



Equilibrium  
Calificadora de Riesgo S.A.

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

Ciudad de Panamá, Panamá

## Informe de Calificación

12 de septiembre de 2017

Contacto:  
(507) 214 3790

Eugenio Ledezma  
Analista  
[eledezma@equilibrium.com.pa](mailto:eledezma@equilibrium.com.pa)

Fernando Arroyo  
Lead Analyst  
[farroyo@equilibrium.com.pa](mailto:farroyo@equilibrium.com.pa)

\*Para mayor información sobre las categorías otorgadas remitirse al Anexo I.

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 clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2013, 2014, 2015 y 2016 de Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA) y subsidiarias, así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2016 y 2017. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium 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. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/2017.

**Fundamento:** Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió ratificar 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). La perspectiva se mantiene Estable. Dicha decisión se sustenta en la *expertise* de SUCASA en el desarrollo del sector construcción en la República de Panamá, con especial énfasis en la venta de viviendas, lo cual le ha permitido posicionarse entre los mejores desarrolladores del país. A lo anterior se suman los adecuados indicadores de rentabilidad que registra, los mismos que se sostienen a lo largo de los últimos ejercicios evaluados en parte por el manejo eficiente de sus gastos operativos. Adicionalmente, pondera de manera positiva el manejo moderado de su nivel de endeudamiento, indicador que muestra una tendencia decreciente. A su vez, el Emisor cuenta con fuentes de fondeo diversificadas, entre las que se encuentran los préstamos bancarios, operaciones de arrendamiento financiero y la emisión de deuda en el mercado de capitales a través de Bonos Corporativos y Valores Comerciales Negociables. Se pondera igualmente la cobertura que le brinda tanto el EBITDA<sup>1</sup> como el Flujo de Caja Operativo a los gastos financieros y al servicio de deuda, la misma que se ha venido fortaleciendo a lo largo

## Instrumento

Bonos Corporativos

*Perspectiva*

## Calificación\*

A+.pa

*Estable*

de los últimos ejercicios evaluados, dejando de ser una limitante para la Entidad. Si bien al incorporar los Valores Comerciales Negociables al servicio de deuda la cobertura se ajusta, es de señalar que este riesgo se mitiga en parte por la naturaleza revolvente de dicha fuente de financiamiento, aunque este continúa siendo un aspecto a fortalecer.

Con relación a las calificaciones asignadas al Primer, Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA, se debe señalar que las mismas recogen una serie de mejoradores, dentro de los cuales se encuentran la fianza solidaria de Unión Nacional de Empresas, S.A. y Subsidiarias (UNESA), la constitución de un Fideicomiso en Garantía conformado por primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles, ya sea del Emisor o de terceros, cuyo valor monetario no podrá ser inferior al 125% del saldo de capital de los Bonos Corporativos en circulación. Asimismo, cada Programa mantiene dos resguardos financieros que debe cumplir UNESA y SUCASA (dependiendo el Programa), los mismos que se detallan en el cuerpo del presente informe y que hacen referencia a un apalancamiento financiero y reparto de dividendos máximo. Es importante señalar que a la fecha del presente informe UNESA cuenta con una calificación de riesgo A+.pa otorgada por Equilibrium como Entidad.

<sup>1</sup> Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization.

No obstante lo señalado anteriormente, a la fecha limita poder otorgar una mayor calificación a los Programas de Bonos Corporativos de SUCASA la sensibilidad que presenta el Flujo de Caja Operativo ante posibles cambios no esperados en las condiciones económicas, toda vez que su principal actividad se vincula al sector construcción. Asimismo, se considera el déficit de capital de trabajo que registra el Emisor, aunque dicho comportamiento resulta propio del giro del negocio que desarrolla, el mismo que

implica un ciclo de conversión más largo. Limita igualmente al Emisor el hecho que su patrimonio se encuentre conformado principalmente por utilidades retenidas, ejerciendo las acciones comunes poca participación en el mismo. Finalmente, Equilibrium continuará monitoreando el riesgo global de SUCASA, comunicando al mercado cualquier variación en el riesgo de los Programas de Bonos Corporativos emitidos.

**Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento en la Calificación:**

- El 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.
- La mejora sostenida en los indicadores de liquidez.
- Una mayor participación de las acciones comunes dentro de la estructura patrimonial.

**Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución en la Calificación:**

- 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.
- Un marcado y progresivo ajuste en la cobertura del servicio de deuda con el EBITDA y el Flujo de Caja Operativo.
- Un aumento en la deuda financiera que conlleve a que la palanca se incremente de manera importante.
- El retiro de mejoradores dentro de la estructura de los Programas de Bonos Corporativos calificados.
- Un cambio normativo que impacte de manera negativa en la adquisición de viviendas por parte de su segmento objetivo y/o en los permisos ocupacionales.

**Limitaciones Encontradas en el Proceso de Evaluación:**

- Ninguna.

## DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

### Desarrollos Recientes y Hechos de Importancia

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). 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 mediante la cadena de hoteles Country Inn & Suites (sucursal Amador) y Playa Tortuga. En adición, también incluye la línea de negocio de construcción de centros comerciales para alquiler.

En cuanto a su estrategia de negocio, SUCASA se enfoca principalmente en la construcción y venta de viviendas, en donde su principal característica es que dichos proyectos están dirigidos hacia propiedades que oscilan entre los US\$40 mil y US\$120 mil; es decir, corresponden a viviendas que cuentan con el beneficio del interés preferencial subsidiado por el Estado Panameño. Lo anterior brinda un panorama acerca del perfil del cliente del Emisor, conformado por personas con una capacidad de pago entre medio y medio-bajo.

Se espera que este estrato de viviendas mantenga la demanda en la medida que continúe recibiendo el subsidio del Estado aplicado a la tasa de interés cobrada por los bancos de la plaza. En efecto, la estrategia general del Emisor gira en torno a este tipo de residencia, unifamiliares y cuyo rango de precio coincide con el subsidio de interés preferencial.

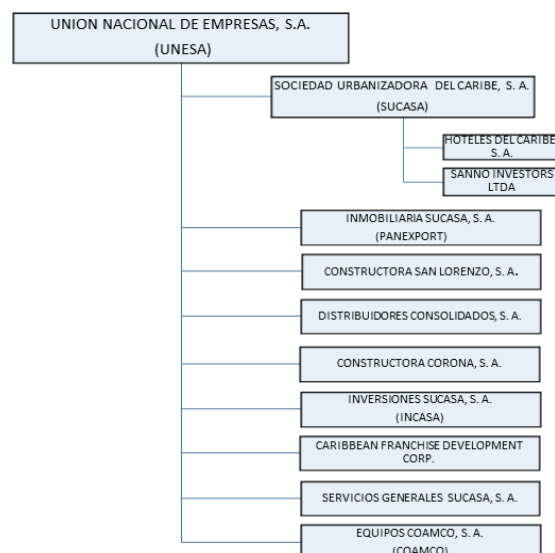
No obstante lo anterior, el Emisor se encuentra diversificando su oferta de viviendas hacia apartamentos dirigidos a personas de ingreso medio y medio-alto. De esta manera, la Entidad estima que a futuro la venta de viviendas continúe incrementándose mediante una mezcla ligeramente más diversificada. Es relevante señalar que SUCASA tampoco busca construir viviendas de interés social bajo el programa de Bono Solidario, toda vez que uno de sus objetivos para mitigar el riesgo es de minimizar el porcentaje de su flujo operativo que dependa de pagos provenientes del Estado, tal como es la figura en el caso de los programas patrocinados por el Ministerio de Vivienda y Ordenamiento Territorial (MIVIOT).

### Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de la Compañía se presentan en el Anexo II del presente informe. En este sentido, cabe señalar que dicha composición se mantiene sin cambios al primer semestre de 2017.

### Grupo Económico

En el siguiente cuadro se muestra la estructura del Grupo económico al que pertenece SUCASA:



Fuente: SUCASA

### Operaciones Productivas

Las operaciones productivas de SUCASA se originan de acuerdo a la siguiente segmentación:

- **Viviendas:** Constituido por el desarrollo y venta de proyectos residenciales, principalmente en el área metropolitana y algunos en el interior del país. También se incluyen proyectos de interés social y venta de inmuebles comerciales.
- **Hoteles:** Lo constituye propiamente el negocio hotelero.
- **Locales Comerciales:** Corresponde al alquiler de locales comerciales en el área metropolitana.

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

### Activos y Liquidez

Al 31 de diciembre de 2016, SUCASA registra activos por US\$256.8 millones, mostrando un crecimiento interanual de 3.4%, el mismo que se sustenta principalmente en: i) el aumento en el efectivo y equivalente (+22.0%), ii) el incremento de los inventarios corrientes (+11.6%), iii) los mayores costos de construcción en proceso (+6.3%), iv) un aumento en las cuentas por cobrar a relacionadas y, v) un mayor saldo en terrenos.

Respecto a las partidas de mayor presencia en el Balance Consolidado, se tiene que los terrenos representan el 32.6% dentro de la estructura de los activos totales al cierre de 2016 (29.5% en el 2015), seguido de los costos de construcción en proceso con 25.5% (24.8% al cierre del ejercicio previo). Otras partidas señaladas anteriormente con variaciones positivas durante el 2016 muestran una participación menor dentro de la estructura de los activos como el efectivo y equivalente (3.3%) e inventarios corrientes (3.9%).

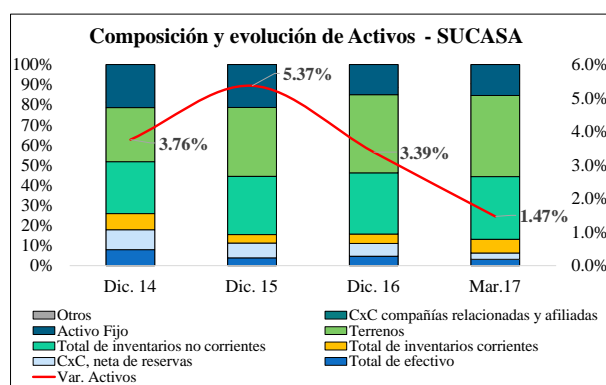
Es de indicar que los terrenos cumplen con el objetivo de ser utilizados por el Emisor para el desarrollo de su actividad inmobiliaria. En este sentido, dichos terrenos son

empleados dependiendo de su requerimiento en el tiempo. Asimismo, los terrenos registrados como propiedad de inversión no están disponibles para la venta en el curso normal del negocio, lo que a la vez permite que los mismos puedan ser otorgados en garantía al momento de solicitar un financiamiento.

Con referencia a la partida de inmuebles, mobiliario y equipo (activo fijo), durante el 2016 la misma retrocede en 29.2% debido a la reclasificación por escisión, específicamente en las construcciones en proceso.

En términos generales, los activos consolidados de SUCASA no registran mayor variación al 31 de marzo de 2017, al situarse en US\$255.5 millones. No obstante, dentro de la estructura se muestra un aumento importante en las cuentas por cobrar a relacionadas al ubicarse en US\$44.0 millones, +21.0% en el trimestre, a cuenta de una reducción en el efectivo y equivalente, el mismo que retrocede en 26.3% en el mismo periodo.

A nivel consolidado, los activos de SUCASA se componen en 88.5% por el desarrollo de proyectos de vivienda y alquiler de locales comerciales, mientras que el negocio hotelero participa con 11.5%.

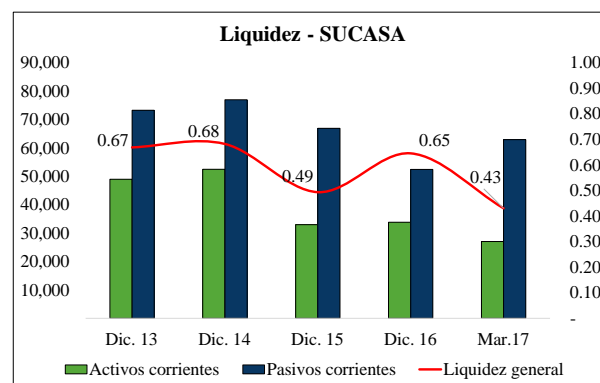


Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Con referencia a los indicadores de liquidez de SUCASA, es de señalar que si bien se muestran niveles ajustados reflejados en un déficit de capital de trabajo de US\$18.6 millones al cierre de 2016, que se acentúa al primer trimestre de 2017 al ubicarse en US\$35.8 millones, los mismos son reflejo de la necesidad que tiene el Emisor de realizar inversiones en su giro de negocio, las mismas que van a tomar cierto tiempo para generar ingresos dado el ciclo en la construcción de complejos residenciales y locales comerciales.

En línea con lo anterior, al 31 de diciembre de 2016, la liquidez corriente de SUCASA se sitúa en 0.65 veces, la misma que mejora en relación al 2015 (0.49 veces) producto de un incremento en el activo corriente de 2.6% al situarse en US\$33.8 millones, principalmente por un mayor saldo en efectivo y equivalente, mientras que los pasivos de corto plazo se ajustan en 21.6% al ubicarse en US\$52.4 millones, principalmente por un menor saldo en sobregiros y préstamos bancarios. No obstante, de acuerdo a lo señalado anteriormente, durante el primer trimestre de 2017, el indicador se ajusta hasta ubicarse en 0.43 veces, sustentado en un aumento del pasivo corriente en 19.9%, asociados a dividendos por pagar por US\$9.7 millones, a la par que el

activo de corto plazo se ajusta en 20.0% producto principalmente de un menor saldo de cuentas por cobrar a clientes de vivienda y al ajuste en el efectivo y equivalente. En el caso de los créditos por venta de viviendas, estos se encuentran respaldados por cartas bancarias, por lo que dichas casas deben cumplir previamente con los contratos de compra-venta debidamente firmados, carta de compromiso por el remanente de la deuda y haber realizado el abono inicial; mientras que, en el caso de los inventarios, el Emisor mantiene contratos de compra-venta y depósitos recibidos por US\$4.5 millones.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

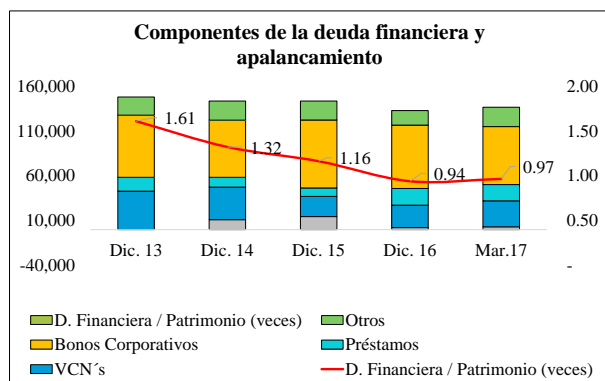
### Estructura Financiera y Solvencia

Al 31 de diciembre de 2016, los pasivos totales de SUCASA ascienden a US\$132.8 millones, retrocediendo en 7.4% respecto al 2015, financiando a su vez el 51.7% del total de activos. La tendencia de los pasivos es decreciente a partir del 2016, lo cual se sustenta en una menor utilización de sobregiros y préstamos bancarios (-42.4%). Históricamente, ha destacado la deuda financiera como principal fuente de fondeo, la misma que suele representar más del 80% de los pasivos. Dentro de sus fuentes de financiamiento se encuentra el mercado de capitales, realizando colocaciones tanto de Bonos Corporativos como de Valores Comerciales Negociables, los mismos que en conjunto representan el 72.1% de los pasivos al cierre de 2016 (68.59% al 31 de marzo de 2017). Otras alternativas de fondeo tomadas por la Compañía corresponden a obligaciones bajo arrendamiento financiero y préstamos bancarios, los mismos que en conjunto financian 7.3% de los activos al 31 de diciembre de 2016, no mostrando mayor cambio al primer trimestre de 2017.

Cabe mencionar que existen otros rubros de menor cuantía pero que ameritan mencionarse como las cuentas por pagar a compañías afiliadas y depósitos de clientes (abonos por compra-venta) con saldos de US\$5.2 millones y US\$4.5 millones, respectivamente. En términos generales, los compromisos financieros tienen el objetivo de adquirir y desarrollar terrenos, realizar mejoras en el activo fijo y en el caso de algunas de sus emisiones de Bonos incluyen la cancelación de compromisos con entidades bancarias.

En el caso puntual de la utilización de financiamiento de corto plazo, el mismo está dirigido a cubrir necesidades de capital de trabajo. Por lo anterior, destaca la colocación de VCN's con un saldo de US\$25.0 millones al cierre de 2016 (US\$29.0% al 31 de marzo de 2017). Resulta importante mencionar que el Emisor también toma líneas y sobregiros por US\$2.2 millones (US\$3.1 al primer trimestre de 2017),

contando con una disponibilidad de más de US\$10 millones en el sistema financiero.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

SUCASA mantiene Bonos Corporativos, con un saldo de US\$70.7 millones al cierre del ejercicio 2016 (US\$64.6 millones al 31 de marzo de 2017), siendo destinados primordialmente a la adquisición de bienes inmuebles que puedan ser utilizados tanto en el corto como en el largo plazo. Los Bonos Corporativos emitidos cuentan con garantías tangibles y fianzas solidarias del Grupo, además de incluir seguros sobre las mejoras y dinero en efectivo.

INSTRUMENTOS CALIFICADOS POR EQUILIBRIUM				
Instrumentos	Valor Autorizado US\$ MM	Valor emitido Mar. 17 US\$ MM	Garantía Adicional	Bienes en Garantía
Bonos - Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$45.0 millones: 2012	45.0	22.1	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
Bonos - Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$20.0 millones: 2010	20.0	17.1	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
Bonos - Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$12.0 millones: 2006	12.0	10.1	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
INSTRUMENTOS NO CALIFICADOS POR EQUILIBRIUM				
Bonos - Emisión 2011	10.0	6.7	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
Bonos - Emisión 2007	40.0	8.9	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

A continuación, se presentan los resguardos financieros asociados a los distintos Programas de Bonos Corporativos calificados por Equilibrium, los cuales se vienen cumpliendo al cierre del ejercicio 2016 y primer trimestre 2017, según se detalla:

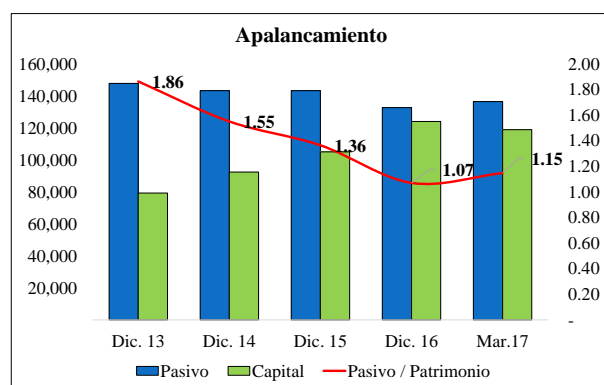
Covenants	Dic. 16	Mar. 17	Cumplimiento
<b>Primer Programa Rotativo</b>			
Deuda Financiera / Capital Primario (UNESA) - veces	0.68	0.61	<=1.45x
<b>Primer Programa Rotativo y Primera Emisión No Rotativa por US\$10.0 millones</b>			
Dividendos / Utilidad neta (UNESA)	29.5%	-	<=40%
<b>Segundo y Tercer Programa Rotativo</b>			
Deuda Financiera / Patrimonio (SUCASA) - veces	0.94	0.97	<=2.0x
<b>Segundo y Tercer Programa Rotativo y Segunda Emisión No Rotativa por US\$40.0 millones</b>			
Dividendos / Utilidad neta (SUCASA)	28.6%	-	<=40%
<b>Primera Emisión No Rotativa por US\$10.0 millones</b>			
Deuda financiera neta / Patrimonio (UNESA) - veces	0.52	0.48	<=1.75x
<b>Segunda Emisión No Rotativa por US\$40.0 millones</b>			
Deuda Financiera / Patrimonio (UNESA) - veces	0.57	0.51	<=1.5x

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Es importante aclarar que, por motivos estratégicos de Grupo Económico, para tener una sola compañía que se encargue de adquirir la deuda financiera del holding, se utiliza a SUCASA, toda vez que es la que genera el mayor volumen de flujos.

A pesar que la actividad realizada por SUCASA requiere de inyección constante de fondeo para financiar sus operaciones, la Entidad ha logrado mantener una palanca contable (pasivo / patrimonio) que se ubica dentro de niveles adecuados (1.07 veces al cierre de 2016 y 1.15 veces al primer trimestre de 2017), mientras que la palanca financiera viene mostrando una tendencia decreciente a lo largo de los últimos ejercicios (2.8 veces en 2016 y 2.7 al 31 de marzo de 2017).

Al 31 de diciembre de 2016, el patrimonio asciende a US\$118.9 millones, mostrando un incremento interanual de 18.1%, el mismo que se fortalece por el apoyo de las utilidades retenidas, alcanzando estas últimas una participación de 94.3% dentro de la estructura patrimonial. Es de indicar que durante el ejercicio 2016, SUCASA repartió dividendos por US\$8.2 millones, que de acuerdo a los resguardos establecidos en los Programas de Bonos Corporativos, el mismo no debe ser superior al 40% de los resultados del período anterior, mitigando de este modo el pago anticipado de dividendos.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

### Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Los ingresos de SUCASA ascienden a US\$123.3 millones al 31 de diciembre de 2016, registrando un incremento interanual de 19.7%. Dichos ingresos provienen de su principal línea de negocio que corresponde a las ventas de viviendas con una participación de 92.9% de los ingresos, composición que se mantiene al 31 de marzo de 2017 al representar el 90.5% de los ingresos totales. El resto de los ingresos lo proporciona el segmento de hoteles. Por el lado

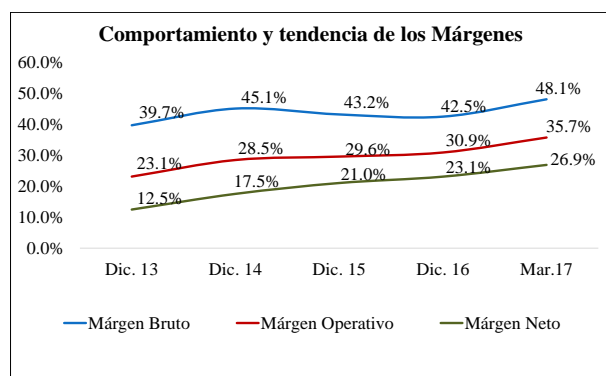
del costo de venta, los mismos aumentan en 21.2% al totalizar US\$70.9 millones, representando a su vez el 57.5% de los ingresos operativos de la Compañía (51.9% al 31 de marzo de 2017). Cabe señalar que, si bien al 31 de marzo de 2017 los ingresos operativos retroceden en 4.3% respecto al mismo periodo del ejercicio previo, el costo de venta se ajusta en mayor medida (-11.1%), lo cual le permite mejorar el margen de contribución que se sitúa en 48.1% (42.5% al cierre de 2016).

En el caso particular del segmento hotelero, durante el 2016 se observa un ajuste en los ingresos de 2.3% hasta alcanzar US\$7.5 millones. En este sentido, el promedio de ocupación del apartado hotelero habría sido superior al promedio de su sector, el cual, según la Autoridad de Turismo de Panamá fue de 47.3%. Al 31 de marzo de 2017, el nivel de ocupación fue menor al del mismo período del año anterior, aunque igualmente se ubica por encima del promedio.

Con respecto a los gastos operativos, si bien se observa un ligero aumento (+1.7%) durante el 2016, el mismo en términos relativos representan el 12.1% de los ingresos, retrocediendo respecto al 14.2% registrado en el 2015 (15.7% al primer trimestre de 2017). Al mantener controlados los gastos operativos, SUCASA logra reportar una adecuada eficiencia operativa, la misma que se ubica en 28.4% (32.7% al 31 de marzo de 2017). En línea con lo anterior, SUCASA puede manejar su operación sin depender de los ingresos de carácter no recurrente, los mismos que representan apenas el 0.5% (3.4% al primer trimestre de 2017) de los ingresos totales y que de igual manera pueden provenir de ventas de terrenos, intereses de depósitos, entre otros.

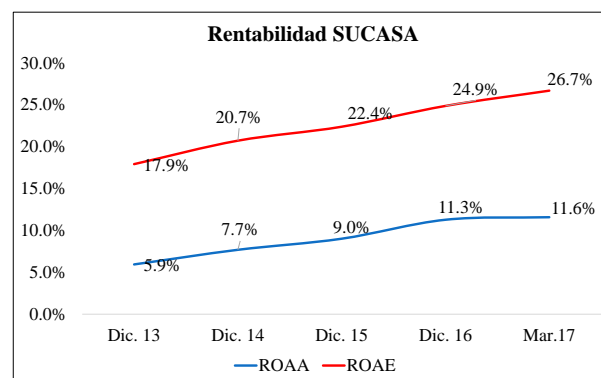
En vista de lo anterior, se observa un comportamiento favorable en el margen operativo, con una tendencia creciente que alcanza al 31 de diciembre de 2016 el 30.9% de los ingresos operativos de la Compañía, comportamiento que se mantiene durante el primer trimestre de 2017 al situarse en 35.7%.

En cuanto a los gastos financieros, los mismos muestran una tendencia decreciente en promedio a lo largo de los últimos ejercicios evaluados, a excepción del 2016 en donde se observa un ligero aumento de 3.5%, aunque en términos relativos retroceden al situarse en 1.5% (1.7% en el 2015). Dicha tendencia decreciente continúa al primer trimestre de 2017, al absorber 1.4% de los ingresos operativos de la Compañía.



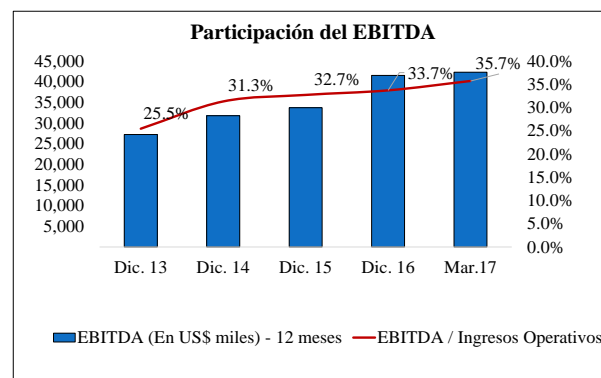
Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Al 31 de diciembre de 2016, el mayor volumen de ingresos en comparación a los gastos y costos, permitió a la Compañía una utilidad de US\$28.5 millones, 31.4% mayor respecto al 2015, con un margen neto de 23.1% (21.0% al cierre de 2015). En línea con lo anterior, se muestra un aumento en los indicadores de rentabilidad del Emisor, reflejado en un retorno promedio de los activos (ROAA) de 11.3% y del patrimonio (ROAE) de 24.9%, respectivamente. Lo anterior se mantiene al 31 de marzo de 2017, toda vez que la utilidad neta de US\$6.4 millones registrada permite un margen de 26.9%.



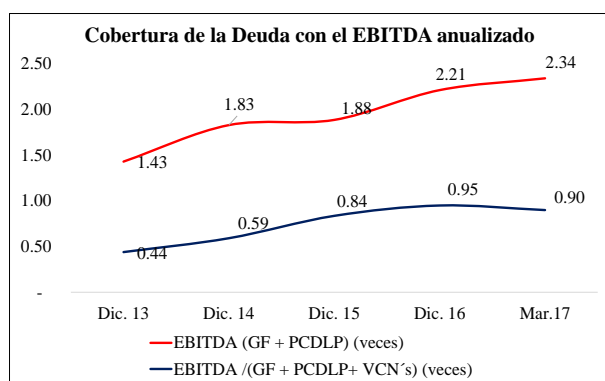
Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

El EBITDA de SUCASA muestra una tendencia creciente con respecto a los ingresos durante los últimos ejercicios, hasta alcanzar al cierre de 2016 un peso de 33.7% y 34.9% al primer trimestre de 2017. En términos nominales, el EBITDA se sitúa en US\$41.5 millones al cierre de 2016, mientras que al 31 de marzo de 2017 (12 últimos meses) alcanzaría US\$42.6 millones. En cuanto al Flujo de Caja Operativo (FCO) se reporta un saldo, al cierre de 2016, de US\$39.2 millones.



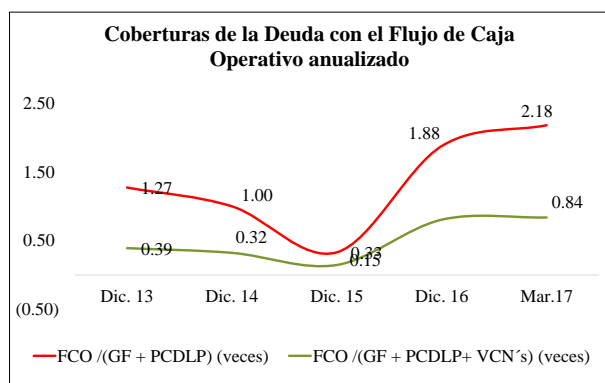
Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

A nivel de coberturas, se tiene que el EBITDA cubre adecuadamente el servicio de la deuda (sin incluir VCNs), con una tendencia creciente a lo largo de los últimos ejercicios, según se detalla:



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Por su parte, el Flujo de Caja Operativo también logra una adecuada cobertura tanto del gasto financiero como del servicio de deuda, la misma que se ubica en 1.88 veces al cierre del ejercicio 2016 y en 2.18 veces al primer trimestre de 2017, mostrando una tendencia creciente. Cabe mencionar que el servicio de deuda comprende los gastos por intereses y la porción corriente de la deuda a largo plazo. Si bien dichos apartados (EBITDA y el Flujo de Caja Operativo) cubren en más de 100% el servicio de la deuda, los mismos se ajustan y no logran cubrir el servicio de deuda al sumarle los VCN's. En este sentido, es de indicar que dicho riesgo se mitiga en parte por la naturaleza revolviente de esta fuente de financiamiento.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

## DESCRIPCIÓN GENERAL DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS

### Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$12.0 millones:

**Emisor:** SUCASA y Subsidiarias.

**Tipo de Instrumento:** Bonos Corporativos Rotativos.

**Fecha de la Oferta:** Noviembre de 2006.

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

**Monto Autorizado:** No podrá exceder en ningún momento los US\$12.0 millones.

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

**Frecuencia de Pago de Intereses:** Trimestral.

**Plazo:** 10 años contados a partir de la fecha de emisión de cada serie.

**Período de Gracia:** Hasta dos 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 será menor al 125% del saldo de 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.

### Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$20.0 millones:

**Emisor:** SUCASA y Subsidiarias.

**Tipo de Instrumento:** Bonos Corporativos Rotativos.

**Fecha de la Oferta:** Diciembre de 2010.

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

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

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

**Frecuencia de Pago de Intereses:** Trimestral.

**Plazo:** 10 años contados a partir de la fecha de emisión de cada serie.

**Período de Gracia:** Hasta tres 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 de 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, además de otros usos para capital de trabajo.

**Convenios y Resguardos Financieros:**

a) Deuda financiera / Patrimonio  $\leq$  2.0 veces (SUCASA)

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

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

### Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$45.0 millones:

**Emisor:** SUCASA y Subsidiarias.

**Tipo de Instrumento:** Bonos Corporativos Rotativos.

**Fecha de la Oferta:** Agosto de 2012.

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

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

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

**Frecuencia de Pago de Intereses:** Trimestral.

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

**Período de Gracia:** Hasta tres 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 de capital de los Bonos en circulación.

Agente Fiduciario: MMG Trust, S.A.

Uso de los Fondos: 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 / Patrimonio  $\leq$  2.0 veces (SUCASA).
- b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal  $\leq$  40% (UNESA).

Fuente de Repago: Recursos generales del Emisor.



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

	Dic. 13	Dic. 14	Dic. 15	Mar. 16	Dic. 16	Mar.17
<b>ACTIVOS</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	6,450	6,180	3,211	6,562	8,601	6,341
Depósitos a plazo fijo	8,398	9,977	5,036	4,046	1,461	229
<b>Total de efectivo, depósitos en bancos y valores</b>	<b>14,848</b>	<b>16,157</b>	<b>8,247</b>	<b>10,608</b>	<b>10,062</b>	<b>6,570</b>
<b>Cuentas por cobrar corrientes:</b>						
Cuentas por cobrar clientes de vivienda	16,022	20,969	15,880	9,807	13,877	6,490
Hipotecas	21	5	2	2		
Menos: reserva para cuentas incobrables	(846)	(870)	(86)	(89)	(87)	(90)
<b>Cuentas por cobrar corrientes, neta de reservas</b>	<b>15,197</b>	<b>20,104</b>	<b>15,796</b>	<b>9,719</b>	<b>13,790</b>	<b>6,400</b>
<b>Inventarios corrientes:</b>						
Unidades de viviendas terminadas y locales comerciales	11,749	9,768	8,629	9,952	9,649	13,270
Materiales, equipos y repuestos	7,178	6,434	320	656	334	822
<b>Total de inventarios corrientes</b>	<b>18,928</b>	<b>16,202</b>	<b>8,949</b>	<b>10,607</b>	<b>9,983</b>	<b>14,092</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>48,973</b>	<b>52,463</b>	<b>32,992</b>	<b>30,935</b>	<b>33,836</b>	<b>27,061</b>
<b>Inventarios no corrientes:</b>						
Costos de construcción en proceso	45,128	51,935	61,577	64,970	65,517	64,175
Otros	485	343	315	288	257	259
<b>Total de inventarios no corrientes</b>	<b>45,613</b>	<b>52,278</b>	<b>61,892</b>	<b>65,258</b>	<b>65,774</b>	<b>64,434</b>
Valores mantenidos al vencimiento	210	208	208	201	193	183
Gastos pagados por adelantado	2,502	2,830	2,173	2,368	2,107	2,063
Cuentas por cobrar compañías relacionadas y afiliadas	21,840	22,756	29,207	31,099	36,427	44,094
Cuentas por cobrar varias	1,335	1,008	1,008	1,029	726	760
Terrenos	55,759	54,581	73,186	73,123	83,748	83,430
Inmuebles y Locales comerciales	905	860	816	805	0	0
Equipos en arrendamiento, neto	3,931	4,171	0	0	0	0
Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto	44,738	43,373	45,631	45,677	32,320	31,779
Depósitos en garantía	290	243	424	427	703	703
Otros activos	1,077	941	825	847	939	957
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>178,200</b>	<b>183,249</b>	<b>215,371</b>	<b>220,833</b>	<b>222,937</b>	<b>228,404</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>227,174</b>	<b>235,712</b>	<b>248,363</b>	<b>251,768</b>	<b>256,773</b>	<b>255,465</b>
<b>PASIVOS</b>						
Sobregiros y préstamos bancarios	0	11,057	14,550	16,599	2,200	3,132
Valores Comerciales Negociables Rotativos	42,879	36,366	22,466	21,541	25,006	29,006
Préstamos bancarios por pagar de largo plazo, porción de corto plazo	1,288	1,021	1,246	874	665	698
Bonos por pagar, porción de corto plazo	8,523	7,421	9,816	9,816	10,035	10,245
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	3,450	3,813	1,836	1,847	2,830	2,175
Cuentas por pagar otras	1,061	1,213	1,069	772	1,052	710
Cuentas por pagar proveedores	7,036	5,070	4,925	4,530	2,568	2,689
Cuentas por pagar compañías afiliadas	6,007	9,312	9,432	9,295	5,216	2,774
Dividendos por pagar	1,721	351	48	8,598	1,390	9,722
Intereses acumulados por pagar sobre bonos	212	253	203	150	154	286
Impuesto sobre la renta por pagar	71	15	71	0	7	7,169
Gastos acumulados por pagar	1,006	1,037	1,205	1,351	1,316	1,448
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>73,253</b>	<b>76,928</b>	<b>66,867</b>	<b>75,373</b>	<b>52,439</b>	<b>62,893</b>
Préstamos bancarios, porción de largo plazo	6,369	744	3,681	3,684	12,291	12,084
Bonos por pagar, porción de largo plazo	60,721	56,392	65,887	63,528	60,637	54,386
Obligaciones bajo arrendamiento financiero, porción de largo plazo	4,398	5,289	2,642	3,411	2,832	3,149
Depósitos de clientes	2,993	3,684	4,192	4,633	4,502	3,950
Ingresos e impuesto sobre la renta diferidos	103	261	51	50	47	47
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>74,585</b>	<b>66,370</b>	<b>76,454</b>	<b>75,306</b>	<b>80,309</b>	<b>73,616</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>147,838</b>	<b>143,298</b>	<b>143,321</b>	<b>150,679</b>	<b>132,748</b>	<b>136,510</b>
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>						
Acciones nominativas tipo A	840	840	840	840	840	840
Acciones en tesorería	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)
Capital adicional pagado	72	72	72	72	72	72
Utilidad no distribuidas	65,116	75,031	83,017	95,198	95,198	112,181
Utilidad del ejercicio	13,343	17,792	21,681	5,547	28,483	6,430
Escisión en la inversión	0	(1,286)	(533)	(533)	(533)	(533)
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>79,336</b>	<b>92,415</b>	<b>105,042</b>	<b>101,089</b>	<b>124,025</b>	<b>118,955</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>227,174</b>	<b>235,712</b>	<b>248,363</b>	<b>251,768</b>	<b>256,773</b>	<b>255,465</b>

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

	Dic. 13	Dic. 14	Dic. 15	Mar. 16	Dic. 16	Mar.17
<b>INGRESOS OPERATIVOS</b>	<b>106,910</b>	<b>101,419</b>	<b>103,025</b>	<b>24,985</b>	<b>123,279</b>	<b>23,911</b>
Ventas de bienes y servicios	105,672	100,199	101,347	24,832	122,021	23,769
Ingresos por alquiler	110	144	155	37	91	24
Ingresos por servicios afiliados	631	966	1,523	116	1,167	118
Otros ingresos operacionales, neto	497	111	0	0	0	0
<b>Costo de ventas</b>	<b>64,468</b>	<b>55,691</b>	<b>58,525</b>	<b>13,959</b>	<b>70,906</b>	<b>12,413</b>
<b>MARGEN DE CONTRIBUCIÓN</b>	<b>42,442</b>	<b>45,728</b>	<b>44,499</b>	<b>11,026</b>	<b>52,373</b>	<b>11,498</b>
<b>Gastos de ventas, generales y administrativos</b>	<b>17,821</b>	<b>18,352</b>	<b>14,637</b>	<b>3,578</b>	<b>14,884</b>	<b>3,762</b>
<b>Otros ingresos, neto</b>	<b>108</b>	<b>1,509</b>	<b>612</b>	<b>137</b>	<b>605</b>	<b>808</b>
Ingresos por venta de terreno	0	1,126	109	82	375	777
Intereses ganados en depósitos a plazo fijo	108	383	503	55	231	31
Otros ingresos financieros, neto	0	0	0	0	0	0
<b>UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN</b>	<b>24,729</b>	<b>28,886</b>	<b>30,474</b>	<b>7,585</b>	<b>38,094</b>	<b>8,545</b>
Depreciación y Amortización	6,674	7,204	5,444	1,269	5,233	1,305
<b>UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS</b>	<b>18,055</b>	<b>21,682</b>	<b>25,030</b>	<b>6,315</b>	<b>32,862</b>	<b>7,239</b>
<b>Gastos de financiamiento</b>	<b>3,311</b>	<b>2,253</b>	<b>1,760</b>	<b>430</b>	<b>1,821</b>	<b>325</b>
Intereses pagados en financiamientos bancarios	2,175	1,184	675	197	815	89
Intereses pagados sobre bonos	949	837	797	181	737	199
Amortización de costos de emisión de bonos	188	232	288	53	269	37
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA</b>	<b>14,744</b>	<b>19,429</b>	<b>23,270</b>	<b>5,885</b>	<b>31,040</b>	<b>6,914</b>
Impuesto sobre la renta, neto	1,401	1,637	1,589	339	2,558	484
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>13,343</b>	<b>17,792</b>	<b>21,681</b>	<b>5,547</b>	<b>28,483</b>	<b>6,430</b>

INDICADORES FINANCIEROS	Dic. 13	Dic. 14	Dic. 15	Mar. 16	Dic. 16	Mar.17
<b>Rentabilidad</b>						
ROAA <sup>1</sup>	5.9%	7.7%	9.0%	9.0%	11.3%	11.6%
ROAE <sup>2</sup>	17.9%	20.7%	22.4%	23.1%	24.9%	26.7%
Margen de Contribución	39.7%	45.1%	43.2%	44.1%	42.5%	48.1%
Margen Luego de Costos y Gastos	23.0%	27.0%	29.0%	29.8%	30.4%	32.4%
Gastos Generales y Administrativos / Ingresos Operativos	16.7%	18.1%	14.2%	14.3%	12.1%	15.7%
Utilidad Operativa / Ingresos Operativos	16.9%	21.4%	24.3%	25.3%	26.7%	30.3%
Eficiencia Operacional	42.0%	40.1%	32.9%	32.5%	28.4%	32.7%
Gastos Generales y Administrativos / Activo Promedio	7.9%	7.9%	6.0%	6.1%	5.9%	5.9%
Margen Neto	12.5%	17.5%	21.0%	22.2%	23.1%	26.9%
Otros Ingresos / Utilidad Neta	0.8%	8.5%	2.8%	2.5%	2.1%	12.6%
<b>Liquidez y Flujos</b>						
Activo Corriente / Pasivo Corriente	0.67	0.68	0.49	0.41	0.65	0.43
(Activo Corriente - Inventario - Gastos Anticipados) / Pasivo Corriente	0.41	0.47	0.36	0.27	0.45	0.21
Intereses capitalizados (En US\$ miles)	2,489	2,887	3,247	957	3,464	767
EBITDA (En US\$ miles) - 12 meses	27,218	31,773	33,721	33,643	41,558	42,328
Gastos Financieros - 12 meses	5,800	5,139	5,007	4,679	5,285	4,990
EBITDA / Ingresos Operativos	25.5%	31.3%	32.7%	25.3%	33.7%	35.7%
Flujo de caja operativo (FCO) al corte	24,272	17,384	5,932	8,775	35,309	12,926
Flujo de Caja Operativo (FCO) (en US\$ miles) - 12 meses	24,272	17,384	5,932	12,685	35,309	39,461
Dividendos Pagados (US\$ miles)	2,600	7,370	8,551	950	8,158	3,168
Dividendos / Utilidad Neta del Ejercicio Anterior	19.5%	41.4%	39.4%	-	28.6%	-
<b>Endeudamiento</b>						
Deuda Financiera Total (En US\$ miles)	127,627	122,102	122,125	121,299	116,496	114,876
Deuda Financiera de Corto Plazo (Incluye VCNs)	56,139	59,678	49,913	50,677	40,736	45,257
Porción Corriente de la deuda a largo plazo (PCDPL)	13,260	12,255	12,897	12,537	13,530	13,118
Deuda Financiera de Corto Plazo / Deuda Financiera Total	44.0%	48.9%	40.9%	41.8%	35.0%	39.4%
Deuda Financiera / Pasivo	86.3%	85.2%	85.2%	80.5%	87.8%	84.2%
Deuda Financiera / Patrimonio (veces)	1.61	1.32	1.16	1.20	0.94	0.97
Gastos Financieros Brutos / Deuda Financiera Promedio	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	2.2%	2.1%
Deuda Financiera / Activos	56.2%	51.8%	49.2%	48.2%	45.4%	45.0%
Deuda Financiera / EBITDA (veces) - 12 meses	4.69	3.84	3.62	3.61	2.80	2.71
Deuda Financiera / FCO (veces)	5.26	7.02	20.59	9.56	3.30	2.91
<b>Capitalización</b>						
Pasivo Corriente / Pasivo Total	49.5%	53.7%	46.7%	50.0%	39.5%	46.1%
Pasivos / Patrimonio (veces)	1.86	1.55	1.36	1.49	1.07	1.15
Patrimonio / Activo	34.9%	39.2%	42.3%	40.2%	48.3%	46.6%
Patrimonio / Activo Fijo	163.0%	194.4%	230.2%	221.3%	383.7%	374.3%
Capital Primario / Patrimonio	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%
Deuda Financiera / Capital Primario (veces)	1.61	1.32	1.16	1.20	0.94	0.97
Pasivo / Capital Primario (veces)	1.87	1.55	1.37	1.49	1.07	1.15
<b>Otros Indicadores</b>						
Rotación de Cuentas por Cobrar (días) <sup>4</sup>	51.2	71.4	55.2	33.7	40.3	18.9
Rotación de Inventario Corriente (días) <sup>5</sup>	105.7	104.7	55.0	64.6	50.7	73.1
Cuentas por Cobrar / Ingresos Operativos	14.2%	19.8%	15.3%	9.4%	11.2%	5.2%
Crecimiento 12 meses de Ingresos Operativos	15.6%	-5.1%	1.6%	3.3%	19.7%	-4.3%
Depreciación del Ejercicio / Activo Fijo	13.7%	15.2%	11.9%	11.8%	16.2%	16.6%
<b>Cobertura de la Deuda Financiera con EBITDA - 12 meses</b>						
EBITDA / Gastos Financieros (veces)	4.69	6.18	6.73	7.19	7.86	8.48
EBITDA / Servicio de Deuda (Gastos Financieros + PCDLP) (veces)	1.43	1.83	1.88	1.95	2.21	2.34
EBITDA / Servicio de Deuda Sensibilizado (Gastos Financieros + PCDLP+ VCN's) (veces)	0.44	0.59	0.84	0.87	0.95	0.90
<b>Cobertura sobre deuda en base a FCO 12 meses</b>						
FCO / Gastos Financieros (veces)	4.18	3.38	1.18	2.71	6.68	7.91
FCO / Servicio de Deuda (Gastos Financieros + PCDLP) (veces)	1.27	1.00	0.33	0.74	1.88	2.18
FCO / Servicio de Deuda Sensibilizado (Gastos Financieros + PCDLP+ VCN's) (veces)	0.39	0.32	0.15	0.33	0.81	0.84

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

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

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

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

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

**ANEXO I**  
**HISTORIA DE CALIFICACIÓN**  
**SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. Y SUBSIDIARIAS (SUCASA)**

Instrumento	Calificación Anterior (Al 30.09.16) *	Calificación Actual	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 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.

\*Informe Publicado el 10 de marzo de 2017

## ANEXO II

## Accionistas al 31.03.2017

Accionistas	Participación
Fundación Tierra Adentro	46.71%
SOFERI, S.A.	5.94%
Inversiones Linares Ferrer	5.61%
Banco General, s.a.	4.72%
Inversiones Delvalle, s.a.	4.25%
Arias Z., Juan A.	4.23%
MMG Bank And Trust Ltd.	4.01%
Accionista con menos del 3%	5.47%
Accionista con menos del 2%	4.26%
Accionista con menos del 1%	14.80%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

## Directorio al 31.03.2017

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

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

## Plana Gerencial al 31.03.2017

Nombre	Cargo
Guillermo Quijano Jr.	Presidente
Francisco J. Linares B.	Vicepresidente
Guillermo Quijano Durán	Vicepresidente
Diego Quijano Durán	Vicepresidente de Proyectos Especiales
Carlos Fonseca	Gerente de Ventas - Vivienda
Abraham De La Barrera	Gerente de Producción
José R. Varela	Gerente de Compras
Fernando Machado	Gerente de Hoteles
Martha Rodríguez	Gerente de Recursos Humanos
Raúl de la Barrera	Gerente de Crédito y Cobro
Melanie Liao	Gerente de Mantenimiento
Eric Herrera	Gerente Administrativo
Victor Espinosa	Gerente Financiero
Arisema de González	Gerente de Sistemas
Paola Ochy	Gerente de Mercadeo
Kristy Grau	Oficial de Cumplimiento
Mónica Quijano de Martínez	Gerente de Relaciones públicas

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

**ANEXO III**  
**DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS**  
**SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. Y SUBSIDIARIAS (SUCASA)**

**Primer Programa de Instrumentos (Bonos Corporativos Rotativos)**

	Primer Programa	Segundo Programa	Tercer Programa
<b>Emisión</b>	2006	2010	2012
<b>Monto Máximo por Emisión</b>	US\$12.0 MM	US\$20.0 MM	US\$45.0 MM
<b>Monto Colocado</b>	US\$10.1 MM	US\$17.1 MM	US\$22.1 MM
<b>Plazo</b>	10 años	10 años	12 años
<b>Tasa</b>	Libor 3 meses + 2.75%	5.25%	5.25%
<b>Fecha de Colocación</b>	Noviembre 2016	Diciembre 2010	Agosto 212
<b>Período de Gracia</b>	2 años	36 meses	36 meses
<b>Amortización</b>	Trimestral	Trimestral	Trimestral

© 2017 Equilibrium Clasificadora de Riesgo.

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

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

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

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

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

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.