



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

Ciudad de Panamá, Panamá

29 de enero de 2016

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

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

-----Millones de US\$-----					
	Sep.15	Dic.14		Sep.15	Dic.14
Activos:	250.3	235.7	U. Neta:	14.1	17.8
Pasivos:	152.8	143.3	ROAA*:	7.9%	7.7%
Patrimonio:	97.5	92.4	ROAE*:	20.4%	20.7%

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

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados de SUCASA al 31 de diciembre de 2012, 2013 y 2014, y no auditados al 30 de septiembre de 2014 y 2015, así como información adicional proporcionada por el Emisor.

*Indicadores anualizados

Fundamento: Luego de la evaluación efectuada con información intermedia al 30 de septiembre de 2015, el Comité de Calificación de Equilibrium ratifica la calificación de A+.pa a las emisiones contempladas dentro del Primer, Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos emitidos por Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias (SUCASA), en adelante El Emisor. La perspectiva es Estable.

La categoría de riesgo asignada a los bonos se sustenta por el buen posicionamiento del Emisor en la industria de construcción y venta viviendas preferenciales en Panamá, lo cual ha antecedido a su buena capacidad de generar ingresos a través de esta actividad durante los últimos años. En particular, se ha observado una mejora en el índice de cobertura de los resultados operativos sobre los gastos financieros para los 2 últimos cierres fiscales. Además, las calificaciones ponderan el buen acceso al crédito que ostenta el Emisor, ya que existe una alta diversificación en número de acreedores, mientras que se identifica una porción relevante de la deuda en instrumentos de naturaleza rotativa y de largo plazo. En adición, la calificación de los bonos también incorpora el respaldo solidario de Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA), cuya calificación de riesgo fue afirmada en A.pa por Equilibrium¹ a la fecha del presente informe, ya que el Emisor funge como eje central en las actividades realizadas por dicho grupo accionario.

¹ Para mayor información acerca de la calificación de UNESA, favor referirse a: www.equilibrium.com.pe/unesapa.com.pdf.

Adicionalmente, los bonos se encuentran respaldados por bienes inmuebles cedidos por UNESA, cuyo valor asciende hasta 125% del valor en libros de los bonos calificados.

Por otro lado, la calificación se restringe por la relativa sensibilidad de los resultados ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas a nivel local, que a su vez impacten las cifras relacionadas a las ventas, costos y gastos del Emisor. Lo anterior, surge por la alta participación de la actividad de construcción y venta de viviendas sobre los resultados consolidados de SUCASA, sector que tiende a comportarse en función al ámbito económico; al mismo tiempo que esto desprende retos de continuar ampliando su escala operativa, a fin de fortalecer la capacidad de absorción de pérdidas no esperadas. En adición, se considera que los flujos operativos anuales no cubren la suma de los gastos financieros y la deuda financiera de corto plazo, aunque favorablemente, se identifica que una porción relevante de la deuda de corto plazo es de naturaleza rotativa.

Al cierre del tercer trimestre del 2015, los activos consolidados del Emisor crecieron a ritmo de 6.2%, con respecto al cierre de diciembre 2014. Los principales rubros que experimentaron crecimiento durante el periodo analizado fueron Terrenos (+35.7%) y Costos de Construcción en Proceso (+15.7%). Esto es indicativo que SUCASA se encuentra reabasteciendo su inventario mediante adquisición de tierra y adecuación de terrenos preexistentes, de modo que la estrategia apunta a un crecimiento futuro de los ingresos operativos.

Dicho crecimiento ha sido fondeado por medio de la colocación de nuevos bonos corporativos a largo plazo, por lo que la relación de apalancamiento financiero no fue afectada entre periodos fiscales, ya que continúa siendo sólida con 1.22 veces a la fecha de corte. Otra porción de la adquisición de estos activos fue financiada por medio del efectivo recaudado por la emisión de acciones comunes tipo B por parte de UNESA a principios del año en curso.

De esta manera, la deuda financiera de SUCASA se incrementó a razón de 8.3% durante los últimos 12 meses, hasta totalizar US\$119.0 millones al cierre de septiembre 2015. Por su parte, la deuda de corto plazo redujo su participación sobre la deuda total de 46.4% a 38.9%, lo que significa un mayor peso de la deuda pactada a más de 12 meses, reduciendo la carga financiera del Emisor.

Los Bonos calificados en circulación totalizan US\$55.9 millones en el balance al cierre de septiembre de 2015, equivalente a 71.7% de los bonos emitidos por SUCASA y corresponden a 3 Programas Rotativos, es decir, que siempre y cuando el monto en circulación de estos bonos no exceda la suma autorizada respectiva para cada uno, el Emisor podrá seguir emitiendo deuda a través de estas emisiones, una vez que se cumpla con la amortización de capital. Las Emisiones también le exigen al Emisor y a UNESA el cumplimiento de una serie de resguardos financieros, la mayoría de vinculados a apalancamiento y capitalización, los cuales se encuentran en pleno cumplimiento a la fecha corte de este informe.

Por su parte, el patrimonio neto del Emisor crece a ritmo de 11.3% en el comparativo anual, como consecuencia de la retención de utilidades durante este periodo. Se señala que las acciones comunes tipo A de SUCASA totalizan US\$840.0 mil al cierre de septiembre de 2015, lo que constituye un monto relativamente bajo si se compara con el monto de las utilidades no distribuidas, aunque de forma favorable, el Emisor cuenta con el respaldo de su grupo accionista, que a la misma fecha mantiene US\$193.1 millones de patrimonio neto.

En cuanto a la generación de resultados, la utilidad neta acumulada por el Emisor durante los primeros 9 meses del 2015 es 8.6% mayor a la registrada a similar periodo del año previo, por lo que los índices de rentabilidad promedio sobre activos y patrimonio permanecen robustos.

Entre los factores a tomar en cuenta en el comparativo interanual radica en la disminución de US\$1.0 millones en los ingresos por venta de terreno, así como la escisión de la unidad de venta y alquiler de equipo pesado, realizado al 31 de diciembre de 2014, cuyo efecto en términos absolutos fue US\$1.0 millones de incremento en la utilidad neta para SUCASA durante el ejercicio fiscal actual.

Las cifras consolidadas demuestran una disminución relevante en los gastos generales y administrativos del Emisor, lo cual se deriva de la buena gestión en la unidad de venta de viviendas. Esto ha permitido compensar la leve reducción en las ventas para el comparativo interanual, por lo que se observaron mejoras en el margen operativo del Emisor y la estabilización de su EBITDA². Es de aclarar que casi el 95% de la utilidad operativa de SUCASA proviene de la venta de viviendas.

El nivel de EBITDA anualizado cubre 6.0 veces la totalidad de los gastos financieros, nivel que se considera robusto para afrontar el costo financiero de la deuda adquirida y que había presentado una mejora significativa con respecto a los niveles mostrados en periodos anteriores al 2014. Por su parte, la relación Deuda Financiera / EBITDA ha presentado una disminución significativa de 6.33 veces en diciembre 2012 hasta 3.6 veces que es su nivel actual, a raíz de las mejoras en la utilidad operativa y menor uso de la deuda financiera.

Lo anterior, también ha permitido que se reflejen mejoras progresivas en el Flujo de Caja Operativo previo a las Variaciones de Capital de Trabajo³ (FCO pre-VCT), que para los 12 meses acumulados hasta el 30 de septiembre de 2015 totalizó US\$28.9 millones, lo que equivale una variación interanual positiva de 10.6%. Dicho auge ha permitido mejoras en los índices de cobertura de estos flujos sobre los gastos financieros (de 4.8 veces a 5.4 veces) y sobre la suma de gastos financieros + deuda de corto plazo (de 0.44 veces a 0.54 veces).

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

³ Flujo de las Actividades de Operación sin incluir las Variaciones anuales en cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar.

Fortalezas

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

Debilidades

1. Flujo de efectivo operativo ajustado que limita la cobertura de gastos financieros + deuda de corto plazo, aunque con tendencia a la mejora en el indicador.
2. Relativa concentración de las utilidades operativas en la industria de construcción de viviendas, la cual es una actividad sensible ante cambios adversos en las condiciones económicas.
3. Unidad de hoteles experimenta bajo desempeño financiero.

Oportunidades

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

Amenazas

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

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

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

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

Gobierno corporativo y estructura gerencial

El Emisor se encuentra regulado por el Ministerio de Comercio e Industria de Panamá (MICI), aunque no existe un ente fiscalizador especializado. Debido a esto, los miembros de la Junta Directiva ejercen un importante rol en la toma de decisiones.

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.

SUCASA ha establecido gerencias dedicadas a dirigir actividades específicas, tales como venta de viviendas, hotelería y alquiler de centros comerciales. Cada una de estas gerencias reporta individualmente 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.

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, además de otros usos 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, galerías para la zona procesadora y cualquier instalación que se requiera para las operaciones del Grupo UNESA.

Convenios y Resguardos Financieros:

a) Deuda financiera / Patrimonio \leq 2.0 veces.

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

Fuente de repago: Recursos generales del Emisor.

Calificación asignada: A+.pa por Equilibrium.

DESEMPEÑO FINANCIERO DE SUCASA

Activos

Al 30 de septiembre de 2015, los activos consolidados del Emisor presentaron un crecimiento de 6.2% con respecto al cierre de diciembre de 2014, que en términos absolutos equivale US\$14.6 millones. Es de destacar que 133.2% de este último monto corresponde a la adquisición de Terrenos, que al corte de septiembre de 2015 totalizaron US\$73.9 millones.

Respecto al particular, el Emisor se encuentra en proceso de reabastecer su inventario de terrenos con el objetivo de expandir su operación para los próximos años. Al mismo tiempo, se observa que el Emisor ha incrementado sus Costos de Construcción en Proceso a razón de 15.7% en el periodo analizado, hasta la suma de US\$60.1 millones, lo que se deriva de la adecuación de los terrenos existentes en balance, marcando el inicio del desarrollo de proyectos residenciales.

El crecimiento en los activos enmarca una estrategia de crecimiento futuro en los ingresos por venta de viviendas, tomando en cuenta que el periodo de rotación de los inventarios antes descritos es prolongado, usualmente abarca periodos entre 3 y 7 años, debido al ciclo de construcción de los proyectos urbanísticos. En detalle, el Emisor debe adquirir terrenos de forma periódica, en los cuales se desarrollarán los proyectos a futuro, sin embargo, no todos los terrenos se desarrollan de forma simultánea, o inmediatamente después de su adquisición. Luego, el Emisor procede a adecuar el terreno y prepararlo para su posterior desarrollo; aclarándose que sólo los lotes y parcelas designadas para este fin, son las que pasan a

registrarse como Costos de Construcción en Proceso y no el terreno en su totalidad.

Producto de su amplia experiencia en el sector de desarrollo de viviendas, SUCASA tiende a construir las casas en pequeñas cantidades, cerciorándose que las mismas obtengan demanda suficiente, para luego construir otro grupo de casas con la misma premisa. Las viviendas que se encuentran terminadas y listas para su venta se registran en la cuenta de “unidad de vivienda terminada”, que es un inventario de naturaleza circulante, ya que las casas usualmente se venden a sus propietarios finales en un periodo entre 30 y 60 días. SUCASA reconoce sus ingresos por la venta de vivienda solamente cuando se cumplen las siguientes condiciones: i) que el cliente haya firmado el contrato de compra-venta; ii) que la entidad bancaria encargada de financiar la hipoteca emita la carta promesa de pago respectiva; iii) que el cliente haya efectuado el abono inicial; iv) que UNESA haya entregado la vivienda al cliente.

En relación a la estrategia, el precio de las viviendas construidas por el Emisor oscila entre US\$40,000 y US\$180,000, siendo el precio medio US\$60,000, a su vez correspondiente a viviendas de interés preferencial según la Ley Panameña.

De manera aclaratoria SUCASA escindió las operaciones de “Alquiler y Venta de Equipos Coamco” que mantenía dentro del consolidado y se traspasó a otra compañía perteneciente a UNESA, con fecha 31 de diciembre de 2014. Las principales variaciones producidas por dicha escisión fueron observadas en los rubros de Equipos en arrendamiento y de inventarios por materiales, equipos y repuestos, cuyas disminuciones durante el último trimestre fueron de US\$4.2 millones y US\$5.7 millones, respectivamente, aunque las mismas no impactan el balance del Emisor en forma relevante.

Resultados y Rentabilidad

La utilidad neta consolidada del Emisor creció a ritmo de 8.6% en el comparativo interanual del periodo de 9 meses transcurridos al 30 de septiembre de 2015, aun cuando se reconoció US\$1.0 millones menos de ingresos por venta de terreno, que a su vez fueron ingresos extraordinarios en el ejercicio fiscal anterior.

Debe aclararse que las cifras del Estado de Resultados muestran una disminución en casi todos los rubros cuando se comparan a nivel interanual, debido a la escisión de la unidad de venta y alquiler de equipos.

Estado de Resultados Comparativo
Periodo enero – septiembre 2015

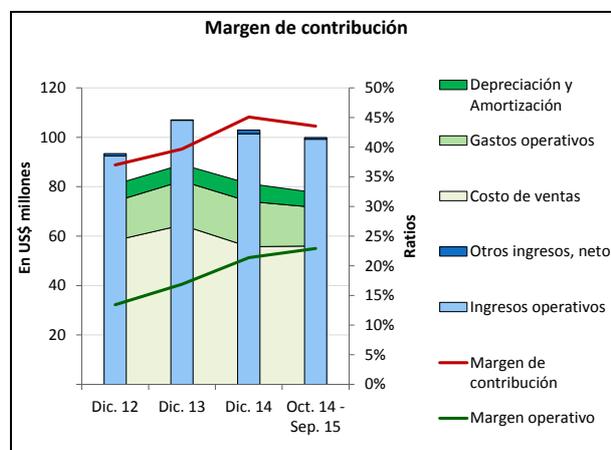
	Sin escisión	Con escisión	Var.	
Ingresos operativos	81,222	72,463	-8,759	-10.8%
Costo de ventas	47,321	41,392	-5,929	-12.5%
Gastos de ventas, generales y administrativos	14,420	10,797	-3,623	-25.1%
Otros ingresos operativos	468	375	-93	-19.9%
Utilidad operativa	19,950	20,650	700	3.5%
Gastos de depreciación	4,056	4,056		0.0%
Utilidad operativa antes de financiamientos	15,894	16,594	700	4.4%
Gastos de financiamiento	1,614	1,347	-267	-16.5%
Utilidad antes de impuestos	14,280	15,247	967	6.8%
Impuesto sobre la renta	1,110	1,110		0.0%
Utilidad neta	13,170	14,137	967	7.3%

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

El cuadro anterior muestra la diferencia entre las cifras escindidas (de acuerdo al EEFF real) con respecto a las cifras de haberse incluido el desempeño de la unidad de venta y alquiler de equipos pesados.

Tomando esto en consideración, se infiere que la utilidad neta de SUCASA mejora aproximadamente 7.3% cuando se escindieron las cifras de la unidad de negocios previamente mencionada, aun cuando esto significó una disminución de 10.8% en los ingresos operativos. Por lo tanto, la mejora en la utilidad se debió a que los costos y gastos también disminuyen de manera importante al retirar dicha unidad de negocio del balance del Emisor.

A nivel consolidado, el Emisor experimenta una estabilización en su margen de contribución⁴ y mejora en su margen operativo⁵, a partir del buen desempeño que ha experimentado la unidad de construcción y venta de viviendas, la cual a su vez explica aproximadamente el 95% de la utilidad operativa consolidada de SUCASA.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Como hecho de importancia, el Gobierno incrementó de US\$5 mil a US\$10 mil el subsidio que otorgará el Estado a las familias con ingresos mensuales menores de US\$1,200 y que apliquen para la adquisición de una vivienda nueva cuyo precio sea menor de US\$50 mil, todo lo cual entró en vigencia a partir del 1 de enero de 2015, mediante Decreto Ejecutivo No. 393 del 16 de diciembre de 2014. Por lo tanto, el Emisor ha dado especial énfasis en la entrega de casas de interés social a partir del año 2016.

Respecto a las otras unidades de negocio que integran SUCASA, el desempeño de los hoteles Country Inn ha sido afectado por la sobreoferta que existe en el mercado hotelero panameño, y en particular, la disponibilidad de habitaciones de hotel a nivel nacional supera a la afluencia de visitantes anualmente, todo lo cual incide en que las ventas no sean lo suficientemente altas para cubrir el agregado de costos y gastos. Por su parte, si bien la unidad de negocio vinculada al alquiler de centros comerciales (de pequeño tamaño) no ejerce una contribución significativa en comparación a los números reportados por la unidad de construcción y venta de viviendas, dicha unidad ha

⁴ Margen de contribución = (Ingresos operativos – Costo de ventas) / Ingresos operativos.

⁵ Margen operativo = (Ingresos operativos – Costo de ventas – Gastos generales y administrativos – Depreciación y Amortización + Otros ingresos, neto) / Ingresos operativos.

reflejado altos márgenes operativos durante los últimos años, como producto de su naturaleza de percibir ingresos por concepto de alquiler o arrendamiento operativo. El Emisor se encuentra desarrollando un nuevo centro comercial denominado Plaza Del Lago, el cual se estima finalice su construcción durante el año 2016. Este proyecto permitirá incrementar el área alquilable desde 20,095 m² hasta 32,728 m², con lo cual se potenciaría la capacidad de generación de ingreso del alquiler de los centros comerciales y así potenciar el margen operativo.

Fondeo y Solvencia

La principal fuente de fondeo del Emisor es la deuda financiera, las cuales obtiene con el objetivo de fomentar el crecimiento de sus operaciones y del resto de empresas que pertenecen a su grupo accionario. En este sentido, el Emisor asume el compromiso de deuda en nombre de UNESA, debido a que su flujo de caja operativo generado por la venta de viviendas es significativamente superior al resto de las actividades desarrolladas por su Conglomerado. Debe aclararse que SUCASA realiza el cobro de intereses y capital a todas las unidades de negocio que utilizan los financiamientos obtenidos, según las condiciones pactadas previamente con los acreedores.

La deuda financiera del Emisor totalizó US\$119.0 millones al cierre de septiembre de 2015, la cual mostró un crecimiento anual de 8.3%. Gran parte de dicho dinamismo permitió fondar la compra de terrenos para el desarrollo de proyectos urbanísticos en el futuro. En particular, el Emisor colocó nuevos bonos corporativos a largo plazo, en su mayoría provenientes del Programa Rotativo emitido en el 2012.

Al 30 de septiembre de 2015, los bonos corporativos emitidos por SUCASA totalizaron US\$77.7 millones, distribuidos en 5 emisiones con distintas tasas y plazos. En adición, el Emisor ha colocado 3 programas rotativos de bonos corporativos con el objetivo específico de continuar utilizando este tipo de fondeo, mientras se amortiza el resto de los bonos colocados en años previos. El Emisor opta por bonos de largo plazo, debido al ciclo de construcción y desarrollo de sus proyectos urbanísticos, tal como se mencionó en secciones previas. Además, SUCASA recupera su inversión en un terreno específico una vez se materialice el 60% de las ventas estimada para dicho terreno, lo cual puede durar entre 4 y 5 años.

Los bonos colocados cuentan con resguardos financieros o *covenants*, los cuales se describen a continuación y se encuentran en pleno cumplimiento a la fecha corte:

Covenants Financieros para Bonos	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Sep.15
% de deuda financiera sujeta a covenants	46.1%	57.8%	56.5%	65.3%
A) Pasivo / Patrimonio (Grupo UNESA) en veces	1.04	0.89	0.80	0.79
B) Dividendos / Utilidad neta (Grupo UNESA)	31.7%	23.6%	30.0%	33.7%
C) Deuda financiera / Capital Primario (Grupo UNESA) en veces	1.21	0.96	0.84	0.82
D) Deuda financiera / Patrimonio (Grupo UNESA) en veces	0.91	0.74	0.66	0.66
E) Deuda financiera / Patrimonio	1.91	1.51	1.22	1.22

A) No mayor que 1.75 veces.

B) No mayor a 40%.

C) No menor que 1.45 veces.

D) No mayor que 1.5 veces.

E) No mayor que 2.0 veces.

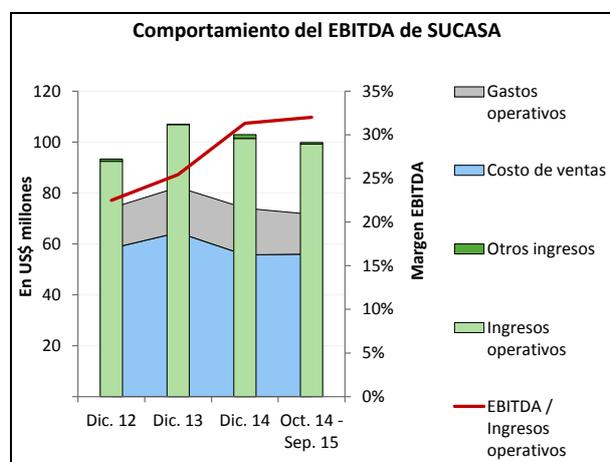
Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Por su parte, el patrimonio neto del Emisor mostró un crecimiento anual de 11.3%, el cual es superior al incremento reflejado por la deuda financiera, y por lo tanto, su apalancamiento financiero continúa siendo relativamente bajo para el tipo de negocio que desempeña.

Las utilidades retenidas representan 99.6% del patrimonio neto al 30 de septiembre de 2015, toda vez que las acciones comunes de SUCASA totalizan US\$840.0 mil. El posible riesgo de retiro no esperado de las utilidades retenidas bajo la figura del pago anticipado de dividendos se ve mitigado mediante los siguientes factores: la existencia de resguardos para la deuda financiera de SUCASA y el buen nivel de respaldo patrimonial por parte del Grupo, tomando en cuenta que el Emisor es una entidad fundamental para el desarrollo de sus actividades. Adicionalmente, a nivel de Grupo UNESA, existe un límite interno de apalancamiento (pasivos / patrimonio), el cual no puede superar 1.25 veces.

Coberturas

El monto de EBITDA acumulado durante los 12 meses terminados al 30 de septiembre de 2015 equivale US\$31.8 millones, el cual compara 1.3% menos que el reflejado a similar periodo del año precedente. La leve disminución en el EBITDA es producto del menor monto en ventas reflejado por el Emisor, junto con la disminución en los ingresos por venta de terrenos, aspectos señalados en secciones anteriores del presente informe. Lo positivo es el margen EBITDA continúa mostrando un buen crecimiento a través de los periodos.

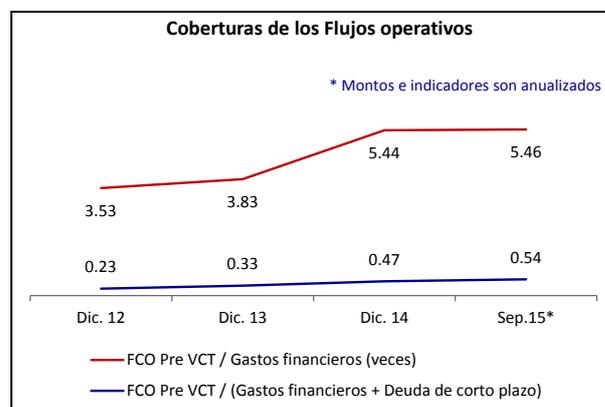


Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Lo anterior ha propiciado mejoras importantes en los índices de cobertura de EBITDA sobre los gastos financieros, que de 4.8 veces registrado al cierre de diciembre 2012, pasó a 6.0 veces al corte de septiembre 2015. Otra medición calcula el EBITDA sobre la suma de los gastos financieros y la deuda de corto plazo, que para el periodo analizado pasó de 0.54 veces a 0.59 veces. A pesar de que dicho índice aún representa menos de 1.0 veces, se destaca la mejora gradual de su comportamiento, además que se reconoce la posible disponibilidad para liquidar inversiones disponibles para la venta en los libros de UNESA.

Un método alternativo para el cálculo de las coberturas sobre el servicio de deuda consiste en la medición del Flujo de Caja Proveniente de las Actividades de Operación

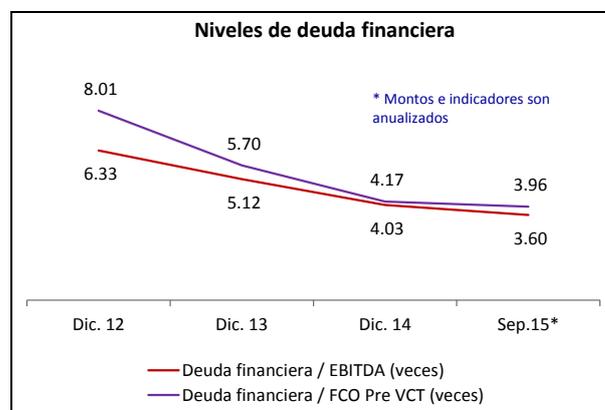
(FCO) antes de las Variaciones en el Capital de Trabajo⁶. Esta cifra acumuló US\$28.9 millones para los 12 meses terminados al 30 de septiembre de 2015, a su vez reflejando un crecimiento interanual de 10.6%, demostrando un buen desempeño de SUCASA. Es de destacar que este aumento en los flujos se acompaña de una mejora leve en los índices de cobertura sobre el servicio de deuda, lo cual se hace más evidente a partir del año 2014.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Esta mejora en los índices de cobertura se efectúa en un periodo clave para el Emisor. Tal como se ha mencionado en párrafos anteriores, SUCASA ha adquirido una suma relevante de terrenos, lo que reabastece su inventario para generar ingresos a futuro. El desafío de la empresa consiste en desarrollar sus proyectos de forma exitosa, mientras que gestione adecuadamente sus costos y gastos.

Se valora que el incremento en los flujos operativos le permitiera a SUCASA reducir progresivamente su necesidad de adquirir deuda financiera, aun tras incurrir en nuevos financiamientos para la adquisición de sus inventarios de largo plazo. Esto es particularmente ventajoso desde el punto de vista que el menor endeudamiento en relación a los flujos generados permitiría posteriores aumentos en los niveles de cobertura, sobre todo por la mayor participación de pasivos de largo plazo dentro del fondeo del Emisor.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

⁶ Es el flujo de caja generado por las actividades de operación, sin considerar la Variación Anual conjunta de las Cuentas por Cobrar, Cuentas por pagar e Inventarios.

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

	Dic. 12	%	Dic. 13	%	Sep.14	%	Dic. 14	%	Sep.15	%	Sep.15 / Dic.14	Variación
ACTIVOS												
Efectivo y equivalentes de efectivo	8,105	3.7%	6,450	2.8%	2,897	1.3%	6,180	2.6%	7,968	3.2%	1,788	28.9%
Depósitos a plazo fijo	625	0.3%	8,398	3.7%	14,109	6.2%	9,977	4.2%	9,461	3.8%	(516)	-5.2%
Valores disponibles para la venta	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	-
Total de efectivo, depósitos en bancos y valores	8,730	3.9%	14,848	6.5%	17,006	7.5%	16,157	6.9%	17,428	7.0%	1,272	7.9%
Cuentas por cobrar corrientes:												
Cuentas por cobrar clientes de vivienda	13,682	6.2%	16,022	7.1%	14,792	6.5%	20,969	8.9%	12,161	4.9%	(8,808)	-42.0%
Hipotecas	27	0.0%	21	0.0%	9	0.0%	5	0.0%	2	0.0%	(3)	-58.8%
Menos: reserva para cuentas incobrables	(974)	-0.4%	(846)	-0.4%	(927)	-0.4%	(870)	-0.4%	(94)	0.0%	775	-89.1%
Cuentas por cobrar corrientes, neta de reservas	12,735	5.7%	15,197	6.7%	13,874	6.1%	20,104	8.5%	12,069	4.8%	(8,036)	-40.0%
Inventarios corrientes:												
Unidades de viviendas terminadas y locales comerciales	14,536	6.5%	11,749	5.2%	7,317	3.2%	9,768	4.1%	7,900	3.2%	(1,868)	-19.1%
Materiales, equipos y repuestos	8,407	3.8%	7,178	3.2%	5,856	2.6%	6,434	2.7%	686	0.3%	(5,748)	-89.3%
Total de inventarios corrientes	22,943	10.3%	18,928	8.3%	13,173	5.8%	16,202	6.9%	8,585	3.4%	(7,617)	-47.0%
ACTIVOS CORRIENTES	44,407	20.0%	48,973	21.6%	44,053	19.3%	52,463	22.3%	38,083	15.2%	(14,381)	-27.4%
Inventarios no corrientes:												
Costos de construcción en proceso	44,450	20.0%	45,128	19.9%	56,784	24.9%	51,935	22.0%	60,111	24.0%	8,176	15.7%
Terrenos	57,075	25.7%	55,594	24.5%	54,535	23.9%	54,416	23.1%	73,859	29.5%	19,443	35.7%
Otros	386	0.2%	485	0.2%	352	0.2%	343	0.1%	320	0.1%	(23)	-6.8%
Total de inventarios no corrientes	101,911	45.9%	101,208	44.6%	111,671	49.0%	106,694	45.3%	134,290	53.6%	27,595	25.9%
Valores mantenidos al vencimiento	215	0.1%	210	0.1%	208	0.1%	208	0.1%	208	0.1%	0	0.0%
Gastos pagados por adelantado	2,166	1.0%	2,502	1.1%	2,752	1.2%	2,830	1.2%	2,071	0.8%	(759)	-26.8%
Cuentas por cobrar compañías relacionadas y afiliadas	23,281	10.5%	21,840	9.6%	22,461	9.9%	22,756	9.7%	28,153	11.2%	5,397	23.7%
Cuentas por cobrar varias	1,905	0.9%	1,335	0.6%	1,012	0.4%	1,008	0.4%	848	0.3%	(160)	-15.9%
Propiedades de inversión, neto	1,115	0.5%	1,070	0.5%	1,036	0.5%	1,025	0.4%	991	0.4%	(33)	-3.3%
Equipos en arrendamiento, neto	3,918	1.8%	3,931	1.7%	4,459	2.0%	4,171	1.8%	0	0.0%	(4,171)	-100.0%
Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto	41,655	18.8%	44,738	19.7%	39,129	17.2%	43,373	18.4%	44,635	17.8%	1,262	2.9%
Depósitos en garantía	433	0.2%	290	0.1%	243	0.1%	243	0.1%	225	0.1%	(17)	-7.1%
Otros activos	1,004	0.5%	1,077	0.5%	932	0.4%	941	0.4%	809	0.3%	(132)	-14.0%
ACTIVOS NO CORRIENTES	177,603	80.0%	178,200	78.4%	183,902	80.7%	183,249	77.7%	212,231	84.8%	28,982	15.8%
TOTAL DE ACTIVOS	222,010	100%	227,174	100%	227,955	100%	235,712	100%	250,314	100%	14,602	6.2%
PASIVOS												
Préstamos por pagar a menos de 1 año	66,978	30.2%	44,167	19.4%	43,655	19.2%	48,444	20.6%	37,262	14.9%	(11,181)	-23.1%
Bonos por pagar a menos de 1 año	5,104	2.3%	8,134	3.6%	7,311	3.2%	7,037	3.0%	9,005	3.6%	1,968	28.0%
Sobregiros por pagar	0	0.0%	0	0.0%	460	0.2%	0	0.0%	552	0.2%	552	-
Terrenos por pagar, porción de corto plazo	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	-
Cuentas por pagar otras	1,138	0.5%	1,061	0.5%	471	0.2%	1,213	0.5%	245	0.1%	(969)	-79.8%
Cuentas por pagar proveedores	5,147	2.3%	7,036	3.1%	4,795	2.1%	5,070	2.2%	4,370	1.7%	(699)	-13.8%
Cuentas por pagar compañías afiliadas	2,803	1.3%	6,007	2.6%	9,159	4.0%	9,312	4.0%	16,387	6.5%	7,075	76.0%
Dividendos por pagar	721	0.3%	1,721	0.8%	1,676	0.7%	351	0.1%	2,009	0.8%	1,659	473.2%
Intereses acumulados por pagar sobre bonos	77	0.0%	212	0.1%	152	0.1%	253	0.1%	293	0.1%	40	15.8%
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	2,399	1.1%	3,450	1.5%	997	0.4%	3,813	1.6%	430	0.2%	(3,383)	-88.7%
Impuesto sobre la renta por pagar	127	0.1%	71	0.0%	100	0.0%	15	0.0%	0	0.0%	(15)	-100.0%
Gastos acumulados por pagar	1,150	0.5%	1,006	0.4%	1,026	0.5%	1,037	0.4%	1,151	0.5%	114	11.0%
PASIVOS CORRIENTES	85,643	38.6%	72,864	32.1%	69,803	30.6%	76,544	32.5%	71,704	28.6%	(4,840)	-6.3%
Préstamos a más de 1 año	4,913	2.2%	6,369	2.8%	1,045	0.5%	744	0.3%	4,045	1.6%	3,301	443.9%
Bonos por pagar a más de 1 año	56,262	25.3%	61,110	26.9%	57,888	25.4%	56,776	24.1%	68,722	27.5%	11,947	21.0%
Depósitos de clientes	3,575	1.6%	2,993	1.3%	2,955	1.3%	3,684	1.6%	4,175	1.7%	491	13.3%
Terrenos por pagar, porción de largo plazo	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	-
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	1,908	0.9%	4,398	1.9%	8,365	3.7%	5,289	2.2%	4,118	1.6%	(1,171)	-22.1%
Ingresos e impuesto sobre la renta diferidos	115	0.1%	103	0.0%	262	0.1%	261	0.1%	52	0.0%	(210)	-80.2%
PASIVOS NO CORRIENTES	66,774	30.1%	74,974	33.0%	70,515	30.9%	66,753	28.3%	81,112	32.4%	14,358	21.5%
TOTAL DE PASIVOS	152,417	68.7%	147,838	65.1%	140,318	61.6%	143,298	60.8%	152,816	61.0%	9,518	6.6%
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS												
Acciones nominativas tipo A	840	0.4%	840	0.4%	840	0.4%	840	0.4%	840	0.3%	0	0.0%
Acciones en tesorería	(34)	0.0%	(34)	0.0%	(34)	0.0%	(34)	0.0%	(34)	0.0%	0	0.0%
Capital adicional pagado	72	0.0%	72	0.0%	72	0.0%	72	0.0%	72	0.0%	0	0.0%
Utilidad no distribuidas	59,878	27.0%	65,116	28.7%	73,745	32.4%	75,031	31.8%	83,017	33.2%	7,986	10.6%
Utilidad del ejercicio	8,838	4.0%	13,343	5.9%	13,014	5.7%	17,792	7.5%	14,137	5.6%	(3,656)	-20.5%
Escisión en la inversión	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	(1,286)	-0.5%	(533)	-0.2%	753	-58.6%
Participación no controladora	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	-
TOTAL PATRIMONIO	69,593	31.3%	79,336	34.9%	87,636	38.4%	92,415	39.2%	97,498	39.0%	5,083	5.5%
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	222,010	100%	227,174	100%	227,955	100%	235,712	100%	250,314	100%	14,602	6.2%

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

	Dic. 12	%	Dic. 13	%	Sep.14	%	Dic. 14	%	Sep.15	%	Sep.15 / Sep.14	Variación
INGRESOS OPERATIVOS	92,462	100%	106,910	100%	74,632	100%	101,419	100%	72,463	100%	(2,168)	-2.9%
Ventas de bienes y servicios	91,213	98.6%	105,872	98.8%	74,132	99.3%	100,199	98.8%	72,005	99.4%	(2,127)	-2.9%
Ingresos por alquiler	73	0.1%	110	0.1%	110	0.1%	144	0.1%	111	0.2%	1	1.2%
Ingresos por servicios afiliados	658	0.7%	631	0.6%	333	0.4%	966	1.0%	345	0.5%	12	3.6%
Otros ingresos operacionales, neto	519	0.6%	497	0.5%	57	0.1%	111	0.1%	2	0.0%	(55)	-96.3%
Costo de ventas	58,245	63.0%	64,468	60.3%	41,043	55.0%	55,691	54.9%	41,392	57.1%	348	0.8%
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN	34,217	37.0%	42,442	39.7%	33,589	45.0%	45,728	45.1%	31,072	42.9%	(2,517)	-7.5%
Gastos de ventas, generales y administrativos	15,856	17.1%	17,821	16.7%	13,555	18.2%	18,352	18.1%	10,797	14.9%	(2,758)	-20.3%
Otros ingresos, neto	911	1.0%	108	0.1%	1,237	1.7%	1,509	1.5%	375	0.5%	(861)	-69.7%
Ingresos por venta de terreno	823	0.9%	0	0.0%	985	1.3%	1,126	1.1%	16	0.0%	(969)	-98.4%
Intereses ganados en depósitos a plazo fijo	70	0.1%	108	0.1%	252	0.3%	383	0.4%	359	0.5%	108	42.8%
Otros ingresos financieros, neto	18	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	-
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN	19,272	20.8%	24,729	23.1%	21,270	28.5%	28,886	28.5%	20,650	28.5%	(6,211)	-21.9%
Depreciación y Amortización	6,850	7.4%	6,674	6.2%	5,314	7.1%	7,204	7.1%	4,056	5.6%	(1,258)	-23.7%
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	12,422	13.4%	18,055	16.9%	15,957	21.4%	21,682	21.4%	16,594	22.9%	637	4.0%
Gastos de financiamiento	2,777	3.0%	3,311	3.1%	1,815	2.4%	2,253	2.2%	1,347	1.9%	(467)	-25.8%
Intereses pagados en financiamientos bancarios	2,022	2.2%	2,175	2.0%	1,008	1.4%	1,184	1.2%	550	0.8%	(457)	-45.4%
Intereses pagados sobre bonos	606	0.7%	949	0.9%	635	0.9%	837	0.8%	605	0.8%	(31)	-4.8%
Amortización de costos de emisión de bonos	149	0.2%	188									

INDICADORES FINANCIEROS	Dic. 12	Dic. 13	Sep.14*	Dic. 14	Sep.15*
Rentabilidad					
ROAA ¹	4.2%	5.9%	7.9%	7.7%	7.9%
ROAE ²	13.3%	17.9%	21.3%	20.7%	20.4%
(Ingresos operativos - Costo de ventas) / Ingresos operativos	37.0%	39.7%	43.0%	45.1%	43.5%
Utilidad operativa / Ingresos operativos	13.4%	16.9%	21.4%	21.4%	22.9%
Gastos generales y administrativos / Ingresos operativos	17.1%	16.7%	16.8%	18.1%	15.7%
EBITDA ³ (En US\$ miles)*	20,806	27,218	32,206	31,773	31,777
Gastos financieros (En US\$ miles) 12 meses	4,310	5,800	5,424	5,139	5,297
EBITDA / Ingresos operativos	22.5%	25.5%	30.1%	31.3%	32.0%
EBITDA / Gastos financieros (veces)	4.83	4.69	6.21	6.18	6.00
EBITDA / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	0.32	0.40	0.54	0.54	0.59
Utilidad neta / Ingresos operativos	9.6%	12.5%	17.0%	17.5%	19.1%
Otros ingresos / Utilidad neta	10.3%	0.8%	7.1%	8.5%	3.4%
Liquidez y Flujos					
Activos corrientes / Pasivos corrientes	0.52	0.67	0.63	0.69	0.53
(Activos corrientes - Inventario) / Pasivos corrientes	0.25	0.41	0.44	0.47	0.41
Cuentas por cobrar / Activos	5.7%	6.7%	6.1%	8.5%	4.8%
Cuentas por cobrar / Ingresos operativos	13.8%	14.2%	13.0%	19.8%	12.2%
Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles)	128	27,396	23,917	19,405	8,034
Flujo de Caja Operativo, previo a las Variaciones de Capital de Trabajo (FCO Pre VCT) (En US\$ miles)	15,229	22,194	26,157	27,934	28,931
FCO Pre VCT / Deuda financiera	12.5%	17.5%	22.4%	24.0%	25.3%
FCO Pre VCT / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo)	0.23	0.33	0.44	0.47	0.54
FCO Pre VCT / Gastos financieros (veces)	3.53	3.83	4.82	5.44	5.46
FCO Pre VCT / CAPEX (veces)	1.42	2.69	3.95	3.07	2.03
Dividendos / Utilidad neta	40.8%	19.5%	24.3%	41.4%	42.1%
Endeudamiento					
Deuda financiera (En US\$ miles)	133,257	119,779	109,900	113,000	119,035
Deuda financiera de corto plazo / Deuda financiera	54.1%	43.7%	46.4%	49.1%	38.9%
Deuda financiera / Pasivos	87.4%	81.0%	78.3%	78.9%	77.9%
Deuda financiera / Patrimonio (veces)	1.91	1.51	1.25	1.22	1.22
Utilidad neta / Deuda financiera de corto plazo	14.2%	21.5%	33.7%	33.0%	38.9%
Gastos financieros brutos / Deuda financiera promedio	3.5%	4.6%	4.6%	4.4%	4.6%
Deuda financiera / Activos	60.0%	52.7%	48.2%	47.9%	47.6%
Deuda financiera / EBITDA (veces)	6.33	5.12	3.63	4.03	3.60
Deuda financiera / (EBITDA - CAPEX) (veces)	14.27	7.68	4.57	5.88	6.52
Deuda financiera / FCO Pre VCT (veces)	8.01	5.70	4.47	4.17	3.96
Capitalización					
Pasivos / Patrimonio (veces)	2.19	1.86	1.60	1.55	1.57
Activo fijo / Patrimonio	60.5%	56.8%	44.9%	47.2%	46.0%
Pasivos / Activos	68.7%	65.1%	61.6%	60.8%	61.0%
Pasivos corrientes / Pasivos totales	56.2%	49.3%	49.7%	53.4%	46.9%
Pasivos corrientes / Patrimonio	123.1%	91.8%	79.7%	82.8%	73.5%
Patrimonio / Activos	31.3%	34.9%	38.4%	39.2%	39.0%
Patrimonio / Activos fijos	149.1%	159.5%	196.4%	190.3%	213.7%
Capital primario / Patrimonio	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%
Deuda financiera / Capital primario (veces)	1.92	1.51	1.26	1.22	1.22
Pasivos / Capital Primario (veces)	2.19	1.87	1.60	1.55	1.57
Capital Primario / Activos fijos neto	148.9%	159.4%	196.2%	190.1%	213.5%
Otros indicadores					
Rotación de cuentas por cobrar (días) ⁴	49.6	51.2	46.7	71.4	43.8
Rotación de inventario corriente (días) ⁵	141.8	105.7	77.8	104.7	55.2
Rotación de cuentas por pagar (días) ⁶	36.3	48.9	38.2	35.0	41.0
Crecimiento anual de activos	13.2%	2.3%	-1.5%	3.8%	9.8%
Crecimiento anual de ingresos operativos	7.3%	15.6%	-0.1%	-5.1%	-2.9%
Crecimiento anual de los gastos financieros	18.2%	19.3%	-31.9%	-32.0%	-25.8%
Crecimiento anual de la utilidad neta	34.1%	51.0%	58.1%	33.3%	8.6%
Depreciación del ejercicio / Activos fijos	14.7%	13.4%	15.7%	14.8%	13.0%

Elaboración: Equilibrium

¹ ROAA (Return On Average Assets) = Utilidad neta 12 meses / ((Activo_t + Activo_{t-1}) / 2)

² ROAE (Return On Average Equity) = Utilidad neta 12 meses / ((Patrimonio_t + Patrimonio_{t-1}) / 2)

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

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

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

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

* Indicadores Anualizados

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

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

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

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

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

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

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