



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

Ciudad de Panamá, Panamá

30 de julio de 2015

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

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

-----Millones de US\$-----					
	Mar.15	Dic.14		Mar.15	Dic.14
Activos:	233.1	235.7	U. Neta:	21.1	17.8
Pasivos:	144.4	143.3	ROAA*:	9.3%	7.7%
Patrimonio:	88.7	92.4	ROAE*:	25.5%	20.7%

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

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados de SUCASA al 31 de diciembre de 2012, 2013 y 2014, y no auditados al 31 de marzo de 2014 y 2015, así como información adicional proporcionada por el Emisor.

\*Indicadores anualizados

**Fundamento:** Luego de la evaluación efectuada con información a diciembre 2014 y actualizada a marzo de 2015, el Comité de Calificación de Equilibrium ratifica la calificación de A+.pa a las emisiones contempladas dentro del Primer, Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos emitidos por Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias (SUCASA), en adelante El Emisor. La perspectiva es Estable.

Las calificaciones se fundamentan en la alta trayectoria del Emisor, que le ha permitido afianzarse en la actividad de construcción de viviendas a nivel local. Esto se acompaña de una buena capacidad de generar ingresos, aunado al buen manejo de sus costos y gastos ligados a su principal actividad, de modo que se observa buena cobertura sobre los gastos financieros anuales, con tendencia a la mejora. También se considera el buen acceso al crédito del Emisor, a su vez demuestra por medio de la diversificación en sus fuentes de fondeo, muchas de las cuales son de naturaleza rotativa y con tendencia a ampliar sus plazos de vencimiento. Un elemento clave de las calificaciones asignadas radica en la amplia cobertura de garantías inmuebles protegidas en Fideicomisos de Garantía, cuyo valor de mercado de los bienes cedidos asciende hasta 125% del valor en libros de los bonos en circulación, además del respaldo solidario de su accionista: Unión Nacional de Empresas, S.A. y Subsidiarias (UNESA), cuya calificación local es A.pa, perspectiva Estable<sup>1</sup>.

No obstante a lo anterior, la calificación se encuentra limitada por los riesgos inherentes a la industria de la construcción de viviendas, debido a su relativa sensibilidad

ante posibles ajustes en la demanda, o ante cambios adversos en las condiciones económicas locales. Por lo tanto, el Emisor cuenta con retos permanentes de seguir ampliando su escala operativa, de cara a fortalecer su capacidad de absorción de pérdidas por eventos no esperados. Adicional, se pondera que los flujos operativos anuales han sido más bajos que el agregado de gastos de financiamiento y deuda de corto plazo, lo cual impactaría las coberturas bajo escenarios de estrés financiero, asumiendo que no se recurre a la liquidación de inversiones financieras disponibles para la venta registradas en el balance de UNESA; aunque también se observa una tendencia en la disminución en el nivel de endeudamiento en relación al EBITDA<sup>2</sup> generado.

Modificaciones al alza en la calificación estarían vinculadas a la sostenibilidad de las mejoras en los niveles de endeudamiento en relación a la generación anual de flujos. Lo anterior deberá acompañarse de mejoras en el desempeño de líneas que consolidan en SUCASA (hoteles) y en sus compañías afiliadas (equipos y restaurantes), en virtud de que esto permitiría mejorar el flujo de repago por las deudas que estas unidades adquieran del Emisor.

Los activos consolidados ascienden a US\$233.1 millones al cierre de marzo de 2015, lo cual representa un incremento de 6.0% anual, que en términos absolutos equivale US\$13.2 millones. El 81.0% de dicho monto se explica por la adquisición de nuevos terrenos para futuros desarrollos de proyectos residenciales.

<sup>2</sup> EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*) = Ingresos operativos – Costo de ventas – Gastos generales y administrativos + Otros ingresos + Gastos de intereses que se encuentran capitalizados en el costo de ventas.

<sup>1</sup> Para mayor información acerca de la calificación de UNESA, favor referirse a: [www.equilibrium.com.pe/unesapa.com.pdf](http://www.equilibrium.com.pe/unesapa.com.pdf).

En este sentido, SUCASA incrementa el monto de sus inventarios de largo plazo<sup>3</sup> en intervalos de tiempo de cada 2 años, debido a que busca asegurar un alto volumen de generación de ingresos por venta de vivienda, conforme se desarrollen el resto de proyectos en la marcha.

Para fines analíticos, las cifras vinculadas al Estado de Resultados y al Flujo de Efectivo corresponden a los últimos 12 meses terminados al cierre de marzo de 2015, evitando efectos de estacionalidad.

Los ingresos operativos del Emisor totalizaron US\$105.8 millones, los cuales presentaron un aumento de 2.5% en el comparativo interanual. La generación de ingresos ha experimentado bajo crecimiento en períodos recientes, debido a tres factores: i) el 2014 fue un año de transición hacia el nuevo Gobierno, por lo que la administración pública mostró retrasos en la aprobación de permisos y actas requeridos para la entrega de las viviendas a los usuarios finales; ii) tradicionalmente, la venta de viviendas es más baja durante los primeros meses del año, ya que SUCASA aprovecha la estación seca para desarrollar los trabajos de movimiento de tierra y urbanización; y, iii) los ingresos por hospedaje en los hoteles han experimentado disminuciones, debido a la sobreoferta de hoteles en Panamá, lo cual ha motivado a que las tarifas de ocupación disminuyan respecto de períodos anteriores. Con el apoyo de su Grupo, el Emisor contempla ejecutar diversas medidas para potenciar los resultados de sus unidades de negocio, incluyendo oportunidades en el negocio de alquiler de locales comerciales.

Se destaca que el Emisor ha efectuado un mayor control sobre sus costos de ventas y gastos administrativos, con el fin de contrarrestar la merma en los ingresos. Inclusive, el margen de contribución<sup>4</sup> ha mostrado una mejora desde 63.0% en el 2012, hasta 55.3% en el período analizado.

Es precisamente la disminución en el costo de ventas, lo que ha propiciado mejoras en la generación de EBITDA, que en los últimos 12 meses hasta el cierre de marzo 2015 totalizó US\$35.0 millones, luego de incrementarse a razón de 29.9% en el comparativo interanual. Es de mencionar que la mayor parte de este EBITDA, más del 85%, es aportado por medio de la unidad de viviendas. Por este motivo, la cobertura de gastos financieros por parte del

<sup>3</sup> Terrenos y Costos de construcción en proceso, según registro contable en los Estados Financieros del Emisor.

<sup>4</sup> (Ingresos operativos - Costo de ventas) / Ingresos operativos.

EBITDA ha mejorado desde 4.7 veces en diciembre 2013, hasta 6.4 veces para el período analizado.

En cuanto al flujo de efectivo, el análisis considera el Flujo de Caja Operativo previo a las Variaciones de Capital de Trabajo<sup>5</sup> (FCO pre-VCT), debido a que esta cifra elimina los efectos de la Depreciación, Amortización y otras partidas operativas, directamente de la utilidad neta. Tomando en cuenta este enfoque, el nivel de FCO pre-VCT totalizó US\$30.1 millones para el período abril 2014 – marzo 2015, lo que representa un incremento de 32.8% en el comparativo interanual. Como consecuencia, el índice de cobertura de este flujo sobre el agregado de gastos financieros + deuda de corto plazo, muestra una mejora de 0.42 veces a 0.60 veces entre períodos fiscales.

También se distingue que la mayor generación de flujos ha permitido amortizar deuda financiera, especialmente durante el año 2013. En efecto, la deuda financiera del Emisor totalizó US\$109.6 millones al 31 de marzo de 2015, cuya variación anual ha sido -17.8% si se compara con diciembre 2012, lo que indica un menor nivel de endeudamiento. Asimismo, se observa una reducción en la proporción de la deuda de corto plazo sobre la deuda total hasta 40.8% desde 54.1% en diciembre 2012. Todo lo anterior mencionado también ha motivado la disminución de la relación Deuda Financiera / EBITDA desde 6.9 veces hasta 3.1 veces en el período analizado.

Los Bonos calificados en circulación totalizan US\$50.5 millones en el balance al cierre de marzo de 2015, equivalente a un 67.5% de los bonos emitidos por SUCASA y corresponden a 3 Programas Rotativos, es decir, que siempre y cuando el monto en circulación de estos bonos no exceda la suma autorizada respectiva para cada uno, el Emisor podrá seguir emitiendo deuda a través de estas emisiones, una vez que se cumpla con la amortización de capital. Las Emisiones también le exigen al Emisor y a UNESA el cumplimiento de una serie de resguardos financieros, la mayoría de vinculados a apalancamiento y capitalización, los cuales se encuentran en pleno cumplimiento al cierre de marzo 2015.

Los niveles de apalancamiento se mantienen moderados (1.63 veces a marzo 2015), en virtud que la deuda financiera decreció al mismo tiempo que las utilidades retenidas sostienen al crecimiento patrimonial.

<sup>5</sup> Flujo de las Actividades de Operación sin incluir las Variaciones anuales en cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar.

## **Fortalezas**

1. Posicionamiento del Emisor dentro de la industria desarrolladora de viviendas en Panamá.
2. Buena cobertura del EBITDA sobre gastos de financiamiento.
3. Bonos calificados cuentan con Fideicomiso de Garantía, cuyos bienes inmuebles cubren 125% sobre valor en libros.

## **Debilidades**

1. Flujo de efectivo operativo ajustado que limita la cobertura de gastos financieros + deuda de corto plazo, aunque con tendencia a la mejora en el indicador.
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.
3. Unidad de hoteles experimenta bajo desempeño financiero.

## **Oportunidades**

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

## **Amenazas**

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

## DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

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

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

### Gobierno corporativo y estructura gerencial

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

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

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

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

## DESCRIPCIÓN GENERAL DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS

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

Emisor: SUCASA y Subsidiarias.

Tipo de instrumento: Bonos Corporativos Rotativos.

Fecha de la oferta: Noviembre 2006.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

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

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

Frecuencia de pago de intereses: Trimestralmente.

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

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

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

Redención anticipada: A opción del Emisor.

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

Agente Fiduciario: Banistmo Investment Corporation, S.A.

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

Convenios y Resguardos Financieros:

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

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

Fuente de repago: Recursos generales del Emisor.

Calificación asignada: A+.pa por Equilibrium.

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

Emisor: SUCASA y Subsidiarias.

Tipo de instrumento: Bonos Corporativos Rotativos.

Fecha de la oferta: Diciembre 2010.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

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

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

Frecuencia de pago de intereses: Trimestralmente.

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

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

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

Redención anticipada: A opción del Emisor.

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

Agente Fiduciario: MMG Trust, S.A.

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

Convenios y Resguardos Financieros:

a) Deuda financiera / Patrimonio  $\leq$  2.0 veces.

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

Fuente de repago: Recursos generales del Emisor.

Calificación asignada: A+.pa por Equilibrium.

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

Emisor: SUCASA y Subsidiarias.

Tipo de instrumento: Bonos Corporativos Rotativos.

Fecha de la oferta: Agosto 2012.

**Moneda:** Dólares de los Estados Unidos de América.

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

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

**Frecuencia de pago de intereses:** Trimestralmente.

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

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

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

**Redención anticipada:** A opción del Emisor.

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

**Agente Fiduciario:** MMG Trust, S.A.

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

**Convenios y Resguardos Financieros:**

a) Deuda financiera / Patrimonio  $\leq$  2.0 veces.

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

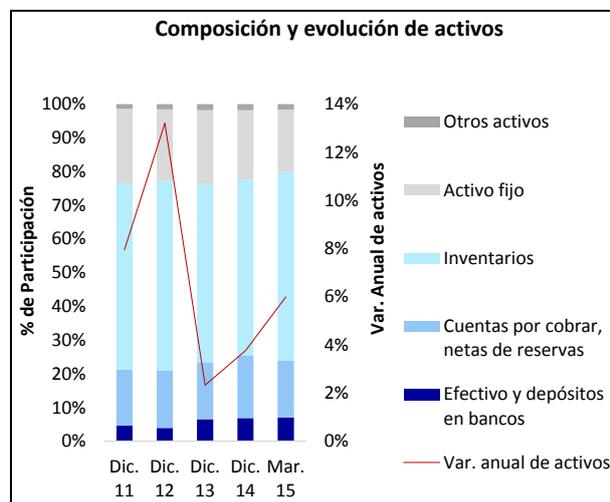
**Fuente de repago:** Recursos generales del Emisor.

**Calificación asignada:** A+.pa por Equilibrium.

## DESEMPEÑO FINANCIERO DE SUCASA

### Activos

Al 31 de marzo de 2015, los activos consolidados totalizan US\$233.1 millones, los cuales muestran un crecimiento anual de 6.0%. La mayor parte de los activos se concentra en terrenos (28.4%) y costos de construcción en proceso (22.3%), los cuales forman parte del rubro “inventarios” destinados para el desarrollo de las viviendas, razón por la cual son considerados inventarios de largo plazo.



Dichas cuentas son fundamentales para el giro de negocio del Emisor, toda vez que estas partidas representan la mayor parte del inventario que reeditarán en ingresos por ventas de viviendas. El período de rotación de estos inventarios es más elevado en relación a otras industrias, influenciado por el ciclo de construcción.

En lo que respecta al ciclo de construcción de viviendas, cuando SUCASA adquiere un espacio de terreno, su respectivo valor de adquisición se registra en los activos bajo la cuenta “terrenos”. Luego, cuando el Emisor procede a realizar el movimiento de tierra para adecuar el terreno para su futura urbanización, el valor de los lotes que se desarrolla es registrado bajo el rubro “Costo de Construcción en Proceso”. Es de aclarar que sólo aquellas parcelas o lotes que experimentan los movimientos de tierra, son las que pasan a registrarse como costos de construcción en proceso y no el terreno completo. Finalmente, cuando se finaliza la construcción de las casas en los lotes urbanizados respectivos, el valor de las viviendas disponibles para su venta es registrado bajo la cuenta “unidad de vivienda terminada”, la cual corresponde al apartado de inventario circulante, debido al poco período de tiempo en que dichas viviendas son vendidas a sus propietarios finales.

Como parte de su estrategia, el objetivo final de SUCASA es desarrollar proyectos residenciales, a fin de vender casas a sus clientes. La mayor parte de las residencias se ubica en el sector este de la Ciudad de Panamá, aunque el Emisor también ha comenzado a diversificarse hacia sectores como Panamá Oeste. El rango de precio de las viviendas oscila entre US\$40,000 y US\$180,000, en donde el precio medio es US\$60,000 aproximadamente.

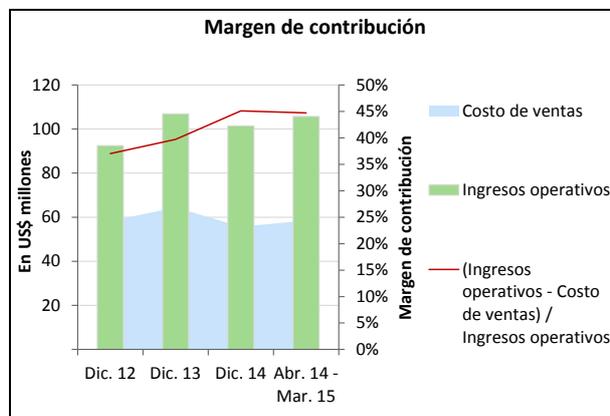
Con fecha 31 de diciembre de 2014, SUCASA escindió las operaciones de la unidad de negocio “Alquiler y Venta de Equipos Coamco” que mantenía dentro del consolidado. Por lo tanto, dicha unidad de negocio se discontinuó a partir del 1 de enero del 2015, aunque debe aclararse que la unidad de equipos continúa operando en otra compañía que pertenece a UNESA. Aunque el impacto sobre el balance fue bajo en términos absolutos, las principales variaciones producidas por la escisión fueron observadas en los rubros de Equipos en arrendamiento y de inventarios por materiales, equipos y repuestos, cuyas disminuciones durante el último trimestre fueron de US\$4.2 millones y US\$5.8 millones, respectivamente.

### Resultados y Rentabilidad<sup>6</sup>

La utilidad neta consolidada de SUCASA totalizó US\$21.1 millones para los últimos 12 meses contados hasta el 31 de marzo de 2015. La variación interanual de la utilidad equivale 63.7%, lo cual indica que el Emisor experimentó un desempeño muy favorable, evidenciado por la mejora que experimentaron los índices de rentabilidad promedio sobre activos y patrimonio (ROAA y ROAE). Cabe mencionar que la utilidad neta de SUCASA representó el 82.5% de la utilidad neta consolidada de UNESA.

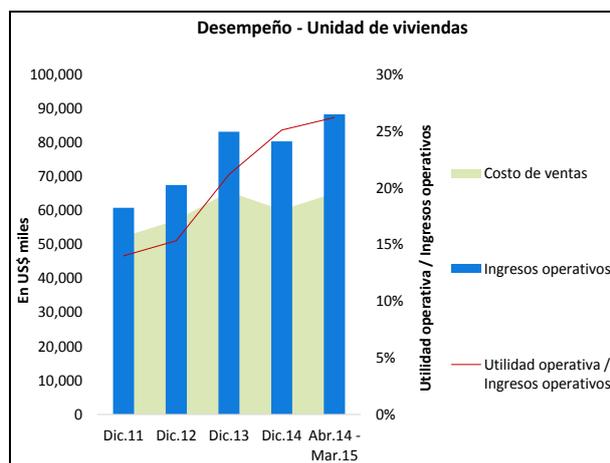
<sup>6</sup> Para propósitos de este informe, se dará énfasis al desempeño de las unidades de viviendas, hoteles y locales comerciales, que son actividades que consolidan dentro de SUCASA. Para mayor detalle sobre el desempeño de las unidades que integran UNESA, favor referirse a: [www.equilibrium.com.pe/unesapa.com.pdf](http://www.equilibrium.com.pe/unesapa.com.pdf).

Es de destacar que la mayor parte de la mejora en el desempeño se explica por la reducción de los costos de ventas en relación a los ingresos operativos. En detalle, la variación interanual del costo de ventas equivale -4.4%, en comparación con el incremento de los ingresos operativos a razón de 2.5% para similar período. Como consecuencia, a partir del año 2013, el margen de contribución ha experimentado una tendencia a la mejora.



A nivel de unidades de negocio, la mayor parte de las mejoras mencionadas fueron observadas en la actividad de construcción y venta de viviendas, lo cual se evidencia por medio del aumento en su margen operativo<sup>7</sup>.

SUCASA reconoce sus ingresos por la venta de vivienda solamente cuando se cumplen las siguientes condiciones: i) que el cliente haya firmado el contrato de compra-venta; ii) que la entidad bancaria encargada de financiar la hipoteca emita la carta promesa de pago respectiva; iii) que el cliente haya efectuado el abono inicial; iv) que UNESA haya entregado la vivienda al cliente.



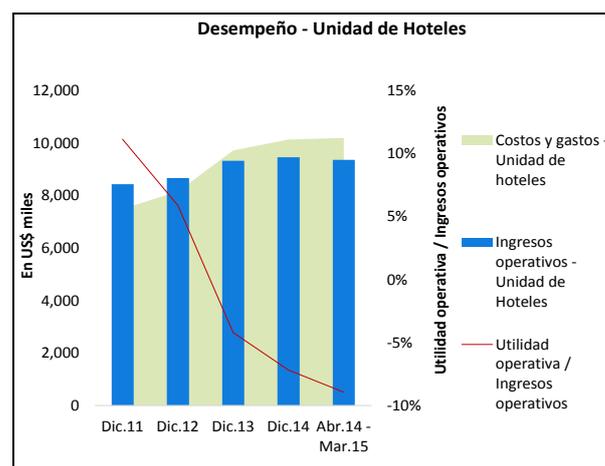
El bajo crecimiento en los ingresos operativos de la actividad de viviendas se deriva, principalmente, por los retrasos del Gobierno en la aprobación de los permisos y actas necesarios para la entrega de las viviendas a los propietarios finales, toda vez que a mediados del año 2014 fue el período de transición hacia el nuevo Gobierno. Al mismo tiempo, la venta de viviendas es habitualmente más baja en los primeros meses del año, ya que SUCASA aprovecha la estación seca para realizar los movimientos de tierra en los distintos proyectos que desarrolla.

<sup>7</sup> Margen operativo = Utilidad operativa / Ingresos operativos.

El Emisor contempla que los ingresos de la unidad de viviendas se incrementarán de manera notable durante el 2015, en función a que los procesos de tramitación de los permisos de ocupación han comenzado a agilizarse. Al mismo tiempo, mediante Decreto Ejecutivo No. 393 del 16 de diciembre de 2014, el Gobierno incrementó de US\$5 mil a US\$10 mil el subsidio que otorgará el Estado a las familias con ingresos mensuales menores de US\$1,200 y que apliquen para la adquisición de una vivienda nueva cuyo precio sea menor de US\$50 mil, todo lo cual entró en vigencia a partir del 1 de enero de 2015. Por lo tanto, el Emisor contempla que la venta de viviendas de interés social se incentive en el mediano plazo, razón por la cual se dará especial énfasis a la entrega de casas de interés social durante el año 2015.

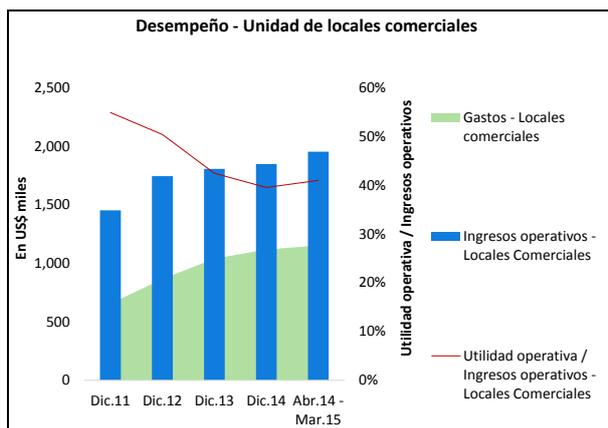
Año	Ingresos anuales	Unidades de viviendas entregadas
2013 (real)	US\$83.3 millones	1,468
2014 (real)	US\$80.4 millones	1,272
2015 (proyectado)	US\$94.4 millones	1,526 (enfoque social)
2016 (proyectado)	US\$107.2 millones	1,509

En el caso de hoteles, los ingresos operativos han mostrado muy poca variación para los 2 últimos años, lo cual se ha conjugado con un leve incremento en los costos de ventas y gastos administrativos de esta unidad, a superior ritmo, ocasionando desmejoras en el margen operativo de los hoteles. Como punto adicional, el sector hotelero se encuentra experimentando coyunturas a nivel nacional, debido principalmente a la alta sobreoferta de hoteles, lo que a su vez impacta la tarifa promedio por habitación, en donde los hoteles Country Inn y Playa Tortuga no escapan de esta realidad.



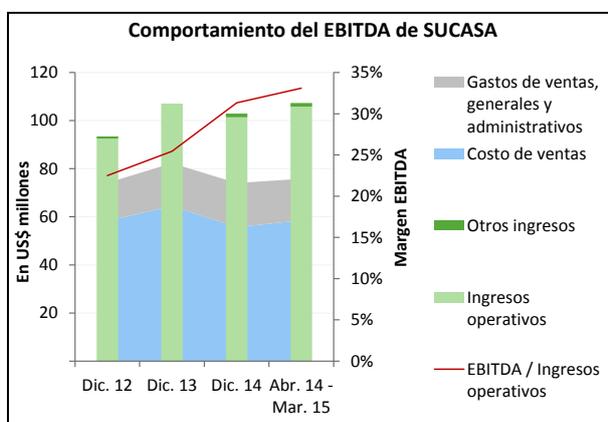
El Grupo ha manifestado que mantendrá su número de habitaciones sin cambios para el 2015: 83 para el Country Inn El Dorado, 254 para el Country Inn Amador y 117 para el Hotel Playa Tortuga de Bocas del Toro.

Es de destacar que la unidad de negocio vinculada al alquiler de centros comerciales (de pequeño tamaño) ha reflejado altos márgenes operativos durante los últimos años, como producto de su naturaleza de percibir ingresos por concepto de alquiler o arrendamiento operativo.



El Emisor se encuentra desarrollando un nuevo centro comercial denominado Plaza Del Lago, el cual se estima finalice su construcción durante el año 2016. Este proyecto permitirá incrementar el área alquilable desde 20,095 m<sup>2</sup> hasta 32,728 m<sup>2</sup>, con lo cual se potenciaría la capacidad de generación de ingreso del alquiler de los centros comerciales y así potenciar el margen operativo.

Por otra parte, el monto de EBITDA generado por SUCASA totalizó US\$35.0 millones para el período comprendido entre abril 2014 y marzo 2015, luego de experimentar un crecimiento de 29.9% respecto de similar período del año 2013-2014. Dicha mejora fue impulsada por las medidas de gestión en el costo de ventas aplicadas por SUCASA, especialmente en su unidad de venta de viviendas, lo cual se evidencia por medio de la gráfica siguiente, en donde se visualiza una disminución importante en los costos de ventas a partir del año 2014.



Favorablemente, el rubro de “otros ingresos” ha mantenido una baja participación sobre el monto de EBITDA. Dicho rubro corresponde principalmente a ventas de terreno que no forman parte del presupuesto del Emisor, toda vez que este tipo de ingreso no es de naturaleza recurrente.

Las mejoras en el EBITDA también fortalecen la cobertura sobre los gastos financieros (que incluyen los intereses capitalizados en el costo de ventas). Para el período de 12 meses terminado al 31 de marzo de 2015, el EBITDA representó 6.4 veces el monto de gastos financieros, lo que significó una mejora desde 4.7 veces reflejado en el ejercicio fiscal del año 2013.

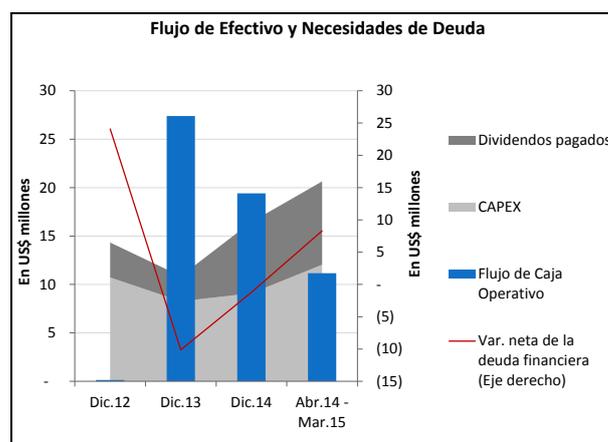
Otro enfoque radica en la cobertura de EBITDA sobre la suma de los gastos financieros y la deuda de corto plazo, que significa un cálculo aproximado para medir la capacidad del EBITDA para cubrir el servicio de deuda ante escenarios de estrés financiero. De este modo, dicha fórmula equivale 0.7 veces para el período abril 2014 – marzo 2015, siendo este nivel ampliamente fortalecido desde los niveles de 0.3 veces observados durante el año 2012. A pesar de que dicho índice aún representa menos de 1x, se destaca la mejora gradual de su comportamiento.

### Flujo de Efectivo y Endeudamiento

Un método alternativo para el cálculo de las coberturas sobre el servicio de deuda consiste en el análisis del Flujo de Caja Proveniente de las Actividades de Operación (FCO) antes de las Variaciones en el Capital de Trabajo<sup>8</sup>.

Teniendo esto en consideración, el monto de FCO Pre-VCT totalizó US\$30.1 millones al término de 12 meses contados hasta el 31 de marzo de 2015, lo que significa un incremento interanual de 32.8%, a su vez derivado de los aspectos mencionados en la sección anterior. Asimismo, se observaron una mejora de 0.42 veces a 0.60 veces en el índice de cobertura de los flujos operativos sobre el agregado de gastos financieros + deuda de corto plazo. Favorablemente, la Entidad es una unidad de negocios indispensable para su grupo accionista, lo cual le permite contar con el soporte de éste en caso de requerimientos puntuales de capital provenientes de activos fijos o inversiones disponibles para la venta registradas en el balance de UNESA, las cuales suman US\$48.7 millones al 31 de marzo de 2015, sin mencionar la revalorización que han experimentado estos instrumentos y que actualmente equivale US\$36.3 millones adicionales.

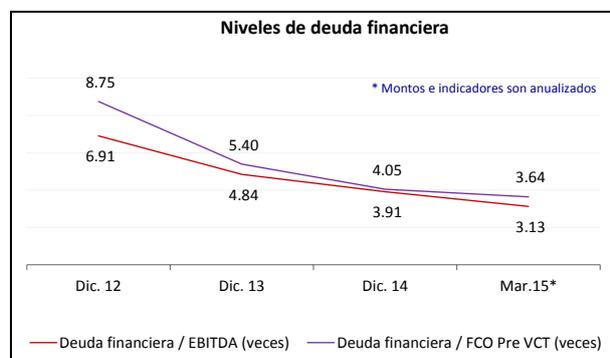
En la gráfica que se presenta a continuación, se muestra la evolución del Flujo de Caja Operativo (después de variaciones en el capital de trabajo), seguido de la evolución de 2 partidas relevantes en el uso del efectivo del giro del negocio: inversiones de capital (CAPEX) y dividendos pagados.



En la gráfica también se distingue que en el 2012 no se generó suficiente flujo, el cual elevó las necesidades de deuda para dicho año, aunque favorablemente, la tendencia cambia a partir del año 2013, en donde los excedentes de flujo operativo han permitido amortizar deuda financiera.

<sup>8</sup> Corresponden a la Variación Anual conjunta de las Cuentas por Cobrar, Cuentas por pagar e Inventarios.

En efecto, la deuda financiera del Emisor totalizó US\$109.6 millones al 31 de marzo de 2015, cuya variación anual ha sido -17.8% si se compara con diciembre 2012, lo que indica un menor nivel de endeudamiento. Asimismo, se observa una reducción en la proporción de la deuda de corto plazo sobre la deuda total hasta 40.8% desde 54.1% en diciembre 2012. Todo lo anterior, aunado a la tendencia creciente de los flujos, también ha motivado la disminución de los índices de endeudamiento.



### Fondeo y Solvencia

La deuda financiera del Emisor representa 75.9% del total de pasivos al cierre de marzo de 2015. El plazo pactado de dicha deuda varía dependiendo de la necesidad específica del Emisor. Por ejemplo, basándose en su amplia trayectoria como desarrollador de viviendas, SUCASA adquiere financiamiento de largo plazo (plazos mayores a 1 año) por medio de emisiones de bonos corporativos, con el fin de fundear la adquisición de terrenos destinados al desarrollo de proyectos residenciales, o bien, para adquirir nuevo activo fijo de la empresa o de sus afiliadas. Por otro lado, la deuda de corto plazo (plazos menores a 1 año) representada por líneas de crédito bancario o Valores Comerciales Negociables (VCN) se utiliza para financiar las necesidades de capital de trabajo de sus afiliadas, además de financiar el costo de construcción de proyectos urbanísticos que ya se encuentren en marcha.

En este sentido, el Emisor asume el compromiso de deuda en nombre de sus propias operaciones y del resto de actividades efectuadas por el Grupo, debido a que su flujo de caja operativo es significativamente superior al resto de sus compañías afiliadas. Cabe mencionar que SUCASA clasifica su deuda de acuerdo a la unidad de negocio que la solicitó, razón por la cual el Emisor tiene la potestad de gestionar el cobro de los intereses y capital a cualquier unidad de negocio, dependiendo de su deuda respectiva.

Al cierre de marzo de 2015, existen 5 emisiones de bonos corporativos en circulación, las cuales cuentan con distintas tasas y plazos (típicamente se amortizan entre 8 y 10 años). Además, el Emisor ha emitido 3 programas rotativos de bonos con el objetivo de financiar sus requerimientos de compra de terrenos o activos fijos futuros, sin la necesidad de emitir programas adicionales. Lo anterior es altamente influenciado por el ciclo de vida de los terrenos y del resto de los inventarios de la unidad de viviendas, que en promedio rotan cada 2.5 años aproximadamente. Además, SUCASA recupera su inversión en un terreno específico una vez que se materialice con el 60% de las ventas estimada para dicho terreno, lo cual puede tomar un período de 4 o 5 años.

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

### DETALLE DE BONOS EMITIDOS POR SUCASA

Se resaltan los bonos que califica Equilibrium

Referencia	Valor Autorizado US\$ MM	Valor emitido Mar.15 US\$ MM	Tipo de Programa	Garantía Adicional	Tipo de Garantía Real	Bienes en Garantía	% Mínimo de Garantía Real / Saldo a capital
Emisión 2012	45.0	21.2	Rotativo	Fianza solidaria UNESA	Fideicomiso de Garantía	Primera Hipoteca y Anticresis	125%
Emisión 2011	10.0	8.9	No es rotativo	Fianza solidaria UNESA	Fideicomiso de Garantía	Primera Hipoteca y Anticresis	100%
Emisión 2010	20.0	18.5	Rotativo	Fianza solidaria UNESA	Fideicomiso de Garantía	Primera Hipoteca y Anticresis	125%
Emisión 2007	40.0	15.4	No es rotativo	Fianza solidaria UNESA	Fideicomiso de Garantía	Primera Hipoteca y Anticresis	100%
Emisión 2006	12.0	10.8	Rotativo	Fianza solidaria UNESA	Fideicomiso de Garantía	Primera Hipoteca y Anticresis	125%

Fuente: SUCASA

Los bonos colocados por el Emisor cuentan con múltiples resguardos financieros o *covenants*, los cuales se establecieron para delimitar el apalancamiento financiero del Emisor, y se describen a continuación:

Covenants Financieros para Bonos	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Mar.15
% de deuda financiera sujeta a covenants	46.1%	57.8%	56.5%	65.7%
A) Pasivo / Patrimonio (Grupo UNESA) en veces	1.04	0.89	0.80	0.80
B) Dividendos / Utilidad neta (Grupo UNESA)	31.7%	23.6%	30.0%	27.0%
C) Deuda financiera / Capital Primario (Grupo UNESA) en veces	1.21	0.96	0.84	0.83
D) Deuda financiera / Patrimonio (Grupo UNESA) en veces	0.91	0.74	0.66	0.67
E) Deuda financiera / Patrimonio (SUCASA) en veces	1.91	1.51	1.22	1.24
F) Dividendos / Utilidad neta (SUCASA)	40.8%	19.5%	41.4%	40.9%

A) No mayor que 1.75 veces.

B) No mayor a 40%.

C) No menor que 1.45 veces.

D) No mayor que 1.5 veces.

E) No mayor que 2.0 veces.

F) No mayor a 40%.

El patrimonio neto del Emisor totaliza US\$88.7 millones al 31 de marzo de 2015, luego de experimentar una variación anual de 15.7%, la cual es superior a la variación anual de los activos consolidados. Lo anterior permite que el índice de apalancamiento (pasivos / patrimonio) muestre una disminución desde 1.9 veces hasta 1.6 veces.

Históricamente, el crecimiento en el patrimonio de SUCASA se atribuye a la retención de las utilidades percibidas durante sus ejercicios fiscales. A la fecha del presente informe, las acciones comunes atribuibles al Emisor totalizan US\$840.1 mil, lo que denota una participación marginal sobre el total de patrimonio. El riesgo de retiro anticipado de las utilidades no distribuidas se encuentra parcialmente mitigado por la existencia de los *covenants* financieros exigidos para las emisiones de bonos corporativos.

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

	Dic. 12	%	Dic. 13	%	Mar.14	%	Dic. 14	%	Mar.15	%	Mar.15 / Dic.14	Variación
<b>ACTIVOS</b>												
Efectivo y equivalentes de efectivo	8,105	3.7%	6,450	2.8%	3,725	1.7%	6,180	2.6%	2,748	1.2%	(3,433)	-55.5%
Depósitos a plazo fijo	625	0.3%	8,398	3.7%	12,624	5.7%	9,977	4.2%	13,691	5.9%	3,715	37.2%
Valores disponibles para la venta	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	-
<b>Total de efectivo, depósitos en bancos y valores</b>	<b>8,730</b>	<b>3.9%</b>	<b>14,848</b>	<b>6.5%</b>	<b>16,349</b>	<b>7.4%</b>	<b>16,157</b>	<b>6.9%</b>	<b>16,439</b>	<b>7.1%</b>	<b>282</b>	<b>1.7%</b>
<b>Cuentas por cobrar corrientes:</b>												
Cuentas por cobrar clientes de vivienda	13,682	6.2%	16,022	7.1%	8,237	3.7%	20,969	8.9%	14,169	6.1%	(6,800)	-32.4%
Hipotecas	27	0.0%	21	0.0%	17	0.0%	5	0.0%	4	0.0%	(1)	-18.2%
Menos: reserva para cuentas incobrables	(974)	-0.4%	(846)	-0.4%	(872)	-0.4%	(870)	-0.4%	(88)	0.0%	782	-89.9%
<b>Cuentas por cobrar corrientes, neta de reservas</b>	<b>12,735</b>	<b>5.7%</b>	<b>15,197</b>	<b>6.7%</b>	<b>7,382</b>	<b>3.4%</b>	<b>20,104</b>	<b>8.5%</b>	<b>14,085</b>	<b>6.0%</b>	<b>(6,020)</b>	<b>-29.9%</b>
<b>Inventarios corrientes:</b>												
Unidades de viviendas terminadas y locales comerciales	14,536	6.5%	11,749	5.2%	8,329	3.8%	9,768	4.1%	11,175	4.8%	1,406	14.4%
Materiales, equipos y repuestos	8,407	3.8%	7,178	3.2%	6,053	2.8%	6,434	2.7%	611	0.3%	(5,823)	-90.5%
<b>Total de inventarios corrientes</b>	<b>22,943</b>	<b>10.3%</b>	<b>18,928</b>	<b>8.3%</b>	<b>14,382</b>	<b>6.5%</b>	<b>16,202</b>	<b>6.9%</b>	<b>11,786</b>	<b>5.1%</b>	<b>(4,416)</b>	<b>-27.3%</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>44,407</b>	<b>20.0%</b>	<b>48,973</b>	<b>21.6%</b>	<b>38,113</b>	<b>17.3%</b>	<b>52,463</b>	<b>22.3%</b>	<b>42,309</b>	<b>18.2%</b>	<b>(10,154)</b>	<b>-19.4%</b>
<b>Inventarios no corrientes:</b>												
Costos de construcción en proceso	44,450	20.0%	45,128	19.9%	53,246	24.2%	51,935	22.0%	52,022	22.3%	88	0.2%
Terrenos	57,075	25.7%	55,594	24.5%	55,558	25.3%	54,416	23.1%	66,234	28.4%	11,818	21.7%
Otros	386	0.2%	485	0.2%	380	0.2%	343	0.1%	333	0.1%	(11)	-3.1%
<b>Total de inventarios no corrientes</b>	<b>101,911</b>	<b>45.9%</b>	<b>101,208</b>	<b>44.6%</b>	<b>109,184</b>	<b>49.7%</b>	<b>106,694</b>	<b>45.3%</b>	<b>118,589</b>	<b>50.9%</b>	<b>11,895</b>	<b>11.1%</b>
Valores mantenidos al vencimiento	215	0.1%	210	0.1%	208	0.1%	208	0.1%	208	0.1%	0	0.0%
Gastos pagados por adelantado	2,166	1.0%	2,502	1.1%	2,546	1.2%	2,830	1.2%	2,553	1.1%	(277)	-9.8%
Cuentas por cobrar compañías relacionadas y afiliadas	23,281	10.5%	21,840	9.6%	22,900	10.4%	22,756	9.7%	24,296	10.4%	1,539	6.8%
Cuentas por cobrar varias	1,905	0.9%	1,335	0.6%	1,097	0.5%	1,008	0.4%	850	0.4%	(157)	-15.6%
Propiedades de inversión, neto	1,115	0.5%	1,070	0.5%	1,058	0.5%	1,025	0.4%	1,013	0.4%	(11)	-1.1%
Equipos en arrendamiento, neto	3,918	1.8%	3,931	1.7%	3,841	1.7%	4,171	1.8%	0	0.0%	(4,171)	-100.0%
Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto	41,655	18.8%	44,738	19.7%	39,748	18.1%	43,373	18.4%	42,247	18.1%	(1,126)	-2.6%
Depósitos en garantía	433	0.2%	290	0.1%	289	0.1%	243	0.1%	226	0.1%	(17)	-7.0%
Otros activos	1,004	0.5%	1,077	0.5%	913	0.4%	941	0.4%	781	0.3%	(160)	-17.0%
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>177,603</b>	<b>80.0%</b>	<b>178,200</b>	<b>78.4%</b>	<b>181,785</b>	<b>82.7%</b>	<b>183,249</b>	<b>77.7%</b>	<b>190,764</b>	<b>81.8%</b>	<b>7,515</b>	<b>4.1%</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>222,010</b>	<b>100%</b>	<b>227,174</b>	<b>100%</b>	<b>219,899</b>	<b>100%</b>	<b>235,712</b>	<b>100%</b>	<b>233,073</b>	<b>100%</b>	<b>(2,639)</b>	<b>-1.1%</b>
<b>PASIVOS</b>												
Préstamos por pagar a menos de 1 año	66,978	30.2%	44,167	19.4%	41,374	18.8%	48,444	20.6%	37,053	15.9%	(11,391)	-23.5%
Bonos por pagar a menos de 1 año	5,104	2.3%	8,134	3.6%	7,075	3.2%	7,037	3.0%	7,612	3.3%	575	8.2%
Sobregiros por pagar	0	0.0%	0	0.0%	797	0.4%	0	0.0%	291	0.1%	291	-
Terrenos por pagar, porción de corto plazo	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	-
Cuentas por pagar otras	1,138	0.5%	1,061	0.5%	558	0.3%	1,213	0.5%	950	0.4%	(263)	-21.7%
Cuentas por pagar proveedores	5,147	2.3%	7,036	3.1%	4,644	2.1%	5,070	2.2%	3,481	1.5%	(1,589)	-31.3%
Cuentas por pagar compañías afiliadas	2,803	1.3%	6,007	2.6%	7,322	3.3%	9,312	4.0%	14,626	6.3%	5,315	57.1%
Dividendos por pagar	721	0.3%	1,721	0.8%	5,981	2.7%	351	0.1%	5,669	2.4%	5,319	1517.2%
Intereses acumulados por pagar sobre bonos	77	0.0%	212	0.1%	50	0.0%	253	0.1%	180	0.1%	(73)	-28.9%
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	2,399	1.1%	3,450	1.5%	2,829	1.3%	3,813	1.6%	1,681	0.7%	(2,132)	-55.9%
Impuesto sobre la renta por pagar	127	0.1%	71	0.0%	0	0.0%	15	0.0%	0	0.0%	(15)	-100.0%
Gastos acumulados por pagar	1,150	0.5%	1,006	0.4%	1,064	0.5%	1,037	0.4%	1,143	0.5%	106	10.3%
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>85,643</b>	<b>38.6%</b>	<b>72,864</b>	<b>32.1%</b>	<b>71,694</b>	<b>32.6%</b>	<b>76,544</b>	<b>32.5%</b>	<b>72,687</b>	<b>31.2%</b>	<b>(3,858)</b>	<b>-5.0%</b>
Préstamos a más de 1 año	4,913	2.2%	6,369	2.8%	1,488	0.7%	744	0.3%	549	0.2%	(195)	-26.2%
Bonos por pagar a más de 1 año	56,262	25.3%	61,110	26.9%	60,518	27.5%	56,776	24.1%	64,365	27.6%	7,589	13.4%
Depósitos de clientes	3,575	1.6%	2,993	1.3%	3,303	1.5%	3,684	1.6%	3,277	1.4%	(407)	-11.0%
Terrenos por pagar, porción de largo plazo	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	-
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	1,908	0.9%	4,398	1.9%	5,903	2.7%	5,289	2.2%	3,472	1.5%	(1,817)	-34.4%
Ingresos e impuesto sobre la renta diferidos	115	0.1%	103	0.0%	344	0.2%	261	0.1%	53	0.0%	(208)	-79.6%
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>66,774</b>	<b>30.1%</b>	<b>74,974</b>	<b>33.0%</b>	<b>71,556</b>	<b>32.5%</b>	<b>66,753</b>	<b>28.3%</b>	<b>71,715</b>	<b>30.8%</b>	<b>4,962</b>	<b>7.4%</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>152,417</b>	<b>68.7%</b>	<b>147,838</b>	<b>65.1%</b>	<b>143,249</b>	<b>65.1%</b>	<b>143,298</b>	<b>60.8%</b>	<b>144,402</b>	<b>62.0%</b>	<b>1,104</b>	<b>0.8%</b>
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>												
Acciones nominativas tipo A	840	0.4%	840	0.4%	840	0.4%	840	0.4%	840	0.4%	0	0.0%
Acciones en tesorería	(34)	0.0%	(34)	0.0%	(34)	0.0%	(34)	0.0%	(34)	0.0%	0	0.0%
Capital adicional pagado	72	0.0%	72	0.0%	72	0.0%	72	0.0%	72	0.0%	0	0.0%
Utilidad no distribuidas	59,878	27.0%	65,116	28.7%	73,745	33.5%	75,031	31.8%	83,017	35.6%	7,986	10.6%
Utilidad del ejercicio	8,838	4.0%	13,343	5.9%	2,027	0.9%	17,792	7.5%	5,310	2.3%	(12,482)	-70.2%
Escisión en la inversión	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	(1,286)	-0.5%	(533)	-0.2%	753	-58.6%
Participación no controladora	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	-
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>69,593</b>	<b>31.3%</b>	<b>79,336</b>	<b>34.9%</b>	<b>76,649</b>	<b>34.9%</b>	<b>92,415</b>	<b>39.2%</b>	<b>88,671</b>	<b>38.0%</b>	<b>(3,743)</b>	<b>-4.1%</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>222,010</b>	<b>100%</b>	<b>227,174</b>	<b>100%</b>	<b>219,899</b>	<b>100%</b>	<b>235,712</b>	<b>100%</b>	<b>233,073</b>	<b>100%</b>	<b>(2,639)</b>	<b>-1.1%</b>

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

	Dic. 12	%	Dic. 13	%	Mar.14	%	Dic. 14	%	Mar.15	%	Mar.15 / Mar.14	Variación
<b>INGRESOS OPERATIVOS</b>	<b>92,462</b>	<b>100%</b>	<b>106,910</b>	<b>100%</b>	<b>19,850</b>	<b>100%</b>	<b>101,419</b>	<b>100%</b>	<b>24,195</b>	<b>100%</b>	<b>4,345</b>	<b>21.9%</b>
Ventas de bienes y servicios	91,213	98.6%	105,672	98.8%	19,732	99.4%	100,199	98.8%	24,044	99.4%	4,311	21.8%
Ingresos por alquiler	73	0.1%	110	0.1%	31	0.2%	144	0.1%	39	0.2%	7	24.0%
Ingresos por servicios afiliados	658	0.7%	631	0.6%	107	0.5%	966	1.0%	107	0.4%	(0)	-0.1%
Otros ingresos operacionales, neto	519	0.6%	497	0.5%	(21)	-0.1%	111	0.1%	6	0.0%	26	-126.8%
<b>Costo de ventas</b>	<b>58,245</b>	<b>63.0%</b>	<b>64,468</b>	<b>60.3%</b>	<b>10,595</b>	<b>53.4%</b>	<b>55,691</b>	<b>54.9%</b>	<b>13,388</b>	<b>55.3%</b>	<b>2,793</b>	<b>26.4%</b>
<b>MARGEN DE CONTRIBUCIÓN</b>	<b>34,217</b>	<b>37.0%</b>	<b>42,442</b>	<b>39.7%</b>	<b>9,255</b>	<b>46.6%</b>	<b>45,728</b>	<b>45.1%</b>	<b>10,807</b>	<b>44.7%</b>	<b>1,552</b>	<b>16.8%</b>
<b>Gastos de ventas, generales y administrativos</b>	<b>15,856</b>	<b>17.1%</b>	<b>17,821</b>	<b>16.7%</b>	<b>4,475</b>	<b>22.5%</b>	<b>18,352</b>	<b>18.1%</b>	<b>3,443</b>	<b>14.2%</b>	<b>(1,032)</b>	<b>-23.1%</b>
<b>Otros ingresos, neto</b>	<b>911</b>	<b>1.0%</b>	<b>108</b>	<b>0.1%</b>	<b>40</b>	<b>0.2%</b>	<b>1,509</b>	<b>1.5%</b>	<b>47</b>	<b>0.2%</b>	<b>7</b>	<b>18.3%</b>
Ingresos por venta de terreno	823	0.9%	0	0.0%	0	0.0%	1,126	1.1%	0	0.0%	0	-
Intereses ganados en depósitos a plazo fijo	70	0.1%	108	0.1%	38	0.2%	383	0.4%	46	0.2%	7	19.0%
Otros ingresos financieros, neto	18	0.0%	0	0.0%	2	0.0%	0	0.0%	1	0.0%	(0)	-1.5%
<b>UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN</b>	<b>19,272</b>	<b>20.8%</b>	<b>24,729</b>	<b>23.1%</b>	<b>4,821</b>	<b>24.3%</b>	<b>28,886</b>	<b>28.5%</b>	<b>7,411</b>	<b>30.6%</b>	<b>2,590</b>	<b>53.7%</b>
Depreciación y Amortización	6,850	7.4%	6,674	6.2%	1,719	8.7%	7,204	7.1%	1,322	5.5%	(397)	-23.1%
<b>UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS</b>	<b>12,422</b>	<b>13.4%</b>	<b>18,055</b>	<b>16.9%</b>	<b>3,102</b>	<b>15.6%</b>	<b>21,682</b>	<b>21.4%</b>	<b>6,089</b>	<b>25.2%</b>	<b>2,988</b>	<b>96.3%</b>
<b>Gastos de financiamiento</b>	<b>2,777</b>	<b>3.0%</b>	<b>3,311</b>	<b>3.1%</b>	<b>835</b>	<b>4.2%</b>	<b>2,253</b>	<b>2.2%</b>	<b>507</b>	<b>2.1%</b>	<b>(328)</b>	<b>-39.3%</b>
Intereses pagados en financiamientos bancarios	2,022	2.2%	2,175	2.0%	549	2.8%	1,184	1.2%	256	1.1%	(292)	-53.3%
Intereses pagados sobre bonos	606	0.7%	949	0.9%	234	1.2%	837	0.8%	200	0.8%	(34)	-14.4%
Amortización de costos de emisión de bonos	149	0.2%	188	0.2%	53	0.3%	232					

INDICADORES FINANCIEROS	Dic. 12	Dic. 13	Mar.14*	Dic. 14	Mar.15*
<b>Rentabilidad</b>					
ROAA <sup>1</sup>	4.2%	5.9%	5.8%	7.7%	9.3%
ROAE <sup>2</sup>	13.3%	17.9%	17.4%	20.7%	25.5%
(Ingresos operativos - Costo de ventas) / Ingresos operativos	37.0%	39.7%	40.8%	45.1%	44.7%
Gastos generales y administrativos / Ingresos operativos	17.1%	16.7%	17.5%	18.1%	16.4%
EBITDA <sup>3</sup> (En US\$ miles)*	20,806	27,218	26,953	31,773	35,007
Gastos financieros (En US\$ miles) 12 meses	4,310	5,800	5,945	5,139	5,455
EBITDA / Ingresos operativos	22.5%	25.5%	26.1%	31.3%	33.1%
EBITDA / Gastos financieros (veces)	4.83	4.69	4.53	6.18	6.42
EBITDA / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	0.27	0.47	0.50	0.52	0.70
Utilidad neta / Ingresos operativos	9.6%	12.5%	12.5%	17.5%	19.9%
Otros ingresos / Utilidad neta	10.3%	0.8%	1.2%	8.5%	7.2%
<b>Liquidez y Flujos</b>					
Activos corrientes / Pasivos corrientes	0.52	0.67	0.53	0.69	0.58
(Activos corrientes - Inventario) / Pasivos corrientes	0.25	0.41	0.33	0.47	0.42
Cuentas por cobrar / Activos	5.7%	6.7%	3.4%	8.5%	6.0%
Cuentas por cobrar / Ingresos operativos	13.8%	14.2%	7.2%	19.8%	13.3%
Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles)	128	27,396	26,201	19,405	11,166
Flujo de Caja Operativo, previo a las Variaciones de Capital de Trabajo (FCO Pre VCT) (En US\$ miles)	15,229	22,194	22,638	27,934	30,069
FCO Pre VCT / Deuda financiera	11.4%	18.5%	20.5%	24.7%	27.4%
FCO Pre VCT / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo)	0.20	0.38	0.42	0.46	0.60
FCO Pre VCT / Gastos financieros (veces)	3.53	3.83	3.81	5.44	5.51
FCO Pre VCT / CAPEX (veces)	1.42	2.69	3.25	3.07	2.50
Dividendos / Utilidad neta	40.8%	19.5%	30.9%	41.4%	40.9%
<b>Endeudamiento</b>					
Deuda financiera (En US\$ miles)	133,257	119,779	110,454	113,000	109,578
Deuda financiera de corto plazo / Deuda financiera	54.1%	43.7%	43.9%	49.1%	40.8%
Deuda financiera / Pasivos	87.4%	81.0%	77.1%	78.9%	75.9%
Deuda financiera / Patrimonio (veces)	1.91	1.51	1.44	1.22	1.24
Utilidad neta / Deuda financiera de corto plazo	14.2%	21.5%	23.6%	33.0%	45.3%
Gastos financieros brutos / Deuda financiera promedio	2.3%	2.6%	5.0%	1.9%	5.0%
Deuda financiera / Activos	60.0%	52.7%	50.2%	47.9%	47.0%
Deuda financiera / EBITDA (veces)	6.91	4.84	4.10	3.91	3.13
Deuda financiera / (EBITDA - CAPEX) (veces)	15.59	7.27	5.53	5.71	4.77
Deuda financiera / FCO Pre VCT (veces)	8.75	5.40	4.88	4.05	3.64
<b>Capitalización</b>					
Pasivos / Patrimonio (veces)	2.19	1.86	1.87	1.55	1.63
Activo fijo / Patrimonio	60.5%	56.8%	52.2%	47.2%	47.9%
Pasivos / Activos	68.7%	65.1%	65.1%	60.8%	62.0%
Pasivos corrientes / Pasivos totales	56.2%	49.3%	50.0%	53.4%	50.3%
Pasivos corrientes / Patrimonio	123.1%	91.8%	93.5%	82.8%	82.0%
Patrimonio / Activos	31.3%	34.9%	34.9%	39.2%	38.0%
Patrimonio / Activos fijos	149.1%	159.5%	171.7%	190.3%	205.0%
Capital primario / Patrimonio	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%
Deuda financiera / Capital primario (veces)	1.92	1.51	1.44	1.22	1.24
Pasivos / Capital Primario (veces)	2.19	1.87	1.87	1.55	1.63
Capital Primario / Activos fijos neto	148.9%	159.4%	171.5%	190.1%	204.8%
<b>Otros indicadores</b>					
Rotación de cuentas por cobrar (días) <sup>4</sup>	49.6	51.2	25.7	71.4	47.9
Rotación de inventario corriente (días) <sup>5</sup>	141.8	105.7	84.7	104.7	72.5
Rotación de cuentas por pagar (días) <sup>6</sup>	36.3	48.9	62.5	35.0	56.3
Crecimiento anual de activos	13.2%	2.3%	-1.2%	3.8%	6.0%
Crecimiento anual de ingresos operativos	7.3%	15.6%	-15.7%	-5.1%	21.9%
Crecimiento anual de los gastos financieros	18.2%	19.3%	-14.9%	-32.0%	-39.3%
Crecimiento anual de la utilidad neta	34.1%	51.0%	-18.8%	33.3%	161.9%
Depreciación del ejercicio / Activos fijos	14.7%	13.4%	15.1%	14.8%	15.7%

Elaboración: Equilibrium

<sup>1</sup> ROAA (Return On Average Assets) = Utilidad neta 12 meses / ((Activo<sub>0</sub> + Activo<sub>1</sub>) / 2)

<sup>2</sup> ROAE (Return On Average Equity) = Utilidad neta 12 meses / ((Patrimonio<sub>0</sub> + Patrimonio<sub>1</sub>) / 2)

<sup>3</sup> EBITDA (Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization) = Utilidad operativa antes de depreciación y amortización

<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)

\* Indicadores Anualizados