se adjunta actualización del Informe de Calificación de Riesgo emitido por Pacific Credit Rating, de los Estados Financieros auditados al 31 de diciembre de 2021.

Panamá, 19 de octubre de 2022

FIDEICOMISO ITHACA INVESTMENT TRUST (FIDEICOMISO EMISOR)

Luis Manzanares
Apoderado
MMG Trust, S.A.
Fiduciario Emisor

MMG TRUST S.A.
MMG Tower, 24th Floor
Avenida Paseo del Mar, Costa del Este
Panama City, Republic. of Panama
P.O. Box 0823-01358 Plaza Concordia
info@mmgtrust.com
www.mmgtrust.com

Emisión Programa Rotativo de Bonos
Ithaca Investment Trust

Comité No. 80/2022

Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre del 2021 | **Fecha de Comité: 05 de agosto de 2022**

Sector Hotelero

Equipo de Análisis

Gabriel Sanada
gsanada@ratingspcr.com

Donato Rivas
drivas@ratingspcr.com

(502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES				
Fecha de información	dic-17	dic-19	dic-20	dic-21
Fecha de comité	17/05/2018	13/11/2020	11/10/2021	05/08/2022
Programa Rotativo de Bonos	PAA-	PAA-	PAA-	PAA-
Perspectiva	Estable	Negativa	Negativa	Estable

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

La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. La calificación 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 de este; ni estabilidad de su precio y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Calificadora.

Racionalidad

En comité de calificación, PCR decidió mantener la calificación de PAA- y modificar la perspectiva de 'Negativa' a 'Estable' al Programa Rotativo de Bonos corporativos de Ithaca Investment Trust; con información al 31 de diciembre 2021. La calificación de Ithaca Investment Trust se fundamenta en la estrategia de mercado y renovación de instalaciones del hotel JW Marriott, quien cede los flujos a Ithaca Investment Trust, así como la tendencia al alza mostrada por el sector de turismo de Panamá. Así mismo, se considera la ajustada cobertura sobre la deuda proyectada y real, adicional la ajustada liquidez con la que cuenta y la tendencia del mercado del sector hotelero que se encuentra en vías de recuperación.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

Los ingresos de Ithaca Investment Trust. provienen del cobro de intereses a partes relacionadas, que dependen de contratos de administración hotelera, el cual en 2020 se vio afectado por el cese de operaciones y reducción del turismo, sin embargo, para 2021, se dio una leve recuperación en el sector, y mostró tendencias a una significativa recuperación en 2022, la cual ya está siendo reflejada en la información financiera del hotel Bahía Grand al primer trimestre del año 2022.

Riesgo de crédito y operacional. El Fideicomiso Ithaca Investment Trust obtiene su flujo de ingresos del cobro de intereses a las partes relacionadas, las cuales dependen del contrato de administración hotelera, el cual se podría ver afectado por el cese de operaciones prolongado y la reducción del turismo en el país. Durante 2020, dicho sector presentó una baja significativa, y en el año 2021, mostró una leve recuperación en su actividad, y al primer trimestre de 2022, el hotel Bahía Grand se encontraba mostrando signos de recuperación incluso por encima de lo proyectado, ante la reapertura de la actividad turística y la vacunación.

Ajustada liquidez de la empresa. De acuerdo con el estado de flujos de efectivo, Ithaca cuenta con una liquidez ajustada para el periodo de análisis, ya que el flujo de efectivo se ve reducido principalmente por una disminución neta de efectivo frente a los gastos por intereses, haciendo que su capacidad de liquidez sea justa frente a las condiciones económicas limitadas por los ingresos del hotel, afectado por la pandemia en el periodo de análisis y la recuperación moderada del sector. Al final del periodo, el efectivo de la entidad totalizó B/.12.5 miles, reflejando una disminución de B/.4.3 miles respecto a 2020.

Ajustado nivel de cobertura sobre la deuda. Según proyecciones por parte de Ithaca, se esperaba tener una cobertura para 2021 de 0.3 veces los gastos financieros, sin embargo, consecuencia de la relajación de medidas sanitarias en la segunda mitad del año, que generó un estímulo a las actividades hoteleras y turísticas, a la revisión se tuvo una cobertura de 0.8 veces los gastos financieros, lo cual, aunque es ajustado, muestra señales de una recuperación respecto a los resultados negativos mostrados tras las medidas sanitarias. Dichos indicios de recuperación se observan en los resultados del hotel a marzo 2022, que muestran una cobertura de 3 veces sobre los gastos financieros del periodo, y de 0.8 veces los gastos correspondientes al año.

Reserva de pago de interés agotada. Las garantías de la emisión están constituidas principalmente por la propiedad hotelera JW Marriott Panama (antesThe Bahia Grand Panama), cuyos bienes inmuebles consta de 202 unidades inmobiliarias y 13 instalaciones hoteleras cuyo valor asciende a B/. 48.3 millones; además de considerarse los flujos de efectivo derivados del Contrato de Administración Hotelera. Por su parte, se ha estimado una reserva de intereses, la cual deberá mantener en todo momento como saldo mínimo en la cuenta el equivalente a un trimestre del pago de intereses; sin embargo, desde 2019 estas reservas se encuentran agotadas dado que fueron utilizadas para pagos de la emisión.

Recuperación económica en el sector hotelero de Panamá. A raíz de la pandemia por COVID-19 en 2020, las actividades turísticas y hoteleras se vieron fuertemente afectadas, consecuencia de las restricciones de movilidad. Este sector comenzó a mostrar indicios de recuperación con un leve repunte durante 2021 y para 2022 se espera que presente un repunte de mayor magnitud.

Factores Clave

Factores al alza:

- Mejora en la ocupación del hotel JW Marriott, que conduzca a una mejor cobertura sobre los intereses de los bonos.
- Aumento en las garantías de los bonos por parte del Fideicomiso.

Factores a la Baja:

- Presentar niveles de cobertura sobre los intereses de la deuda por debajo de 1.
- Desmejora en cuanto a la cobertura de las garantías sobre los bonos.

Limitaciones a la calificación

- **Limitaciones encontradas:** No se encontró limitación alguna en la información remitida.
- **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 hotelero.

HECHOS RELEVANTES

- Se solicitó trasladar el pago de intereses de junio, septiembre y diciembre de 2021, al vencimiento de los bonos, lo cual fue autorizado por medio de la resolución SMV-300-21.
- El 7 de enero del año 2022 se llevó a cabo un nuevo avalúo del terreno en el que se encuentra ubicado el hotel, y cuyo nuevo valor es de B/. 75.3 millones.

Metodología Utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la Metodología para Clasificación de Instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (Panamá) aprobada en Comité de Metodología el 09 de noviembre de 2017 y la Metodología de calificación de riesgo para empresas holding (Panamá) aprobada en Comité de Metodología el 09 de febrero de 2019.

Información utilizada para la calificación

- **Información financiera:** Estados Financieros auditados correspondiente al 31 de diciembre de 2021 y proyecciones financieras por Ithaca Capital Partners.
- **Riesgo Crediticio:** Proyecciones financieras por Ithaca Capital Partners.
- **Riesgo de Liquidez y Solvencia:** Proyecciones financieras por Ithaca Capital Partners.
- **Emisión:** Prospecto informativo de la emisión y Contrato de Fideicomiso.

Contexto Económico

Para la economía mundial, se ha ralentizado a inicios del año, a medida que va avanzando las nuevas variantes del COVID-19 los países han tomado nuevamente las restricciones a la movilidad. Así como el encarecimiento de la energía, combustibles, y materias primas por causa de los factores geopolíticos entre Rusia y Ucrania, que podrá tener un impacto en la inflación y en las economías de Latinoamérica. Se prevé que el crecimiento mundial se modere de 5.9% en 2021 a 4.4% en 2022 según la perspectiva del Fondo Monetario Internacional. Por otro lado, se estima que continúe el aumento en la inflación debido a los cortes en las cadenas de suministros y los altos precios de energía/combustibles en el transcurso del 2022. Derivado de lo anterior, es importante que los países inicien y diseñen nuevas reformas con el fin de incrementar la inversión y promover el capital humano, y así poder revertir la desigualdad de ingresos y poder hacer frente a los desafíos que se encuentra actualmente el mundo.

Para la región de América Latina y el Caribe, según La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), tuvo un crecimiento promedio para la región en el año 2021 de 6.2%, gracias a la baja base de comparación que constituyo el año 2020, la mayor movilidad y el favorable contexto externo. Sin embargo, la región enfrentara un 2022 muy complejo, debido a la persistencia e incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, fuertes desaceleraciones del crecimiento, bajas inversiones. A pesar de esto, los países han demostrado crecimientos a lo largo del año 2021 y esperan que en el año 2022 las economías avanzadas y emergentes sigan progresando. En 2021, 11 países de América Latina y el Caribe recuperan los niveles de PIB previos a la pandemia. Y en lo que va del año 2022, se agregarían otros tres, de los 33 países que conforman la región. Por lo que se prevé una mejora a comparación al año 2020 tras su caída del producto Interno Bruto regional del 6,7% (excluyendo Venezuela), demostrando el crecimiento en el año 2021.

Según el Banco Mundial. Panamá cuenta con el desafío de reactivar el crecimiento y garantizar que los beneficios también lleguen a las zonas rurales y a los grupos tradicionalmente excluidos. Uno de los sectores más importantes para la economía panameña es el de construcción, donde se encuentra creciendo positivamente desde el año anterior, pero aún se encuentra por debajo del nivel que se encontraba antes de pandemia. En cuanto, los sectores económicos que presentaron un incremento mayor fueron la pesca (+51.3%), explotación de minas y canteras (+47.9%), construcción (+45.2%), actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiles (+40%), otras actividades comunitarias, sociales y personales de servicios (39.4%) y hoteles y restaurantes (+38.5%) y en menores variaciones se encuentran los sectores como transporte, almacenamiento y comunicaciones, industrias manufactureras, suministro de electricidad gas y agua y comercio al por mayor y al por menor. Por otra parte, los sectores que continuaron con una tendencia negativa son: las actividades de servicios sociales y de salud privada (-8%) y la intermediación financiera (-0.7%), lo cual demuestra que la mayoría de los sectores económicos que componen el PIB de Panamá se encuentran en crecimiento.

A diciembre 2021, el índice mensual de actividad económica (IMAE) registro un crecimiento de +16%, en comparación de junio 2020. De igual manera, el índice mensual de actividad económica (IMAE) acumulado de enero a junio 2021, presentó un aumento de +13.05% en comparación del mismo período del año 2020. Esto representa un comportamiento positivo en la economía panameña, mostrando un proceso de recuperación tras el impacto de la pandemia COVID-19

Se espera que se continúe y sea efectivo el proceso de vacunación debido a que esto ayudaría a estabilizar la economía dentro del país, la atracción de nuevas inversiones para generar nuevos empleos. Así como la reactivación y la atracción de los turistas hacia el país. Por otro lado, se espera darle continuidad a las políticas que permitan estimular la recuperación económica y a reforzar las reformas sociales para garantizar el crecimiento que se va notando poco a poco en el país, así como apoyar la recuperación de actividades comerciales y económicas, sobre la micro y pequeñas empresas.

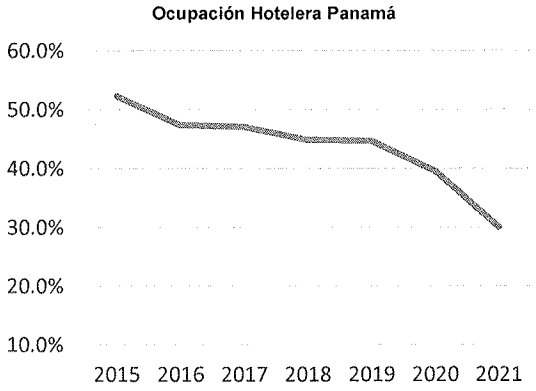
Contexto Sector

El sector de hoteles y restaurantes al periodo de diciembre 2021 mostró un crecimiento interanual de 6%, totalizando B/. 442 millones, lo cual representa el 1.1% del PIB del país (diciembre 2020: 1.2%). El incremento del sector se debe a la recuperación tras la desescalada de 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 el sector turístico en el año 2021, reportó un aumento en la llegada de visitantes internaciones (+1.04 veces) y en los ingresos turísticos (+43.0%) lo cual alcanzo los B/.2,302.1 millones, durante el mismo periodo del año 2020. 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 en el año 2020 disminuyo la ocupación hotelera en un 75% ya que a partir de marzo se implementaron las medidas de cierre en los hoteles.

Según la asociación panameña de hoteles. En Panamá existen alrededor de 32 mil unidades de habitación, para diciembre del año 2021 estimaron que el 30% se encuentran ocupadas, mientras que cerca de 9mil unidades no se encuentran disponibles debido a la falta de demanda o a su uso para atender casos de Covid-19.

Se espera que la recuperación del sector sea lenta, ya que el flujo de visitantes o demanda de visitantes será muy lento, se espera alrededor del 10% para el siguiente año. El sector de turismo es un rubro fundamental para la economía panameña y fue uno de los más afectados en el año 2020, mientras que en el año 2021 mostró una leve recuperación y presenta indicios a una recuperación fuerte para 2022.



Fuente: ATP / **Elaboración:** PCR

Análisis de la empresa

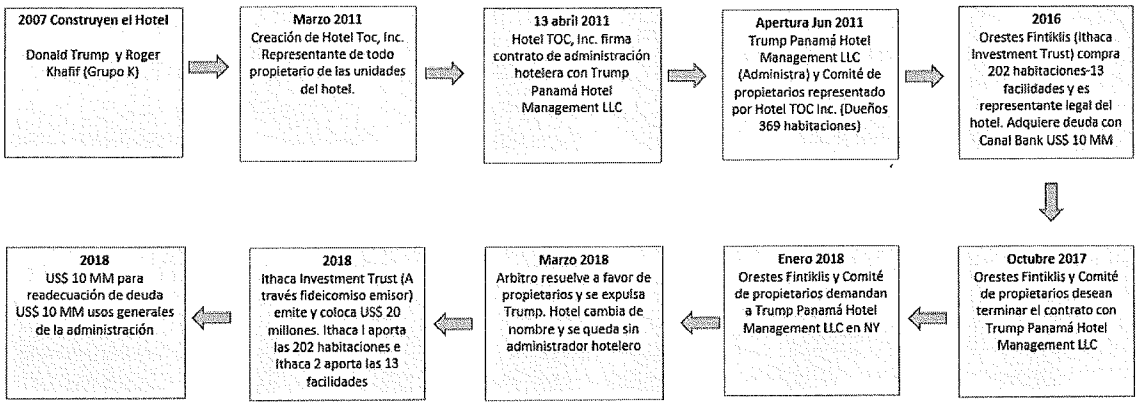
Reseña

El Fideicomiso Ithaca Investment Trust en adelante, es un fideicomiso irrevocable constituido conforme a la Ley No.1 del 5 de enero de 1984, (modificada por la Ley No.21 del 10 de mayo de 2017), el cual fue constituido mediante Contrato de Fideicomiso el 10 de mayo de 2018 (el Contrato de Fideicomiso) celebrado entre Ithaca Capital Investments 1, S. A., e Ithaca Capital Investments 2, S. A., como Fideicomitentes y Beneficiarios Secundarios del Contrato de Fideicomiso; y MMG Trust, S. A. como fiduciario.

El recinto que conforma The Bahia Grand Panama (anteriormente Trump Ocean Club) fue diseñado por los arquitectos colombianos Arias-Serna-Saravia, S.A. y consta de 70 pisos y de instalaciones de los cuales: diez son pisos de oficinas, 30 son locales comerciales, 369 como habitaciones para el hotel, 630 como apartamentos, incluyendo 39 elevadores y 1500 estacionamientos. El área social incluye spa, club de playa, puerto para yates, dos áreas separadas de piscina tipo infinity y terrazas, una para los residentes y otra para las habitaciones del hotel, restaurantes gourmet, lounge bar, casino, lobby Elite del hotel, valet parking, servicio médico las 24 horas, tiendas exclusivas, centro de negocios y servicio de conserje. El Hotel inició operaciones en 2011.

El edificio se encuentra coronado por una torre que se asemeja al Buri Al Arab, hotel en Dubái. Cuando fue construido, la torre era el edificio más alto en América Latina y hasta el 2008, permanecía siendo el más alto en América Central

El edificio fue desarrollado por la organización de Donald Trump y Roger Khafif, presidente del K Group, un desarrollador de resorts en Panamá. El hotel abrió el 6 de julio de 2011 y la organización de Trump administró el hotel bajo contrato hasta marzo del 2018, cuando Orestes Fintiklis, quien compro la mayoría de las acciones, legalmente expulsó a la administración y removió el nombre Trump, para que fuera renombrado como The Bahia Grand Panama y posteriormente la sección hotelera lleva la marca JW Marriott.



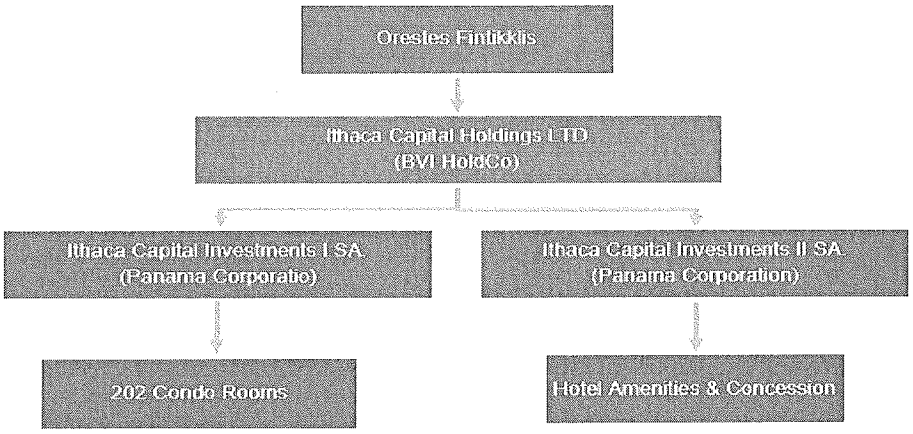
Fuente: Ithaca Investment Fund **Elaboración:** PCR

Grupo Económico
Ithaca Capital Holdings Ltd. Fue fundada en 2016 y pertenece en un 100% a Orestes Fintiklis. Antes de fundar Ithaca Capital, Orestes era uno de los cuatro socios de Dolphin Capital Partners, empresa de inversiones en servicios de hospitalidad de lujo, la cual realizó proyectos como:

- Amanzoe (Grecia)
- Playa Grande and Amanera (República Dominicana)
- Nikki Beach (Grecia)
- Venus Rock Golf Resort (Chipre)
- Pearl Island (Panamá)

Orestes es director de adquisiciones en la firma que se dedica a adquirir grandes proyectos frente al mar en áreas de belleza natural como el Mediterráneo, el Caribe y América Latina. Junto con algunos de los arquitectos más grandes del mundo, diseñadores de campos de golf y operadores hoteleros, los convierte en sofisticados resorts de esparcimiento, logrando de esta manera fuerte crecimiento de capital y retornos de efectivo para los accionistas[1].

Ithaca Capital Investment I, S.A. es una sociedad constituida y existente bajo las leyes de la República de Panamá e inscrita el 20 de mayo de 2016 al Folio N° 155630161, de la Sección Mercantil del Registro Público de Panamá. Ithaca Capital Investment II, S.A sociedad constituida y existente bajo las leyes de la República de Panamá e inscrita el 14 de octubre de 2016 al Folio N° 155638421, de la Sección Mercantil del Registro Público de Panamá.



Fuente: Ithaca Investments Trust **Elaboración:** PCR

Gobierno Corporativo
Los flujos de Fideicomiso Ithaca Trust provendrán del contrato de administración Hotelera. Cabe mencionar que el Hotel pasó por dos etapas de transición en el año 2018, la primera debido a disputas legales con Trump Hotels para pasar a un manejo independiente (Bahía Grand), en marzo de 2018; la segunda fue debido a una decisión consensuada para pasar al manejo independiente de JW Marriott en septiembre de 2018. Es importante mencionar que el principal flujo de ingresos es proveniente del contrato de operación hotelera, por lo que existe una dependencia directa del Fideicomiso con la actividad hotelera y su administración, tal como se resume a continuación.

Administración del Fideicomiso Ithaca Investment Trust	
Accionista	100% Orestes Fintiklis
Emisor	Ithaca Invesment Trust
Fideicomitentes	Ithaca Capital Investment I e Ithaca Capital Investment II
TOC Inc	Fundación para ejercer derechos y cumplir obligaciones de los propietarios
Administrador Hotelero	JW Marriott – Encargado de la administración del hotel (Cadena Hotelera)
Antiguo administrador	Trump Panamá Hotel Management LLC
Emisión	US$20MM
Duración de la emisión	10 años
Plazo y Pago de Capital	5 años a partir de la fecha de emisión de cada serie
Pago de intererses	Trimestralmente
Tasa de Interes	7%
Recursos para los pagos	Los flujos de efectivo derivados de la operación hotelera

Fuente: Ithaca Investment Trust / **Elaboración:** PCR

[1] www.dolphinci.com

Operaciones y Estrategias

Operaciones

Las operaciones del hotel dependen directamente de la capacidad del administrador hotelero para generar excedentes en la operación, la cual consiste en proporcionar alojamiento, comidas y otros servicios a sus clientes a cambio de un estipendio acordado. A la fecha, el precio promedio por habitación se encuentra en $120.00 - $250.00.

De esta manera, el operador hotelero deberá competir en el segmento de categoría de lujo en la Ciudad de Panamá, con hoteles que ofrecen un producto similar, tanto en habitaciones como en instalaciones hoteleras. Entre los principales competidores, puede mencionarse al Hotel Bristol, Marriott de Campo Alegre, Sheraton de San Francisco, el hotel I Hilton Panamá en la Avenida Balboa, Waldorf Astoria, El Intercontinental Miramar, el Westin de Costa del Este, el Le Meridian y próximo en apertura el W y El Santa María.
Durante el año 2021, la ocupación del hotel se mantuvo en un 50%, una cantidad sumamente superior a la del sector, que se posicionó en un 30%, por lo que la entidad tuvo la capacidad de mantener una mejor ocupación.

Clientes

Debido a su ubicación, el hotel está situado en una de las áreas de mayor desarrollo de la Ciudad de Panamá, está rodeado de residencias de alto valor y cerca de las sedes de los bancos e instituciones financieras más importantes de la plaza, así como de Centros Comerciales de primer nivel y Centros de Atención Médica y de Hospitalización de categoría mundial. Dada su ubicación, el hotel se convierte en un atractivo para turistas extranjeros, nacionales, incluyendo ejecutivos que realizan viajes de negocios al país, así como grupos corporativos e internacionales de México, Colombia, Brasil y Estados Unidos, que envían al hotel clientes y personas para negocios y visitantes en busca de una experiencia gastronómica diferente.

Estrategia

El hotel JW Marriott realizó renovaciones. El presupuesto fue invertido para renovación de sus habitaciones y sistemas, adicional a las renovaciones del lobby, el área de gimnasio, y un nuevo SPA, así como el área de piscina y un restaurante en la piscina. Estas renovaciones pondrán al hotel en una posición competitiva única, debido a los nuevos servicios que ofrece el hotel, adicional a hoteles en el área que no han realizado la misma inversión de Capex en renovaciones.

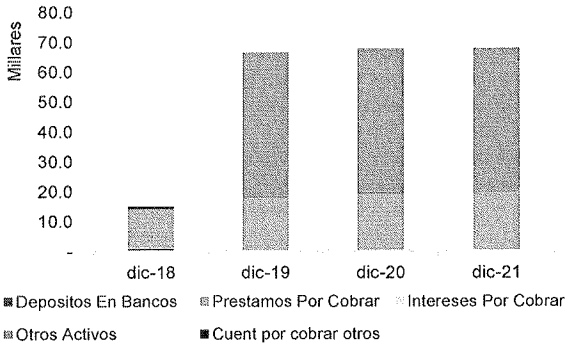
Es importante mencionar que, a pesar de que la actividad hotelera fue de las más afectadas en 2020, esta presentó indicios de recuperación en 2021 y se presentan mejores tendencias para 2022. Dentro de sus operaciones, ha reconocido el comportamiento del consumidor, donde el cliente prefiere los hoteles 4 estrellas, ganando cierto mercado respecto a los hoteles 5 estrellas. Estas medidas podrían ser de beneficio, aunado a la serie de remodelaciones y la buena ubicación del hotel.

Análisis Financiero

Activo

Al finalizar el periodo 2021, los activos totales del Fideicomiso Ithaca Investment Trust ascienden a un monto de B/. 69.1 millones (+2.0%), mostrando un aumento de B/. 1.4 millones. La cuenta más grande entre los activos es la de Otros Activos, la cual corresponde principalmente a los bienes inmuebles en donde el hotel efectúa sus operaciones y que funcionan como garantía del fideicomiso, y al cierre totalizó un valor de B/.48.3 millones. Este crecimiento fue liderado por el aumento en los intereses por cobrar (+13.4 veces) aumentado en B/. 1.0 millones, producto de los préstamos, el fideicomiso suscribió acuerdos de préstamos por un valor de B/19.6 millones que devengan una tasa de 7% con vencimiento en el año 2023. Cabe mencionar que durante el periodo se realizó un desembolso que totaliza B/. 322 miles.

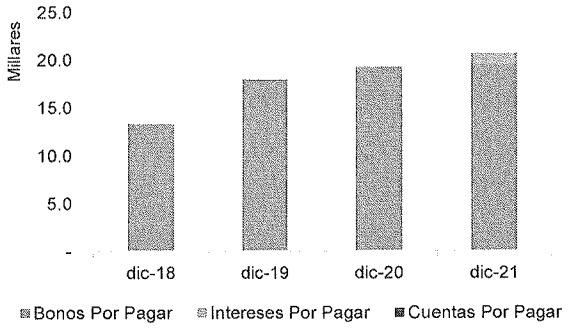
COMPOSICIÓN DEL ACTIVO TOTAL (EN MILES DE B/.)



Fuente: Ithaca Investments Trust / **Elaboración:** PCR

Pasivo
A diciembre 2021, el pasivo total del fideicomiso Ithaca Invesment Trust ascendió a B/. 20.7 millones (diciembre 2020: B/. 19.3 millones), este incremento se debe a que durante el año 2021 se realizaron nuevas emisiones de la serie A, resultando un incremento interanual de B/.322 miles. Los bonos corporativos fuero emitidos en forma nominativa y registrada, sin cupones en denominaciones de mil dólares y en sus múltiplos. Dada la naturaleza de este vehículo financiero, los bonos por pagar representan el 94.6% del total de pasivos, seguido de los intereses por pagar por un 5.4%, los cuales tuvieron un aumento significativo en 2021, llegando a B/.1.1 millones (diciembre 2020: B/.71.4 miles), debido a que estos son pagaderos al vencimiento tras la resolución SMV 300-21, que autorizó el cambio en los términos y condiciones de la emisión, y permitió que los intereses de junio, septiembre y diciembre de 2021 se pagarán al vencimiento de los bonos en diciembre de 2023.

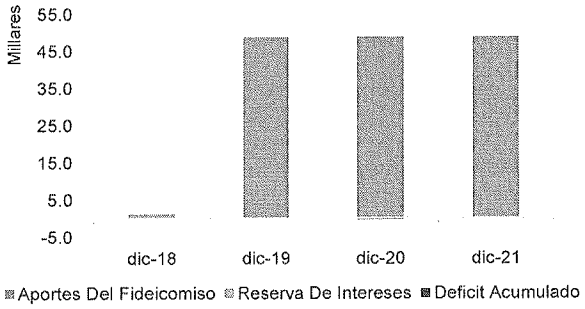
COMPOSICIÓN DEL PASIVO TOTAL (EN MILES DE B/.)



Fuente: Ithaca Investments Trust / **Elaboración:** PCR

Patrimonio
Para el período de 2021, el patrimonio del Fideicomiso disminuyó levemente, totalizando B/. 48.36 millones (diciembre 2020: B/. 48.42 millones), derivado del déficit acumulado de B/.454.7 miles. Por otro lado, las reservas para pago de intereses se mantuvieron en cero. De igual forma, los aportes del fideicomiso aumentaron en B/.61.3 miles debido al traslado de las fincas, lo que muestra un leve incremento sobre el total del patrimonio.

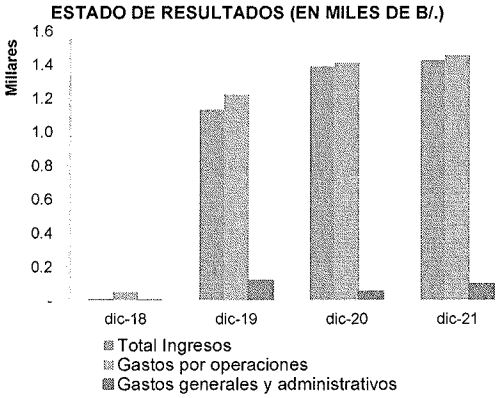
COMPOSICIÓN DEL PATRIMONIO



Fuente: Ithaca Investments Trust / **Elaboración:** PCR

Flujo de ingresos
A la fecha de análisis, los ingresos totales del Fideicomiso Ithaca Investment Trust ascendieron a B/. 1.43 millones (diciembre 2020: B/. 1.39 millones), debido a los ingresos por intereses sobre préstamos a las partes relacionadas, las cuales dependen del contrato de administración hotelera (+2.6%). Los ingresos por intereses sobre préstamos representan el 99.9% de los ingresos seguido por ingresos por intereses sobre depósitos en bancos con 0.01%. Por otro lado, los gastos por operaciones fueron mayores a los ingresos este periodo, alcanzando los B/. 1.46 millones, principalmente por gastos por intereses sobre bonos que representan el 95.5% del total de gastos, totalizando B/. 1.4 millones, seguido por gastos por emisión de bonos que representan el 4.5% totalizando B/.65.8 miles. De tal forma, para este período se obtuvo una pérdida bruta sobre operaciones de B/. 26.7 miles (diciembre 2020: B/. -20.4 miles). Como se tiene planeado, a medida que la administración de los bienes hoteleros avance, se espera mejores recuperaciones como la que se va viendo hasta el momento.

Por otra parte, para el 2021, los gastos generales y administrativos reflejaron un incremento significativo totalizando los B/.97.4 miles (diciembre 2020: B/. 52.7 miles). Este aumento de gastos fue resultado del incremento de los honorarios MMG Fiduciary & Trust Corp (+489.2 veces), los honorarios profesionales (+38.3%), y hubo una reducción en los gastos legales (-61.8%). Por lo tanto, las operaciones del periodo resultaron en una pérdida neta mayor al periodo anterior, alcanzando un déficit de B/.124.1 miles (diciembre 2020: B/. 74.2 miles).



Fuente: Ithaca Investments Trust / **Elaboración:** PCR

Riesgo de Liquidez

La Administración prudente del riesgo de liquidez implica mantener suficiente efectivo para afrontar las obligaciones futuras e inversiones proyectadas. El Fideicomiso administra el riesgo de liquidez, estableciendo montos razonables para el repago de obligaciones financieras que calcen con los efectivos provenientes de los ingresos por arrendamientos de las partes relacionadas y otros fondos producto de las actividades que estás realizan. Sin embargo, desde 2019, la cuenta de reservas de interés se encuentra sin fondos, lo que representa un riesgo respecto a las condiciones de pago de Ithaca.

Instrumento Calificado

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	Primer Programa
Emisor:	Fideicomiso Ithaca Investment Trust.
Instrumento:	Programa Rotativo de Bonos Corporativos
Moneda:	Dólares de los Estados Unidos de América "US$".
Monto de la Oferta:	Hasta US$20,000.00 (Veinte Millones de Dólares, moneda de curso legal de los Estados Unidos de América) en circulación.
Series y denominaciones:	Los Bonos serán emitidos en denominaciones de US1,000.00 (Un Mil Dólares, moneda en curso legal de los Estados Unidos de América), o sus múltiplos
Plazo de la emisión:	El programa rotativo de Bonos tendrá un plazo de 10 años. Los Bonos serán emitidos con plazo de 5 años a partir de la fecha de emisión de cada serie.
Tasa de interés:	La tasa de interés de cada serie será comunicada mediante suplemento al prospecto informativo a más tardar dos (2) días habiles antes de la fecha de oferta. La base de cálculo de los Bonos será días calendario entre 360 días.
Periodicidad pago de intereses:	La periodicidad del pago de intereses de cada serie será determinada por el emisor mediante suplemento de prospecto informativo.
Pago de Capital:	Los Bonos devengarán intereses a partir de su fecha de emisión y hasta su fecha de vencimiento o redención anticipada. Para cada una de las series, los intereses se pagarán a las fechas establecidas por el emisor.
Redención anticipada:	Al vencimiento o al momento de redención anticipada.
Garantías y respaldo:	La emisión contará con un fideicomiso de garantía el cual tendrá como patrimonio fideicomitido los siguientes activos: **a)** Propiedad Hotelera: Conformada por 202 habitaciones y 13 instalaciones hoteleras, cuyo valos asciende a US$ 45 millones **b)** Derechos económicos sobre la operación hotelera: Constituidos por los flujos de efectivos derivados del Contrato de Administración Hotelera **c)** Cuenta de reserva de intereses por US$ 1,250,000.00 equivalente a un año de servicio de la deuda. Adicionalmente, la cuenta deberá mantener en todo momento como saldo mínimo en la cuenta, el equivalente a un trimestre del pago de intereses. **d)** Se mantendrá en todo momento, pagarés emitidos por los Fideicomitentes, por un monto de hasta US$ 20 millones más intereses, en función de los préstamos que le hará el fideicomiso emisor.
Uso de los fondos:	**a)** El 50% de los fondos netos procedentes de la Emisión se utilizarán para cancelar el préstamo comercial con garantía hipotecaria que mantienen los Fideicomitentes con Canal Bank. Las propiedades que forman parte de las garantías serán traspasadas al Fideicomiso Emisor, una vez sea cancelado el préstamo. **b)** El otro 50% de los fondos netos serán utilizados por el Fideicomiso Emisor para financiar el capial de trabajo y demás usos generales corporativos de los Fideicomitentes.
Agente Estructurador y Agente de Pago, Registro y Transferencia:	Canal Securities, Corp.
Puesto de Bolsa:	Canal Securities, Corp. y Sweet Water Securities Inc.
Fiduciario:	MMG Trust, S.A.
Custodio:	Central Latinoamericana de Valores, S.A. (Latin Clear).

Fuente: Ithaca Investment Trust / **Elaboración:** PCR

A la fecha de análisis, se ha realizado una emisión de la Serie A por un monto total de US$ 19.6 millones, con pago de intereses trimestral. Los bonos de la Serie A emitidos fijaron una tasa de interés del 7.00% con periodicidad de pago trimestral, los días doce (2) de cada trimestre.

Serie:	Serie A
Monto:	US$ 20 millones
Emitido y en circulación:	US$ 19.6 millones
Tasa de Interés	7.00%
Periodicidad de pago	Trimestral
Fecha de emisión	12 de diciembre de 2018
Fecha de vencimiento	12 de diciembre de 2023

Fuente: Ithaca Investment Trust / **Elaboración:** PCR

Redención Anticipada

El Fideicomiso Emisor se reserva el derecho a redimir total o parcialmente la presente Emisión, a partir de la fecha de emisión, en cualquiera fecha de pago de intereses, dando avisos a los Tenedores con al menos treinta (30) días calendarios de antelación, mediante publicación en dos (2) diarios de circulación nacional durante dos (2) días consecutivos. En dicho aviso se especificará los términos y condiciones de la redención, incluyendo la fecha en que se llevará a cabo la misma. En la Redención Anticipada se hará el pago a capital insoluto e intereses, según los términos y condiciones de los Bonos. Todo Bono cuya Redención se establezca, se tendrá como vencido y dejará de devengar intereses desde la fecha de Redención. La redención será al 100% del valor nominal de capital de los bonos, por lo que no existe penalidad en la redención.

Traspaso de las propiedades
El Fideicomiso Emisor Transferirá US$10,000,000.00 de los fondos de la Emisión a los fideicomitentes para que procedan a la cancelación del préstamo comercial con garantía hipotecaria que mantienen con canal Bank y, por ende, se cancelarán los gravámenes sobre las propiedades que garantizan el préstamo. Una vez liberado dicho gravamen, las propiedades serán inscritas como parte del patrimonio del fideicomiso emisor, por lo tanto, durante un tiempo las propiedades no estarán completamente en propiedad del fideicomiso emisor.

Contrato de administración hotelera
Los fideicomitentes cederán al fideicomiso emisor los derechos económicos derivados del contrato de administración hotelera, el cual será firmado entre los fideicomitentes y un operador internacional de primera línea. Los beneficios económicos del fideicomiso son la suma de dinero que los fideicomitentes, tienen derecho a recibir como beneficiarios del hotel TOC Foundation en virtud del contrato de administración hotelera.

Riesgo de desastre natural
El hotel se encuentra ubicado en la península pacifica, frente al mar, por este motivo un desastre natural podría tener un impacto severo sobre los activos físicos que forman parte de patrimonio autónomo del fideicomiso emisor o causar la interrupción de sus actividades. Adicionalmente, el emisor no puede asegurar que el alcance de los daños sufridos debido a un desastre natural no excedería los límites de cobertura de su póliza de seguro. La ocurrencia de un desastre natural, particularmente uno que cause daños que excedan las coberturas de la póliza de seguros, podría tener un efecto adverso significativo en el negocio del fideicomiso emisor, su condición financiera y sus resultados.

Proyecciones Financieras
Para el Fideicomiso Ithaca Investment Trust, se tomó en cuenta los flujos de efectivo proyectados para la actividad hotelera de JW Marriott Panama, se consideraron las proyecciones al año 2024, período en que vencerían la emisión de la Serie A. Ithaca es responsable por la preparación y presentación de las proyecciones financieras para todos los años estimados, incluyendo los supuestos en que se basan las mismas. Cabe destacar que al cierre de diciembre de 2021, se observa una recuperación en la generación de ingresos del hotel.

La proporción de los ingresos anuales proyectados de Ithaca, tienen una relación directa con el porcentaje de ocupación de sus habitaciones disponibles, con una estimación de 202 habitaciones en los años 2022-2024, dentro de la propiedad de JW Marriott Panamá. De tal manera, se considera una ocupación del 65% para el año 2022 y se tiene considerado un crecimiento de ocupación promedio de 3.5% por año, alcanzando un 72% de ocupación para el 2024. Los ingresos por alquiler de habitaciones representarían el 56% del total de ingresos en 2022. Por otra parte, se consideran ingresos por comida y bebidas a los huéspedes, que representaría el 43% del total de ingresos para el 2022, considerando un incremento del 15% el primer año, 3% para el segundo año y de un 3% para los años siguientes. Además de ingresos por telecomunicaciones y otros servicios que permanecerían constantes, representando el 2% del total de ingresos.

El ingreso de arrendamiento ha sido determinado bajo el supuesto que la ocupación iniciará en un 65% y un precio por habitación de US$ 165/noche durante el año proyectado a 2022, y un crecimiento continuo sobre el precio promedio por habitación, aumentando a US$ 182/noche en el segundo año, hasta llegar a US$ 193/noche en el 2024. Es importante mencionar que estos precios pueden fluctuar considerablemente dependiendo las condiciones de mercado. Asimismo, la estimación del crecimiento ocupacional de las habitaciones dependerá del fomento turístico en el país para cambiar la tendencia a la baja observada en los últimos años, y de la estrategia de la administración hotelera para tener mayor participación en el mercado de clientes.

Al revisar los estados financieros del hotel a marzo 2022, presenta ingresos totales por un monto de B/.4.3 millones, compuesto principalmente por los ingresos de alquiler de habitaciones, y superando el presupuesto de ingresos para el año por B/.1.1 millones, y representando el 44% del valor proyectado para el año, alcanzando un EBITDA de B/.1.3 millones, un 34% del EBITDA esperado en el año. Por el lado de la ocupación, esta representó un 83%, 25 puntos porcentuales por encima de la media del sector de 58%.

En cuanto a los gastos de operación proyectados corresponden principalmente a gastos administrativos y generales, publicidad y ventas, costos de utilidades y gastos menores de operaciones y mantenimiento de la propiedad, sistemas de información y telecomunicaciones.

FLUJOS DE EFECTIVO PROYECTADOS

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (MILLONES DE US$)							
Millones de Balboas	**2021 Real**	**2021 P**	**2022 P**	**2023 P**	**2024 P**	**2025 P**	**2026 P**
Ingresos por Habitaciones	5.7	5.7	7.9	9.4	10.2	9.5	10.7
Ingresos por Comida y bebidas	4.0	6.1	6.1	7.0	7.2	7.4	7.7
Ingresos por Telecomunicaciones	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
Ingresos por Rentas y otros ingresos	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Ingresos operativos totales	**9.7**	**12.0**	**14.2**	**16.7**	**17.7**	**17.2**	**18.7**
Egresos	**8.6**	**11.2**	**9.9**	**11.4**	**12.0**	**13.6**	**14.5**
Gastos de operación (Incluyendo Contrato Admón)	8.6	11.2	9.9	11.4	12.0	13.6	14.5
Ingresos antes de cargos fijos	**1.1**	**12.0**	**4.3**	**5.3**	**5.7**	**3.7**	**4.2**
Reservas y Gastos fijos	0.0	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
EBITDA (JW Marriott)	**1.1**	**0.4**	**3.8**	**4.7**	**5.1**	**3.1**	**3.5**
EBITDA (Ithaca)	1.1	0.4	3.2	3.5	3.7	2.5	2.8
Intereses	1.4	1.6	1.6	1.6	0.4	0.0	0.0
Utilidad después de intereses	**-0.3**	**-1.2**	**1.6**	**1.8**	**3.3**	**2.5**	**2.8**

Fuente: Ithaca Investment Trust / **Elaboración:** PCR

De acuerdo con lo visto anteriormente, Ithaca registra un EBITDA positivo en los siguientes años proyectados, siendo el primer año muy ajustado totalizando, B/. 3.2 millones para el año 2022. Por otro lado, Ithaca realizo estimaciones de gastos por pago de intereses por B/1.6 millones para los siguientes 3 años y en el año 2024 por B/. 400 miles. Se estima una cobertura de EBITDA sobre gastos financieros de 0.8 veces para el año 2021 y para los siguientes 3 años por encima de 1 vez. Se toma en cuenta el año 2021 real, siendo la cobertura muy ajustada posicionándose en 0.8 veces teniendo poca capacidad de efectuar sus gastos financieros. A la revisión, esta cobertura fue de 0.8 veces, consecuencia de una disminución de gastos respecto a las proyecciones.

Asimismo, la liquidez de la empresa ha sido muy ajustada para el periodo de análisis ya que el flujo de efectivo se ve afectado principalmente por los gastos de intereses teniendo una disminución neta de efectivo, haciendo que su capacidad de liquidez sea muy justa para el periodo.

INDICADORES DE COBERTURA SOBRE GASTOS FINANCIEROS

Millones de US$	2021 (real)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EBITDA (Ithaca)	1.1	0.4	3.2	3.5	3.7	2.5	2.8
Gastos Financieros	1.4	1.6	1.6	1.6	0.4	0.0	0.0
EBITDA (Ithaca)/ gastos financieros	0.8	0.3	2.0	2.13	9.3	-	-

Fuente: Ithaca Investment Trust / **Elaboración:** PCR

Cabe mencionar que, durante junio del año 2021, la administración gestionó la documentación para solicitar modificar los términos para el pago de los intereses de junio, septiembre, y diciembre del año 2021, lo cual fue autorizado mediante la resolución SMV 300-21, que establece que los intereses de dichos meses sean pagados al vencimiento de los bonos.

Análisis de sensibilidad

Se realizó un análisis de sensibilidad con las proyecciones de ingresos, reduciendo en un 10% los ingresos del hotel y aumentando un 10% los gastos operativos, esto con el fin de ver cómo sería el comportamiento del hotel ante una situación adversa en el mercado y de esta forma poder confirmar su estabilidad. Con estos supuestos, se tendría una cobertura menor que 1 para 2022 y 2025, y en términos generales, se tendría la capacidad de cubrir con los costos financieros, incluyendo los de los años en que el EBITDA es inferior a los intereses.

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO

En miles de B/.	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P
Ingresos por Habitaciones	7,117	8,454	9,221	9,854	10,559
Ingresos por Comida y bebidas	5,490	6,314	6,503	6,698	6,899
Ingresos por Telecomunicaciones	20	20	20	21	21
Ingresos por Rentas y otros ingresos	195	199	203	207	211
Total de Ingresos	12,822	14,986	15,947	16,779	17,689
Gastos de operación (Incluyendo Contrato Admon)	10,909	12,498	13,171	14,906	15,937
Ingresos antes de cargos fijos	1,913	2,488	2,776	1,873	1,753
Reservas y Gastos fijos	487	576	605	578	628
EBITDA	1,425	1,912	2,171	1,295	1,125
Intereses	1,625	1,625	1,625	1,625	400
resultado	(200)	287	546	(330)	725

Fuente: Ithaca Investment Trust / **Elaboración:** PCR

Anexos

BALANCE GENERAL

Fideicomiso Ithaca Investment Trust (cifras en miles de B/.)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
ACTIVO				
Depósitos En Bancos	728.5	140.9	16.7	12.5
Prestamos Por Cobrar	13,180.0	17,960.0	19,325.0	19,647.0
Intereses Por Cobrar	11.0	69.8	78.0	1,123.2
Otros Activos	514.5	48,308.5	48,291.3	48,291.3
Cuenta transitoria emisión de bonos	17.2	17.2	-	-
Cuentas por cobrar otros	497.3	-	-	-
Bienes Inmuebles (fincas)	-	48,291.3	48,291.3	48,291.3
Total Activo	**14,433.9**	**66,479.3**	**67,711.0**	**69,073.9**
PASIVO				
Bonos Por Pagar	13,292.7	17,844.9	19,219.7	19,593.7
Intereses Por Pagar	49.7	66.4	71.4	1,123.2
Cuentas Por Pagar	-	26.8	-	-
Total Pasivo	**13,342.5**	**17,938.1**	**19,291.1**	**20,716.8**
PATRIMONIO				
Aportes Del Fideicomiso	211.8	48,726.5	48,750.5	48,811.8
Reserva De Intereses	922.6	71.1	-	-
Déficit Acumulado	- 42.9	- 256.4	- 330.6	- 454.7
Total Del Patrimonio Del Fideicomiso	**1,091.5**	**48,541.2**	**48,419.9**	**48,357.1**

Fuente: Ithaca Investment Trust / **Elaboración:** PCR

ESTADO DE RESULTADOS

Fideicomiso Ithaca Investment Trust (cifras en miles de B/.)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Ingresos Por Intereses Sobre Prestamos	11.0	1,129.0	1,391.5	1,428.8
Ingresos Por Intereses Sobre Depósitos En Bancos	0.0	5.0	1.0	0.2
Total Ingresos	**11.0**	**1,134.1**	**1,392.5**	**1,429.0**
Gastos Por Intereses Sobre Bonos	49.7	1,161.9	1,334.3	1,389.9
Gastos De Emisión De Bonos	3.1	63.3	78.7	65.8
Total De Gastos Por Operaciones	**52.8**	**1,225.2**	**1,412.9**	**1,455.7**
Utilidad (Pérdida) Bruta	**- 41.8**	**- 91.1**	**- 20.4**	**- 26.7**
Provisión Por Deterioro En Activos Financieros	-	0.2	- 0.2	-
Utilidad (Pérdida) Neta, Después De Provisión	**- 41.8**	**- 91.4**	**- 20.1**	**- 26.7**
Gastos Legales	-	56.0	18.6	7.1
Honorarios Profesionales	-	37.2	33.9	46.9
Honorarios Mmg Fiduciary & Trust Corp	-	25.0	0.1	43.1
Gastos Bancarios	0.1	0.2	0.1	0.4
Gastos De Custodia	1.0	-	-	-
Gastos Generales y De Administración	**1.1**	**118.4**	**52.7**	**97.4**
Utilidad (Perdida) En Operaciones	**- 42.9**	**- 209.8**	**- 72.8**	**- 124.1**
Otros Ingresos	-	-	-	-
Utilidad Antes De Impuestos	**- 42.9**	**- 209.8**	**- 72.8**	**- 124.1**
Impuestos	0.0	3.7	1.4	0.0
Utilidad (Pérdida) Neta	**- 42.9**	**- 213.5**	**- 74.2**	**- 124.2**

Fuente: Ithaca Investment Trust / **Elaboración:** PCR