



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

Ciudad de Panamá, Panamá

27 de junio de 2014

| Calificación                                                                            | Categoría        | Definición de Categoría                                                                                                                                                                                                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA<br>Hasta por US\$12 millones  | (nueva)<br>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<br>Hasta por US\$20 millones | (nueva)<br>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<br>Hasta por US\$45 millones  | (nueva)<br>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.14 | Dic.13 |          | Mar.14 | Dic.13 |
| Activos:                   | 219.9  | 227.2  | U. Neta: | 2.0    | 13.3   |
| Pasivos:                   | 143.2  | 147.8  | ROAA:    | 5.8%   | 5.9%   |
| Patrimonio:                | 76.6   | 79.3   | ROAE:    | 16.5%  | 17.9%  |

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

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados de SUCASA al 31 de diciembre de 2010, 2011, 2012 y 2013, y no auditados al 31 de marzo de 2013 y 2014, así como información adicional proporcionada por el Emisor.

**Fundamento:** El Comité de Calificación de Equilibrium asigna la calificación inicial 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, en adelante SUCASA, luego de la evaluación efectuada con información a diciembre 2013 y actualizada a marzo 2014. Las calificaciones se fundamentan en la amplia trayectoria del Emisor en la industria de construcción de viviendas en Panamá, lo cual se acompaña de la creciente generación de ingresos provenientes del desarrollo permanente de nuevos proyectos para segmentos de bajo y medianos ingresos que son financiados en gran parte por el sector financiero local. Se valora la estabilidad de la participación de costos y gastos operativos durante el último quinquenio, lo que le ha permitido reflejar niveles adecuados de flujos operativos en relación al costo financiero de su deuda financiera y a la porción de corto plazo de sus bonos corporativos. También se valora que cada uno de los 3 instrumentos calificados se encuentran respaldados por garantías solidarias de UNESA y Subsidiarias, además de Fideicomisos de Garantía que están conformados por bienes inmuebles hipotecados a favor de los Fideicomisos y cuyo valor monetario de los bienes no debe ser menor a 125% del saldo a capital de los bonos en circulación, durante la vigencia de las emisiones. Entre los factores que limitan las calificaciones, se menciona la menor escala operativa de la unidad de construcción de viviendas en comparación con otras entidades dentro de su industria a nivel regional, lo cual acentúa las sensibilidades ante cambios adversos en las condiciones económicas locales que pudieran ajustar la proyección de ventas de viviendas. También se pondera la cobertura ajustada de los flujos operativos para amortizar la totalidad de préstamos por pagar a corto plazo y Valores

Comerciales Negociables (VCN), bajo escenario de estrés financiero, sin recurrir a activos disponibles para la venta registrados en el balance de su empresa accionista: Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA). Esta condición particular surge por la obtención de deuda por parte del Emisor para fondar la compra de terrenos y demás costos vinculados a proyectos de desarrollo urbanístico de muy largo plazo, así como las necesidades de capital de trabajo y de activos fijos de las empresas pertenecientes a UNESA. Los activos más representativos dentro del balance de SUCASA son los inventarios de largo plazo para el desarrollo de proyectos de vivienda, los cuales están constituidos por los terrenos y costos de construcción en proceso, cuya participación conjunta asciende a 49.5% del activo total al cierre de marzo 2014. Durante los últimos años, se ha observado cómo el Emisor tiende a incrementar el monto de sus inventarios de largo plazo de manera significativa cada 2 años, lo cual obedece al ciclo de requerimiento de nuevo capital para seguir desarrollando nuevos proyectos y que esto le permita continuar anticipando ingresos a futuro. En particular, el monto agregado de estos inventarios decreció levemente durante el 2013, lo cual contrastó con lo reflejado durante el 2012. También se logra observar que el monto de los costos en procesos de construcción comienza a incrementarse nuevamente durante el primer trimestre del 2014, lo cual coincide con el inicio de 5 nuevos proyectos. La deuda financiera totalizó US\$111.3 millones, la cual ha decrecido en US\$20.0 millones desde finales del 2012, en su mayoría siendo aquella con vencimiento de 1 año o menos, como consecuencia de los bajos requerimientos de adquisición de inventario y activo fijo durante el 2013, lo cual también se acompañó de un aumento en los niveles de flujo operativo generado por SUCASA.

Típicamente, el Emisor obtiene deuda financiera con vencimiento de 1 año o menos (de corto plazo) para financiar costos de construcción de sus proyectos en marcha y requerimientos específicos de capital de trabajo correspondientes a sus unidades de negocio y a sus compañías afiliadas. Por su parte, la deuda con vencimiento a más de 1 año (de largo plazo) es utilizada habitualmente para financiar la adquisición de terrenos que luego serán desarrollados a través de los años, y que constituyen el inventario base para la generación de ingresos sostenida en un lapso de tiempo extenso, una vez se culmine la construcción de viviendas para su entrega. En su mayor parte, la deuda de largo plazo está representada por bonos corporativos.

Los Bonos que se encuentran calificados totalizan US\$38.3 millones en el balance al cierre de marzo 2014, equivalente a 56.3% de los bonos en circulación de SUCASA y corresponden a 3 Programas Rotativos, es decir, que el monto en circulación de estos bonos no podrá exceder la suma autorizada respectiva para cada uno. Cada Emisión tiene características diferentes en cuanto a tasa y plazo, lo cual incide en su utilización por parte del Emisor en determinados períodos de tiempo y para propósitos distintos. Cada uno de los Programas tiene como garantía la fianza solidaria de parte de UNESA y Subsidiarias, cuya calificación local es A.pa (perspectiva Estable) por Equilibrium; además de un Fideicomiso de Garantía que permite aumentar la certeza de pago de capital a los tenedores de bonos, en caso de que ocurra una causal de incumplimiento. Las Emisiones también le exigen al Emisor y UNESA el cumplimiento de una serie de convenios o resguardos financieros, la mayoría de ellos vinculados a apalancamiento y capitalización, los cuales se encuentran en pleno cumplimiento al cierre de marzo 2014. En cuanto a la posición de solvencia, el Emisor ha incrementado su patrimonio a través de los años mediante la acumulación de utilidades anuales. De esta manera, el crecimiento anual promedio del patrimonio neto durante los últimos 4 años ha sido 11.5%, sin la necesidad de aportar capital en efectivo.

El nivel de apalancamiento financiero del Emisor [deuda financiera / patrimonio] había promediado 1.82 veces durante los cierres fiscales entre 2010 y 2012, y posteriormente muestra tendencia a la baja después de que el Emisor redujera su deuda financiera de corto plazo,

mientras que en el caso de UNESA, el apalancamiento financiero ha sido consistentemente menor a 1.0 veces.

SUCASA muestra niveles crecientes de entrega de viviendas en la medida que el Emisor continúa desarrollando proyectos urbanísticos. El crecimiento anual promedio de las ventas ha sido de 12.9% para los últimos 4 años, al mismo tiempo que el Emisor ha mantenido una proporción poco fluctuante de costos y gastos operativos en relación a sus ingresos (entre 77% y 80%) durante este intervalo. En este sentido, el nivel de EBITDA<sup>1</sup> ha reflejado crecimiento sostenido y ha permitido cubrir los gastos financieros a razón de 7.2 veces promedio durante los últimos 4 cierres fiscales. Si bien, la cobertura sobre los gastos financieros es elevada, se han reflejado coberturas del servicio de deuda<sup>2</sup> menores que 1.0 veces en el comparativo histórico tanto por EBITDA, como por el Flujo de Caja Operativo anual. Favorablemente, la Entidad es una unidad de negocios indispensable para su grupo accionista, lo cual le permite contar con el soporte de éste en caso de requerimientos puntuales de capital provenientes de activos fijos o inversiones disponibles para la venta registradas en el balance de UNESA. Además, los bonos corporativos en circulación cuentan con un plazo promedio ponderado de 6.9 años, y cuyo saldo de US\$67.6 millones podría ser repagado en 3.1 años mediante el nivel de Flujo Operativo antes de las Variaciones de Capital de Trabajo<sup>3</sup> reflejado durante el 2013.

Durante los primeros 3 meses del 2014, SUCASA refleja un menor crecimiento en sus ventas en el comparativo interanual, debido a huelgas del Sindicato Único Nacional de Trabajadores de la Construcción y Similares (SUNTRACS) y la dificultad de llegar a un acuerdo colectivo con la Cámara Panameña de la Construcción, todo lo cual afectó la entrega de viviendas durante varias semanas y complicó la proyección de costos de mano de obra para los proyectos futuros. Esto limita la cobertura de los flujos, aunque también se observa la menor proporción de deuda financiera de corto plazo en los últimos meses.

<sup>1</sup> EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*) = Ingresos operativos – Costo de ventas – Gastos generales + Depreciación y Amortización.

<sup>2</sup> Gastos financieros + Porción de Deuda financiera de corto plazo.

<sup>3</sup> Sumatoria de la variación anual en las cuentas por cobrar, cuentas por pagar e inventarios.

### **Fortalezas**

1. Posicionamiento del Emisor dentro de la industria desarrolladora de viviendas en Panamá.
2. Bajo costo de endeudamiento financiero y coberturas holgadas sobre gastos financieros, dado el buen nivel de crecimiento de los ingresos operativos a través de los años.
3. Amplio respaldo por parte de garantías, además de soporte financiero implícito por parte de UNESA. Bonos cuentan con Fideicomiso de Garantía, cuyo valor de los bienes hipotecados no podrán ser menores a 125% del saldo insoluto de los bonos, además de la existencia de garantías solidarias por parte de UNESA.

### **Debilidades**

1. Deuda financiera es alta respecto a los niveles generados de EBITDA. Apalancamiento financiero es moderado.
2. Flujo de efectivo operativo ajustado que limita la cobertura del Servicio de la Deuda contractual, mientras que la porción de activos corrientes ha sido menor respecto a los pasivos corrientes en los últimos años.
3. Unidades de negocio complementarias (hoteles y equipo) con baja consistencia en su desempeño.

### **Oportunidades**

1. Adecuación en la estructura de capital: ampliación de plazos en deuda financiera.
2. Fortalecer procesos de seguimiento, control y divulgación para la toma de decisiones.
3. Potenciar ingresos en las unidades de hoteles y alquiler de equipos.

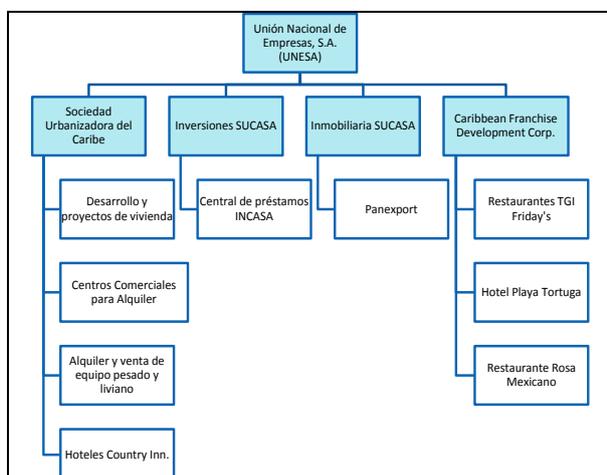
### **Amenazas**

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

## DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias, en adelante SUCASA o el Emisor, es una compañía constituida en Panamá el 28 de octubre de 1966, por lo que cuenta con poco más de 45 años de existencia y es la empresa más antigua de su grupo accionista: Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA).

Esta sociedad se dedica principalmente al desarrollo de proyectos de vivienda en la provincia de Panamá dirigidos a familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo. Por su parte, el Emisor también se dedica a otras actividades, a nombre propio o a través de subsidiarias, tales como: alquiler y venta de equipo pesado y de construcción, bajo la marca de COAMCO; servicios de hotelería mediante la cadena de hoteles Country Inn & Suites; y la construcción de centros comerciales para alquiler. Previo al 1 de enero de 2014, el Emisor también contaba con las operaciones del Restaurante Rosa Mexicano, pero que luego se escinde a otra compañía de UNESA.



## Gobierno corporativo y estructura Gerencial

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

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

Para el caso específico de la gestión del Emisor, existen gerencias dedicadas exclusivamente al negocio de vivienda, hoteles y de equipo, quienes individualmente reportan al Presidente Ejecutivo, quien a su vez dirige,

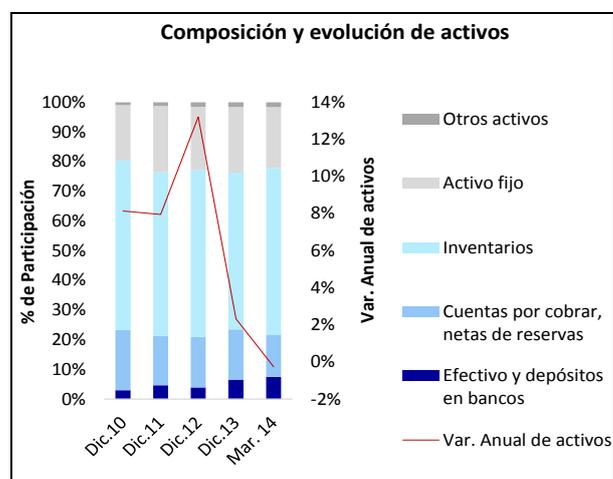
coordina y supervisa todas las actividades productivas y de apoyo, incluyendo la divulgación a la Junta Directiva.

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

## DESEMPEÑO FINANCIERO DE SUCASA

### Estructura de Activos

Los activos consolidados totalizaron US\$219.9 millones (+1.1%) al primer trimestre del 2014, los cuales crecieron a un ritmo de 9.8% durante los años 2010, 2011 y 2012, pero que luego se desacelera por la menor adquisición de nuevos inventarios y de activo fijo, que sigue a una dinámica de capital de trabajo para el desarrollo de los distintos proyectos urbanísticos que construye la empresa.

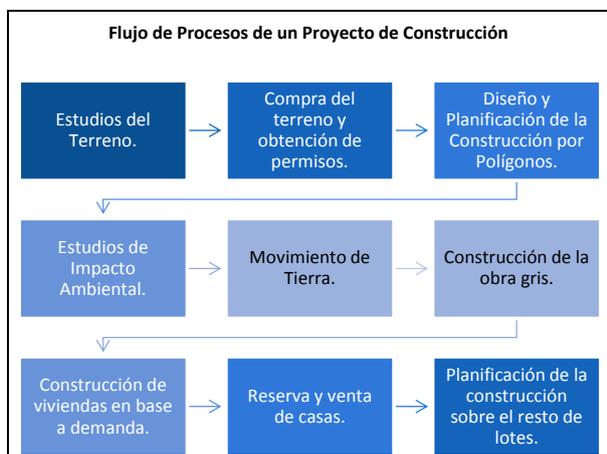


La principal variación durante el 2013 se derivó de la menor adquisición de terrenos para continuar el ciclo de venta de la unidad de viviendas, en contraste con lo reflejado durante el 2012. A la fecha, el Emisor ha iniciado el desarrollo de 5 proyectos urbanísticos, los cuales generarán ingresos a partir de la entrega de viviendas durante el 2015, razón por la cual ya se muestra un incremento en el monto de los costos por construcción de terreno. En particular, el Emisor incrementa sus terrenos de manera periódica, típicamente en intervalos de cada 2 años para garantizar un cierto monto de ventas en el largo plazo a medida que se completan los procesos de construcción de los proyectos en marcha.

El proceso del desarrollo o de un terreno particular puede durar entre 5 y 7 años desde que se adquiere para su subsecuente urbanización. SUCASA va desarrollando este terreno de forma gradual, al utilizar lotes específicos de terreno para la construcción de un proyecto residencial o varios proyectos dentro del terreno. Esto responde a la estrategia de largo plazo de la Entidad que la lleva a adquirir espacios que podrán ser utilizados a futuro. A nivel financiero, esta medida responde a que las exigencias de capital para los terrenos aún no están disponibles, sino hasta que se logre terminar y comercializar otros proyectos ya finalizados.

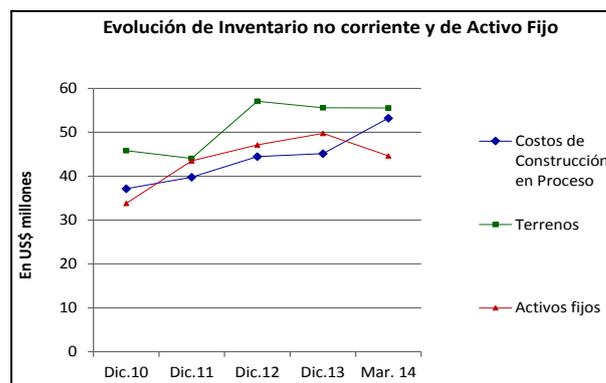
La construcción misma de un proyecto residencial tiene una duración promedio entre 24 y 30 meses, dependiendo del tamaño del proyecto, e inicia con el conocimiento de mercado y experiencia de los principales accionistas en cuanto al desarrollo que atraviesa la provincia de Panamá. Luego se diseña la construcción de los inmuebles de acuerdo a las hectáreas disponibles, desde el movimiento de tierra, hasta la construcción de las viviendas. Simultáneamente, se deben realizar los Estudios de Impacto Ambiental requerido por la Autoridad Nacional del Ambiente (ANAM). Una vez aprobados los estudios y culminado los planos para la ejecución de la obra, se procede a realizar los movimientos de tierra, y luego, la construcción de la obra gris. La construcción de las viviendas responde a la demanda identificada, ya que típicamente el Emisor construye una cuantía limitada de casas en proporción al total que permite el tamaño de los lotes por proyecto, a la espera de que la dinámica de preventa o reservas motive la agilización en el proceso de construcción. Esto reduce las ineficiencias propias del proceso, dado que la experiencia previa en la comercialización ha sido exitosa.

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



El catálogo de proyectos del Emisor incluye residencias distribuidas en distintos sectores de la provincia de Panamá, siendo la mayor parte ubicadas en el Sector Este de la capital. Las casas son ofrecidas al público en una variedad de modelos y acabados para satisfacer la demanda de los consumidores. El rango de precio de las viviendas oscila entre US\$40,000 y US\$180,000, en donde el precio medio de las viviendas ofrecidas es US\$60,000. Al 31 de marzo de 2014, se registraron 14 proyectos que se encontraban en proceso de desarrollo.

Los principales activos fijos del Emisor están conformados por las instalaciones de la Casa Matriz de SUCASA, ubicada en la Vía España, además de las instalaciones de COAMCO ubicadas en Cerro Viento, incluyéndose la flota de equipos pesados y livianos de construcción para venta y alquiler. Además, también se incluyen las instalaciones de los hoteles Country Inn, ubicados en Amador y El Dorado. Estas propiedades son utilizadas como parte de las garantías para los bonos corporativos en circulación. Por otra parte, la disminución de los activos fijos durante el primer trimestre del 2014, se debió -en buena medida- a que los activos de Restaurante Rosa Mexicano fueron escindidos de SUCASA, por lo que se registran en otra empresa del Grupo UNESA a partir del 1 de enero de 2014, incluyendo activos fijos conformados por las instalaciones de este restaurante.



### Estructura de Capital

En promedio, la deuda financiera ha representado 82.4% de los pasivos en los últimos 4 años. El Emisor utiliza deuda para fondar necesidades de capital de trabajo (por ejemplo inventarios), o adquisición de activos fijos que surgen en el transcurso de las operaciones, y que generalmente no pueden ser solventados completamente mediante el flujo generado por el negocio. Según la práctica habitual de UNESA, la empresa designada como deudora ante las entidades financieras y ante el mercado bursátil es SUCASA, debido a que cuenta con amplia trayectoria y poder de negociación, además de que es la empresa con la mayor cantidad de requerimiento de capital de trabajo, y al mismo tiempo, es la que genera mayor flujo operativo dentro del Grupo.

#### Distribución de la Deuda Financiera - UNESA

Al 31 de marzo de 2014

| Acreeedor             | Corto Plazo       | Largo Plazo       | Total de Deuda     | Tipo de deuda | Tasa de interés                                        |
|-----------------------|-------------------|-------------------|--------------------|---------------|--------------------------------------------------------|
| Caja de Ahorros       | 1,275,000         | 1,487,500         | 2,762,500          | Préstamo      |                                                        |
| Banistmo              | 6,970,000         | -                 | 6,970,000          | Préstamo      | 3.50%                                                  |
| BAC Panamá            | 1,830,000         | -                 | 1,830,000          | Préstamo      | 3.50%                                                  |
| Banesco               | 550,000           | -                 | 550,000            | Préstamo      | 3.75%                                                  |
| Banco Aliado          | 4,495,000         | -                 | 4,495,000          | Préstamo      | 4.25%                                                  |
| Banco General         | 7,320,000         | -                 | 7,320,000          | Préstamo      | 3.95%                                                  |
| VCNs                  | 18,934,000        | -                 | 18,934,000         | VCNs          | 3.15%                                                  |
| Bonos 2005            | 998,753           | -                 | 998,753            | Bonos         | Libor 3 M + 3.5%                                       |
| Bonos 2006            | 1,244,250         | 9,398,969         | 10,643,219         | Bonos         | Fija o Libor 3 M + 2.75%                               |
| Bonos 2007            | 3,248,700         | 15,431,325        | 18,680,025         | Bonos         | Libor 3 M + 2.5%                                       |
| Bonos 2010            | 1,125,571         | 14,921,286        | 16,046,857         | Bonos         | Fija o variable Fija o Libor 3 M + 3.75%, mínimo de 6% |
| Bonos 2011            | 833,333           | 9,166,667         | 10,000,000         | Bonos         | Fija o Libor 3 M + margen por el emisor                |
| Bonos 2012            | -                 | 11,600,000        | 11,600,000         | Bonos         |                                                        |
| <b>Total de Deuda</b> | <b>48,824,608</b> | <b>62,005,746</b> | <b>110,830,354</b> |               |                                                        |

Tal como se observa en el cuadro anterior, la mayor parte de la deuda financiera de corto plazo está conformada por líneas de crédito otorgadas por bancos de la localidad, además de la emisión de Valores Comerciales Negociables (VCN) que son títulos de deuda corporativa emitidos en el mercado bursátil panameño y cuyo plazo es de 1 año.

Por su parte, la deuda de largo plazo está representada generalmente por los bonos corporativos. Actualmente, existen 6 emisiones de bonos corporativos en circulación, los cuales cuentan con características distintas en cuanto a tasa y plazo. Además, el Emisor ha emitido 3 programas rotativos de bonos con el objetivo de financiar sus requerimientos de compra de terrenos o activos fijos futuros, sin la necesidad de emitir nuevos programas de bonos en el futuro. El periodo de rotación del inventario en la unidad de viviendas ha promediado 2.2 años en el último quinquenio, mientras que UNESA recupera su inversión en los terrenos adquiridos una vez se cumple con el 60% de las ventas estimadas para ese terreno, lo cual puede tomar un periodo de 4 o 5 años. Es por esta razón que SUCASA emite bonos a plazos promedio de entre 8 y 10 años, a fin de financiar la compra del terreno y, posteriormente, repagar el capital al vencimiento, mientras que anualmente paga los intereses.

Los programas rotativos podrán ser utilizados a discreción del Emisor, sin exceder el monto autorizado para cada emisión. Todas las emisiones cuentan con Fideicomisos de Garantía como respaldo, junto con la fianza solidaria del Grupo UNESA. Estos Fideicomisos mejoran la certeza de repago hacia los inversionistas, ya que los activos que se encuentran hipotecados 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.

Los bienes que garantizan los bonos constan de inmuebles que forman parte de la infraestructura de las empresas de UNESA, incluidos edificios, terrenos y mejoras sobre las propiedades. La cantidad y valor de los bienes que garantizan los instrumentos dependerá del saldo insoluto total de los bonos en circulación en determinado momento. En cuanto a la posición de solvencia, el patrimonio neto del Emisor está conformado, en su mayoría, por las utilidades no distribuidas y que han sido la fuente de crecimiento del patrimonio durante el último quinquenio.

| Referencia   | Valor Autorizado US\$ MM | Valor emitido Mar.14 US\$ MM | Tipo de Programa | Garantía Adicional     | Tipo de Garantía Real   | Bienes en Garantía            | %Mínimo de Garantía Real / Saldo a capital |
|--------------|--------------------------|------------------------------|------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------------|--------------------------------------------|
| Emisión 2012 | 45.0                     | 11.6                         | Rotativo         | Fianza solidaria UNESA | Fideicomiso de Garantía | Primera Hipoteca y Anticresis | 125%                                       |
| Emisión 2011 | 10.0                     | 10.0                         | No es rotativo   | Fianza solidaria UNESA | Fideicomiso de Garantía | Primera Hipoteca y Anticresis | 100%                                       |
| Emisión 2010 | 20.0                     | 16.1                         | Rotativo         | Fianza solidaria UNESA | Fideicomiso de Garantía | Primera Hipoteca y Anticresis | 125%                                       |
| Emisión 2007 | 40.0                     | 18.7                         | No es rotativo   | Fianza solidaria UNESA | Fideicomiso de Garantía | Primera Hipoteca y Anticresis | 100%                                       |
| Emisión 2006 | 12.0                     | 10.6                         | Rotativo         | Fianza solidaria UNESA | Fideicomiso de Garantía | Primera Hipoteca y Anticresis | 125%                                       |
| Emisión 2005 | 7.5                      | 1.0                          | No rotativo      | Fianza solidaria UNESA | Fideicomiso de Garantía | Primera Hipoteca y Anticresis | 100%                                       |

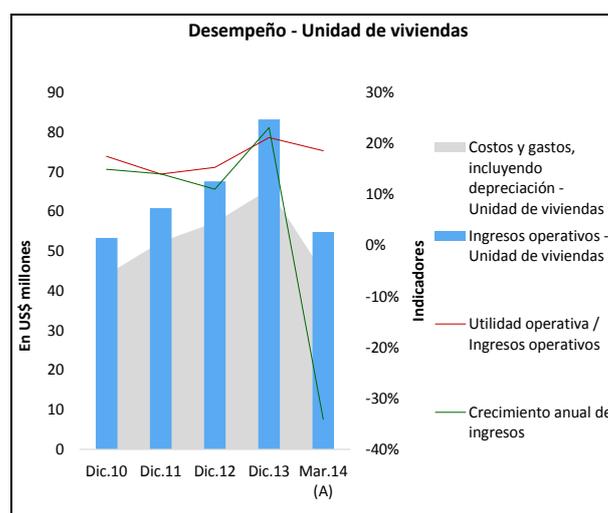
Los niveles de apalancamiento financiero [deuda financiera / patrimonio] se han mantenido por debajo de 2.0 veces durante los últimos años, con tendencia a mejorar en los últimos periodos como consecuencia directa del menor monto de deuda financiera de corto plazo y de acumulación de los resultados durante el 2013.

| Indicadores de SUCASA                               | Dic.10 | Dic.11 | Dic.12 | Dic.13 | Mar. 14 |
|-----------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Pasivos / Patrimonio (veces)                        | 2.19   | 2.09   | 2.19   | 1.86   | 1.87    |
| Deuda financiera / Patrimonio (veces)               | 1.81   | 1.75   | 1.91   | 1.51   | 1.44    |
| Deuda financiera (US\$ millones)                    | 102.9  | 110.8  | 133.3  | 119.8  | 110.5   |
| % de deuda de corto plazo / Deuda financiera total  | 48.7%  | 47.7%  | 54.1%  | 43.7%  | 43.9%   |
| Bonos por pagar a menos de 1 año / Deuda financiera | 4.7%   | 4.5%   | 3.8%   | 6.8%   | 6.4%    |

### Resultados y Rentabilidad

El ingreso de la unidad de viviendas se reconoce al momento de entregar la casa terminada al cliente correspondiente únicamente, luego de finalizados los trámites con los bancos acreedores de la hipoteca. Según la Administración, los terrenos registrados en inventario a la fecha del presente informe, en caso de ser desarrollados a plena capacidad, permiten proyectar un nivel aceptable de ingresos por los próximos 5 años, asumiendo que no se compran terrenos adicionales, lo cual denota la capacidad de rentabilizar el inventario productivo, y además, permite anticipar ingresos en el mediano y largo plazo.

Las ventas de viviendas alcanzaron US\$83.3 millones durante el 2013, la máxima cifra en su historia corporativa, lo cual representó un crecimiento interanual de 23.3%. Al mismo tiempo, la suma de costos y gastos operativos (incluida la depreciación) disminuyó durante este periodo como parte de las medidas que ha tomado el Emisor para mejorar la eficiencia.

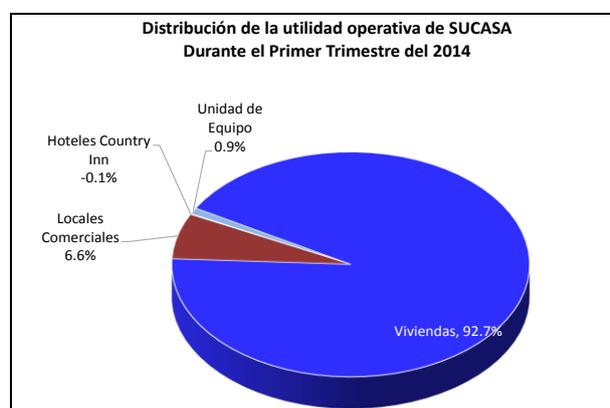


La relación entre utilidad operativa<sup>4</sup> y los ingresos operativos se incrementa durante los últimos meses. Sin embargo, si durante el resto del año se mantiene la tendencia actual de las ventas generadas durante el primer trimestre del 2014, las ventas anuales serían sustancialmente menores a las registradas durante el año previo. Esto se debe, en primer lugar, al ciclo de

<sup>4</sup> Ingresos operativos – Costo de ventas – Gastos operativos.

construcción que típicamente refleja menores ventas de vivienda para los primeros meses de cada año, ya que durante la estación seca se incrementa la construcción de viviendas. Además, el trámite de los permisos de ocupación de algunas residencias fue retrasada por instancias municipales, al igual que las aprobaciones de algunas propiedades horizontales por parte del Ministerio de Vivienda (MIVI). Según la Administración, se estima que estas situaciones se normalicen para el resto del año, al concluir la transición del nuevo Gobierno electo, lo cual agilizaría las tramitaciones pendientes.

La utilidad operativa acumulada durante los 3 primeros meses del 2014 correspondiente a la unidad de viviendas representa más del 90% de la utilidad operativa consolidada, lo cual acentúa la alta participación de ingresos provenientes de la industria de construcción, y además, refleja la poca contribución del resto de unidades de negocio dentro de SUCASA. En este sentido, el flujo operativo que produce el Emisor proviene –en buena medida- del desempeño de la entrega de viviendas.



En particular, la industria de la construcción ha sido muy dinámica en Panamá, de estrecha correlación con el ritmo de crecimiento del Producto Interno Bruto. Este crecimiento ha propiciado un bajo índice de desempleo y mejora el poder adquisitivo de las familias. Asimismo, SUCASA ofrece viviendas de aquellos rangos de precio en donde se identifica cierto déficit habitacional. Adicionalmente, las condiciones geográficas y socio-demográficas en Panamá favorecen el desarrollo de la industria, por lo que el logro de nuevos polos de desarrollo, la mejora en el acceso a lugares de trabajo, entre otros factores, proveerán un mayor estímulo para la compra de viviendas. En efecto, durante los últimos meses se han impulsado obras de infraestructura (carreteras, centros comerciales, centros de logística, el Metro, etc.), además de nuevos proyectos residenciales en la zona Este de la Ciudad de Panamá, por lo que se espera que la dinámica de crecimiento en la construcción seguirá siendo robusta en el mediano plazo.

Además, existen condiciones de amplio acceso al crédito y de precios bajos debido al subsidio gubernamental que cubre la tasa de interés de referencia en su totalidad para viviendas de valor hasta US\$40,000. Este subsidio perdura por un período de 10 años, luego del cual el cliente asume la tasa de interés del mercado, o bien, refinancia nuevamente a 30 años. Y el siguiente rango es desde \$40

mil. Adicionalmente, el Gobierno cubre el diferencial de tasas de interés de hasta 4 puntos porcentuales para viviendas desde US\$40,000 hasta US\$65,000, y de hasta 2 puntos porcentuales para viviendas desde US\$65,000 y hasta US\$120,000<sup>5</sup>, todo lo cual se favorece, además, por el alto *loan-to-value* y plazos más largos que los usuales en la región. A pesar de lo mencionado anteriormente, la unidad de viviendas es sensible ante cambios drásticos en los precios de las materias primas, ya sea cemento, hierro, materiales de construcción, y además, en cambios en las variables propias de financiamiento del crédito hipotecario a las familias: precio, plazo y prima.

**Indicadores Económicos de Panamá**

|                                                                     | 2010    | 2011    | 2012    | 2013     | 2014 (P) |
|---------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| <b>Estructura Económica y Desempeño</b>                             |         |         |         |          |          |
| Población (en millones)                                             | 3.5     | 3.6     | 3.7     | 3.7      | 3.8      |
| PIB per cápita (en US\$)                                            | 7,670.0 | 8,724.0 | 9,919.0 | 10,956.0 | 12,125.0 |
| PIB Real (% de crecimiento)                                         | 7.5     | 10.9    | 10.7    | 8.4      | 7.5      |
| Inflación (% var. anual)                                            | 4.9     | 6.3     | 4.6     | 3.7      | 4.0      |
| Inversión Bruta / PIB (%)                                           | 25.5    | 27.2    | 28.4    | 28.5     | 27.5     |
| Ahorro Bruto Doméstico / PIB (%)                                    | 27.1    | 23.9    | 30.7    | 28.8     | 28.0     |
| <b>Finanzas Gubernamentales</b>                                     |         |         |         |          |          |
| Déficit fiscal / PIB                                                | -1.9    | -2.1    | -1.5    | -3.0     | -3.3     |
| Deuda del Gobierno Central / PIB (%)                                | 44.1    | 43.8    | 42.2    | 40.8     | 39.8     |
| <b>Deuda y Créditos</b>                                             |         |         |         |          |          |
| Deuda Externa / PIB (%)                                             | 42.1    | 40.2    | 33.9    | 36.8     | 35.3     |
| Inversión Extranjera Directa / PIB (%)                              | 9.9     | 18.5    | 9.2     | 8.5      | 8.0      |
| Crédito interno / PIB (%)                                           | 86.8    | 89.7    | 89.0    | 89.0     | 89.0     |
| <b>Sector Vivienda y Construcción</b>                               |         |         |         |          |          |
| Total de subsidios para Viviendas Preferenciales (en US\$ millones) | 80.5    | 42.1    | 147.1   | 65.2     | nd       |
| Saldo de créditos hipotecarios preferenciales (En US\$ millones)    | 2,266.6 | 2,455.9 | 2,758.7 | 3,079.1  | 3,172.0  |
| Tasa de referencia para créditos hipotecarios (%)                   | 6.8     | 6.5     | 6.0     | 5.75     | 5.75     |
| Saldo de créditos a la construcción (En US\$ millones)              | 2,530.0 | 2,820.0 | 2,982.7 | 3,697.1  | 3,830.3  |
| Déficit habitacional (# de viviendas)                               | 136,665 | nd      | nd      | 136,500  | 140,000  |

Fuente: Country Statistics, Government of Panama, Moody's Investors Service, May 2014, Superintendencia de Bancos de Panamá, Contraloría General de la República y otras fuentes.

En otro orden, la poca contribución de las unidades complementarias se debe a que tanto la unidad de hoteles Country Inn, como de los alquileres COAMCO han reflejado mermas en su desempeño durante años recientes.

En particular, la unidad de hoteles registró gastos operativos adicionales por la remodelación de los hoteles en El Dorado y Amador, al mismo tiempo que la tasa de ocupación en estos hoteles sufrió disminuciones durante el 2013, en función a la intensa competencia que se presenta en la industria hotelera de Panamá, además de la extensa estación lluviosa que se presenta en el país, que típicamente se presenta en los 9 últimos meses de cada año, y que disminuye la afluencia de turistas. Para el 2014, se estima un mayor ingreso por ocupación, en función a la ampliación de las habitaciones disponibles.

| Desempeño de Hoteles<br>Country Inn & Suites         | Real 2013     |               |               |               | Real 2014     |
|------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                                      | I Trim.       | II Trim.      | III Trim.     | IV Trim.      | I Trim.       |
| Ingreso por hospedaje                                | \$1,751,375   | \$1,456,058   | \$1,214,303   | \$1,412,794   | \$1,751,201   |
| Habitaciones ocupadas                                | 19,146        | 16,434        | 14,227        | 16,763        | 20,286        |
| Habitaciones disponibles                             | 24,100        | 25,848        | 24,622        | 26,860        | 25,772        |
| Ocupación promedio                                   | 79.4%         | 63.6%         | 57.8%         | 62.4%         | 78.7%         |
| Tarifa promedio                                      | \$89.1        | \$87.3        | \$84.9        | \$82.7        | \$83.8        |
| Ingreso total                                        | \$1,877,087   | \$1,740,859   | \$1,442,975   | \$1,746,769   | \$2,323,236   |
| <b>Ingreso por Hospedaje / Habitación disponible</b> | <b>\$72.7</b> | <b>\$56.3</b> | <b>\$49.3</b> | <b>\$52.6</b> | <b>\$67.9</b> |

Fuente: SUCASA

Por el lado de la unidad de locales comerciales, SUCASA cuenta con 19,617 metros cuadrados de centros comerciales disponibles para ser alquilados. Durante los últimos años, el nivel de ocupación de estos centros ha

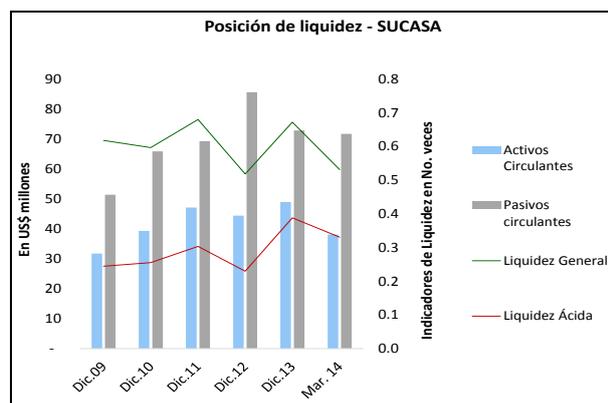
<sup>5</sup> En base a la Ley 28 del 8 de mayo de 2012.

sido consistentemente cercano al 100%, lo cual permite que esta unidad reditue resultados cónsonos con la estrategia y capacidad que posee.

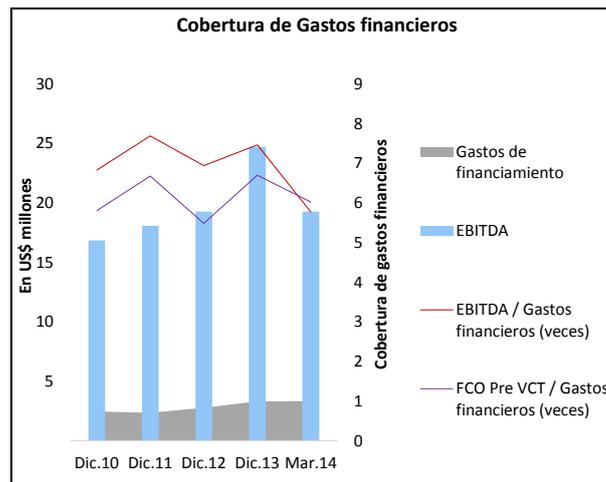
| Fecha  | Locales Comerciales     |                |
|--------|-------------------------|----------------|
|        | M <sup>2</sup> Ocupados | % de Ocupación |
| Dic.10 | 15,653                  | 97.3%          |
| Dic.11 | 19,839                  | 98.7%          |
| Dic.12 | 19,643                  | 97.7%          |
| Jun.13 | 19,617                  | 97.6%          |
| Dic.13 | 19,617                  | 97.6%          |
| Mar.14 | 19,617                  | 97.6%          |

### Coberturas y Flujos

Los indicadores de liquidez no reflejan íntegramente el flujo real de efectivo que se genera mediante el curso normal de operaciones, aunque sí permiten inferir el monto de activos disponibles con los que cuenta el Emisor en caso de pago anticipado de todas sus obligaciones de corto plazo en un momento determinado de tiempo. Es de mencionar que, a diferencia de UNESA, el Emisor no tiene registrado valores disponibles para la venta, sin embargo, estos instrumentos pudieran ser utilizados por parte del Grupo ante escenarios de estrés, dada la importancia de esta compañía en las operaciones de su accionista.

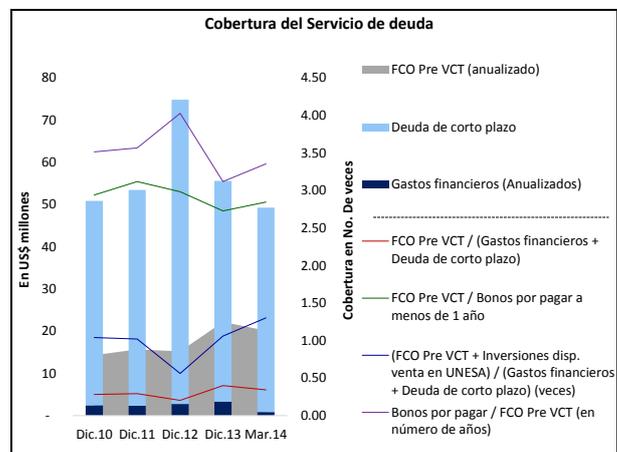


Tal como se mencionó anteriormente, más del 90% de la utilidad operativa generada por SUCASA durante el primer trimestre del 2014 provino de la unidad de entrega de viviendas. Al descontar el gasto de depreciación de este monto, se obtiene el nivel de EBITDA generado por SUCASA anualmente, el cual permite cubrir los gastos financieros de manera amplia. Por su parte, si se anualizara el flujo de efectivo proveniente de las actividades de operación reflejado durante el 2014, se observa que este monto no presenta una variación significativa respecto al año 2013, por lo que existe poca variación en la cobertura de los gastos financieros anualizados a marzo 2014, y esto se debe a que el buen ritmo de ventas durante el 2013 logra arrastrar aquella porción que quedó por cobrar al cierre de año. Es decir, durante los primeros meses del 2014, el Emisor realiza el cobro de aquellas hipotecas que aún se encontraban por ser aprobadas por los bancos acreedores de sus clientes al cierre del 2013. Todo esto permitió compensar el menor resultado operativo de la unidad de venta de viviendas y el leve incremento en el costo de construcción en proceso. La Variación en el Capital de Trabajo (VCT) consta de los cambios en las cuentas por cobrar, cuentas por pagar e inventarios, siendo estos últimos los que influyen en mayor medida en el indicador de Flujo de Caja Operativo ajustado.



En efecto, los movimientos del efectivo proveniente de las actividades operativas muestran ciertas fluctuaciones que se derivan en -buena medida- por el bajo nivel de rotación del inventario de la unidad de viviendas, lo cual es una característica típica de la industria de la construcción. Asimismo, existen periodos en los que el flujo operativo es más holgado, lo cual se vincula a las variaciones en el capital de trabajo, especialmente por cambios en el inventario, es decir, periodos en los que existe menor requerimiento de adquisición de terrenos, materiales o equipos para el funcionamiento del negocio.

Dada la naturaleza del financiamiento de los inventarios de largo plazo y demás requerimientos de las empresas afiliadas al Emisor, se han reflejado coberturas del servicio de deuda menores que 1.0 veces en el comparativo histórico tanto por EBITDA, como por el Flujo de Caja Operativo anual. Favorablemente, la Entidad es una unidad de negocios indispensable para su grupo accionista, lo cual le permite contar con el soporte de éste en caso de requerimientos puntuales de capital provenientes de activos fijos o inversiones disponibles para la venta registradas en el balance de UNESA. Además, los bonos corporativos en circulación cuentan con un plazo promedio ponderado de 6.9 años, y cuyo saldo de US\$67.6 millones podría ser repagado en 3.1 años mediante el nivel de Flujo Operativo antes de las Variaciones de Capital de Trabajo reflejado durante el 2013.



## 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.

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

|                                                                    | Dic.10         | %            | Dic.11         | %            | Dic.12         | %            | Mar.13         | %            | Dic.13         | %            | Mar.14         | %            |
|--------------------------------------------------------------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
| <b>ACTIVOS</b>                                                     |                |              |                |              |                |              |                |              |                |              |                |              |
| Efectivo y equivalentes de efectivo                                | 4,497          | 2.5%         | 9,060          | 4.6%         | 8,105          | 3.7%         | 6,385          | 2.9%         | 6,450          | 2.8%         | 3,725          | 1.7%         |
| Depósitos a plazo fijo                                             | 938            | 0.5%         | 0              | 0.0%         | 625            | 0.3%         | 2,875          | 1.3%         | 8,398          | 3.7%         | 12,624         | 5.7%         |
| Valores disponibles para la venta                                  | 0              | 0.0%         | 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>5,435</b>   | <b>3.0%</b>  | <b>9,060</b>   | <b>4.6%</b>  | <b>8,730</b>   | <b>3.9%</b>  | <b>9,260</b>   | <b>4.2%</b>  | <b>14,848</b>  | <b>6.5%</b>  | <b>16,349</b>  | <b>7.4%</b>  |
| <b>Cuentas por cobrar corrientes:</b>                              |                |              |                |              |                |              |                |              |                |              |                |              |
| Cuentas por cobrar clientes de vivienda                            | 13,530         | 7.4%         | 14,830         | 7.6%         | 13,682         | 6.2%         | 13,153         | 6.0%         | 16,022         | 7.1%         | 8,237          | 3.7%         |
| Hipotecas                                                          | 156            | 0.1%         | 94             | 0.0%         | 27             | 0.0%         | 32             | 0.0%         | 21             | 0.0%         | 17             | 0.0%         |
| Menos: reserva para cuentas incobrables                            | (440)          | -0.2%        | (963)          | -0.5%        | (974)          | -0.4%        | (1,006)        | -0.5%        | (846)          | -0.4%        | (872)          | -0.4%        |
| <b>Cuentas por cobrar corrientes, neta de reservas</b>             | <b>13,245</b>  | <b>7.3%</b>  | <b>13,960</b>  | <b>7.1%</b>  | <b>12,735</b>  | <b>5.7%</b>  | <b>12,179</b>  | <b>5.5%</b>  | <b>15,197</b>  | <b>6.7%</b>  | <b>7,382</b>   | <b>3.4%</b>  |
| <b>Inventarios corrientes:</b>                                     |                |              |                |              |                |              |                |              |                |              |                |              |
| Unidades de viviendas terminadas y locales comerciales             | 14,681         | 8.1%         | 16,545         | 8.4%         | 14,536         | 6.5%         | 8,277          | 3.8%         | 11,749         | 5.2%         | 8,329          | 3.8%         |
| Materiales, equipos y repuestos                                    | 5,951          | 3.3%         | 7,544          | 3.8%         | 8,407          | 3.8%         | 7,983          | 3.6%         | 7,178          | 3.2%         | 6,053          | 2.8%         |
| <b>Total de inventarios corrientes</b>                             | <b>20,632</b>  | <b>11.4%</b> | <b>24,089</b>  | <b>12.3%</b> | <b>22,943</b>  | <b>10.3%</b> | <b>16,260</b>  | <b>7.4%</b>  | <b>18,928</b>  | <b>8.3%</b>  | <b>14,382</b>  | <b>6.5%</b>  |
| <b>ACTIVOS CORRIENTES</b>                                          | <b>39,312</b>  | <b>21.6%</b> | <b>47,110</b>  | <b>24.0%</b> | <b>44,407</b>  | <b>20.0%</b> | <b>37,698</b>  | <b>17.1%</b> | <b>48,973</b>  | <b>21.6%</b> | <b>38,113</b>  | <b>17.3%</b> |
| <b>Inventarios no corrientes:</b>                                  |                |              |                |              |                |              |                |              |                |              |                |              |
| Costos de construcción en proceso                                  | 37,170         | 20.5%        | 39,781         | 20.3%        | 44,450         | 20.0%        | 48,628         | 22.1%        | 45,128         | 19.9%        | 53,246         | 24.2%        |
| Terrenos                                                           | 45,813         | 25.2%        | 44,049         | 22.5%        | 57,075         | 25.7%        | 57,813         | 26.3%        | 55,594         | 24.5%        | 55,558         | 25.3%        |
| Otros                                                              | 231            | 0.1%         | 223            | 0.1%         | 386            | 0.2%         | 401            | 0.2%         | 485            | 0.2%         | 380            | 0.2%         |
| <b>Total de inventarios no corrientes</b>                          | <b>83,214</b>  | <b>45.8%</b> | <b>84,053</b>  | <b>42.9%</b> | <b>101,911</b> | <b>45.9%</b> | <b>106,843</b> | <b>48.6%</b> | <b>101,208</b> | <b>44.6%</b> | <b>109,184</b> | <b>49.7%</b> |
| Valores mantenidos al vencimiento                                  | 249            | 0.1%         | 249            | 0.1%         | 215            | 0.1%         | 210            | 0.1%         | 210            | 0.1%         | 208            | 0.1%         |
| Gastos pagados por adelantado                                      | 706            | 0.4%         | 1,314          | 0.7%         | 2,166          | 1.0%         | 2,476          | 1.1%         | 2,502          | 1.1%         | 2,546          | 1.2%         |
| Cuentas por cobrar compañías relacionadas y afiliadas              | 22,610         | 12.4%        | 17,582         | 9.0%         | 23,281         | 10.5%        | 23,656         | 10.8%        | 21,840         | 9.6%         | 22,900         | 10.4%        |
| Cuentas por cobrar varias                                          | 877            | 0.5%         | 1,104          | 0.6%         | 1,905          | 0.9%         | 1,138          | 0.5%         | 1,335          | 0.6%         | 1,097          | 0.5%         |
| Propiedades de inversión, neto                                     | 1,187          | 0.7%         | 1,161          | 0.6%         | 1,115          | 0.5%         | 1,104          | 0.5%         | 1,070          | 0.5%         | 1,058          | 0.5%         |
| Equipos en arrendamiento, neto                                     | 3,448          | 1.9%         | 3,968          | 2.0%         | 3,918          | 1.8%         | 3,952          | 1.8%         | 3,931          | 1.7%         | 3,841          | 1.7%         |
| Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto                             | 29,186         | 16.1%        | 38,370         | 19.6%        | 41,655         | 18.8%        | 41,451         | 18.8%        | 44,738         | 19.7%        | 39,748         | 18.1%        |
| Depósitos en garantía                                              | 28             | 0.0%         | 260            | 0.1%         | 433            | 0.2%         | 429            | 0.2%         | 290            | 0.1%         | 289            | 0.1%         |
| Otros activos                                                      | 865            | 0.5%         | 945            | 0.5%         | 1,004          | 0.5%         | 1,028          | 0.5%         | 1,077          | 0.5%         | 913            | 0.4%         |
| <b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>                                       | <b>142,369</b> | <b>78.4%</b> | <b>149,006</b> | <b>76.0%</b> | <b>177,603</b> | <b>80.0%</b> | <b>182,286</b> | <b>82.9%</b> | <b>178,200</b> | <b>78.4%</b> | <b>181,785</b> | <b>82.7%</b> |
| <b>TOTAL DE ACTIVOS</b>                                            | <b>181,681</b> | <b>100%</b>  | <b>196,116</b> | <b>100%</b>  | <b>222,010</b> | <b>100%</b>  | <b>219,984</b> | <b>100%</b>  | <b>227,174</b> | <b>100%</b>  | <b>219,899</b> | <b>100%</b>  |
| <b>PASIVOS</b>                                                     |                |              |                |              |                |              |                |              |                |              |                |              |
| Préstamos por pagar a menos de 1 año                               | 43,551         | 24.0%        | 46,095         | 23.5%        | 66,978         | 30.2%        | 55,375         | 25.2%        | 44,167         | 19.4%        | 41,374         | 18.8%        |
| Bonos por pagar a menos de 1 año                                   | 4,868          | 2.7%         | 5,031          | 2.6%         | 5,104          | 2.3%         | 5,117          | 2.3%         | 8,134          | 3.6%         | 7,075          | 3.2%         |
| Sobregiros por pagar                                               | 0              | 0.0%         | 0              | 0.0%         | 0              | 0.0%         | 293            | 0.1%         | 0              | 0.0%         | 797            | 0.4%         |
| Terrenos por pagar, porción de corto plazo                         | 1,700          | 0.9%         | 1,700          | 0.9%         | 0              | 0.0%         | 0              | 0.0%         | 0              | 0.0%         | 0              | 0.0%         |
| Cuentas por pagar otras                                            | 876            | 0.5%         | 588            | 0.3%         | 1,138          | 0.5%         | 1,328          | 0.6%         | 1,061          | 0.5%         | 558            | 0.3%         |
| Cuentas por pagar proveedores                                      | 5,722          | 3.1%         | 6,290          | 3.2%         | 5,147          | 2.3%         | 4,360          | 2.0%         | 7,036          | 3.1%         | 4,644          | 2.1%         |
| Cuentas por pagar compañías afiliadas                              | 2,726          | 1.5%         | 3,110          | 1.6%         | 2,803          | 1.3%         | 3,441          | 1.6%         | 6,007          | 2.6%         | 7,322          | 3.3%         |
| Dividendos por pagar                                               | 2,159          | 1.2%         | 1,607          | 0.8%         | 721            | 0.3%         | 3,961          | 1.8%         | 1,721          | 0.8%         | 5,981          | 2.7%         |
| Intereses acumulados por pagar sobre bonos                         | 81             | 0.0%         | 141            | 0.1%         | 77             | 0.0%         | 139            | 0.1%         | 212            | 0.1%         | 50             | 0.0%         |
| Obligaciones bajo arrendamiento financiero, porción de corto plazo | 2,165          | 1.2%         | 2,410          | 1.2%         | 2,399          | 1.1%         | 1,885          | 0.9%         | 3,450          | 1.5%         | 2,829          | 1.3%         |
| Impuesto sobre la renta por pagar                                  | 1,065          | 0.6%         | 1,305          | 0.7%         | 127            | 0.1%         | 0              | 0.0%         | 71             | 0.0%         | 0              | 0.0%         |
| Gastos acumulados por pagar                                        | 965            | 0.5%         | 992            | 0.5%         | 1,150          | 0.5%         | 892            | 0.4%         | 1,006          | 0.4%         | 1,064          | 0.5%         |
| <b>PASIVOS CORRIENTES</b>                                          | <b>65,879</b>  | <b>36.3%</b> | <b>69,269</b>  | <b>35.3%</b> | <b>85,643</b>  | <b>38.6%</b> | <b>76,791</b>  | <b>34.9%</b> | <b>72,864</b>  | <b>32.1%</b> | <b>71,694</b>  | <b>32.6%</b> |
| Préstamos a más de 1 año                                           | 7,324          | 4.0%         | 7,003          | 3.6%         | 4,913          | 2.2%         | 4,648          | 2.1%         | 6,369          | 2.8%         | 1,488          | 0.7%         |
| Bonos por pagar a más de 1 año                                     | 45,493         | 25.0%        | 50,965         | 26.0%        | 56,262         | 25.3%        | 63,966         | 29.1%        | 61,110         | 26.9%        | 60,518         | 27.5%        |
| Depósitos de clientes                                              | 2,948          | 1.6%         | 3,337          | 1.7%         | 3,575          | 1.6%         | 3,411          | 1.6%         | 2,993          | 1.3%         | 3,303          | 1.5%         |
| Terrenos por pagar, porción de largo plazo                         | 1,700          | 0.9%         | 0              | 0.0%         | 0              | 0.0%         | 0              | 0.0%         | 0              | 0.0%         | 0              | 0.0%         |
| Obligaciones bajo arrendamiento financiero, porción de largo plazo | 1,177          | 0.6%         | 1,839          | 0.9%         | 1,908          | 0.9%         | 2,563          | 1.2%         | 4,398          | 1.9%         | 5,903          | 2.7%         |
| Ingresos e impuesto sobre la renta diferidos                       | 274            | 0.2%         | 226            | 0.1%         | 115            | 0.1%         | 114            | 0.1%         | 103            | 0.0%         | 344            | 0.2%         |
| <b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>                                       | <b>58,915</b>  | <b>32.4%</b> | <b>63,370</b>  | <b>32.3%</b> | <b>66,774</b>  | <b>30.1%</b> | <b>74,702</b>  | <b>34.0%</b> | <b>74,974</b>  | <b>33.0%</b> | <b>71,556</b>  | <b>32.5%</b> |
| <b>TOTAL DE PASIVOS</b>                                            | <b>124,794</b> | <b>68.7%</b> | <b>132,639</b> | <b>67.6%</b> | <b>152,417</b> | <b>68.7%</b> | <b>151,493</b> | <b>68.9%</b> | <b>147,838</b> | <b>65.1%</b> | <b>143,249</b> | <b>65.1%</b> |
| <b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>                               |                |              |                |              |                |              |                |              |                |              |                |              |
| Acciones nominativas tipo A                                        | 840            | 0.5%         | 840            | 0.4%         | 840            | 0.4%         | 840            | 0.4%         | 840            | 0.4%         | 840            | 0.4%         |
| Acciones en tesorería                                              | (34)           | 0.0%         | (34)           | 0.0%         | (34)           | 0.0%         | (34)           | 0.0%         | (34)           | 0.0%         | (34)           | 0.0%         |
| Capital adicional pagado                                           | 72             | 0.0%         | 72             | 0.0%         | 72             | 0.0%         | 72             | 0.0%         | 72             | 0.0%         | 72             | 0.0%         |
| Utilidad no distribuida                                            | 56,010         | 30.8%        | 62,600         | 31.9%        | 68,716         | 31.0%        | 67,614         | 30.7%        | 78,458         | 34.5%        | 75,772         | 34.5%        |
| <b>TOTAL PATRIMONIO</b>                                            | <b>56,887</b>  | <b>31.3%</b> | <b>63,477</b>  | <b>32.4%</b> | <b>69,593</b>  | <b>31.3%</b> | <b>68,491</b>  | <b>31.1%</b> | <b>79,336</b>  | <b>34.9%</b> | <b>76,649</b>  | <b>34.9%</b> |
| <b>TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO</b>                               | <b>181,681</b> | <b>100%</b>  | <b>196,116</b> | <b>100%</b>  | <b>222,010</b> | <b>100%</b>  | <b>219,984</b> | <b>100%</b>  | <b>227,174</b> | <b>100%</b>  | <b>219,899</b> | <b>100%</b>  |

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

|                                                      | Dic.10        | %            | Dic.11        | %            | Dic.12        | %            | Mar.13        | %            | Dic.13         | %            | Mar.14        | %            |
|------------------------------------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|----------------|--------------|---------------|--------------|
| <b>INGRESOS OPERATIVOS</b>                           | <b>73,069</b> | <b>100%</b>  | <b>86,147</b> | <b>100%</b>  | <b>92,462</b> | <b>100%</b>  | <b>23,533</b> | <b>100%</b>  | <b>106,910</b> | <b>100%</b>  | <b>19,850</b> | <b>100%</b>  |
| Ventas de bienes y servicios                         | 72,027        | 98.6%        | 84,898        | 98.6%        | 91,213        | 98.6%        | 23,368        | 99.3%        | 105,672        | 98.8%        | 19,732        | 99.4%        |
| Ingresos por alquiler                                | 58            | 0.1%         | 72            | 0.1%         | 73            | 0.1%         | 18            | 0.1%         | 110            | 0.1%         | 31            | 0.2%         |
| Ingresos por servicios afiliados                     | 468           | 0.6%         | 635           | 0.7%         | 658           | 0.7%         | 84            | 0.4%         | 631            | 0.6%         | 107           | 0.5%         |
| Otros ingresos operacionales                         | 516           | 0.7%         | 542           | 0.6%         | 519           | 0.6%         | 64            | 0.3%         | 497            | 0.5%         | (21)          | -0.1%        |
| <b>Costo de ventas</b>                               | <b>43,302</b> | <b>59.3%</b> | <b>53,356</b> | <b>61.9%</b> | <b>58,245</b> | <b>63.0%</b> | <b>13,916</b> | <b>59.1%</b> | <b>64,468</b>  | <b>60.3%</b> | <b>10,595</b> | <b>53.4%</b> |
| <b>UTILIDAD OPERATIVA BRUTA</b>                      | <b>29,767</b> | <b>40.7%</b> | <b>32,790</b> | <b>38.1%</b> | <b>34,217</b> | <b>37.0%</b> | <b>9,617</b>  | <b>40.9%</b> | <b>42,442</b>  | <b>39.7%</b> | <b>9,255</b>  | <b>46.6%</b> |
| <b>Gastos de ventas, generales y administrativos</b> | <b>12,974</b> | <b>17.8%</b> | <b>14,758</b> | <b>17.1%</b> | <b>15,856</b> | <b>17.1%</b> | <b>4,241</b>  | <b>18.0%</b> | <b>17,821</b>  | <b>16.7%</b> | <b>4,475</b>  | <b>22.5%</b> |
| <b>Otros ingresos, neto</b>                          | <b>59</b>     | <b>0.1%</b>  | <b>46</b>     | <b>0.1%</b>  | <b>911</b>    | <b>1.0%</b>  | <b>0</b>      | <b>0.0%</b>  | <b>108</b>     | <b>0.1%</b>  | <b>40</b>     | <b>0.2%</b>  |
| Intereses ganados en depósitos a plazo fijo          | 59            | 0.1%         | 46            | 0.1%         | 70            | 0.1%         | 2             | 0.0%         | 108            | 0.1%         | 38            | 0.2%         |
| Otros ingresos financieros, neto                     | 0             | 0.0%         | 0             | 0.0%         | 18            | 0.0%         | 0             | 0.0%         | 0              | 0.0%         | 2             | 0.0%         |
| <b>EBITDA</b>                                        | <b>16,853</b> | <b>23.1%</b> | <b>18,079</b> | <b>21.0%</b> | <b>19,272</b> | <b>20.8%</b> | <b>5,376</b>  | <b>22.8%</b> | <b>24,729</b>  | <b>23.1%</b> | <b>4,821</b>  | <b>24.3%</b> |
| Depreciación y Amortización                          | 7,252         | 9.9%         | 7,153         | 8.3%         | 6,850         | 7.4%         | 1,655         | 7.0%         | 6,674          | 6.2%         | 1,719         | 8.7%         |
| <b>RESULTADO OPERATIVO (EBIT)</b>                    | <b>9,600</b>  | <b>13.1%</b> | <b>10,926</b> | <b>12.7%</b> | <b>12,422</b> | <b>13.4%</b> | <b>3,721</b>  | <b>15.8%</b> | <b>18,055</b>  | <b>16.9%</b> | <b>3,102</b>  | <b>15.6%</b> |
| <b>Gastos de financiamiento</b>                      | <b>2,466</b>  | <b>3.4%</b>  | <b>2,350</b>  | <b>2.7%</b>  | <b>2,777</b>  | <b>3.0%</b>  | <b>982</b>    | <b>4.2%</b>  | <b>3,311</b>   | <b>3.1%</b>  | <b>835</b>    | <b>4.2%</b>  |
| Intereses pagados en financiamientos bancarios       | 1,949         | 2.7%         | 1,653         | 1.9%         | 2,022         | 2.2%         | 710           | 3.0%         | 2,175          | 2.0%         | 549           | 2.8%         |
| Intereses pagados sobre bonos                        | 427           | 0.6%         | 483           | 0.6%         | 606           | 0.7%         | 234           | 1.0%         | 949            | 0.9%         | 234           | 1.2%         |
| Amortización de costos de emisión de bonos           | 90            | 0.1%         | 213           | 0.2%         | 149           | 0.2%         | 38            | 0.2%         | 188            | 0.2%         | 53            | 0.3%         |
| <b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA</b>     | <b>7,134</b>  | <b>9.8%</b>  | <b>8,576</b>  | <b>10.0%</b> | <b>9,645</b>  | <b>10.4%</b> | <b>2,739</b>  | <b>11.6%</b> | <b>14,744</b>  | <b>13.8%</b> | <b>2,267</b>  | <b>11.4%</b> |
| Impuesto sobre la renta, neto                        | 1,802         | 2.5%         | 1,986         | 2.3%         | 807           | 0.9%         | 241           | 1.0%         | 1,401          | 1.3%         | 239           | 1.2%         |
| <b>UTILIDAD NETA</b>                                 | <b>5,332</b>  | <b>7.3%</b>  | <b>6,5</b>    |              |               |              |               |              |                |              |               |              |

| INDICADORES FINANCIEROS                                                                                                    | Dic.10  | Dic.11  | Dic.12  | Mar.13* | Dic.13  | Mar.14* |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Rentabilidad</b>                                                                                                        |         |         |         |         |         |         |
| ROAA <sup>1</sup>                                                                                                          | 3.0%    | 3.5%    | 4.2%    | 4.6%    | 5.9%    | 5.8%    |
| ROAE <sup>2</sup>                                                                                                          | 9.8%    | 11.0%   | 13.3%   | 14.8%   | 17.9%   | 16.5%   |
| (Ingresos operativos - Costo de ventas) / Ingresos operativos                                                              | 40.7%   | 38.1%   | 37.0%   | 40.9%   | 39.7%   | 46.6%   |
| Utilidad operativa / Ingresos operativos                                                                                   | 13.1%   | 12.7%   | 13.4%   | 15.8%   | 16.9%   | 15.6%   |
| Gastos generales y administrativos / Ingresos operativos                                                                   | 17.8%   | 17.1%   | 17.1%   | 18.0%   | 16.7%   | 22.5%   |
| Gastos financieros / Ingresos operativos                                                                                   | 3.4%    | 2.7%    | 3.0%    | 4.2%    | 3.1%    | 4.2%    |
| EBITDA <sup>3</sup> (En US\$ miles)*                                                                                       | 16,853  | 18,079  | 19,272  | 21,506  | 24,729  | 19,283  |
| EBITDA / Ingresos operativos                                                                                               | 23.1%   | 21.0%   | 20.8%   | 22.8%   | 23.1%   | 24.3%   |
| EBITDA / Gastos financieros (veces)                                                                                        | 6.83    | 7.69    | 6.94    | 5.48    | 7.47    | 5.77    |
| EBIT <sup>4</sup> / Gastos financieros (veces)                                                                             | 3.89    | 4.65    | 4.47    | 3.79    | 5.45    | 3.71    |
| EBIT / Ingresos operativos                                                                                                 | 13.1%   | 12.7%   | 13.4%   | 15.8%   | 16.9%   | 15.6%   |
| EBITDA / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)                                                               | 0.33    | 0.34    | 0.26    | 0.33    | 0.44    | 0.37    |
| EBITDA / Bonos por pagar a menos de 1 año (veces)                                                                          | 3.46    | 3.59    | 3.78    | 4.20    | 3.04    | 2.73    |
| Depreciación / (Costos y gastos + Depreciación)                                                                            | 11.4%   | 9.5%    | 8.5%    | 8.4%    | 7.5%    | 10.2%   |
| Depreciación / EBITDA                                                                                                      | 43.0%   | 39.6%   | 35.5%   | 30.8%   | 27.0%   | 35.7%   |
| Utilidad neta / Ingresos operativos                                                                                        | 7.3%    | 7.6%    | 9.6%    | 10.6%   | 12.5%   | 10.2%   |
| Utilidad neta / Gastos financieros (veces)                                                                                 | 2.16    | 2.80    | 3.18    | 2.54    | 4.03    | 2.43    |
| Otros ingresos / Utilidad neta                                                                                             | 1.1%    | 0.7%    | 10.3%   | 0.0%    | 0.8%    | 2.0%    |
| <b>Liquidez y Flujos</b>                                                                                                   |         |         |         |         |         |         |
| Activos corrientes / Pasivos corrientes                                                                                    | 0.60    | 0.68    | 0.52    | 0.49    | 0.67    | 0.53    |
| (Activos corrientes + Inversiones disp. Venta de UNESA) / Pasivos corrientes                                               | 1.30    | 1.35    | 1.06    | 1.10    | 1.32    | 1.19    |
| Activos corrientes / Bonos por pagar a menos de 1 año                                                                      | 8.08    | 9.36    | 8.70    | 7.37    | 6.02    | 5.39    |
| (Activos corrientes - Inventario) / Pasivos corrientes                                                                     | 0.28    | 0.33    | 0.25    | 0.28    | 0.41    | 0.33    |
| (Activos corrientes - Inventario) / Bonos por pagar a menos de 1 año                                                       | 3.84    | 4.58    | 4.21    | 4.19    | 3.69    | 3.35    |
| Cuentas por cobrar / Activos                                                                                               | 7.3%    | 7.1%    | 5.7%    | 5.5%    | 6.7%    | 3.4%    |
| Cuentas por cobrar / Ingresos operativos                                                                                   | 18.1%   | 16.2%   | 13.8%   | 12.9%   | 14.2%   | 9.3%    |
| Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles)                                                                              | -2,877  | 5,600   | 128     | 23,710  | 27,396  | 23,781  |
| Flujo de Caja Operativo, previo a las Variaciones de Capital de Trabajo (FCO Pre VCT) (En US\$ miles)                      | 14,321  | 15,694  | 15,229  | 13,507  | 22,194  | 20,135  |
| FCO Pre VCT / Deuda financiera                                                                                             | 13.9%   | 14.2%   | 11.4%   | 10.5%   | 18.5%   | 18.2%   |
| Flujo de caja no operativo (en US\$ miles)                                                                                 | 3,372   | 6,668   | -5,572  | -10,083 | -5,757  | -16,876 |
| FCO Pre VCT / Gastos financieros (veces)                                                                                   | 5.81    | 6.68    | 5.48    | 3.44    | 6.70    | 6.03    |
| FCO Pre VCT / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo)                                                                  | 0.28    | 0.29    | 0.20    | 0.21    | 0.40    | 0.34    |
| (FCO Pre VCT + Inversiones disp. venta en UNESA) / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)                     | 1.04    | 1.02    | 0.56    | 0.94    | 1.06    | 1.30    |
| FCO Pre VCT / Bonos por pagar a menos de 1 año                                                                             | 2.94    | 3.12    | 2.98    | 2.64    | 2.73    | 2.85    |
| Inversiones de capital (CAPEX) (En US\$ miles)                                                                             | 4,174   | 12,047  | 10,724  | 6,748   | 8,260   | 1,563   |
| FCO Pre VCT / CAPEX (veces)                                                                                                | 3.43    | 1.30    | 1.42    | 2.00    | 2.69    | 12.89   |
| Dividendos pagados (US\$ miles)                                                                                            | 0       | 0       | 3,608   | 1,440   | 2,600   | 9,960   |
| Flujo de Caja Operativo - CAPEX - Dividendos pagados + Flujo de Caja no Operativo (Flujo de Caja Libre o FCL) (US\$ miles) | -3,680  | 221     | -19,776 | 5,439   | 10,778  | -1,618  |
| FCL / Total de pasivos promedio                                                                                            | -3.1%   | 0.2%    | -13.9%  | 3.6%    | 7.2%    | -1.1%   |
| FCL / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)                                                                  | -0.07   | 0.00    | -0.26   | 0.08    | 0.19    | -0.03   |
| FCL / Bonos por pagar a menos de 1 año                                                                                     | -0.76   | 0.04    | -3.87   | 1.06    | 1.33    | -0.23   |
| Dividendos / Utilidad neta                                                                                                 | 0.0%    | 0.0%    | 40.8%   | 14.4%   | 19.5%   | 85.8%   |
| Dividendos / Utilidades retenidas                                                                                          | 0.0%    | 0.0%    | 5.3%    | 2.1%    | 3.3%    | 9.2%    |
| <b>Endeudamiento</b>                                                                                                       |         |         |         |         |         |         |
| Deuda financiera (En US\$ miles)                                                                                           | 102,936 | 110,794 | 133,257 | 129,105 | 119,779 | 110,454 |
| Deuda financiera de corto plazo / Deuda financiera                                                                         | 48.7%   | 47.7%   | 54.1%   | 46.9%   | 43.7%   | 43.9%   |
| Bonos por pagar a menos de 1 año / Deuda financiera                                                                        | 4.7%    | 4.5%    | 3.8%    | 4.0%    | 6.8%    | 6.4%    |
| Bonos por pagar / FCO Pre VCT (en número de años)                                                                          | 3.52    | 3.57    | 4.03    | 5.11    | 3.12    | 3.36    |
| Deuda financiera / Pasivos                                                                                                 | 82.5%   | 83.5%   | 87.4%   | 85.2%   | 81.0%   | 77.1%   |
| Deuda financiera / Patrimonio (veces)                                                                                      | 1.81    | 1.75    | 1.91    | 1.88    | 1.51    | 1.44    |
| Utilidad neta / Deuda financiera de corto plazo                                                                            | 12.2%   | 8.6%    | 14.2%   | 15.1%   | 21.5%   | 16.1%   |
| Gastos financieros brutos / Deuda financiera promedio                                                                      | 2.5%    | 2.2%    | 2.3%    | 3.0%    | 2.6%    | 2.9%    |
| Deuda financiera / Activos                                                                                                 | 56.7%   | 56.5%   | 60.0%   | 58.7%   | 52.7%   | 50.2%   |
| Deuda financiera / EBITDA (veces)                                                                                          | 6.11    | 6.13    | 6.91    | 6.00    | 4.84    | 5.73    |
| Deuda financiera / (EBITDA - CAPEX) (veces)                                                                                | 8.12    | 18.37   | 15.59   | 8.75    | 7.27    | 6.23    |
| Deuda financiera / FCO Pre VCT (veces)                                                                                     | 7.19    | 7.06    | 8.75    | 9.56    | 5.40    | 5.49    |
| <b>Capitalización</b>                                                                                                      |         |         |         |         |         |         |
| Pasivos / Patrimonio (veces)                                                                                               | 2.19    | 2.09    | 2.19    | 2.21    | 1.86    | 1.87    |
| Activo fijo / Patrimonio                                                                                                   | 51.4%   | 60.9%   | 60.5%   | 61.1%   | 56.8%   | 52.2%   |
| Pasivos / Activos                                                                                                          | 68.7%   | 67.6%   | 68.7%   | 68.9%   | 65.1%   | 65.1%   |
| Pasivos corrientes / Pasivos totales                                                                                       | 52.8%   | 52.2%   | 56.2%   | 50.7%   | 49.3%   | 50.0%   |
| Pasivos corrientes / Patrimonio                                                                                            | 115.8%  | 109.1%  | 123.1%  | 112.1%  | 91.8%   | 93.5%   |
| Patrimonio / Activos                                                                                                       | 31.3%   | 32.4%   | 31.3%   | 31.1%   | 34.9%   | 34.9%   |
| Patrimonio / Activos fijos                                                                                                 | 168.2%  | 145.9%  | 149.1%  | 147.3%  | 159.5%  | 171.7%  |
| Capital primario / Patrimonio                                                                                              | 99.9%   | 99.9%   | 99.9%   | 99.9%   | 99.9%   | 99.9%   |
| Deuda financiera / Capital primario (veces)                                                                                | 1.81    | 1.75    | 1.92    | 1.89    | 1.51    | 1.44    |
| Pasivos / Capital Primario (veces)                                                                                         | 2.20    | 2.09    | 2.19    | 2.21    | 1.87    | 1.87    |
| Capital Primario / Activos fijos neto                                                                                      | 168.0%  | 145.8%  | 148.9%  | 147.1%  | 159.4%  | 171.5%  |
| Rentabilidad promedio sobre capital primario                                                                               | 9.8%    | 11.0%   | 13.3%   | 14.5%   | 17.9%   | 10.4%   |
| <b>Otros indicadores</b>                                                                                                   |         |         |         |         |         |         |
| Rotación de cuentas por cobrar (días) <sup>5</sup>                                                                         | 65.3    | 58.3    | 49.6    | 46.6    | 51.2    | 33.5    |
| Rotación de inventario corriente (días) <sup>6</sup>                                                                       | 171.5   | 162.5   | 141.8   | 105.2   | 105.7   | 122.2   |
| Rotación de inventario de viviendas (años) <sup>7</sup>                                                                    | 2.4     | 2.2     | 2.2     | 2.4     | 2.0     | 3.3     |
| Rotación de cuentas por pagar (días) <sup>8</sup>                                                                          | 65.5    | 53.3    | 36.3    | 53.8    | 48.9    | 90.2    |
| Crecimiento anual de activos                                                                                               | 8.1%    | 7.9%    | 13.2%   | 13.3%   | 2.3%    | 0.0%    |
| Crecimiento anual de ingresos operativos                                                                                   | 10.8%   | 17.9%   | 7.3%    | 17.5%   | 15.6%   | -15.7%  |
| Crecimiento anual de los gastos financieros                                                                                | -26.8%  | -4.7%   | 18.2%   | 51.7%   | 19.3%   | -14.9%  |
| Crecimiento anual de la utilidad neta                                                                                      | 44.4%   | 23.6%   | 34.1%   | 122.1%  | 51.0%   | -18.8%  |
| Depreciación del ejercicio / Activos fijos                                                                                 | 21.4%   | 16.4%   | 14.7%   | 14.2%   | 13.4%   | 15.4%   |

Elaboración: Equilibrium

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

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

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

<sup>4</sup> EBIT (Earnings Before Interests and Taxes) = EBITDA - Depreciación y amortización

<sup>5</sup> Rotación de Cuentas por Cobrar (días) = 360 / (Ventas / Cuentas por cobrar)

<sup>6</sup> Rotación de inventario corriente (días) = 360 / (Costo de ventas / Inventarios corrientes)

<sup>7</sup> Rotación de inventario de viviendas (años) = (360 / (Costo de ventas de la unidad de viviendas / (Unidades de viviendas + Costos de Construcc. proceso + Terrenos))) / 360

<sup>8</sup> Rotación de cuentas por pagar (días) = 360 / (Costo de ventas / Cuentas por pagar)

\* Indicadores Anualizados