



SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. Y SUBSIDIARIAS (SUCASA)

Ciudad de Panamá, Panamá

27 de febrero de 2015

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA Hasta por US\$12 millones	A+.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA Hasta por US\$20 millones	A+.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA Hasta por US\$45 millones	A+.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
<i>Perspectiva</i>	<i>Estable</i>	

“La presente calificación no es una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión o de la solvencia del Emisor”.

-----Millones de US\$-----				
	Sep.14	Dic.13	Sep.14	Dic.13
Activos:	228.0	227.2	U. Neta:	13.0 13.3
Pasivos:	140.3	147.8	ROAA:	8.0% 5.9%
Patrimonio:	87.6	79.3	ROAE:	22.4% 17.9%

Historia de la calificación: Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos → A+.pa (27.06.14). Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos → A+.pa (27.06.14). Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos → A+.pa (27.06.14).

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados de SUCASA al 31 de diciembre de 2011, 2012 y 2013, y no auditados al 30 de septiembre 2013 y 2014, así como información adicional proporcionada por el Emisor.

Fundamento: Luego de la evaluación efectuada con información a diciembre 2013 y actualizada a septiembre de 2014, el Comité de Calificación de Equilibrium ratifica la calificación de A+.pa a las emisiones contempladas dentro del Primer, Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos emitidos por Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias (SUCASA), en adelante El Emisor. La perspectiva es Estable.

Las calificaciones se encuentran sustentadas por el buen posicionamiento del Emisor en la industria local de desarrollos urbanísticos. Se destaca la creciente generación de ingresos, a la vez del buen manejo de costos y gastos, principalmente en la unidad de viviendas, lo que genera holgura para atender a la programación anual de gastos financieros. También se valora que los 3 bonos calificados se encuentran respaldados por garantías solidarias de su accionista: Unión Nacional de Empresas y Subsidiarias, S.A. (UNESA), además de Fideicomisos de Garantía que están conformados por bienes inmuebles hipotecados y cuyo valor monetario de los bienes no debe ser menor a 125% del saldo a capital de los bonos en circulación.

No obstante a lo anterior, se pondera que el Emisor asume la totalidad de la deuda financiera requerida para la compra de inventarios, activos fijos y otras inversiones de capital correspondientes a las unidades de negocios pertenecientes a UNESA, incluida su propia actividad. Lo anterior ejerce mayor presión sobre los ya ajustados flujos operativos considerados para la medición de las coberturas sobre el servicio de deuda¹, bajo escenarios de estrés financiero, asumiendo que no se recurre a la liquidación de inversiones financieras disponibles para la venta registradas en el balance de UNESA. También se pondera la naturaleza

cíclica de la industria de construcción de viviendas, la que pudiese ser sensible ante coyunturas o cambios adversos en las condiciones económicas, tomándose en cuenta que la industria de construcción de viviendas guarda estrecha relación con el comportamiento de la situación socio-económica local e internacional. Por último, se identifica que las acciones comunes del Emisor mantienen muy poca representatividad sobre el patrimonio neto.

Mejoras futuras en las calificaciones provendrán de la sostenibilidad prolongada en las mejoras observadas a nivel de coberturas del servicio de deuda, las cuales reflejan tendencia al alza, al mismo tiempo que el Emisor fortalezca su patrimonio o continúe reduciendo su endeudamiento y apalancamiento, tal como ha sucedido en los 2 últimos ejercicios. Todo lo anterior se deberá acompañar de mejoras progresivas en el desempeño de las líneas de negocio vinculadas a UNESA.

El Emisor tiende a incrementar sus inventarios de largo plazo² de manera notable cada 2 años aproximadamente, lo cual obedece al ciclo de requerimiento de capital de trabajo para continuar desarrollando nuevos proyectos urbanísticos, a fin de asegurar altos volúmenes de ingresos a futuro. Durante los 9 primeros meses del 2014, el inicio de 5 nuevos proyectos urbanísticos motivó a que el rubro de costos de construcción en proceso se incrementara en US\$11.6 millones (+25.8%), mientras que los Terrenos decrecieron, pero no en la misma proporción (US\$1.1 millones, ó -1.9%), lo que denota adquisición de nuevos terrenos. Ambos rubros son los activos más representativos en SUCASA (24.9% y 23.9% de participación, en el mismo orden).

² Terrenos y Costos de construcción en proceso, según registro contable en los Estados Financieros del Emisor.

¹ Gastos financieros + Deuda financiera de corto plazo.

En contraste, los inventarios de corto plazo, tales como: unidades de viviendas terminadas, materiales y repuestos, en su conjunto disminuyeron US\$5.8 millones, que en términos relativos corresponde a una variación de 30.4% menos respecto de diciembre 2013, aunque éstos inventarios mantienen participación marginal dentro del total de activos (5.8%). También se observa que los activos fijos netos de SUCASA se redujeron US\$5.6 millones (-12.5%) durante el período enero-septiembre 2014, lo cual se vincula a la escisión de los activos fijos del restaurante Rosa Mexicano a otra compañía de UNESA.

A nivel de los resultados acumulados para los 9 meses terminados al 30 de septiembre de 2014, los ingresos operativos del Emisor mostraron una desaceleración en comparación con años anteriores. En primer lugar, la unidad de viviendas ha mostrado un menor ritmo de crecimiento respecto de períodos anteriores, aunque esta situación obedece a que existen diversos proyectos en proceso de construcción y que serán entregados durante los próximos 15 meses. En segundo lugar, se registraron menores ventas por concepto de hotelería y alquiler de equipo pesado para construcción, las cuales son las unidades de negocio que también forman parte del balance consolidado del Emisor. Ambas líneas de negocio fueron afectadas por situaciones particulares a cada una de sus respectivas industrias, por un lado, la industria hotelera en Panamá está atravesando coyunturas complicadas para el sector por un crecimiento lento en el flujo de turistas hacia los hoteles de playa y un aumento significativo en la oferta hotelera de la ciudad capital, mientras que además, la unidad de equipos fue afectada por situaciones propias de un año electoral, en los que han existido retrasos en los pagos y permisos para la ejecución de obras por el cambio de Gobierno, ya que la mayor parte de los usuarios son contratistas que realizan trabajos de infraestructura pública. Positivamente, la unidad de viviendas experimentó mejoras en su costo de ventas, lo cual ha logrado compensar las coyunturas anteriormente mencionadas. En este sentido, el margen operativo bruto³ mejora de 40.3% a 45.0% en el comparativo interanual.

La mejora mencionada se tradujo en un aumento en el EBITDA⁴ de 26.9% de un año a otro, hasta totalizar

³ (Ingresos operativos - Costo de ventas) / Ingresos operativos.

⁴ EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*) = Ingresos operativos – Costo de ventas – Gastos generales + Depreciación y Amortización.

US\$21.3 millones, mientras que la participación de este rubro sobre los ingresos operativos sube de 22.4% a 28.5%. La unidad de viviendas aportó alrededor de 90% del EBITDA del Emisor.

Como consecuencia de lo anterior, se registraron mejoras en el Flujo de Caja Operativo antes de las Variaciones de Capital de Trabajo⁵ (FCO Pre-VCT), que visto de forma anualizada equivale US\$26.6 millones, luego de crecer a ritmo de 25.0%. En este sentido, los índices de cobertura de flujos de efectivo sobre los gastos financieros muestran una mejora de 5.99 a 11.0 veces, aunque también los intereses pagados disminuyeron 31.9% en el comparativo. Por su parte, la cobertura del servicio de deuda⁶ a través del FCO Pre-VCT también mejora de 0.40 a 0.45 veces.

Las inversiones de capital (CAPEX) anualizadas disminuyen de US\$6.6 millones a US\$4.4 millones (-33.2%), lo cual benefició la cobertura de flujos y minoró la exigencia de adquisición de nueva deuda financiera.

En efecto, la deuda financiera disminuye de US\$119.8 millones a US\$109.9 millones desde enero hasta septiembre 2014, como consecuencia de los bajos requerimientos de inventario y activo fijo, todo lo cual motivó la disminución de la relación Deuda financiera / EBITDA de 4.8 a 3.9 veces en el período mencionado.

Los Bonos calificados en circulación totalizan US\$38.6 millones en el balance al cierre de septiembre 2014, equivalente a un 59.3% de los bonos emitidos por SUCASA y corresponden a 3 Programas Rotativos, es decir, que siempre y cuando el monto en circulación de estos bonos no exceda la suma autorizada respectiva para cada uno, el Emisor podrá seguir emitiendo deuda a través de estas emisiones, una vez que se cumpla con la amortización de capital.

Cada uno de los Programas tiene como garantía la fianza solidaria de UNESA y Subsidiarias, cuya calificación local es A.pa por Equilibrium; y además, la Garantías Hipotecarias Inmuebles amparadas por un Fideicomiso de Garantía, lo que permite aumentar la certeza de pago de capital en caso de incumplimiento. Las Emisiones también le exigen al Emisor y a UNESA el cumplimiento de una serie de resguardos financieros, la mayoría de vinculados a apalancamiento y capitalización, los cuales se encuentran en pleno cumplimiento al cierre de septiembre de 2014.

⁵ Flujo de Caja neto de las Actividades de Operación sin incluir las Variaciones anuales en cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar.

⁶ Gastos financieros + Porción de Deuda financiera de corto plazo.

Fortalezas

1. Posicionamiento del Emisor dentro de la industria desarrolladora de viviendas en Panamá.
2. Costo financiero competitivo y coberturas de EBITDA holgadas sobre gastos financieros.
3. Amplio respaldo por parte de garantías, incluyendo fianza solidaria por parte de UNESA. Bonos cuentan con Fideicomiso de Garantía, con cobertura de un 125% sobre su valor.

Debilidades

1. Flujo de efectivo operativo ajustado que limita la cobertura del Servicio de la Deuda contractual.
2. Unidades de negocio complementarias (hoteles y equipo) con baja consistencia en su desempeño.
3. Deuda financiera es alta respecto a los niveles generados de EBITDA. Apalancamiento financiero es moderado.

Oportunidades

1. Adecuación en la estructura de fondeo: incrementar la participación de deuda financiera de largo plazo y capitalización de las utilidades retenidas.
2. Continuar el fortalecimiento de los procesos de gobierno corporativo.
3. Potenciar ingresos en las unidades de hoteles y alquiler de equipos.

Amenazas

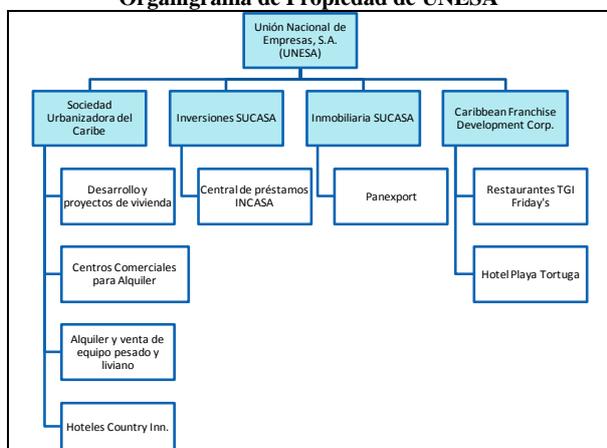
1. Sensibilidad ante cambios adversos en el entorno económico local e internacional.
2. Competencia incide directamente en la generación de ingresos.
3. Variaciones en las condiciones de financiamiento externo: precio, plazo, exigencia de garantías y otros.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias, en adelante SUCASA o el Emisor, es una compañía constituida en Panamá el 28 de octubre de 1966, por lo que cuenta con 48 años de existencia y es la empresa más antigua de su grupo accionista: Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA).

Esta sociedad se dedica principalmente al desarrollo de proyectos de vivienda en la provincia de Panamá dirigidos a familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo. Por su parte, el Emisor también se dedica a otras actividades, a nombre propio o a través de subsidiarias, tales como: alquiler y venta de equipo pesado y de construcción, bajo la marca de COAMCO; servicios de hotelería mediante la cadena de hoteles Country Inn & Suites; y la construcción de centros comerciales para alquiler.

Organigrama de Propiedad de UNESA



Gobierno corporativo y estructura gerencial

El Emisor se encuentra regulado por el Ministerio de Comercio e Industria de Panamá, aunque no existe un ente fiscalizador especializado. Ante esto, el marco de gestión y los miembros de la Junta Directiva y la Presidencia que ejercen un importante rol en la toma de decisiones, aunque se ha delegado en gerencias específicas para cada operación quienes reportan al Presidente Ejecutivo. La Junta Directiva se integra de la siguiente manera:

Presidente	Guillermo E. Quijano Castillo
Vicepresidente	Guillermo E. Quijano Durán
Secretario	Francisco J. Linares Brin
Tesorero	Eduardo E. Durán Jeager
Director	Juan Ventura Durán
Director	Jaime Arosemena A.
Director	Joseph Fidanque Jr.
Director	José R. Quijano Durán
Director	Fernando A. Cardoze García de Paredes
Director Suplente	Francisco J. Linares Ferrer
Director Suplente	Diego E. Quijano Durán
Director Suplente	Raúl E. Delvalle H.

Para el caso específico de la gestión del Emisor, existen gerencias dedicadas exclusivamente al negocio de vivienda, hoteles y de equipo, quienes individualmente reportan al Presidente Ejecutivo, quien a su vez dirige, coordina y supervisa todas las actividades productivas y de apoyo, incluyendo la divulgación a la Junta Directiva.

La gestión administrativa y operativa implementada en SUCASA se basa en las diferentes unidades de negocio que forman parte de su organización, lo cual se replica al modelo utilizado por el Grupo UNESA.

DESCRIPCIÓN GENERAL DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS

Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$12 millones:

Emisor: SUCASA y Subsidiarias.

Tipo de instrumento: Bonos Corporativos Rotativos.

Fecha de la oferta: Noviembre 2006.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

Monto Autorizado: No podrá exceder en ningún momento de US\$12 millones.

Tasa de interés: LIBOR 3 meses + 2.75% anual.

Frecuencia de pago de intereses: Trimestralmente.

Plazo: Diez (10) años contados a partir de la fecha de emisión de cada serie.

Período de Gracia: Hasta 2 años, a opción del Emisor.

Prelación: El pago de capital e intereses no tendrá preferencia sobre las demás acreencias.

Redención anticipada: A opción del Emisor.

Respaldos y Garantía: Crédito general de SUCASA. Fianza Solidaria constituida por UNESA y sus Subsidiarias. Fideicomiso de Garantía conformado por primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles del Emisor y/o de terceros, cuyo valor monetario no sea menor a 125% del saldo a capital de los Bonos en circulación.

Agente Fiduciario: Banistmo Investment Corporation, S.A.

Uso de los fondos: Construcción de proyectos inmobiliarios de cualquier naturaleza.

Convenios y Resguardos Financieros:

a) Deuda financiera / [Capital Común + Utilidades Retenidas] \leq 1.45 veces. Aplicable a UNESA.

b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal \leq 40%. Aplicable a UNESA.

Fuente de repago: Recursos generales del Emisor.

Calificación asignada: A+.pa por Equilibrium.

Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$20 millones:

Emisor: SUCASA y Subsidiarias.

Tipo de instrumento: Bonos Corporativos Rotativos.

Fecha de la oferta: Diciembre 2010.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

Monto Autorizado: No podrá exceder en ningún momento de US\$20 millones.

Tasa de interés: Variable o Fija, a discreción del Emisor.

Frecuencia de pago de intereses: Trimestralmente.

Plazo: Diez (10) años contados a partir de la fecha de emisión de cada serie.

Período de Gracia: Hasta 3 años, a opción del Emisor.

Prelación: El pago de capital e intereses no tendrá preferencia sobre las demás acreencias.

Redención anticipada: A opción del Emisor.

Respaldos y Garantía: Crédito general de SUCASA. Fianza Solidaria constituida por UNESA y sus Subsidiarias. Fideicomiso de Garantía conformado por primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles del Emisor y/o de terceros, así como de efectivo o valores registrados en la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), según sea necesario, y cuyo valor monetario no

sea menor a 125% del saldo a capital de los Bonos en circulación.

Agente Fiduciario: MMG Trust, S.A.

Uso de los fondos: Para financiar inversión en terrenos, edificio, maquinaria, mobiliario y equipos. El diferencial, se utilizó para capital de trabajo.

Convenios y Resguardos Financieros:

a) Deuda financiera / Patrimonio \leq 2.0 veces.

b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal \leq 40%.

Fuente de repago: Recursos generales del Emisor.

Calificación asignada: A+.pa por Equilibrium.

Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$45 millones:

Emisor: SUCASA y Subsidiarias.

Tipo de instrumento: Bonos Corporativos Rotativos.

Fecha de la oferta: Agosto 2012.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

Monto Autorizado: No podrá exceder en ningún momento de US\$45 millones.

Tasa de interés: LIBOR 3 meses + 2.75% anual.

Frecuencia de pago de intereses: Trimestralmente.

Plazo: Doce (12) años contados a partir de la fecha de emisión de cada serie.

Período de Gracia: Hasta 3 años, a opción del Emisor.

Prelación: El pago de capital e intereses no tendrá preferencia sobre las demás acreencias.

Redención anticipada: A opción del Emisor.

Respaldos y Garantía: Crédito general de SUCASA. Fianza Solidaria constituida por UNESA y sus Subsidiarias. Fideicomiso de Garantía conformado por primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles del Emisor y/o de terceros, así como de efectivo o valores registrados en la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), según sea necesario, y cuyo valor monetario no sea menor a 125% del saldo a capital de los Bonos en circulación.

Agente Fiduciario: MMG Trust, S.A.

Uso de los fondos: Para financiar compra de propiedad inmobiliaria ubicada en la Ciudad de Panamá. El monto restante será invertido en los 10 años siguientes a la fecha de la oferta para compra de bienes inmuebles para el desarrollo de proyectos urbanísticos, expandir la red de restaurantes, ampliar la oferta de hoteles, construcción de locales comerciales para alquileres, galeras para la zona procesadora y cualquier instalación que se requiera para las operaciones del Grupo UNESA.

Convenios y Resguardos Financieros:

a) Deuda financiera / Patrimonio \leq 2.0 veces.

b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal \leq 40%.

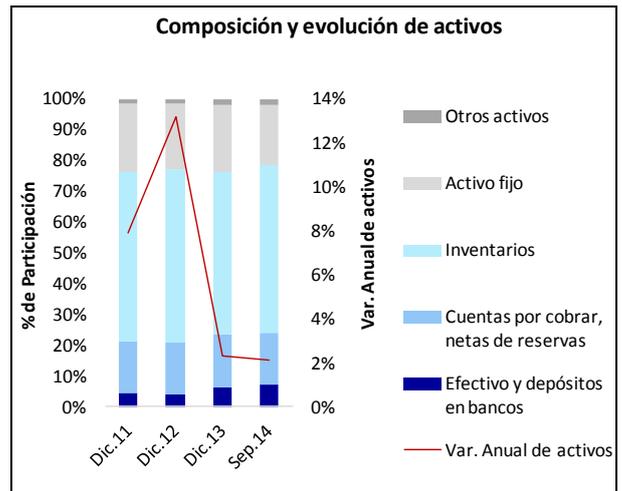
Fuente de repago: Recursos generales del Emisor.

Calificación asignada: A+.pa por Equilibrium.

DESEMPEÑO FINANCIERO DE SUCASA

Activos

Al 30 de septiembre de 2014, los activos consolidados crecen 0.3% con respecto a diciembre 2013. El ritmo de crecimiento se desacelera en relación a períodos anteriores, debido a que en el presente año, se presentaron pocos requerimientos de compra de inventario y de activo fijo, que sigue a una dinámica de su actividad.



Los activos más representativos dentro del balance de SUCASA son los inventarios de largo plazo para el desarrollo de proyectos de vivienda, los cuales están constituidos por los terrenos y costos de construcción en proceso, cuya participación conjunta asciende a 48.8% del activo total al cierre de septiembre 2014.

El Emisor inició el desarrollo de 5 proyectos urbanísticos, los cuales generarán ingresos a partir de la entrega de viviendas durante el 2015. En este sentido, los inventarios de construcción en proceso se incrementan 25.8% durante el período de enero a septiembre 2014, hasta totalizar US\$56.8 millones. A su vez, los terrenos disminuyen su valor en 1.9%, hasta sumar US\$54.5 millones.

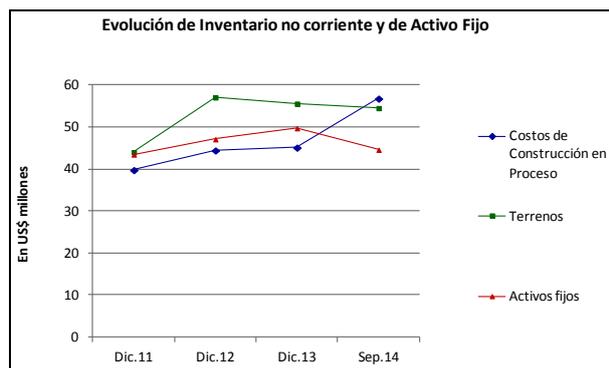
En particular, el Emisor incrementa sus terrenos de manera periódica, típicamente en intervalos de cada 2 años para garantizar un cierto monto de ventas en el largo plazo a medida que se completan los procesos de construcción de los proyectos en marcha.

A nivel contable, cuando el Emisor adquiere un terreno, su valor de compra se registra en los activos como parte del inventario no circulante bajo la cuenta "Terrenos"; luego, cuando inicia el movimiento de tierra, el valor de los lotes que están en desarrollo se registran en la cuenta de "costo de construcción en proceso"; y finalmente, cuando se completa la construcción de las viviendas, éstos inmuebles pasan a registrarse como "unidad de vivienda terminada", en la sección de inventarios circulante, debido al poco tiempo que transcurre desde que se termina de construir una vivienda, y luego se entrega al cliente final.



El catálogo de proyectos incluye residencias distribuidas en distintos sectores de la provincia de Panamá, siendo la mayor parte ubicadas en el Sector Este de la capital. El rango de precio de las viviendas oscila entre US\$40,000 y US\$180,000, en donde el precio medio de las viviendas ofrecidas es US\$60,000.

Por otra parte, la disminución de los activos fijos durante el 2014, se debió -en buena medida- a que los activos de Restaurante Rosa Mexicano fueron escindidos de SUCASA, por lo que se habían registrado en otra compañía del Grupo UNESA, hasta que en julio de 2014 se clausuran las operaciones de este restaurante.



Estructura de Capital

Es habitual para el Emisor obtener deuda financiera con vencimiento de 1 año o menos (de corto plazo) para financiar costos de construcción de sus proyectos en marcha y otros requerimientos específicos de capital de trabajo correspondientes a sus unidades de negocio y a sus compañías afiliadas. En su mayor parte, la deuda de corto plazo la constituyen las líneas de créditos otorgadas por los bancos de la plaza panameña y por los Valores Comerciales Negociables (VCN). Por su parte, la deuda con vencimiento a más de 1 año (de largo plazo) es utilizada generalmente para financiar la adquisición de terrenos que luego serán desarrollados a través de los años, y que constituyen el inventario base para la generación de ingresos sostenida en un lapso de tiempo extenso, una vez se culmine la construcción de viviendas para su entrega. De igual forma, este tipo de deuda se obtiene para la adquisición de activos fijos que surgen en el transcurso de las operaciones, y que en muchos casos no pueden ser solventados completamente mediante el flujo generado por el negocio. En su mayor parte, la deuda de largo plazo está representada por bonos corporativos.

El Emisor asume un alto grado de endeudamiento por sus propias operaciones y por el resto de actividades efectuadas por el Grupo, ya que es la entidad designada como deudora ante el mercado. Esto se da por el amplio acceso al crédito de SUCASA, lo cual ha sido producto de la alta trayectoria de la institución en su mercado, al mismo tiempo del buen desempeño financiero que ha experimentado a través de los años que lo posiciona como la entidad de mayor capacidad de generar flujo dentro de UNESA. Se especifica que SUCASA clasifica su deuda financiera de acuerdo a la unidad de negocio que la solicitó, razón por la cual el Emisor tiene la potestad de gestionar el cobro de los intereses y capital necesarios a cualquier unidad de negocio, dependiendo de su deuda respectiva.

A nivel de estructura de pasivos al 30 de septiembre de 2014, la deuda financiera representa 78.3% de los mismos, a la vez que éste porcentaje muestra disminución leve en relación a períodos anteriores, conforme ha disminuido la deuda financiera a ritmo de 8.2% con respecto a diciembre 2013. En cuanto a la deuda de corto plazo, la misma aglutina 46.4% de la deuda total.

Actualmente, existen 6 emisiones de bonos corporativos en circulación, los cuales cuentan con características distintas en cuanto a tasa y plazo. Además, el Emisor ha emitido 3 programas rotativos de bonos con el objetivo de financiar sus requerimientos de compra de terrenos o activos fijos futuros, sin la necesidad de emitir nuevos programas de bonos en el futuro. El periodo de rotación del inventario en la unidad de viviendas ha promediado 2.3 años en el último quinquenio, mientras que el Emisor recupera su inversión en los terrenos adquiridos una vez se cumpla con el 60% de las ventas estimadas para ese terreno, lo cual puede tomar un periodo de 4 o 5 años. Es por esta razón que SUCASA emite bonos a plazos promedio de entre 8 y 10 años, a fin de financiar la compra del terreno y, posteriormente, repagar el capital al vencimiento, mientras que anualmente paga los intereses.

Los programas rotativos podrán ser utilizados a discreción del Emisor, sin exceder el monto autorizado para cada emisión. Todas las emisiones cuentan con respaldo de garantías hipotecarias inmuebles cedidas a Fideicomisos de Garantía, junto con la fianza solidaria del Grupo UNESA. Estos Fideicomisos mejoran la certeza de repago hacia los inversionistas, ya que los bienes cedidos en hipoteca corresponden a activos fijos de UNESA y cuyo valor monetario respecto del valor insoluto no podrá ser menor que 100% en los programas no rotativos y que 125% en los programas rotativos.

DETALLE DE LA DEUDA FINANCIERA EMITIDA POR SUCASA

Se resaltan los bonos que califica Equilibrium

Referencia	Valor Autorizado US\$ MM	Valor emitido Sep.14 US\$ MM	Tipo de Programa	Garantía Adicional	Tipo de Garantía Real	Bienes en Garantía	%Mínimo de Garantía Real / Saldo a capital
Emisión 2012	45.0	11.6	Rotativo	Fianza solidaria UNESA	Fideicomiso de Garantía	Primera Hipoteca y Anticresis	125%
Emisión 2011	10.0	9.4	No es rotativo	Fianza solidaria UNESA	Fideicomiso de Garantía	Primera Hipoteca y Anticresis	100%
Emisión 2010	20.0	15.5	Rotativo	Fianza solidaria UNESA	Fideicomiso de Garantía	Primera Hipoteca y Anticresis	125%
Emisión 2007	40.0	17.1	No es rotativo	Fianza solidaria UNESA	Fideicomiso de Garantía	Primera Hipoteca y Anticresis	100%
Emisión 2006	12.0	11.5	Rotativo	Fianza solidaria UNESA	Fideicomiso de Garantía	Primera Hipoteca y Anticresis	125%
Emisión 2005	7.5	0.5	No rotativo	Fianza solidaria UNESA	Fideicomiso de Garantía	Primera Hipoteca y Anticresis	100%

Fuente: SUCASA

En relación a la posición de solvencia al 30 de septiembre de 2014, el patrimonio neto totalizó US\$87.6 millones, luego de crecer a ritmo de 10.5% con respecto a diciembre 2013. Las utilidades retenidas conforman 99.0% del total del patrimonio, al mismo tiempo que las acciones comunes se mantienen valoradas en US\$840.1 mil, con una participación marginal. Como mitigante parcial al posible riesgo de distribución acelerada de dividendos, se menciona que los bonos colocados por el Emisor cuentan con múltiples resguardos financieros o *covenants*, todos los cuales se enfocan en restringir el nivel de apalancamiento en que puede incurrir tanto el Emisor como el Grupo. A la fecha del presente informe, se da cumplimiento a los resguardos.

Covenants Financieros para Bonos	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Sep.14
% de deuda financiera sujeta a covenants	50.5%	46.1%	57.8%	59.3%
A) Pasivo / Patrimonio (Grupo UNESA) en veces	0.94	1.04	0.89	0.80
B) Dividendos / Utilidad neta (Grupo UNESA)	20.0%	31.7%	23.6%	28.0%
C) Deuda financiera / Capital Primario (Grupo UNESA) en	1.07	1.21	0.96	0.84
D) Deuda financiera / Patrimonio (Grupo UNESA) en veces	0.79	0.91	0.74	0.66
E) Deuda financiera / Patrimonio (SUCASA) en veces	1.75	1.91	1.51	1.25
F) Dividendos / Utilidad neta (SUCASA)	0.0%	40.8%	19.5%	46.4%

- A) No mayor que 1.75 veces.
 B) No mayor a 40%.
 C) No menor que 1.45 veces.
 D) No mayor que 1.5 veces.
 E) No mayor que 2.0 veces.
 F) No mayor a 40%.

Los niveles de apalancamiento financiero [deuda financiera / patrimonio] se han mantenido por debajo de 2.0 veces durante los últimos años, con tendencia a mejorar en los últimos períodos como consecuencia directa del menor monto de deuda financiera de corto plazo y de acumulación de los resultados.

Resultados y Rentabilidad

Como práctica de la Administración, el ingreso operativo de la unidad de viviendas se reconoce únicamente al momento de entregar las casas terminadas a los clientes respectivos, luego de finalizados los trámites con los bancos acreedores de la hipoteca.

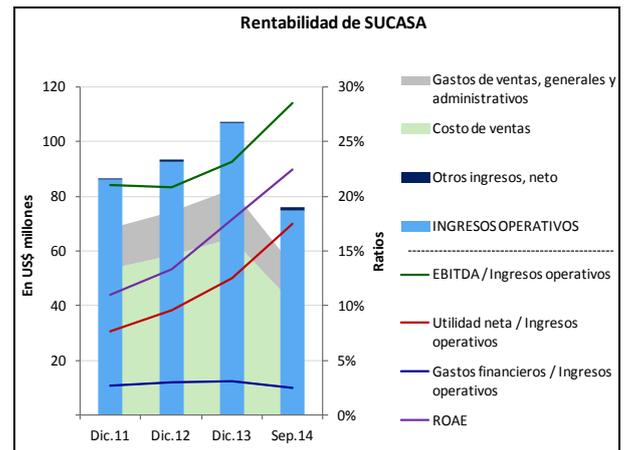
Durante el período de 9 meses terminados al 30 de septiembre de 2014, los ingresos de la unidad de viviendas totalizaron US\$58.4 millones, lo que representa 72.4% de los ingresos totales de SUCASA. No obstante, a nivel de utilidad operativa⁷, el aporte de la unidad de viviendas es mayor dentro del consolidado (92.7%), lo cual denota alta concentración de resultados provenientes de la unidad de venta de viviendas.

La diferencia entre los porcentajes de contribución radica en que las unidades de hoteles y de equipos reflejaron bajos volúmenes de ingresos en relación a sus costos de ventas respectivos, lo que generó la baja utilidad operativa que ejercieron sobre el consolidado. Por otra parte, y de manera positiva, la unidad de viviendas logra reducir su costo de ventas en relación a los ingresos operativos, de modo que vio incrementado su nivel de utilidad operativa en 29.2% en el comparativo interanual.

En relación a hoteles y equipos, ambas líneas de negocio fueron afectadas por situaciones particulares a cada una de sus respectivas industrias, por un lado, la industria hotelera en Panamá está atravesando coyunturas complicadas para el sector por un crecimiento lento en el flujo de turistas hacia los hoteles de playa y un aumento significativo en la oferta hotelera de la ciudad capital, mientras que además, la unidad de equipos fue afectada por situaciones propias de un año electoral, en los que han existido retrasos en los pagos y permisos para la ejecución de obras por el cambio de Gobierno, ya que la mayor parte de los usuarios son contratistas que realizan trabajos de infraestructura pública.

⁷ Ingresos operativos – Costo de ventas – Gastos operativos.

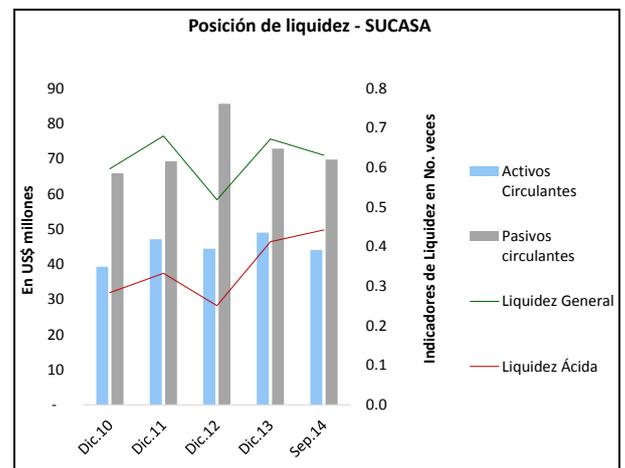
Otro enfoque de rentabilidad es el cálculo del EBITDA, el cual es el equivalente a la utilidad operativa más la depreciación y amortización. Esta medición excluye estos gastos debido a que no implican una salida de efectivo. La cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros anuales ha sido robusta a través de los años, lo cual se ha fundamentado en el buen desempeño de los ingresos y el bajo costo de los financiamientos dentro del mercado local, en parte por las bajas tasas del mercado, pero además por el buen poder de negociación que ostenta el Grupo, aprovechando su amplia trayectoria en la plaza y la robusta generación de ingresos.



Los márgenes operativos del Emisor han experimentado una tendencia al alza, lo cual se basa en las mejoras mencionadas en torno a la participación del costo de ventas en la unidad de viviendas. Como consecuencia, los niveles de rentabilidad promedio sobre patrimonio también han mostrado mejora progresiva.

Coberturas y Flujos

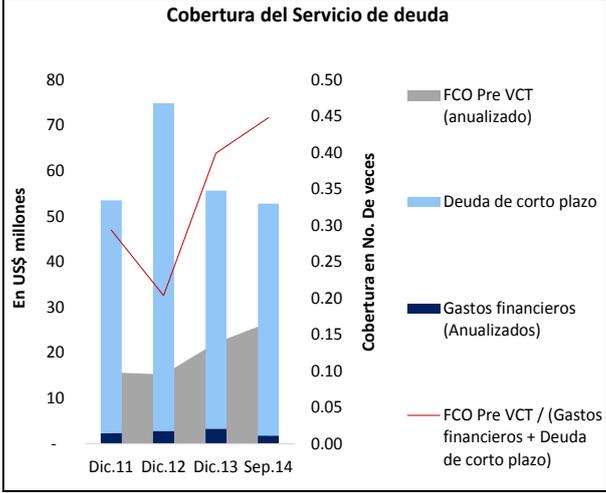
Los indicadores de liquidez no reflejan íntegramente el flujo real de efectivo que se genera mediante el curso normal de operaciones, aunque sí reflejan un aproximado del monto de activos disponibles con los que cuenta el Emisor en caso de pago anticipado de todas sus obligaciones de corto plazo en un momento determinado. Es de mencionar que, a diferencia de UNESA, el Emisor no registra valores disponibles para la venta en su balance, sin embargo, estos instrumentos pudiesen ser liquidados desde UNESA ante escenarios de alto estrés, debido a la importancia de SUCASA para el Grupo.



Un elemento que permite evaluar de mejor manera la disponibilidad de efectivo es la medición de las coberturas del Flujo de Efectivo sobre el servicio de deuda. Para este fin, se considera el Flujo de Efectivo proveniente de las actividades de Operación (FCO). Parte de este rubro del Estado de Flujo de Efectivo incluye la variación anual de las cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar, que en su conjunto constituyen las Variaciones en el Capital de Trabajo (VCT). Si se descuenta dicho monto del FCO, se obtiene un flujo de efectivo operativo más preciso, denominado Flujo de Efectivo antes de las Variaciones de Capital de Trabajo (FCO Pre-VCT).

Si se anualizara el FCO Pre-VCT acumulado por los 9 meses transcurridos del 2014, se obtiene US\$26.6 millones de flujo, lo cual es 25.0% superior al monto obtenido durante similar período. El incremento en el flujo obedece a la mejora de los resultados de la unidad de viviendas, especialmente la disminución en el costo de ventas. El incremento en el flujo se traduce en mejoras de la cobertura del FCO Pre-VCT sobre el servicio de deuda.

Por su parte, la deuda financiera de corto plazo muestra tendencia a la disminución desde finales de diciembre 2012, debido a que las necesidades de nuevo activo fijo (CAPEX) e inventarios han sido más bajas por el ciclo de actividad de desarrollo inmobiliario. Los niveles de deuda financiera sobre el FCO Pre-VCT han disminuido desde 8.75 veces hasta 3.10 veces para el período mencionado.



Se han reflejado coberturas del servicio de deuda menores que 1.0 veces en el comparativo histórico tanto por EBITDA, como por el Flujo de Caja Operativo anual. Favorablemente, la Entidad es una unidad de negocios indispensable para su grupo accionista, lo cual le permite contar con el soporte de éste en caso de requerimientos puntuales de capital provenientes de activos fijos o inversiones disponibles para la venta registradas en el balance de UNESA, las cuales suman US\$47.3 millones al 30 de septiembre de 2014, sin mencionar la revalorización que han experimentado estos instrumentos y que actualmente equivale US\$36.3 millones adicionales.

SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. Y SUBSIDIARIAS
BALANCE GENERAL CONSOLIDADO
(En miles de dólares)

	Dic.11	%	Dic.12	%	Sep.13	%	Dic.13	%	Sep.14	%	Sep.14 / Dic.13	Variación
ACTIVOS												
Efectivo y equivalentes de efectivo	9,060	4.6%	8,105	3.7%	4,013	1.8%	6,450	2.8%	2,897	1.3%	(3,553)	-55.1%
Depósitos a plazo fijo	0	0.0%	625	0.3%	8,550	3.8%	8,398	3.7%	14,109	6.2%	5,711	68.0%
Valores disponibles para la venta	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	
Total de efectivo, depósitos en bancos y valores	9,060	4.6%	8,730	3.9%	12,562	5.6%	14,848	6.5%	17,006	7.5%	2,158	14.5%
Cuentas por cobrar corrientes:												
Cuentas por cobrar clientes de vivienda	14,830	7.6%	13,682	6.2%	13,619	6.1%	16,022	7.1%	14,792	6.5%	(1,230)	-7.7%
Hipotecas	94	0.0%	27	0.0%	26	0.0%	21	0.0%	9	0.0%	(12)	-58.7%
Menos: reserva para cuentas incobrables	(963)	-0.5%	(974)	-0.4%	(926)	-0.4%	(846)	-0.4%	(927)	-0.4%	(81)	9.6%
Cuentas por cobrar corrientes, neta de reservas	13,960	7.1%	12,735	5.7%	12,719	5.7%	15,197	6.7%	13,874	6.1%	(1,324)	-8.7%
Inventarios corrientes:												
Unidades de viviendas terminadas y locales comerciales	16,545	8.4%	14,536	6.5%	9,472	4.2%	11,749	5.2%	7,317	3.2%	(4,432)	-37.7%
Materiales, equipos y repuestos	7,544	3.8%	8,407	3.8%	7,682	3.4%	7,178	3.2%	5,856	2.6%	(1,322)	-18.4%
Total de inventarios corrientes	24,089	12.3%	22,943	10.3%	17,153	7.7%	18,928	8.3%	13,173	5.8%	(5,754)	-30.4%
ACTIVOS CORRIENTES	47,110	24.0%	44,407	20.0%	42,434	19.0%	48,973	21.6%	44,053	19.3%	(4,920)	-10.0%
Inventarios no corrientes:												
Costos de construcción en proceso	39,781	20.3%	44,450	20.0%	48,083	21.5%	45,128	19.9%	56,784	24.9%	11,656	25.8%
Terrenos	44,049	22.5%	57,075	25.7%	56,593	25.3%	55,594	24.5%	54,535	23.9%	(1,060)	-1.9%
Otros	223	0.1%	386	0.2%	507	0.2%	485	0.2%	352	0.2%	(133)	-27.4%
Total de inventarios no corrientes	84,053	42.9%	101,911	45.9%	105,183	47.1%	101,208	44.6%	111,671	49.0%	10,463	10.3%
Valores mantenidos al vencimiento	249	0.1%	215	0.1%	210	0.1%	210	0.1%	208	0.1%	(2)	-1.0%
Gastos pagados por adelantado	1,314	0.7%	2,166	1.0%	2,005	0.9%	2,502	1.1%	2,752	1.2%	250	10.0%
Cuentas por cobrar compañías relacionadas y afiliadas	17,582	9.0%	23,281	10.5%	21,967	9.8%	21,840	9.6%	22,461	9.9%	621	2.8%
Cuentas por cobrar varias	1,104	0.6%	1,905	0.9%	1,161	0.5%	1,335	0.6%	1,012	0.4%	(323)	-24.2%
Propiedades de inversión, neto	1,161	0.6%	1,115	0.5%	1,081	0.5%	1,070	0.5%	1,036	0.5%	(45)	-3.1%
Equipos en arrendamiento, neto	3,968	2.0%	3,918	1.8%	3,740	1.7%	3,931	1.7%	4,459	2.0%	527	13.4%
Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto	38,370	19.6%	41,655	18.8%	43,875	19.7%	44,738	19.7%	39,129	17.2%	(5,609)	-12.5%
Depósitos en garantía	260	0.1%	433	0.2%	442	0.2%	290	0.1%	243	0.1%	(48)	-16.4%
Otros activos	945	0.5%	1,004	0.5%	1,161	0.5%	1,077	0.5%	932	0.4%	(145)	-13.4%
ACTIVOS NO CORRIENTES	149,006	76.0%	177,603	80.0%	180,825	81.0%	178,200	78.4%	183,902	80.7%	5,702	3.2%
TOTAL DE ACTIVOS	196,116	100%	222,010	100%	223,259	100%	227,174	100%	227,955	100%	781	0.3%
PASIVOS												
Préstamos por pagar a menos de 1 año	46,095	23.5%	66,978	30.2%	50,013	22.4%	44,167	19.4%	43,655	19.2%	(511)	-1.2%
Bonos por pagar a menos de 1 año	5,031	2.6%	5,104	2.3%	6,555	2.9%	8,134	3.6%	7,311	3.2%	(822)	-10.1%
Sobregiros por pagar	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	460	0.2%	460	
Terrenos por pagar, porción de corto plazo	1,700	0.9%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	
Cuentas por pagar otras	588	0.3%	1,138	0.5%	752	0.3%	1,061	0.5%	471	0.2%	(591)	-55.6%
Cuentas por pagar proveedores	6,290	3.2%	5,147	2.3%	5,027	2.3%	7,036	3.1%	4,795	2.1%	(2,242)	-31.9%
Cuentas por pagar compañías afiliadas	3,110	1.6%	2,803	1.3%	7,269	3.3%	6,007	2.6%	9,159	4.0%	3,152	52.5%
Dividendos por pagar	1,607	0.8%	721	0.3%	86	0.0%	1,721	0.8%	1,676	0.7%	(45)	-2.6%
Intereses acumulados por pagar sobre bonos	141	0.1%	77	0.0%	108	0.0%	212	0.1%	152	0.1%	(61)	-28.6%
Obligaciones bajo arrendamiento financiero, porción de corto plazo	2,410	1.2%	2,399	1.1%	909	0.4%	3,450	1.5%	997	0.4%	(2,453)	-71.1%
Impuesto sobre la renta por pagar	1,305	0.7%	127	0.1%	0	0.0%	71	0.0%	100	0.0%	30	42.2%
Gastos acumulados por pagar	992	0.5%	1,150	0.5%	833	0.4%	1,006	0.4%	1,026	0.5%	21	2.1%
PASIVOS CORRIENTES	69,269	35.3%	85,643	38.6%	71,552	32.0%	72,864	32.1%	69,803	30.6%	(3,061)	-4.2%
Préstamos a más de 1 año	7,003	3.6%	4,913	2.2%	6,652	3.0%	6,369	2.8%	1,045	0.5%	(5,324)	-83.6%
Bonos por pagar a más de 1 año	50,965	26.0%	56,262	25.3%	60,501	27.1%	61,110	26.9%	57,888	25.4%	(3,222)	-5.3%
Depósitos de clientes	3,337	1.7%	3,575	1.6%	3,961	1.8%	2,993	1.3%	2,955	1.3%	(38)	-1.3%
Terrenos por pagar, porción de largo plazo	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	
Obligaciones bajo arrendamiento financiero, porción de largo plazo	1,839	0.9%	1,908	0.9%	6,251	2.8%	4,398	1.9%	8,365	3.7%	3,967	90.2%
Ingresos e impuesto sobre la renta diferidos	226	0.1%	115	0.1%	115	0.1%	103	0.0%	262	0.1%	159	153.4%
PASIVOS NO CORRIENTES	63,370	32.3%	66,774	30.1%	77,481	34.7%	74,974	33.0%	70,515	30.9%	(4,459)	-5.9%
TOTAL DE PASIVOS	132,639	67.6%	152,417	68.7%	149,033	66.8%	147,838	65.1%	140,318	61.6%	(7,519)	-5.1%
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS												
Acciones nominativas tipo A	840	0.4%	840	0.4%	840	0.4%	840	0.4%	840	0.4%		0.0%
Acciones en tesorería	(34)	0.0%	(34)	0.0%	(34)	0.0%	(34)	0.0%	(34)	0.0%		0.0%
Capital adicional pagado	72	0.0%	72	0.0%	72	0.0%	72	0.0%	72	0.0%		0.0%
Utilidad no distribuidas	62,600	31.9%	68,716	31.0%	73,349	32.9%	78,458	34.5%	86,759	38.1%	8,301	10.6%
TOTAL PATRIMONIO	63,477	32.4%	69,593	31.3%	74,227	33.2%	79,336	34.9%	87,636	38.4%	8,301	10.5%
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	196,116	100%	222,010	100%	223,259	100%	227,174	100%	227,955	100%	781	0.3%

SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. Y SUBSIDIARIAS
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO
(En miles de dólares)

	Dic.11	%	Dic.12	%	Sep.13	%	Dic.13	%	Sep.14	%	Sep.14 / Sep.13	Variación
INGRESOS OPERATIVOS	86,147	100%	92,462	100%	74,701	100%	106,910	100%	74,632	100%	(69)	-0.1%
Ventas de bienes y servicios	84,898	98.6%	91,213	98.6%	73,973	99.0%	105,672	98.8%	74,132	99.3%	159	0.2%
Ingresos por alquiler	72	0.1%	73	0.1%	80	0.1%	110	0.1%	110	0.1%	30	36.8%
Ingresos por servicios afiliados	635	0.7%	658	0.7%	320	0.4%	631	0.6%	333	0.4%	13	4.0%
Otros ingresos operacionales, neto	542	0.6%	519	0.6%	328	0.4%	497	0.5%	57	0.1%	(271)	-82.6%
Costo de ventas	53,356	61.9%	58,245	63.0%	44,577	59.7%	64,468	60.3%	41,043	55.0%	(3,534)	-7.9%
UTILIDAD OPERATIVA BRUTA	32,790	38.1%	34,217	37.0%	30,124	40.3%	42,442	39.7%	33,589	45.0%	3,465	11.5%
Gastos de ventas, generales y administrativos	14,758	17.1%	15,856	17.1%	13,434	18.0%	17,821	16.7%	13,555	18.2%	121	0.9%
Otros ingresos, neto	46	0.1%	911	1.0%	67	0.1%	108	0.1%	1,237	1.7%	1,170	1756.9%
Ingresos por venta de terreno	0	0.0%	823	0.9%	0	0.0%	0	0.0%	985	1.3%	985	
Intereses ganados en depósitos a plazo fijo	46	0.1%	70	0.1%	67	0.1%	108	0.1%	252	0.3%	185	277.9%
Otros ingresos financieros, neto	0	0.0%	18	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	
EBITDA	18,079	21.0%	19,272	20.8%	16,577	22.4%	24,729	23.1%	21,270	28.5%	4,514	26.9%
Depreciación y Amortización	7,153	8.3%	6,850	7.4%	5,001	6.7%	6,674	6.2%	5,314	7.1%	313	6.3%
RESULTADO OPERATIVO (EBIT)	10,926	12.7%	12,422	13.4%	11,756	15.7%	18,055	16.9%	15,957	21.4%	4,201	35.7%
Gastos de financiamiento	2,350	2.7%	2,777	3.0%	2,666	3.6%	3,311	3.1%	1,815	2.4%	(851)	-31.9%
Intereses pagados en financiamientos bancarios	1,653	1.9%	2,022	2.2%	1,808	2.4%	2,175	2.0%	1,008	1.4%	(801)	-44.3%
Intereses pagados sobre bonos	483	0.6%	606	0.7%	703	0.9%	949	0.9%	635	0.9%	(68)	-9.7%
Amortización de costos de emisión de bonos	213	0.2%	149	0.2%	154	0.2%	188	0.2%	172	0.2%	18	11.4%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	8,576	10.0%	9,645	10.4%	9,091	12.2%	14,744	13.8%	14,142	18.9%	5,051	55.6%
Impuesto sobre la renta, neto	1,986	2.3%	807	0.9%	857	1.2%	1,401	1.3%	1,128	1.5%		

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.11	Dic.12	Sep.13	Dic.13	Sep.14
Rentabilidad					
ROAA ¹	3.5%	4.2%	4.9%	5.9%	8.0%
ROAE ²	11.0%	13.3%	15.3%	17.9%	22.4%
(Ingresos operativos - Costo de ventas) / Ingresos operativos	38.1%	37.0%	40.3%	39.7%	45.0%
Utilidad operativa / Ingresos operativos	12.7%	13.4%	15.7%	16.9%	21.4%
Gastos generales y administrativos / Ingresos operativos	17.1%	17.1%	18.0%	16.7%	18.2%
Gastos financieros / Ingresos operativos	2.7%	3.0%	3.6%	3.1%	2.4%
EBITDA ³ (En US\$ miles)*	18,079	19,272	22,342	24,729	28,361
EBITDA / Ingresos operativos	21.0%	20.8%	22.4%	23.1%	28.5%
EBITDA / Gastos financieros (veces)	7.69	6.94	6.29	7.47	11.72
EBIT ⁴ / Gastos financieros (veces)	4.65	4.47	4.41	5.45	8.79
EBIT / Ingresos operativos	12.7%	13.4%	15.7%	16.9%	21.4%
EBITDA / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	0.34	0.26	0.37	0.44	0.53
Depreciación / (Costos y gastos + Depreciación)	9.5%	8.5%	7.9%	7.5%	8.9%
Depreciación / EBITDA	39.6%	35.5%	29.8%	27.0%	25.0%
Utilidad neta / Ingresos operativos	7.6%	9.6%	11.0%	12.5%	17.4%
Utilidad neta / Gastos financieros (veces)	2.80	3.18	3.09	4.03	7.17
Otros ingresos / Utilidad neta	0.7%	10.3%	0.8%	0.8%	9.5%
Liquidez y Flujos					
Activos corrientes / Pasivos corrientes	0.68	0.52	0.59	0.67	0.63
(Activos corrientes - Inventario) / Pasivos corrientes	0.33	0.25	0.35	0.41	0.44
Cuentas por cobrar / Activos	7.1%	5.7%	5.7%	6.7%	6.1%
Cuentas por cobrar / Ingresos operativos	16.2%	13.8%	12.8%	14.2%	13.9%
Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles)	5,600	128	23,548	27,396	18,909
Flujo de Caja Operativo, previo a las Variaciones de Capital de Trabajo (FCO Pre VCT) (En US\$ miles)	15,694	15,229	21,288	22,194	26,612
FCO Pre VCT / Deuda financiera	14.2%	11.4%	17.2%	18.5%	24.2%
Flujo de caja no operativo (en US\$ miles)	6,668	-5,572	-8,104	-5,757	-8,269
FCO Pre VCT / Gastos financieros (veces)	6.68	5.48	5.99	6.70	11.00
FCO Pre VCT / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo)	0.29	0.20	0.33	0.40	0.45
Inversiones de capital (CAPEX) (En US\$ miles)	12,047	10,724	6,584	8,260	4,397
FCO Pre VCT / CAPEX (veces)	1.30	1.42	3.23	2.69	6.05
Dividendos pagados (US\$ miles)	0	3,608	4,235	2,600	6,045
Flujo de Caja Operativo - CAPEX - Dividendos pagados + Flujo de Caja no Operativo (Flujo de Caja Libre o FCL) (US\$ miles)	221	-19,776	4,625	10,778	198
FCL / Total de pasivos promedio	0.2%	-13.9%	3.1%	7.2%	0.1%
FCL / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	0.00	-0.26	0.08	0.19	0.00
Dividendos / Utilidad neta	0.0%	40.8%	51.4%	19.5%	46.4%
Dividendos / Utilidades retenidas	0.0%	5.3%	7.7%	3.3%	9.3%
Endeudamiento					
Deuda financiera (En US\$ miles)	110,794	133,257	123,722	119,779	109,900
Deuda financiera de corto plazo / Deuda financiera	47.7%	54.1%	45.7%	43.7%	46.4%
Deuda financiera / Pasivos	83.5%	87.4%	83.0%	81.0%	78.3%
Deuda financiera / Patrimonio (veces)	1.75	1.91	1.67	1.51	1.25
Utilidad neta / Deuda financiera de corto plazo	8.6%	14.2%	17.1%	21.5%	33.6%
Gastos financieros brutos / Deuda financiera promedio	2.2%	2.3%	5.7%	2.6%	4.2%
Deuda financiera / Activos	56.5%	60.0%	55.4%	52.7%	48.2%
Deuda financiera / EBITDA (veces)	6.13	6.91	5.54	4.84	3.88
Deuda financiera / (EBITDA - CAPEX) (veces)	18.37	15.59	9.12	7.27	4.88
Deuda financiera / FCO Pre VCT (veces)	7.06	8.75	4.36	5.40	3.10
Capitalización					
Pasivos / Patrimonio (veces)	2.09	2.19	2.01	1.86	1.60
Activo fijo / Patrimonio	60.9%	60.5%	59.7%	56.8%	44.9%
Pasivos / Activos	67.6%	68.7%	66.8%	65.1%	61.6%
Pasivos corrientes / Pasivos totales	52.2%	56.2%	48.0%	49.3%	49.7%
Pasivos corrientes / Patrimonio	109.1%	123.1%	96.4%	91.8%	79.7%
Patrimonio / Activos	32.4%	31.3%	33.2%	34.9%	38.4%
Patrimonio / Activos fijos	145.9%	149.1%	152.4%	159.5%	196.4%
Capital primario / Patrimonio	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%
Deuda financiera / Capital primario (veces)	1.75	1.92	1.67	1.51	1.26
Pasivos / Capital Primario (veces)	2.09	2.19	2.01	1.87	1.60
Capital Primario / Activos fijos neto	145.8%	148.9%	152.3%	159.4%	196.2%
Rentabilidad promedio sobre capital primario	11.0%	13.3%	15.1%	17.9%	39.6%
Otros indicadores					
Rotación de cuentas por cobrar (días) ⁵	58.3	49.6	49.7	51.2	53.9
Rotación de inventario corriente (días) ⁶	162.5	141.8	103.9	105.7	86.7
Rotación de inventario de viviendas (años) ⁷	2.3	2.3	2.3	2.1	2.5
Rotación de cuentas por pagar (días) ⁸	53.3	36.3	31.0	48.9	42.6
Crecimiento anual de activos	7.9%	13.2%	8.1%	2.3%	2.1%
Crecimiento anual de ingresos operativos	17.9%	7.3%	12.8%	15.6%	-0.1%
Crecimiento anual de los gastos financieros	-4.7%	18.2%	29.5%	19.3%	-31.9%
Crecimiento anual de la utilidad neta	23.6%	34.1%	71.7%	51.0%	58.1%
Depreciación del ejercicio / Activos fijos	16.4%	14.7%	13.7%	13.4%	15.9%

Covenants Financieros para Bonos	Dic.11	Dic.12	Sep.13	Dic.13	Sep.14
% de deuda financiera sujeta a covenants	50.5%	46.1%	54.2%	57.8%	59.3%
A) Pasivo / Patrimonio (Grupo UNESA) en veces	0.94	1.04	0.93	0.89	0.80
B) Dividendos / Utilidad neta (Grupo UNESA)	20.0%	31.7%	26.6%	23.6%	28.0%
C) Deuda financiera / Capital Primario (Grupo UNESA) en veces	1.07	1.21	1.03	0.96	0.84
D) Deuda financiera / Patrimonio (Grupo UNESA) en veces	0.79	0.91	0.79	0.74	0.66
E) Deuda financiera / Patrimonio (SUCASA) en veces	1.75	1.91	1.67	1.51	1.25
F) Dividendos / Utilidad neta (SUCASA)	0.0%	40.8%	51.4%	19.5%	46.4%

A) No mayor que 1.75 veces.

B) No mayor a 40%.

C) No menor que 1.45 veces.

D) No mayor que 1.5 veces.

E) No mayor que 2.0 veces.

F) No mayor a 40%.