



# UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. (UNESA) Y SUBSIDIARIAS

Ciudad de Panamá, Panamá

10 de marzo de 2017

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Entidad	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.
Perspectiva	Estable	

*"La presente calificación no es una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión o de la solvencia de la entidad calificada".*

-----Millones de US\$-----					
	Sept.16	Dic.15		Sept.16	Dic.15
Activos:	380.0	352.0	U. Neta:	22.7	23.4
Pasivos:	157.5	153.2	ROAA*:	8.5%	7.0%
Patrimonio:	222.5	198.8	ROAE*:	14.8%	12.5%

\*Al 30 de septiembre de 2016 los indicadores se presentan anualizados.

**Historia de la Calificación:** Entidad → A.pa (20.08.13).

La información utilizada para el presente análisis comprende los Estados Financieros Auditados de UNESA S.A. y Subsidiarias al 31 de diciembre de 2013, 2014 y 2015, así como Estados Financieros No Auditados al 30 de septiembre de 2015 y 2016, e información financiera adicional proporcionada por la Entidad.

**Fundamento:** Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió ratificar la categoría A.pa otorgada a Unión Nacional de Empresas, S.A. y Subsidiarias (en adelante UNESA, el Grupo o el Conglomerado). La perspectiva se mantiene en Estable.

La calificación otorgada se sustenta en la participación del Conglomerado en distintas industrias dentro de la República de Panamá, con énfasis en construcción y venta de viviendas. Lo anterior le permite continuar mostrando un crecimiento sostenido tanto a nivel de activos como en el volumen de ingresos anuales. Al mismo tiempo, se pondera de manera favorable la cobertura que le otorga la generación del negocio (medida a través del EBITDA de los 12 últimos meses) tanto a los gastos financieros como al servicio de deuda (porción corriente de la deuda a largo plazo + gastos financieros). No menos importante resulta la baja palanca contable (pasivo / patrimonio), mientras que a nivel de palanca financiera (deuda financiera total / EBITDA anualizado) la misma todavía mantiene espacio para mejorar.

No obstante lo anterior, a la fecha restringe a UNESA el poder contar con una mayor calificación la relativa concentración de flujos provenientes de actividades asociadas a la construcción, los cuales tienden a sensibilizarse ante el surgimiento de cambios desfavorables en las condiciones económico-políticas del país. Asimismo, UNESA mantiene dos unidades de negocio que continúan registrando pérdidas, lo que a su vez restringe una mayor generación consolidada de flujos. Fue tomado en consideración igualmente la participación relativa de la inversión en acciones registradas como disponibles para la venta respecto al total de activos corrientes, la misma que no se considera del todo un activo de rápida realización, lo cual sensibiliza el indicador de liquidez del Grupo.

UNESA es un conglomerado de empresas que mantiene como principal línea de negocio -ejecutada por Sociedad

Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA)- la venta de viviendas para familias de poder adquisitivo medio y medio-bajo. El Conglomerado mantiene cinco unidades de negocio adicionales a las señaladas anteriormente, pertenecientes a las siguientes industrias: hostelería, servicios financieros, alquiler y venta de equipo, administración de galeras y construcción de centros comerciales.

Al 30 de septiembre de 2016, los activos consolidados de UNESA registran un crecimiento anual de 8.0%, al totalizar US\$380.0 millones. Lo anterior se sustenta principalmente en el crecimiento de los inventarios no corrientes, en especial el rubro de terrenos y costos de construcción en proceso. Cabe señalar que el Conglomerado, a través de su subsidiaria SUCASA, se mantiene de forma constante en la búsqueda y adquisición de terrenos para desarrollos futuros. Esta naturaleza de rotación de los activos se lleva a cabo en intervalos de dos años de compra intensiva de inventarios, seguido de dos años de menor intensidad de adquisición de nuevos activos productivos. En este sentido, cabe señalar que el 40.5% de los activos corresponden a la unidad de construcción y venta de viviendas, por lo que la participación conjunta entre terrenos y costos de construcción en proceso promedia 36.9% de los activos totales durante los últimos ejercicios, con una tendencia al alza.

Entre los activos líquidos de UNESA se encuentran las inversiones disponibles para la venta que representan el 13.8% de los activos totales y 42.5% de los activos corrientes, estando conformados íntegramente por instrumentos de renta variable emitidos por empresas panameñas.

Con referencia a la estructura pasiva del Conglomerado, al 30 de septiembre de 2016 los pasivos totales ascienden a US\$157.5 millones, registrando un crecimiento de 2.8% respecto al cierre del ejercicio 2015. Dentro de la estructura

del fondeo, la mayor parte del mismo corresponde a deuda financiera (incluyendo las obligaciones bajo arrendamiento financiera y la colocación de Valores Comerciales Negociables), la cual se sitúa en US\$141.3 millones al corte de análisis, representando el 89.7% del pasivo. En este sentido, el 59.9% de las obligaciones financieras corresponden a deuda a largo plazo, lo cual le permite fondear sus inventarios no corrientes, los mismos que presentan periodos de rotación elevados por vincularse en su mayoría al desarrollo de actividades en el sector construcción. Con respecto a las obligaciones a corto plazo, no se observa mayor crecimiento en el periodo analizado.

Si bien el Grupo se encuentra en etapa de expansión, esto último no ha deteriorado la palanca contable, toda vez que el patrimonio también ha acompañado el crecimiento. Es así que al 30 de septiembre de 2016 la palanca contable (pasivo / patrimonio) se sitúa en 0.71 veces (0.77 al cierre del ejercicio 2015). No obstante, la palanca financiera (deuda financiera / EBITDA) se sitúa en un nivel más alto, oscilando entre 3.8 y 3.2 veces a lo largo de los últimos ejercicios, aunque con una tendencia decrecientes.

Con relación al crecimiento del patrimonio neto, al 30 de septiembre de 2016 el mismo asciende a US\$222.5 millones, registrando una variación positiva de 15.3% respecto al mismo periodo del ejercicio previo, la misma que se sustenta principalmente en las mayores utilidades generadas en el periodo, así como en la emisión de acciones comunes Tipo B (sin derecho a voto). Cabe indicar que dentro de la estructura patrimonial las utilidades de ejercicios anteriores representan el 61.8% del total, lo cual se mitiga en parte por la tendencia de repartición de dividendos de UNESA, la misma que equivale aproximadamente al 30% de las utilidades generadas en el ejercicio.

Al 30 de septiembre de 2016, los ingresos operativos de UNESA ascienden a US\$113.3 millones, lo que representa un aumento de 14.8%, respecto al mismo periodo de 2015, el mismo que se sustenta principalmente en el desempeño de la unidad de construcción y venta de viviendas, la misma que agrupa el 94.5% de la utilidad operativa<sup>1</sup>. A la fecha UNESA contempla efectuar una serie de medidas para

potenciar los resultados de cada una de sus unidades de negocio, en particular la de equipos y hoteles, las cuales han presentado el mayor grado de afectación, debido a situaciones vinculadas al desempeño de la economía panameña y la sobre-oferta de servicios hoteleros. El costo de venta a nivel relativo si bien no registra mayor variación respecto al ejercicio previo, sí se muestran eficiencias en cuanto a la participación de los gastos operativos y un menor peso relativo de los gastos financieros respecto al mismo periodo de 2015, lo cual permite a UNESA cerrar el tercer trimestre de 2016 con una utilidad neta de US\$22.7 millones, la misma que respecto a los ingresos operativos resulta mayor al pasar de 15.7% a 20.0% de forma interanual.

De medir la generación propia del negocio a través del EBITDA (anualizado 12 últimos meses), el mismo mejora de manera importante (+70.9%) al pasar de forma interanual de US\$26.3 millones a US\$44.9 millones. Esto último ha permitido a UNESA hacer frente a sus compromisos financieros de corto plazo, específicamente su servicio de deuda (porción corriente de deuda a largo plazo + gastos financieros), logrando una cobertura de 2.91 veces (1.80 veces en el mismo periodo de 2015). Asimismo, de incluir los Valores Comerciales Negociables dentro del servicio de deuda, la cobertura se sitúa en 1.03 veces, mejorando respecto al indicador de 0.61 veces que mantenía en el 2015.

El mayor resultado logrado por el Conglomerado al 30 de septiembre de 2016, se ve reflejado en el retorno promedio anualizado de los activos (ROAA) y del accionista (ROAE), los mismos que se sitúan en 8.5% y 14.8%, respectivamente (7.0% y 12.5% al 31 de diciembre 2015). Finalmente, el Conglomerado mantiene como principal reto el mejorar la cobertura del servicio de deuda con el flujo de caja operativo, a lo cual se suma el seguir trabajando en reducir la palanca financiera. A esto se suma la consolidación del negocio hotelero y el de alquiler de equipos, esto en un entorno más competitivo. Equilibrium continuará haciendo seguimiento al desempeño del Conglomerado a fin de que la calificación asignada sea congruente con el nivel de riesgo de la misma.

<sup>1</sup> Ingresos operativos – Costo de ventas – Gastos generales y administrativos.

### **Fortalezas**

1. Trayectoria y posicionamiento de la franquicia en sus diferentes nichos de mercado, especialmente viviendas.
2. Adecuados indicadores de cobertura de deuda con el EBITDA.
3. Estructura de activos permite la diversificación de ingresos y la sostenibilidad en el mediano y largo plazo.

### **Debilidades**

1. Baja cobertura del servicio de deuda con el flujo de caja operativo del Grupo.
2. Relativa concentración de las utilidades operativas en la industria de construcción de viviendas, la cual es una actividad sensible ante cambios adversos en las condiciones económicas y/o políticas del país.
3. Bajo desempeño en dos unidades de negocio (hoteles y equipos).

### **Oportunidades**

1. Impulso de la utilidad operativa de todas las unidades de negocio de UNESA.
2. Reforzamiento en los procesos de seguimiento, control y divulgación para la toma de decisiones.

### **Amenazas**

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

## DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Unión Nacional de Empresas, S.A., es un conglomerado de empresas con domicilio en la República de Panamá, que cuenta con más de 49 años de existencia en su principal línea de negocios ejecutada por Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA), que consiste en la venta de viviendas para familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo. La Entidad integra cinco unidades de negocio adicionales, cada una de las cuales pertenecen a las siguientes industrias: hostelería, servicios financieros, alquiler y venta de equipo, administración de galeras y construcción de centros comerciales. La empresa se apega a prácticas de gestión centralizadas apoyadas en procesos y tecnología de comercialización diferenciadas.

A la fecha de análisis, las unidades que integran UNESA son las siguientes:

1. **Viviendas:** Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA), desarrolla y comercializa proyectos de vivienda, principalmente en el área metropolitana, los cuales se enfocan a niveles socio-económicos medios y bajos. También se incluye la venta de inmuebles comerciales. Es la unidad de negocio con mayor antigüedad.
2. **Restaurantes:** Operan bajo las franquicias T.G.I. Friday's desde julio de 1995.
3. **Equipos:** Venta y alquiler de equipo liviano, mediano y pesado bajo la marca COAMCO, desde 1990.
4. **Hoteles:** Negocio de hotelería a través de las marcas Country Inn & Suite desde noviembre de 1997 y Hotel Playa Tortuga desde junio de 2008.
5. **Locales Comerciales:** Centros comerciales de pequeño tamaño en el área metropolitana.
6. **Zona Procesadora:** Alquiler de bodegas dentro de la zona franca para la exportación, bajo la marca PANEXPORT.
7. **Financiera:** Otorgamiento de préstamos de consumo, principalmente del sector privado, gubernamental y jubilados a través de la Central de Préstamos INCASA.
8. **Otras Operaciones:** Venta de terrenos, dividendos recibidos por inversiones, entre otros ingresos.

### Junta Directiva

Los miembros de la Junta Directiva ejercen un importante rol en la toma de decisiones, los mismos que se encuentran integrados por las siguientes personas:

Cargo	Nombre
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 Cardoze García de Paredes
Director Suplente	Francisco J. Linares Ferrer
Director Suplente	Diego E. Quijano Durán
Director Suplente	Raúl E. Delvalle H.

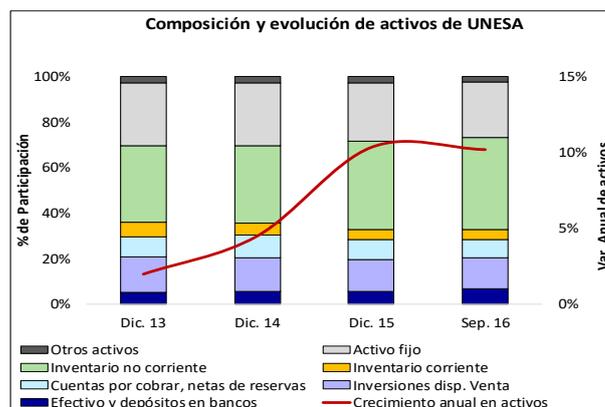
Para el ejercicio de decisión y seguimiento, se conforman diversos comités que ejecutan la planificación y seguimiento de las operaciones y, a nivel operativo, se ha adoptado un esquema tradicional de controles, procedimientos corporativos y prácticas de divulgación a inversionistas y al mercado, dado que la compañía ha recurrido al mercado de valores para el financiamiento del crecimiento. Los comités se resumen a continuación:

Comité	Frecuencia	Temas Tratados
Ejecutivo	Mensual	Nuevas inversiones, compra de tierra, estructura administrativa, análisis de estados financieros del Conglomerado, asuntos legales.
Finanzas, Crédito y Cobro	Mensual	Morosidades, gestión de cobros, liquidez, inversiones en títulos, políticas de crédito y tesorería.
Auditoría	Mensual	Reportes de auditoría, seguimiento a correcciones y ajustes de políticas.
Recursos Humanos	Mensual	Asuntos laborales, programas de capacitación y entrenamiento, beneficios laborales y contrataciones de alto y medio nivel.
Operaciones	Trimestral	Seguimiento a las operaciones de cada unidad, resultados y perspectivas de las unidades de negocio.

## DESEMPEÑO FINANCIERO DE UNESA

### Activos

Al 30 de septiembre de 2016, UNESA muestra activos totales por US\$380.0 millones, registrando un crecimiento de 8.0% respecto al cierre del ejercicio 2015 y de 10.2% respecto al mismo período del ejercicio previo.



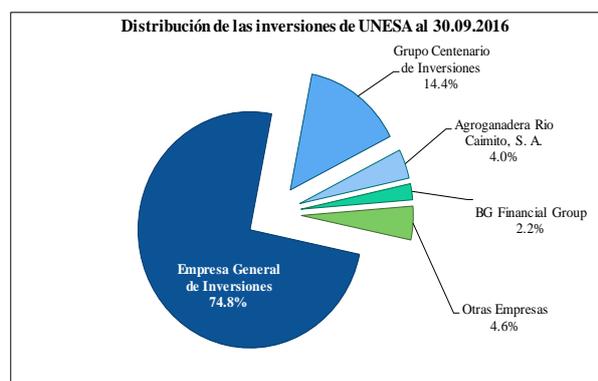
De acuerdo a lo mostrado en el gráfico anterior, en donde se detalla el desenvolvimiento del balance durante los últimos cuatro ejercicios, se corrobora que continuamente los inventarios no corrientes sustentan la mayor parte del activo con una participación de 40.5% (39.1% al cierre del ejercicio 2015), lo cual se sustenta en que la mayor parte

del negocio de UNESA proviene de la unidad de viviendas, lo que a su vez exige que se adquiera el suficiente inventario para continuar con el ciclo de urbanización, construcción y venta de viviendas. Cabe señalar que el crecimiento de los inventarios se caracteriza igualmente por ser fluctuante debido a que la industria de construcción de viviendas conlleva un periodo de larga rotación de los activos.

Dentro del rubro de inventarios no corrientes, se resalta la participación de dos partidas en particular: terrenos y costos de construcción en proceso. Ambas constituyen una parte importante del ciclo de construcción de viviendas, el cual comienza con la adquisición de diversas hectáreas de terreno para futuros desarrollos urbanísticos que el Conglomerado contemple ejecutar. Los terrenos que son destinados a albergar los desarrollos inmobiliarios, atraviesan por una fase de movimiento de tierra, construcción de la infraestructura circundante a las futuras viviendas, adecuación de la superficie, entre otros, la cual pasa a representar los costos de construcción en proceso.

Es de aclarar que ambos rubros no son mutuamente excluyentes, ya que es posible que un terreno no cuente con ningún desarrollo o costo de construcción capitalizado, mientras que existen terrenos con lotes totalmente urbanizados y otros en los que existe un desarrollo urbanístico parcial, es decir que una parte del terreno no se ha desarrollado aún.

Por otra parte, los otros activos de importancia lo constituyen las inversiones disponibles para la venta, las cuales totalizan US\$52.4 millones o representan el 13.8% de los activos totales al 30 de septiembre de 2016. La mayor parte de estos títulos valores está invertido en acciones emitidas por Empresa General de Inversiones, quien es el accionista mayoritario del Banco General y otras entidades afiliadas. Según la Administración de UNESA, las inversiones disponibles para la venta presentan un valor actual de US\$72.1 millones, mientras que el valor registrado en libros equivale US\$52.4 millones. Esta diferencia surge del aumento en el valor del precio de las acciones registradas en el portafolio de UNESA que han sido emitidas por empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Panamá (BVP). Las acciones han obtenido valor desde el momento en que fueron adquiridas hasta la fecha de corte de análisis. Por lo tanto, el valor de venta rápida de las inversiones representa un descuento sobre el valor actual y no del valor en libros.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Debido a su característica de corresponder a títulos de renta variable (acciones), Equilibrium considera que las inversiones de UNESA mantienen un grado de realización menor que títulos de renta fija emitidos por gobiernos u otras entidades con calificación de grado de inversión internacional, debido a su característica de corresponder a participaciones directas sobre estas compañías, junto con la baja actividad que presenta la bolsa de valores local.

Resulta relevante mencionar que al 30 de septiembre de 2016, la partida de propiedades de inversión refleja un crecimiento de 59.7% respecto al cierre de 2015 al situarse en US\$35.2 millones, lo cual se sustenta en la terminación del nuevo centro comercial denominado “Plazo del Lago”, a través del cual estiman obtener mayores ingresos por el arrendamiento de locales comerciales.

### Resultados y Rentabilidad

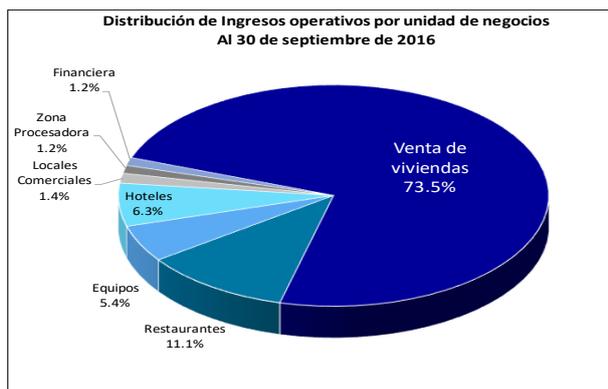
Al 30 de septiembre de 2016, la utilidad neta de UNESA alcanza los US\$22.7 millones, logrando un crecimiento de 47.0% respecto al mismo periodo del año previo, el mismo que se sustenta principalmente en la línea de desarrollo de viviendas proveniente de la entrega del proyecto “Colinas del Lago”. A lo anterior se suma una mejora tanto en valores absolutos como relativos de la eficiencia operacional e inclusive financiera, conllevando a que los indicadores de rentabilidad muestren un mayor desempeño, lo cual se ve reflejado en el retorno promedio anualizado de los activos (ROAA) y para el accionista (ROAE) de 8.5% y 14.8%, respectivamente (7.0% y 12.5% al cierre de 2015, respectivamente).

En línea a lo señalado anteriormente, se resalta que el Conglomerado ha logrado mantener un adecuado control sobre sus costos, toda vez que los mismos han mantenido una participación histórica no mayor al 60% sobre sus ingresos operacionales. De esta manera, el Grupo presenta un margen de contribución de 43.7% al corte de análisis, el mismo que se sitúa en US\$49.5 millones y refleja un crecimiento de 17.1% en comparación al mismo periodo del 2015.

Si bien el desempeño de los resultados de UNESA gira en torno al incremento de sus ingresos operativos, también ha logrado mantener un bajo nivel de costos y gastos operativos. De esta manera, el crecimiento anual de la utilidad operativa<sup>2</sup> de UNESA promedia 17.4% para el periodo comprendido entre los ejercicios 2013 y septiembre de 2016.

Cabe recordar que UNESA es un Conglomerado conformado por distintas unidades de negocio, las cuales se desarrollan en diferentes sectores económicos del país. En este sentido, al 30 de septiembre de 2016, el 73.5% de los ingresos operativos del Conglomerado se sustentan en los ingresos generados por la unidad de construcción y venta de viviendas, seguido de la cadena de restaurantes con 11.1%, mientras que el resto de las líneas presentan contribuciones menores, según se detalla:

<sup>2</sup> Ingresos operativos – Costo de ventas – Gastos generales y administrativos.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Históricamente, la unidad de negocio de construcción de viviendas es la que reporta el mayor porcentaje de participación sobre la utilidad operativa consolidada de UNESA, la cual a su vez ha presentado una tendencia al alza en los últimos ejercicios, acentuándose así la relativa concentración de los resultados hacia la industria de construcción de viviendas.

Participación de la Utilidad Operativa por Unidad de Negocio	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Sept.16
Venta de viviendas	83.4%	90.8%	92.9%	94.5%
Restaurantes	5.6%	4.7%	5.2%	4.6%
Equipos	2.7%	-2.7%	-4.0%	-3.1%
Hoteles	-1.9%	-3.0%	-3.2%	-2.4%
Locales Comerciales	3.6%	3.3%	3.8%	2.8%
Zona Procesadora	4.0%	5.7%	4.1%	3.4%
Financiera	2.6%	1.2%	1.1%	0.3%
<b>Total Consolidado</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Otro aspecto que se recoge en el cuadro anterior es el hecho que la contribución de la utilidad de equipos y de hoteles ha sido negativa durante los últimos ejercicios. En particular, la unidad de equipos ha atravesado por un periodo de poca generación de ingresos que cubra o absorba la alta carga operativa que genera el negocio de alquiler de equipos pesados. UNESA se encuentra en proceso de reestructurar esta unidad de negocio.

Por su parte, la unidad de hoteles continúa siendo afectada por la alta sobreoferta del mercado hotelero en Panamá y, por lo tanto, el número de habitaciones disponibles a nivel nacional supera el volumen de visitantes. Como consecuencia de los excedentes de habitaciones, la Administración ha reducido la tarifa de sus hoteles con el fin de mantener su punto de equilibrio mínimo, por lo cual explica su deterioro hacia los ingresos operativos por unidad. Asimismo, la Administración espera que mejore la situación económica del mercado hotelero para principios del 2017, fecha en la cual existe una mayor demanda por parte de extranjeros.

Otras unidades de negocio complementarias mantienen cierta estabilidad en su contribución a los resultados consolidados, entre los que se encuentran Restaurantes, los Locales Comerciales y la Zona Procesadora (alquiler de galeras). El Grupo también ha diseñado planes para potenciar estas unidades para los próximos ejercicios, en particular, la vinculada al alquiler de locales en pequeños

centros comerciales<sup>3</sup> a través de su nueva plaza comercial "Plazo del Lago".

### Coberturas y Flujos de Efectivo

Al 30 de septiembre de 2016, el EBITDA de UNESA representa el 39.6% de sus ingresos operativos, lo cual refleja la apropiada gestión de costos y gastos por parte del Conglomerado. De esta manera, al corte de análisis el EBITDA de los últimos 12 meses asciende a US\$44.9 millones, mostrando un crecimiento de 20.1%, respecto al cierre del ejercicio 2015. Al medir la cobertura del servicio de deuda con el EBITDA, pero excluyendo los VCNs, se observa que el Conglomerado logra una cobertura de 2.91 veces, mejorando respecto al ratio de 2.11 veces registrado al cierre de 2015. Asimismo, al sensibilizar el servicio de deuda al cierre del tercer trimestre del 2016, tomando en cuenta los VCN's, la cobertura con el EBITDA si bien se ajusta, resulta positiva en 1.03 veces (0.84 veces al cierre de 2015).

Al 30 de septiembre de 2016, al medir las coberturas con el flujo de caja operativo (FCO), se muestra que la cobertura que el mismo brinda a los intereses de la deuda se sitúa en 3.78 veces, mejorando respecto al indicador de 1.93 registrado al cierre de 2015. No obstante, la capacidad de pago del servicio de deuda de UNESA basada en su FCO continúa siendo ajustada. En este sentido, la cobertura se sitúa en 0.66 veces, disminuyendo inclusive más si se incluyen los VCNs (0.23 veces).

### Endeudamiento

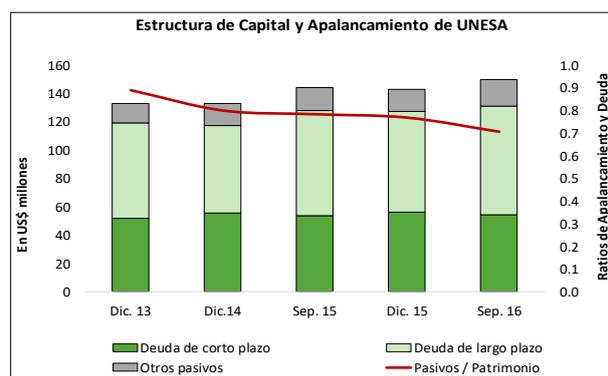
Al 30 de septiembre de 2016, los pasivos totales de UNESA ascienden a US\$157.5 millones, registrando una variación de 2.8% respecto al cierre de 2015, lo cual forma parte de la estrategia de la mayor adquisición y desarrollo de terrenos.

La deuda financiera al corte de análisis totaliza US\$141.3 millones, representando el 89.7% del pasivo total. Este comportamiento es normal dentro de empresas del sector construcción en línea con la necesidad de financiar adquisiciones de terrenos para futuros desarrollos de proyectos. A pesar del crecimiento en la estructura pasiva, el apalancamiento contable (pasivo / patrimonio) de UNESA se mantiene en niveles adecuados y sin cambios significativos al pasar de de 0.77 veces al cierre de 2015 a 0.71 veces al 30 de septiembre de 2016. Lo anterior se da por la alta participación del patrimonio sobre las operaciones realizadas por el Conglomerado. Cabe indicar que por política interna UNESA busca no sobrepasar de 1.25 veces el ratio señalado anteriormente, lo cual se cumple a lo largo de los últimos ejercicios.

Por motivos estratégicos del Grupo, la principal compañía subsidiaria del Conglomerado, SUCASA, es quien emite los instrumentos de deuda corporativa en el mercado, para así fondear a las actividades que forman parte del Conglomerado. Para ello, se han establecido parámetros para el uso de la deuda financiera a nivel interno del Grupo, ya que cada unidad de negocio debe responder por los intereses y capital por pagar a SUCASA, de modo tal

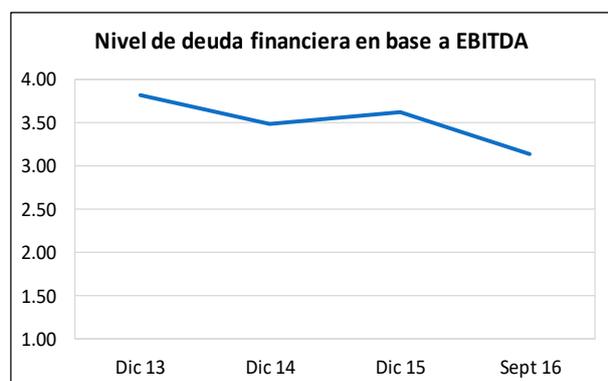
<sup>3</sup> Para mayor información: favor referirse al informe de SUCASA [www.equilibrium.com.pe/sucasapa.com.pdf](http://www.equilibrium.com.pe/sucasapa.com.pdf)

que ésta, a su vez, repague las obligaciones al mercado, según corresponda.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Con relación a la palanca financiera del Conglomerado (deuda financiera / EBITDA), al 30 de septiembre de 2016 la misma se sitúa en 3.15 veces, la misma que viene reduciéndose a lo largo de los últimos ejercicios evaluados y que se esperarí a no supere las 3.0 veces.

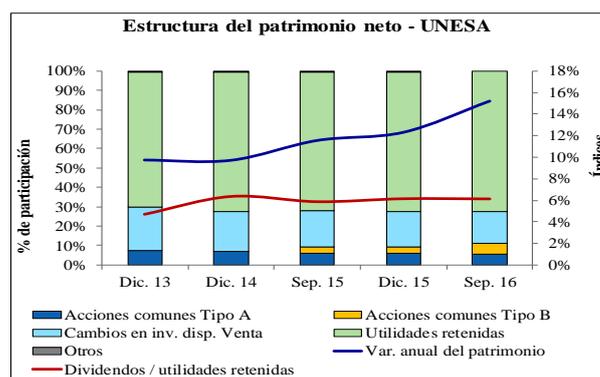


Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

### Solvencia Patrimonial

Parte del adecuado manejo del índice de apalancamiento contable se debe a que UNESA muestra un crecimiento constante de su patrimonio neto, ya sea por la acumulación de utilidades o por la reciente emisión de acciones comunes Tipo B en el mercado. Al 30 de septiembre de 2016, el patrimonio neto asciende a US\$222.5 millones, registrando un crecimiento de 15.3% respecto al mismo periodo de 2015, sustentado principalmente por las mayores utilidades registradas al corte de análisis, así como por un aumento en las acciones nominativas Tipo B.

Es de considerar que las utilidades no distribuidas se comportan de acuerdo al nivel de resultados que general el Conglomerado a través de sus distintas unidades negocio, en especial construcción y venta de viviendas. Al mismo tiempo, históricamente UNESA ha repartido aproximadamente el 30% de las utilidades que genera en el ejercicio fiscal anterior, lo cual resulta una distribución moderada.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Se mantiene el hecho que el porcentaje de distribución de dividendos forme parte de los resguardos financieros de las deudas adquiridas con bancos y con el mercado, lo cual representa un mitigante de riesgo respecto a la baja participación de las acciones comunes Tipo A en el total de patrimonio.

En adición a esto, UNESA emitió acciones comunes Tipo B (sin derecho a voto) desde inicios del ejercicio 2015, alcanzado al corte de análisis US\$13.2 millones. El objetivo de dicha colocación ha sido obtener capital para fondear una parte importante de la adquisición de inventarios de largo plazo, a fin de atenuar un posible impacto sobre el apalancamiento financiero. Equilibrium considera que esta última emisión ha sido beneficiosa para el Grupo y, en la medida que se continúe emitiendo más acciones, UNESA tendrá disponibilidad de fondos para amortiguar sus planes de expansión, a la vez que estos recursos computan como capital común.

Otro rubro que es representativo sobre el patrimonio total es el valor de ganancias no realizadas sobre inversiones disponibles para la venta, las mismas que al 30 de septiembre de 2016 ascienden a US\$36.3 millones y cuyo monto ha permanecido sin cambio alguno a lo largo de los últimos ejercicios analizados, luego de que el Emisor solicitara la actualización del valor razonable de las inversiones por última vez durante el mes de diciembre de 2010, en vista de que las mismas no tienen negociación activa en el mercado.

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS  
BALANCE GENERAL CONSOLIDADO  
(En miles de dólares)

	Dic.13	%	Dic.14	%	Sept.15	%	Dic.15	%	Sept.16	%	Sept. 16 / Dic. 15	Sept. 16 / Sept. 15
<b>ACTIVOS</b>												
Efectivo y equivalentes de efectivo	7,528	2.5%	7,148	2.2%	10,209	3.0%	6,127	1.7%	13,917	3.7%	127.2%	36.3%
Depósitos a plazo fijo	8,398	2.8%	9,977	3.1%	9,461	2.7%	12,913	3.7%	10,996	2.9%	-14.8%	16.2%
Valores disponibles para la venta	47,369	15.5%	48,311	15.1%	49,596	14.4%	49,596	14.1%	52,440	13.8%	5.7%	5.7%
<b>Total de efectivo, depósitos en bancos y valores</b>	<b>63,295</b>	<b>20.7%</b>	<b>65,436</b>	<b>20.5%</b>	<b>69,266</b>	<b>20.1%</b>	<b>68,636</b>	<b>19.5%</b>	<b>77,354</b>	<b>20.4%</b>	<b>12.7%</b>	<b>11.7%</b>
<b>Cuentas por cobrar corrientes:</b>												
Cuentas por cobrar clientes de vivienda	16,131	5.3%	21,093	6.6%	15,925	4.6%	19,944	5.7%	18,124	4.8%	-9.1%	13.8%
Alquileres	446	0.1%	254	0.1%	349	0.1%	411	0.1%	341	0.1%	-17.0%	-2.2%
Hipotecas	6,254	2.0%	6,618	2.1%	7,437	2.2%	7,476	2.1%	8,723	2.3%	16.7%	17.3%
Préstamos comerciales	119	0.0%	39	0.0%	11	0.0%	7	0.0%	0	0.0%	-100.0%	-100.0%
Préstamos personales, neto de comisiones e intereses no devengados	2,796	0.9%	2,871	0.9%	2,638	0.8%	2,556	0.7%	2,197	0.6%	-14.0%	-16.7%
Menos: reserva para cuentas incobrables	(1,231)	-0.4%	(1,248)	-0.4%	(1,313)	-0.4%	(1,057)	-0.3%	(1,098)	-0.3%	3.9%	-16.4%
<b>Cuentas por cobrar corrientes, neta de reservas</b>	<b>24,515</b>	<b>8.0%</b>	<b>29,627</b>	<b>9.3%</b>	<b>25,047</b>	<b>7.3%</b>	<b>29,337</b>	<b>8.3%</b>	<b>28,287</b>	<b>7.4%</b>	<b>-3.6%</b>	<b>12.9%</b>
<b>Inventarios corrientes:</b>												
Unidades de viviendas terminadas y locales comerciales	11,749	3.9%	9,768	3.1%	7,900	2.3%	8,629	2.5%	12,406	3.3%	43.8%	57.0%
Materiales, equipos y repuestos	7,178	2.4%	6,434	2.0%	5,068	1.5%	6,798	1.9%	5,021	1.3%	-26.1%	-0.9%
Viveres y bebidas	324	0.1%	258	0.1%	219	0.1%	255	0.1%	231	0.1%	-9.3%	5.3%
<b>Total de inventarios corrientes</b>	<b>19,251</b>	<b>6.3%</b>	<b>16,460</b>	<b>5.2%</b>	<b>13,187</b>	<b>3.8%</b>	<b>15,682</b>	<b>4.5%</b>	<b>17,658</b>	<b>4.6%</b>	<b>12.6%</b>	<b>33.9%</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>107,061</b>	<b>35.1%</b>	<b>111,523</b>	<b>35.0%</b>	<b>107,501</b>	<b>31.2%</b>	<b>113,655</b>	<b>32.3%</b>	<b>123,299</b>	<b>32.4%</b>	<b>8.5%</b>	<b>14.7%</b>
<b>Inventarios no corrientes:</b>												
Costos de construcción en proceso	46,277	15.2%	53,080	16.6%	61,116	17.7%	62,582	17.8%	67,458	17.8%	7.8%	10.4%
Terrenos	56,613	18.6%	55,687	17.5%	75,174	21.8%	74,391	21.1%	85,882	22.6%	15.4%	14.2%
Otros	643	0.2%	560	0.2%	529	0.2%	504	0.1%	480	0.1%	-4.8%	-9.2%
<b>Total de inventarios no corrientes</b>	<b>103,533</b>	<b>33.9%</b>	<b>109,327</b>	<b>34.3%</b>	<b>136,819</b>	<b>39.7%</b>	<b>137,478</b>	<b>39.1%</b>	<b>153,820</b>	<b>40.5%</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.4%</b>
Valores mantenidos al vencimiento	222	0.1%	218	0.1%	218	0.1%	218	0.1%	0	0.0%	-100.0%	-100.0%
Inversiones en asociadas	2,442	0.8%	2,246	0.7%	2,220	0.6%	2,207	0.6%	2,186	0.6%	-1.0%	-1.5%
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	442	0.1%	593	0.2%	397	0.1%	339	0.1%	351	0.1%	3.6%	-11.6%
Cuentas por cobrar varias	1,962	0.6%	1,098	0.3%	1,119	0.3%	1,017	0.3%	1,548	0.4%	52.2%	38.4%
Propiedades de inversión, neto	15,579	5.1%	21,548	6.8%	22,180	6.4%	22,032	6.3%	35,193	9.3%	59.7%	58.7%
Equipos en arrendamiento, neto	3,931	1.3%	4,171	1.3%	3,459	1.0%	3,078	0.9%	4,294	1.1%	39.5%	24.2%
Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto	64,201	21.0%	61,727	19.4%	64,712	18.8%	65,422	18.6%	52,289	13.8%	-20.1%	-19.2%
Franquicias, neto de amortización acumulada	593	0.2%	139	0.0%	122	0.0%	206	0.1%	186	0.0%	-9.5%	53.2%
Otros activos	5,197	1.7%	6,310	2.0%	6,043	1.8%	6,318	1.8%	6,865	1.8%	8.7%	13.6%
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>198,102</b>	<b>64.9%</b>	<b>207,378</b>	<b>65.0%</b>	<b>237,289</b>	<b>68.8%</b>	<b>238,316</b>	<b>67.7%</b>	<b>256,732</b>	<b>67.6%</b>	<b>7.7%</b>	<b>8.2%</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>305,163</b>	<b>100%</b>	<b>318,901</b>	<b>100%</b>	<b>344,790</b>	<b>100%</b>	<b>351,970</b>	<b>100%</b>	<b>380,031</b>	<b>100%</b>	<b>8.0%</b>	<b>10.2%</b>

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS  
BALANCE GENERAL CONSOLIDADO  
(En miles de dólares)

	Dic.13	%	Dic.14	%	Sept.15	%	Dic.15	%	Sept.16	%	Sept. 16 / Dic. 15	Sept. 16 / Sept. 15
<b>PASIVOS</b>												
Sobregiros y préstamos bancarios	0	0.0%	11,057	3.5%	15,173	4.4%	18,650	5.3%	15,943	4.2%	-14.5%	5.1%
Valores Comerciales Negociables Rotativos	42,879	14.1%	36,366	11.4%	28,221	8.2%	26,756	7.6%	27,981	7.4%		
Préstamos bancarios por pagar de largo plazo, porción de corto plazo	1,288	0.4%	1,530	0.5%	1,370	0.4%	1,246	0.4%	789	0.2%	-36.6%	-42.4%
Bonos por pagar, porción de corto plazo	8,523	2.8%	7,421	2.3%	9,495	2.8%	10,000	2.8%	10,000	2.6%	0.0%	5.3%
Obligaciones bajo arrendamiento financiero, porción de corto plazo	3,474	1.1%	3,852	1.2%	920	0.3%	3,744	1.1%	1,942	0.5%	-48.1%	111.0%
Cuentas por pagar proveedores	8,145	2.7%	6,158	1.9%	5,640	1.6%	7,600	2.2%	6,046	1.6%	-20.4%	7.2%
Cuentas por pagar otras	2,195	0.7%	2,299	0.7%	1,459	0.4%	2,307	0.7%	1,603	0.4%	-30.5%	9.8%
Intereses acumulados por pagar sobre bonos	212	0.1%	253	0.1%	305	0.1%	213	0.1%	23	0.0%	-89.3%	-92.5%
Impuesto sobre la renta por pagar	71	0.0%	25	0.0%	74	0.0%	80	0.0%	176	0.0%	118.8%	135.9%
Gastos acumulados por pagar	2,162	0.7%	2,329	0.7%	2,626	0.8%	2,690	0.8%	2,918	0.8%	8.5%	11.1%
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>68,948</b>	<b>22.6%</b>	<b>71,290</b>	<b>22.4%</b>	<b>65,283</b>	<b>18.9%</b>	<b>73,287</b>	<b>20.8%</b>	<b>67,422</b>	<b>17.7%</b>	<b>-8.0%</b>	<b>3.3%</b>
Préstamos bancarios, porción de largo plazo	6,369	2.1%	4,761	1.5%	4,114	1.2%	3,681	1.0%	12,607	3.3%	242.5%	206.5%
Bonos por pagar, porción de largo plazo	60,701	19.9%	56,376	17.7%	69,659	20.2%	67,123	19.1%	63,935	16.8%	-4.7%	-8.2%
Obligaciones bajo arrendamiento financiero, porción de largo plazo	4,425	1.5%	5,317	1.7%	7,822	2.3%	4,458	1.3%	8,149	2.1%	82.8%	4.2%
Depósitos de clientes	3,338	1.1%	3,905	1.2%	4,531	1.3%	4,434	1.3%	5,316	1.4%	19.9%	17.3%
Ingresos diferidos	152	0.0%	322	0.1%	323	0.1%	213	0.1%	96	0.0%	-55.1%	-70.4%
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>74,985</b>	<b>24.6%</b>	<b>70,680</b>	<b>22.2%</b>	<b>86,449</b>	<b>25.1%</b>	<b>79,910</b>	<b>22.7%</b>	<b>90,103</b>	<b>23.7%</b>	<b>12.8%</b>	<b>4.2%</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>143,934</b>	<b>47.2%</b>	<b>141,970</b>	<b>44.5%</b>	<b>151,733</b>	<b>44.0%</b>	<b>153,196</b>	<b>43.5%</b>	<b>157,524</b>	<b>41.5%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.8%</b>
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>												
Acciones nominativas tipo A	12,815	4.2%	12,815	4.0%	12,815	3.7%	12,815	3.6%	12,815	3.4%	0.0%	0.0%
Acciones nominativas tipo B	0	0.0%	0	0.0%	5,913	1.7%	6,005	1.7%	13,168	3.5%	119.3%	122.7%
Acciones en tesorería	(741)	-0.2%	(741)	-0.2%	(741)	-0.2%	(741)	-0.2%	(741)	-0.2%	0.0%	0.0%
Utilidades capitalizadas por subsidiaria	687	0.2%	687	0.2%	687	0.2%	687	0.2%	687	0.2%	0.0%	0.0%
Ganancia no realizada sobre inversiones	36,280	11.9%	36,280	11.4%	36,280	10.5%	36,280	10.3%	36,280	9.5%	0.0%	0.0%
Utilidad no distribuidas	93,357	30.6%	105,379	33.0%	122,593	35.6%	120,237	34.2%	137,523	36.2%	14.4%	12.2%
Utilidad del ejercicio	18,765	6.1%	22,442	7.0%	15,440	4.5%	23,419	6.7%	22,700	6.0%	-3.1%	47.0%
Participación no controladora	67	0.0%	69	0.0%	72	0.0%	72	0.0%	75	0.0%	3.9%	4.8%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>161,230</b>	<b>52.8%</b>	<b>176,931</b>	<b>55.5%</b>	<b>193,058</b>	<b>56.0%</b>	<b>198,774</b>	<b>56.5%</b>	<b>222,507</b>	<b>58.5%</b>	<b>11.9%</b>	<b>15.3%</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>305,163</b>	<b>100%</b>	<b>318,901</b>	<b>100%</b>	<b>344,790</b>	<b>100%</b>	<b>351,970</b>	<b>100%</b>	<b>380,031</b>	<b>100%</b>	<b>8.0%</b>	<b>10.2%</b>

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS  
 ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO  
 (En miles de dólares)

	Dic.13	%	Dic.14	%	Sept.15	%	Dic.15	%	Sept.16	%	Sept. 16 / Sept. 15	Dic. 15 / Dic. 14
<b>INGRESOS OPERATIVOS</b>	<b>129,292</b>	<b>100%</b>	<b>124,898</b>	<b>100%</b>	<b>98,628</b>	<b>100%</b>	<b>136,542</b>	<b>100%</b>	<b>113,266</b>	<b>100%</b>	<b>14.8%</b>	<b>9.3%</b>
Ventas de bienes y servicios	123,884	95.8%	119,580	95.7%	94,564	95.9%	131,176	96.1%	108,722	96.0%	15.0%	9.7%
Ingresos por alquiler	3,127	2.4%	3,324	2.7%	2,752	2.8%	3,716	2.7%	2,945	2.6%	7.0%	11.8%
Intereses ganados en financiamiento	1,521	1.2%	1,495	1.2%	1,148	1.2%	1,539	1.1%	1,276	1.1%	11.1%	2.9%
Otros ingresos operacionales	760	0.6%	499	0.4%	164	0.2%	111	0.1%	324	0.3%	97.9%	-77.9%
<b>Costo de ventas</b>	<b>77,020</b>	<b>59.6%</b>	<b>70,250</b>	<b>56.2%</b>	<b>56,390</b>	<b>57.2%</b>	<b>78,003</b>	<b>57.1%</b>	<b>63,787</b>	<b>56.3%</b>	<b>13.1%</b>	<b>11.0%</b>
<b>MARGEN DE CONTRIBUCIÓN</b>	<b>52,272</b>	<b>40.4%</b>	<b>54,649</b>	<b>43.8%</b>	<b>42,237</b>	<b>42.8%</b>	<b>58,538</b>	<b>42.9%</b>	<b>49,480</b>	<b>43.7%</b>	<b>17.1%</b>	<b>7.1%</b>
<b>Gastos de ventas, generales y administrativos</b>	<b>22,337</b>	<b>17.3%</b>	<b>23,476</b>	<b>18.8%</b>	<b>17,699</b>	<b>17.9%</b>	<b>24,074</b>	<b>17.6%</b>	<b>17,769</b>	<b>15.7%</b>	<b>0.4%</b>	<b>2.5%</b>
<b>Otros ingresos, neto</b>	<b>3,449</b>	<b>2.7%</b>	<b>5,191</b>	<b>4.2%</b>	<b>1,498</b>	<b>1.5%</b>	<b>2,917</b>	<b>2.1%</b>	<b>1,842</b>	<b>1.6%</b>	<b>23.0%</b>	<b>-43.8%</b>
Ganancia (pérdida) en la venta de terreno	1,468	1.1%	2,363	1.9%	(141)	-0.1%	(43)	0.0%	0	0.0%	-100.0%	-101.8%
Intereses ganados en depósitos a plazo fijo	108	0.1%	383	0.3%	359	0.4%	509	0.4%	340	0.3%	-5.5%	32.8%
Dividendos ganados	1,945	1.5%	2,382	1.9%	1,262	1.3%	2,406	1.8%	1,398	1.2%	10.8%	1.0%
Participación patrimonial en asociadas	(72)	-0.1%	63	0.1%	18	0.0%	45	0.0%	105	0.1%	489.5%	-28.8%
<b>UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN</b>	<b>33,384</b>	<b>25.8%</b>	<b>36,364</b>	<b>29.1%</b>	<b>26,036</b>	<b>26.4%</b>	<b>37,382</b>	<b>27.4%</b>	<b>33,553</b>	<b>29.6%</b>	<b>28.9%</b>	<b>2.8%</b>
Depreciación y Amortización	8,750	6.8%	8,904	7.1%	7,017	7.1%	9,331	6.8%	6,874	6.1%	-2.0%	4.8%
<b>UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS</b>	<b>24,634</b>	<b>19.1%</b>	<b>27,459</b>	<b>22.0%</b>	<b>19,019</b>	<b>19.3%</b>	<b>28,051</b>	<b>20.5%</b>	<b>26,680</b>	<b>23.6%</b>	<b>40.3%</b>	<b>2.2%</b>
<b>Gastos de financiamiento</b>	<b>3,926</b>	<b>3.0%</b>	<b>3,115</b>	<b>2.5%</b>	<b>2,124</b>	<b>2.2%</b>	<b>2,759</b>	<b>2.0%</b>	<b>2,058</b>	<b>1.8%</b>	<b>-3.1%</b>	<b>-11.4%</b>
Intereses pagados en financiamientos bancarios	2,255	1.7%	1,483	1.2%	859	0.9%	1,060	0.8%	899	0.8%	4.7%	-28.6%
Intereses pagados sobre bonos	1,473	1.1%	1,397	1.1%	1,070	1.1%	1,408	1.0%	953	0.8%	-10.9%	0.8%
Amortización de costos de emisión de bonos	197	0.2%	235	0.2%	195	0.2%	291	0.2%	206	0.2%	5.7%	24.0%
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA</b>	<b>20,708</b>	<b>16.0%</b>	<b>24,345</b>	<b>19.5%</b>	<b>16,894</b>	<b>17.1%</b>	<b>25,292</b>	<b>18.5%</b>	<b>24,622</b>	<b>21.7%</b>	<b>45.7%</b>	<b>3.9%</b>
Impuesto sobre la renta, neto	1,943	1.5%	1,902	1.5%	1,455	1.5%	1,873	1.4%	1,922	1.7%	32.1%	-1.5%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>18,765</b>	<b>14.5%</b>	<b>22,442</b>	<b>18.0%</b>	<b>15,440</b>	<b>15.7%</b>	<b>23,419</b>	<b>17.2%</b>	<b>22,700</b>	<b>20.0%</b>	<b>47.0%</b>	<b>4.4%</b>

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS  
BALANCE GENERAL CONSOLIDADO  
(En miles de dólares)

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.13	Dic.14	Sept.15	Dic.15	Sept.16
<b>Rentabilidad</b>					
ROAA <sup>1</sup>	6.2%	7.2%	6.6%	7.0%	8.5%
ROAE <sup>2</sup>	12.2%	13.3%	11.8%	12.5%	14.8%
(Ingresos operativos - Costo de ventas) / Ingresos operativos	40.4%	43.8%	42.8%	42.9%	43.7%
Gastos generales y administrativos / Ingresos operativos	17.3%	18.8%	17.9%	17.6%	15.7%
EBITDA <sup>3</sup> (En US\$ miles) - 12 meses	33,384	36,364	26,261	37,382	44,900
Gastos financieros 12 meses	3,926	3,115	2,776	2,759	2,693
Utilidad neta / Ingresos operativos	14.5%	18.0%	15.7%	17.2%	20.0%
Otros ingresos / Utilidad neta	18.4%	23.1%	9.7%	12.5%	8.1%
<b>Liquidez y Flujos</b>					
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.55	1.56	1.65	1.55	1.83
(Activos corrientes - Inventario - Gastos anticipados) / Pasivos corrientes	1.25	1.31	1.44	1.31	1.57
Capital de trabajo (En US\$ miles)	38,113	40,234	42,218	40,368	55,877
Cuentas por cobrar / Activos	8.0%	9.3%	7.3%	8.3%	7.4%
Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles) 12 meses	26,832	17,930	6,131	5,330	10,191
FCO / Deuda financiera	21.0%	14.2%	4.5%	3.9%	7.2%
FCO / CAPEX (veces)	3.08	1.69	0.37	0.42	1.14
Dividendos / Utilidad neta	23.6%	30.0%	33.7%	31.8%	27.7%
<b>Endeudamiento</b>					
Deuda financiera (En US\$ miles)	127,658	126,679	136,774	135,658	141,347
Deuda financiera de corto plazo	56,163	60,225	55,179	60,396	56,656
Porción Corriente de la Deuda a Largo Plazo (PCDLP)	13,284	12,802	11,785	14,990	12,731
Deuda financiera de corto plazo / Deuda financiera	44.0%	47.5%	40.3%	44.5%	40.1%
Deuda financiera / Pasivos	88.7%	89.2%	90.1%	88.6%	89.7%
Deuda financiera / Patrimonio (veces)	0.79	0.72	0.71	0.68	0.64
Gastos financieros brutos / Deuda financiera promedio	3.1%	2.4%	1.8%	2.1%	1.9%
Deuda financiera / Activos	41.8%	39.7%	39.7%	38.5%	37.2%
Deuda financiera / EBITDA (veces) 12 meses	3.82	3.48	5.21	3.63	3.15
Deuda financiera / FCO (veces)	4.76	7.07	22.31	25.45	13.87
<b>Capitalización</b>					
Pasivos / Activos	47.2%	44.5%	44.0%	43.5%	41.5%
Pasivos corrientes / Pasivos totales	47.9%	50.2%	43.0%	47.8%	42.8%
Pasivos / Patrimonio (veces)	0.89	0.80	0.79	0.77	0.71
Pasivos corrientes / Patrimonio	42.8%	40.3%	33.8%	36.9%	30.3%
Patrimonio / Activos	52.8%	55.5%	56.0%	56.5%	58.5%
Patrimonio / Activos fijos	192.6%	202.3%	213.7%	219.6%	242.4%
Capital primario / Patrimonio	77.5%	79.5%	81.2%	81.7%	83.7%
Deuda financiera / Capital primario (veces)	1.02	0.90	0.87	0.83	0.76
Pasivos / Capital Primario (veces)	1.15	1.01	0.97	0.94	0.85
Capital Primario / Activos fijos neto	149.3%	160.8%	173.5%	179.5%	202.9%
<b>Otros indicadores</b>					
Rotación de cuentas por cobrar (días) <sup>4</sup>	68.3	85.4	68.9	77.3	67.4
Rotación de inventario corriente (días) <sup>5</sup>	90.0	84.4	63.6	72.4	74.4
Rotación de cuentas por pagar (días) <sup>6</sup>	48.3	43.3	34.2	45.7	32.2
Crecimiento anual de activos	2.0%	4.5%	11.1%	10.4%	10.2%
Crecimiento anual de ingresos operativos	16.4%	-3.4%	6.5%	9.3%	14.8%
Crecimiento anual de los gastos financieros	25.9%	-20.6%	-13.8%	-11.4%	-3.1%
Crecimiento anual de la utilidad neta	52.2%	19.6%	-5.6%	4.4%	47.0%
Depreciación del ejercicio / Activos fijos	10.5%	10.2%	10.3%	10.3%	10.0%
<b>Cobertura sobre deuda en base a EBITDA - 12 meses</b>					
EBITDA / Gastos financieros (veces)	8.50	11.67	9.46	13.55	16.67
EBITDA / Servicio de deuda (Gastos financieros + PCDLP) (veces)	1.94	2.28	1.80	2.11	2.91
EBITDA / Servicio de deuda Sensibilizado (Gastos financieros + PCDLP+VCN's) (veces)	0.56	0.70	0.61	0.84	1.03
<b>Cobertura sobre deuda en base a FCO - 12 meses</b>					
FCO / Gastos financieros (veces)	6.84	5.76	2.21	1.93	3.78
FCO / Servicio de deuda (Gastos financieros + PCDLP) (veces)	1.56	1.13	0.42	0.30	0.66
FCO / Servicio de deuda Sensibilizado (Gastos financieros + PCDLP+ VCN'S) (veces)	0.45	0.34	0.14	0.12	0.23

**Elaboración: Equilibrium**

<sup>1</sup> ROAA (Return On Average Assets) = Utilidad neta 12 meses / ((Activo<sub>t</sub> + Activo<sub>t-1</sub>) / 2)

<sup>2</sup> ROAE (Return On Average Equity) = Utilidad neta 12 meses / ((Patrimonio<sub>t</sub> + Patrimonio<sub>t-1</sub>) / 2)

<sup>3</sup> EBITDA (Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization)

<sup>4</sup> Rotación de Cuentas por Cobrar (días) = 360 / (Ventas / Cuentas por cobrar)

<sup>5</sup> Rotación de inventario corriente (días) = 360 / (Costo de ventas / Inventarios corrientes)

<sup>6</sup> Rotación de cuentas por pagar (días) = 360 / (Costo de ventas / Cuentas por pagar)

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO S.A. (“EQUILIBRIUM”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS “PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CALIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada “TAL CUAL” sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información. EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.