

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
30 de enero de 2020

Actualización

CALIFICACIÓN*

Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA) y Subsidiarias

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	A+.pa
Valores Comerciales Negociables	EQL 2+.pa

(*) La nomenclatura ".pa" refleja riesgos sólo comparables en Panamá Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones asignadas, ver Anexo I.

Ana Lorena Carrizo
VP – Senior Analyst / Manager
ana.carrizo@moodys.com

Linda Tapia
Analyst
linda.tapia@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA) y Subsidiarias

Resumen

Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. ratifica la categoría la categoría A+.pa otorgada al Primer, Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias (en adelante SUCASA, la Compañía o el Emisor). Asimismo, ratificó la calificación EQL 2+.pa a los Programas de Valores Comerciales Negociables (VCNs) de hasta US\$25.0 millones, US\$10.0 millones y US\$5.0 millones, respectivamente.

Las calificaciones asignadas se sustentan en la experiencia de la Compañía en el desarrollo inmobiliario panameño, con enfoque en viviendas familiares. Asimismo, la evaluación considera la diversificación de la estructura de financiamiento del Emisor, a través de deuda bancaria y fondeo del mercado de capitales locales mediante la emisión de Bonos Corporativos para financiar la adquisición de terrenos para futuros desarrollos inmobiliarios o Valores Comerciales Negociables (VCNs) para cubrir necesidades de capital de trabajo. Adicionalmente, la calificación de los Bonos Corporativos considera los mejoradores de los programas emitidos (Primero, Segundo y Tercer Programa) a través de la fianza solidaria de Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA) y otras empresas del Grupo, así como la constitución de los Fideicomisos en Garantía conformados por la primera hipoteca y anticresis sobre bienes inmuebles, cuyo valor monetario no podrá ser inferior al 125% del saldo de capital de los Bonos Corporativos en circulación. Asimismo, la estructura cuenta con resguardos financieros que debe cumplir UNESA y SUCASA (dependiendo del Programa), los mismos que se detallan en el cuerpo del presente informe y hacen referencia a niveles máximos de Apalancamiento Financiero y reparto de dividendos y los cuales al corte de análisis se encuentran en cumplimiento. Asimismo, a la fecha UNESA cuenta con una calificación de riesgo como Emisor de A.pa ratificada por Moody's Local PA, en nuestra revisión de enero de 2020.

A pesar de lo señalado anteriormente, las calificaciones asignadas a los distintos Programas de Bonos Corporativos y VCNs se encuentran limitadas por la susceptibilidad de los flujos y generación del emisor ante cambios en las condiciones de mercado, económicas y/o regulatorios dada su vinculación al sector construcción e inmobiliario. Otro aspecto que presiona las calificaciones otorgadas lo constituye la participación relevante de los resultados acumulados dentro de la composición del patrimonio, lo que sensibiliza la Palanca Contable (Pasivo / Patrimonio); no obstante, la Compañía tiene como política interna no repartir más del 40% de las utilidades, lo cual también se encuentra consignado como resguardo financiero en los Prospectos Informativos de los distintos Programas de Bonos Corporativos. La menor generación de EBITDA de este periodo, por menores ventas de vivienda producto de los atrasos en la obtención de los permisos ocupación, así como retrasos en el desembolso de los préstamos para la compra de vivienda por cambios en el proceso de parte de las entidades bancarias; conllevó a un aumento en el nivel de Palanca Financiera (Deuda financiera total / EBITDA LTM) hasta alcanzar 4.38 veces.

Con respecto a la calificación asignada a los distintos Programas de Instrumentos de Corto Plazo, la misma incluye el análisis del Flujo de Caja Mensualizado del Emisor para los siguientes 12 meses, el cual incluye un egreso importante para nuevas inversiones que serán financiadas con una nueva emisión de Bonos Corporativos. Moody's Local PA continuará monitoreando la evolución de los principales indicadores financieros y proyecciones del Emisor, así como del cumplimiento de sus covenants, de tal manera que la categoría asignada se mantenga acorde con el nivel de riesgo de los instrumentos calificados; comunicando al mercado sobre cualquier modificación al respecto.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- » Continuo fortalecimiento de la cobertura del servicio de deuda tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo, sumado a una Palanca Financiera que se ubique consistentemente dentro de un rango adecuado.
- » Mejora sostenida en los indicadores de liquidez.
- » Mayor participación de las acciones comunes dentro de la estructura patrimonial.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- » Marcado y progresivo ajuste en la cobertura del servicio de deuda con el EBITDA y el Flujo de Caja Operativo.
- » Aumento en la deuda financiera o disminución del EBITDA que conlleve a que la Palanca Financiera se incremente respecto a lo exhibido al corte de análisis.
- » Retiro de los mejoradores dentro de la estructura de los Programas de Bonos Corporativos calificados.
- » Cambios normativos que impacten de manera negativa en la demanda de viviendas por parte de su segmento objetivo.
- » Desaceleración de la economía que afecte el crecimiento del sector construcción en la República de Panamá, impactando de manera negativa en la generación de la Compañía.
- » Incremento en la Palanca Contable producto de un intensivo reparto de dividendos.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna

Indicadores Clave

Tabla 1

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

	Sep-19 LTM	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Activos (US\$/Miles)	289.629	267.784	273.257	256.773	248.363
Ingresos (US\$/Miles)	79.494	130.333	99.060	123.279	102.708
EBITDA (US\$/Miles)	26.245	32.446	28.619	37.489	29.676
Deuda Financiera / EBITDA	4.28x	3.15x	4.31x	3.11x	4.12x
EBITDA / Gastos Financieros	20.70x	22.25x	21.08x	24.16x	20.17x
FCO + Intereses Pagados / PCDLP + Intereses Pagados	0.65x	1.84x	0.75x	2.09x	0.48x

Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local PA

Tabla 2

Resguardos de las Series Garantizadas

	Sep-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Deuda / Capital Tangible ($\leq 1.45x$) – UNESA	0.44x	0.39x	0.51x	0.63x	0.77x
Dividendos / Utilidad neta ($\leq 40\%$) – UNESA	40.00%	40.00%	37.15%	34.84%	N/D
Deuda Financiera neta / Patrimonio ($\leq 1.75x$) – UNESA	0.30x	0.31x	0.42x	0.47x	0.65x
Deuda Financiera / Patrimonio ($\leq 1.50x$) – UNESA	0.36x	0.34x	0.45x	0.57x	0.68x
Deuda financiera / Patrimonio ($\leq 2.00x$) – SUCASA	0.78x	0.70x	0.93x	0.94x	1.16x

Fuente: UNESA y SUCASA / Elaboración: Moody's Local PA

Generalidades

Descripción de la Estructura

A la fecha del presente informe, SUCASA mantiene tres Programas de Bonos Corporativos Rotativos por hasta US\$12.0 millones, US\$20.0 millones y US\$45.0 millones. Además, mantiene la emisión de tres Programas de Valores Comerciales Negociables por hasta US\$10.0 millones, US\$25.0 millones y US\$5.0 millones.

Cabe mencionar que las emisiones de Bonos Rotativos Corporativos se encuentran garantizadas a través de una estructura de Fideicomiso de Garantía, el mismo que es administrado por BG Trust, Inc. (Serie A del programa por hasta US\$10.0 millones) y MMG Trust, S.A.

(US\$20.0 millones y US\$45.0 millones). El fideicomiso contempla primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles del Emisor y/o de terceros, cuyo valor monetario no será menor al 125% del saldo de capital de los Bonos en circulación.

El Emisor – Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A.

Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias se constituyó en Panamá el 28 de octubre de 1966, siendo la empresa más antigua del Grupo Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA). SUCASA se dedica principalmente al desarrollo de proyectos de vivienda en la provincia de Panamá dirigidos a familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo. El Emisor desarrolla igualmente otras actividades a nombre propio o a través de subsidiarias, entre las que se encuentran los servicios de hotelería. También se incluye la línea de negocio de construcción de centros comerciales para alquiler. SUCASA se enfoca principalmente en la construcción y venta de proyectos residenciales que oscilan entre los US\$40 mil y US\$180 mil, los cuales corresponden al rango viviendas que cuentan con el beneficio del interés preferencial subsidiado por el Estado Panameño. Sin perjuicio de lo anterior, el Emisor se encuentra diversificando su oferta de viviendas hacia apartamentos dirigidos a personas de ingreso medio y medio-alto. De esta manera, la Entidad estima que a futuro la venta de viviendas continuará incrementándose mediante una mezcla ligeramente más diversificada.

El Fiduciario – Banistmo Investment Corporation, S.A.

Banistmo Investment Corporation S.A. posee licencia fiduciaria concedida por la Superintendencia de Bancos de Panamá. La licencia otorgada por la Superintendencia del Mercado de Valores como administrador de inversiones fue cancelada voluntariamente mediante resolución No.83-14 de 25 de febrero de 2014. La subsidiaria de Banistmo se dedica principalmente a administrar fideicomisos y ofrece el servicio de agente de plica. Banistmo es dueño del 100% de las acciones emitidas y en circulación de Banistmo Investment Corporation S.A. Mediante Resolución No.0004-2018 de 22 de enero de 2018, la Superintendencia de Bancos de Panamá autorizó a Banistmo S.A. y Banistmo Investment Corporation S.A., entidades que pertenecen a un mismo Grupo Económico, compartir de manera definitiva oficinas y personal específicamente de diversas instancias del Banco. Se exceptúan de esta autorización, las áreas y personal de atención al público.

El Fiduciario – MMG Trust, S.A.

Sociedad anónima organizada y constituida de conformidad con las leyes de la República de Panamá, autorizada para ejercer el negocio fiduciario en o desde la República de Panamá mediante Resolución FID No.11-98 de 16 de septiembre de 1998

Desarrollos Recientes

Entre los meses de abril y septiembre de 2019, destaca que se realizaron diversas emisiones de deuda en el mercado local, correspondientes a las Series AO y AP dentro del Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables por hasta US\$10 millones, así como la emisión de las Series FE, FF, FH, FI, FJ, FK, FL, FM, FN, FO y FP dentro del Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables por hasta US\$25 millones.

Análisis Financiero del Deudor – Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA) y Subsidiarias

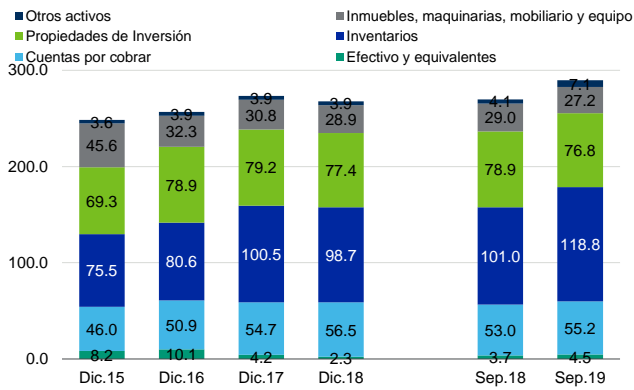
Activos y Liquidez

LOS NIVELES DE LIQUIDEZ LES PERMITEN CUBRIR AMPLIAMENTE SUS OBLIGACIONES CORRIENTES

Al 30 de septiembre de 2019, los activos de SUCASA se incrementan 7.41% como resultado principalmente del aumento en los activos corrientes de 17.97% producto de mayores construcciones en proceso, tanto de nuevos proyectos como de avances en los existentes. Por otro lado, el activo no corriente mostró una leve reducción de 0.70%, reflejo de la reducción de 2.60% de las propiedades de inversión por reclasificación de terrenos para el desarrollo de nuevos proyectos de vivienda y 6.32% en los inmuebles, mobiliario y equipo debido a las depreciaciones del periodo. Lo anterior se vio contrarrestado por la aplicación de la NIIF 16 para el periodo de análisis, lo que resultó en el registro de US\$2.8 millones. Las cuentas por cobrar a relacionadas se mantuvieron relativamente estables y corresponden principalmente a transacciones con las empresas afiliadas Inversiones Sucasa (préstamos e hipotecas), Caribbean Franchise Development (TGI Friday's), Inmobiliaria SUCASA (Zona Procesadora – PANAEXPORT) y Coamco (alquiler de equipos de construcción).

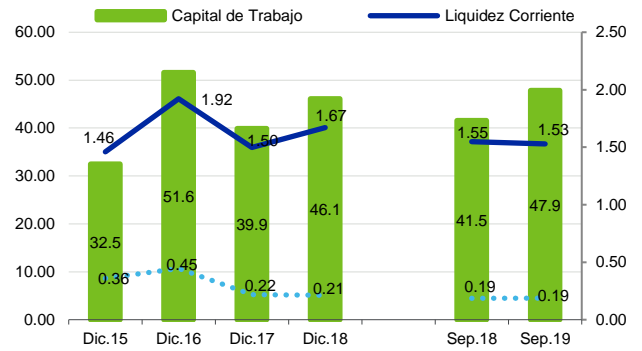
Respecto a la liquidez, la Compañía mantiene un nivel adecuado para hacer frente a sus obligaciones corrientes, lo que se ha visto reflejado en un capital de trabajo con tendencia creciente. El ciclo de conversión de efectivo incrementa producto de mayores saldos en inventarios por atrasos en los procesos de permisos de ocupación y cambios en los procesos de desembolsos por parte de los bancos. Dada la importante participación de los inventarios en el activo corriente, al descontar esta cuenta la prueba ácida se ubica apenas en 0.19 veces, no obstante, se mantiene dentro de los promedios de los últimos periodos.

Gráfico 1

Evolución de la Estructura de Activos

Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 2

Indicadores de liquidez

Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local PA

Estructura Financiera y Solvencia**MAYOR PALANCA FINANCIERA PRODUCTO DE LA MENOR GENERACION A TRAVÉS DE EBITDA**

El pasivo de SUCASA registró un aumento de 11.03% con respecto del mismo periodo del año previo, producto del incremento en cuentas por pagar a compañías afiliadas (+88.73%), dividendos por pagar (+349.46%) y la aplicación de la NIIF 16 que implicó el registro de US\$2.8 millones. El aumento en las cuentas por pagar a compañías afiliadas corresponde principalmente a un saldo con UNESA por US\$8.0 millones producto de los fondos recibidos de la venta de las acciones de Banco Panamá, los cuales fueron transferidos a SUCASA. Los dividendos por pagar corresponden al saldo por pagar, el cual deberá realizarse antes de marzo de 2020.

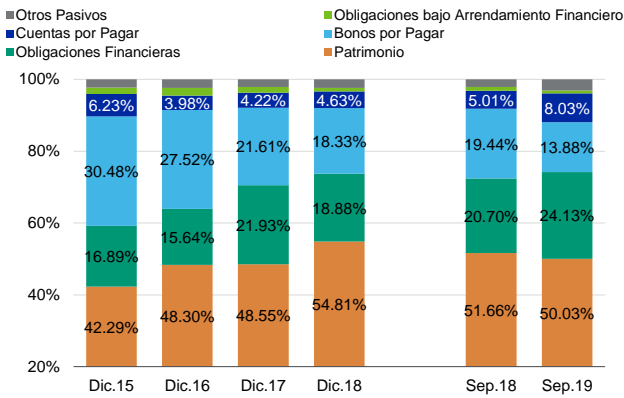
Las obligaciones financieras¹ totalizaron US\$115.2 millones, incrementando 3.69% con respecto al mismo periodo del año previo, principalmente debido al incremento por nuevas obligaciones tanto de corto como de largo plazo, lo que contrarrestó la reducción en los Bonos por Pagar como resultado de las amortizaciones del periodo, considerando que no se dieron nuevas emisiones, así como por la entrada en aplicación de la NIIF 16. Se debe mencionar que SUCASA utiliza las obligaciones bancarias de corto plazo para cubrir sus necesidades de capital de trabajo, mientras que las obligaciones a largo plazo para compras de terrenos e inversiones en activo fijo. En cuanto a la estructura de la deuda, el 35.79% corresponde a Bonos Corporativos, 31.67% a VCNs y 30.50% a deuda bancaria. Los Bonos Corporativos emitidos por SUCASA cuentan con garantías tangibles y fianzas solidarias de las empresas que forman parte del Grupo, e incluyen resguardos financieros asociados al Emisor y a su accionista (UNESA), los cuales, al corte de análisis, se encuentran en cumplimiento, así como las coberturas de las garantías sobre el saldo de los Bonos Corporativos. El apalancamiento financiero incrementa a 4.28x ante la menor generación de EBITDA asociado a la menor generación de ingresos por ventas.

El patrimonio de SUCASA totalizó US\$144.9 millones al 30 de septiembre de 2019 (+4.03% respecto a septiembre de 2018), siendo la principal partida los resultados acumulados con una participación de 92.07% respecto al patrimonio total. En este sentido es importante indicar, que por políticas financieras la Compañía no puede distribuir más del 40% de las utilidades netas, lo que brinda cierta estabilidad a las cuentas patrimoniales. Lo anterior también se ve plasmado como un resguardo financiero de las emisiones de Bonos en el mercado de capitales. Cabe indicar que al 30 de septiembre de 2019 se pagaron dividendos por US\$7.8 millones, lo que representó el 40% de las utilidades del periodo.

¹ Cabe señalar que, por motivos estratégicos, SUCASA se encarga de adquirir la totalidad de la deuda financiera del holding, toda vez que es la que genera el mayor volumen de flujos.

Gráfico 3

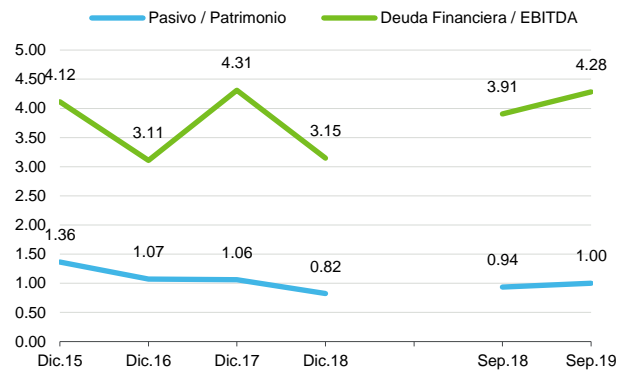
Evolución de la Estructura de Fondo



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 4

Evolución de los Indicadores de Apalancamiento



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local PA

Rentabilidad y Eficiencia

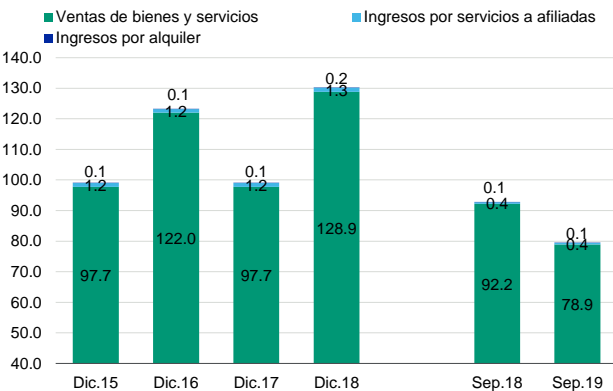
MENORES INGRESOS Y MÁRGENES ANTE LA BAJA EN LA ACTIVIDAD DEL NEGOCIO

Al tercer trimestre de 2019, las ventas caen un 14.33% en relación con el mismo trimestre del año anterior, este resultado se da producto de menores ingresos en ventas de viviendas, afectados por diversos factores: retrasos en la obtención de los permisos de ocupación, mayores requerimientos por parte de las entidades bancarias, entre otros. Por otro lado, los costos de ventas a pesar de que disminuyen lo hacen en menor proporción que los ingresos, dando como resultado un impacto negativo en el margen bruto. En tanto, los gastos generales y administrativos se mantienen relativamente estables (-0.78%), pero dado el comportamiento en los ingresos, aumentan su participación relativa respecto a los ingresos operativos a 17.54% de 15.15% en septiembre de 2018. Por su parte, los gastos financieros disminuyen un 17.11% a pesar del incremento en el nivel de deuda. Lo anterior se encuentra explicado por un mayor financiamiento de corto plazo que implica menores tasas de interés.

Por todo lo antes indicado, al 30 de septiembre de 2019, el resultado neto de la Compañía disminuye en 33.09%, lo cual se ve reflejado en el retorno promedio anualizado del accionista (ROAE) que pasa interanualmente a 13.05% de 14.38%, mientras que el retorno promedio de los activos (ROAA) pasa a 6.63% de 7.23%.

Gráfico 5

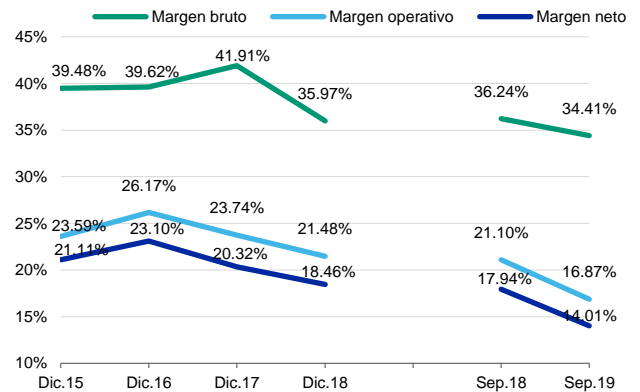
Evolución de los Ingresos



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 6

Evolución de los Márgenes



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local PA

Generación y Capacidad de Pago

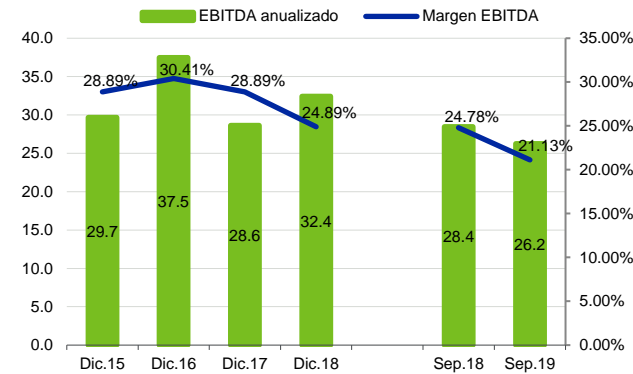
MENOR GENERACION A TRAVÉS DE EBTIDA Y FLUJO DE CAJA OPERATIVO ANTE EL MENOR DINAMISMO EN LA OPERACIÓN

Al analizar el EBITDA anualizado, el mismo muestra un retroceso de 7.73%, como resultado de la menor actividad del negocio por atrasos en la obtención de los permisos de ocupación y cambios en los requerimientos por parte de las entidades bancarias. En cuanto al FCO anualizado, el mismo exhibe una fuerte reducción (64.82%), reflejo del aumento en los inventarios. No obstante, lo anterior, la generación de EBITDA le permite cubrir ampliamente el servicio de deuda, además de mostrar una mejora con respecto al mismo periodo del año anterior, principalmente producto de la reducción en las obligaciones financieras de corto plazo. Al medir el Flujo de los últimos

12 meses, el comportamiento fue distinto, observándose un fuerte ajuste en el indicador de cobertura de deuda, el cual pasa a 0.65 veces de 1.16 veces a septiembre de 2018, explicado en la reducción FCO comentada anteriormente. Según lo manifestado por la Gerencia, lo anterior espera ser revertido para finales del 2019 producto del mayor volumen de entrega de viviendas, ya que a pesar de que la vivienda está vendida, la venta no es registrada hasta que la misma sea debidamente entregada.

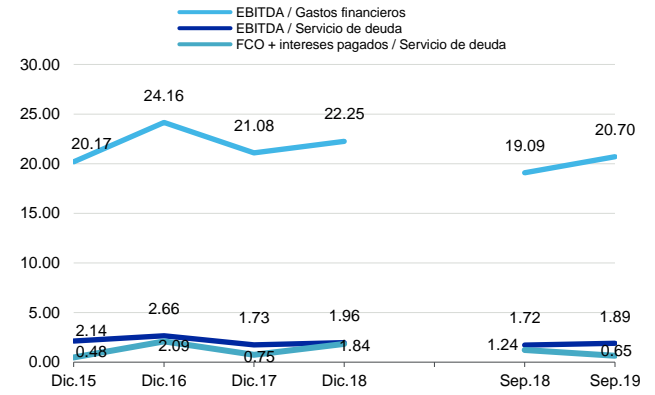
Es importante señalar que las coberturas que brindan tanto el EBITDA como el FCO al Servicio de la Deuda no incluyen el repago de los VCNs, motivo por el cual la Compañía se mantiene expuesta a un riesgo de refinanciamiento. De incorporarlos, la cobertura con el EBITDA LTM se situaría en 0.53 veces (0.61 veces a septiembre de 2018), mientras que la cobertura con el FCO se situaría en 0.21 veces (0.47 veces a septiembre de 2018).

Gráfico 7
Evolución del EBITDA (US\$/ MM) y Margen EBITDA (%)



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 8
Evolución de los Indicadores de Cobertura



Fuente: SUCASA / Elaboración: Moody's Local

SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. Y SUBSIDIARIAS

Principales Partidas del Estado Consolidado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
TOTAL ACTIVO	289,629	267,784	269,648	273,257	256,773	248,363
Efectivo y Depósitos en Bancos	4,546	2,280	3,698	4,247	10,062	8,247
Cuentas por Cobrar, Netas	12,320	12,326	10,371	13,324	14,872	17,127
Inventario	118,782	98,746	100,987	100,469	80,571	75,547
Gastos Pagados por Adelantado	2,345	1,639	2,065	2,016	2,107	2,173
Activo Corriente	138,169	114,991	117,120	120,055	107,612	103,095
Propiedades de Inversión, neto	76,838	77,429	78,891	79,182	78,934	69,295
Inmuebles, Mobiliario y Equipo, neto	27,155	28,931	28,986	30,795	32,320	45,631
Cuentas por Cobras a Compañías Afiliadas	42,900	44,168	42,635	41,355	36,072	28,884
Activo No Corriente	289,629	267,784	269,648	273,257	256,773	248,363
TOTAL PASIVO	144,713	121,009	130,341	140,600	132,748	143,321
Obligaciones Financieras	48,131	34,924	41,281	47,679	27,206	37,016
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	1,645	1,645	1,645	935	665	1,246
Obligaciones bajo Arrendamientos Financieros	1,079	1,607	1,919	2,822	2,146	1,684
Bonos por Pagar	9,742	11,882	11,481	11,450	9,740	9,475
Cuentas por Pagar	4,309	2,949	3,801	5,162	2,568	4,925
Cuentas por Pagar a Compañías Afiliadas	9,646	6,326	5,111	3,866	5,216	9,432
Pasivo Corriente	90,301	68,882	75,588	80,129	56,009	70,617
Obligaciones Financieras	20,111	13,980	12,891	11,324	12,291	3,681
Obligaciones bajo Arrendamientos Financieros	1,167	951	933	1,547	3,516	2,794
Bonos por Pagar	30,470	37,197	40,929	47,600	60,932	66,228
Pasivo No Corriente	54,413	52,127	54,753	60,471	76,739	72,704
TOTAL PATRIMONIO NETO	144,915	146,775	139,307	132,657	124,025	105,042
Capital Social	877	877	877	877	877	877
Resultados Acumulados	144,571	146,431	138,963	132,312	123,681	104,698

Principales Partidas del Estado Consolidado de Resultados

(Miles de Dólares)	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Ingresos	79,494	130,333	92,791	99,060	123,279	102,708
Costos de Ventas	(52,141)	(83,446)	(59,162)	(57,544)	(74,434)	(62,155)
Resultado Bruto	27,353	46,886	33,629	41,516	48,845	40,553
Gastos Generales y Administrativos	(13,944)	(18,899)	(14,053)	(17,991)	(16,589)	(16,322)
Resultado Operativo	13,409	27,997	19,575	23,513	32,256	24,232
Gastos Financieros	(919)	(1,458)	(1,109)	(1,357)	(1,552)	(1,471)
Utilidad Neta	11,140	24,060	16,650	20,132	28,483	21,681

SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	1.00x	0.82x	0.94x	1.06x	1.07x	1.36x
Deuda Financiera / Pasivo	0.80x	0.84x	0.85x	0.88x	0.88x	0.85x
Deuda Financiera / Patrimonio	0.79x	0.70x	0.80x	0.93x	0.94x	1.16x
Pasivo / Activo	0.50x	0.45x	0.48x	0.51x	0.52x	0.58x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.62x	0.57x	0.58x	0.57x	0.42x	0.49x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.38x	0.43x	0.42x	0.43x	0.58x	0.51x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	4.39x	3.15x	3.91x	4.31x	3.11x	4.12x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1.53x	1.67x	1.55x	1.50x	1.92x	1.46x
Prueba Ácida ¹	0.19x	0.21x	0.19x	0.22x	0.45x	0.36x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.05x	0.03x	0.05x	0.05x	0.18x	0.12x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	47,868	46,109	41,532	39,926	51,603	32,478
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	17.54%	14.49%	15.15%	18.17%	13.46%	15.89%
Gastos Financieros / Ingresos	1.16%	1.33%	1.44%	1.66%	1.48%	1.71%
Ciclo de Conversión de Efectivo (días)	580	414	443	593	402	468
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	34.41%	35.97%	36.24%	41.91%	39.62%	39.48%
Margen Operativo	16.87%	21.48%	21.10%	23.74%	26.17%	23.59%
Margen Neto	14.01%	18.46%	17.94%	20.32%	23.10%	21.11%
ROAA (LTM)	6.63%	8.89%	7.23%	7.60%	11.28%	8.96%
ROAE (LTM)	13.05%	17.22%	14.38%	15.69%	24.87%	21.96%
GENERACIÓN						
FCO (US\$ Miles)	(3,080)	32,125	22,588	10,123	31,797	3,300
FCO + Intereses Pagados (US\$ Miles)	634	37,302	26,510	15,027	36,861	8,316
FCO + Intereses pagados anualizado (US\$ Miles)	11,426	37,302	23,445	15,027	36,861	8,316
EBITDA (US\$ Miles)	16,794	32,446	22,995	28,619	37,489	29,676
EBITDA LTM (US\$ Miles)	26,245	32,446	28,445	28,619	37,489	29,676
Margen EBITDA	21.13%	24.89%	24.78%	28.89%	30.41%	28.89%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (LTM)	20.70x	22.25x	19.09x	21.08x	24.16x	20.17x
EBITDA / (GF + PCDL) (LTM)	1.89x	1.96x	1.72x	1.73x	2.66x	2.14x
EBITDA / (GF + PCDL + VCN's) (LTM)	0.53x	0.68x	0.61x	0.72x	0.96x	0.82x
FCO + Interés Pagado / Interés Pagado (LTM)	2.30x	7.21x	4.61x	3.06x	7.28x	1.66x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDL) (LTM)	0.65x	1.84x	1.16x	0.75x	2.09x	0.48x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDL + VCN's) (LTM)	0.21x	0.72x	0.47x	0.35x	0.86x	0.21x

*Indicadores anualizados

¹Prueba Ácida = (Activo Corriente - Inventarios - Gastos Pagados por Anticipado) / Pasivo Corriente

Anexo I

Historia de Calificación

Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias

Instrumento	Calificación Anterior (con información al 31.03.19)*	Calificación Actual (con información al 31.09.19)	Definición de Categoría Actual
Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA (hasta por US\$12.0 millones)	A+.pa	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\$20.0 millones)	A+.pa	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\$45.0 millones)	A+.pa	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.
Emisión de Valores Comerciales Negociables (hasta por US\$10.0 millones)	EQL 2+.pa	EQL 2+.pa	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados.
Emisión de Valores Comerciales Negociables (hasta por US\$25.0 millones)	EQL 2+.pa	EQL 2+.pa	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados.
Emisión de Valores Comerciales Negociables (hasta por US\$5.0 millones)	EQL 2+.pa	EQL 2+.pa	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados.

*Sesión de Comité del 1 de agosto de 2019

Anexo II

Detalle de los Instrumentos Calificados

Programa de Bonos Corporativos Rotativos

Programa	Primer Programa	Segundo Programa	Tercer Programa
Monto máximo por emisión:	US\$12.0 millones	US\$20.0 millones	US\$45.0 millones
Saldo al 30.09.19:	US\$9.1 millones	US\$10.6 millones	US\$15.9 millones
Plazo:	10 años, contados a partir de la fecha de colocación de cada Serie.	10 años, contados a partir de la fecha de colocación de cada Serie.	12 años contados a partir de la fecha de emisión de cada serie.
Tasa:	Determinada por el emisor y podrá ser Fija o Variable (LIBOR 3 meses + 2.75% anual).	Determinada por el emisor y podrá ser Fija o Variable (Margen del emisor + Libor 3 meses).	Determinada por el emisor y podrá ser fija o variable (Margen del emisor + Libor 3 meses)
Fecha de emisión:	Nov.2006	Dic.2010	Ago.2012
Pago de interés:	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Respaldos y Garantías:	Crédito general de SUCASA. Fianza Solidaria constituida por UNESA y Subsidiarias. Fideicomiso de Garantía conformado por primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles del Emisor y/o de terceros, cuyo valor monetario no será menor al 125% del saldo de capital de los Bonos en circulación.	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 de capital de los Bonos en circulación.	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 de capital de los Bonos en circulación.
Destino de los Fondos:	Construcción de proyectos inmobiliarios de cualquier naturaleza.	Para financiar inversión en terrenos, edificio, maquinaria, mobiliario y equipos, además de otros usos para capital de trabajo.	Financiar una compra 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 / [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.	a) Deuda financiera / Patrimonio \leq 2.0 veces (SUCASA) b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal \leq 40% (UNESA)	a) Deuda financiera / Patrimonio \leq 2.0 veces (SUCASA). b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal \leq 40% (UNESA).
Redención Anticipada:	A opción del Emisor	A opción del Emisor.	A opción del Emisor.
Agente Fiduciario:	Banistmo Investment Corporation, S.A.	MMG Trust, S.A.	MMG Trust, S.A.
Fuente de Repago:	Recursos generales del Emisor	Recursos generales del Emisor	Recursos generales del Emisor

Programa de Valores Comerciales Negociables

Monto máximo por emisión:	US\$10.0 millones	US\$25.0 millones	US\$5.0 millones
Saldo al 30.09.19:	US\$2.0 millones	US\$18.7 millones	US\$0.0 millones
Plazo:	Hasta 360 días	Hasta 360 días	Hasta 360 días
Tasa:	Determinada por el emisor y será Fija.	Determinada por el Emisor y pueden ser fija o variable (Margen del emisor + Libor 3 meses).	Determinada por el Emisor
Pago de interés:	Trimestral	Trimestral	Mensualmente
Pago de Capital:	Al vencimiento del VCN correspondiente	Al vencimiento	Al vencimiento
Respaldo y Garantía:	Crédito general del Emisor	Crédito general del Emisor	Crédito general del Emisor
Uso de fondos:	Los fondos recaudados serán utilizados para capital de trabajo.	Los fondos recaudados serán utilizados para capital de trabajo.	Los fondos recaudados serán utilizados para capital de trabajo, refinanciamiento de deuda.

Declaración de Importancia

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.moodyslocal.com>) donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018, así como Estados Financieros no Auditados al 30 de septiembre de 2019 de Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias, y también información adicional proporcionada por esta última que incluye la versión final de los Prospectos Informativos del Programa Rotativo de Bonos Corporativos y Valores Comerciales Negociables. Moody's Local PA comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Moody's Local PA no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente.

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CALIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO PERO NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA IRRESPONSABLE E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL. TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOMPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo pero no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody's.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado – Gestión Corporativa – Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJJK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJJK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJJK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJJK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJJK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.