



Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.

UNION NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. (UNESA) Y SUBSIDIARIAS

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación

Sesión de Comité: 1 de agosto de 2019

Contacto:

(507) 214 3790

Linda Tapia

Analista Asociado

etapia@equilibrium.com.pa

Ana Lorena Carrizo

Jefe de Análisis de Riesgo

acarrizo@equilibrium.com.pa

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018 de Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA) y Subsidiarias, así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2018 y 2019. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 31/07/2017.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió mantener la categoría A.pa otorgada como Emisor a Unión Nacional de Empresas, S.A. y Subsidiarias (en adelante, UNESA o el Grupo). La perspectiva es Estable.

La calificación otorgada se sustenta en la fortaleza operativa que muestra el Grupo, el mismo que participa en diversos sectores de la economía panameña, principalmente en construcción y venta de viviendas a personas de ingresos medios-bajos a través de su subsidiaria Sociedad Urbanizadora del Caribe S.A. (en adelante, SUCASA), quien se posiciona como una de las principales empresas del sector, segmento que presenta una gran demanda en el país. Asimismo, se ha considerado la experiencia de sus Directores y equipo gerencial en las operaciones de construcción.

Se pondera igualmente los adecuados indicadores de cobertura del Servicio de Deuda (parte corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros LTM) tanto con el EBITDA como con el FCO, los mismos que han mostrado mejoras al corte de análisis como resultado de la reactivación en la entrega de viviendas, la cual se vio afectada a fines del 2017 y principios del 2018 debido a retrasos en los permisos de ocupación, huelga del sector y cambios en la ley de interés preferencial. A lo anterior se suma la baja Palanca Contable (pasivo / patrimonio) que ostenta a nivel consolidado UNESA, toda vez que el patrimonio financia mayoritariamente sus activos, aunque se observa la fuerte participación de los resultados

Instrumento

Calificación*

Emisor

A.pa

Perspectiva

Estable

(*) Para mayor detalle sobre la definición de la clasificación asignada ver Anexo I en la última sección del informe.

acumulados dentro de la estructura patrimonial. No menos importante resulta la evolución de la Palanca Financiera (deuda financiera total / EBITDA LTM) a lo largo del último ejercicio, producto de la importante reducción en la deuda financiera, en tanto el EBITDA LTM mostró un importante crecimiento como resultado de la reactivación de la construcción y el aumento en la entrega de viviendas.

Igualmente, la calificación incorpora la diversificación de fuentes de fondeo que posee UNESA a nivel consolidado, siendo un participante importante en el mercado de capitales panameño mediante la colocación de Valores Comerciales Negociables (VCNs) y Bonos Corporativos a través de su subsidiaria SUCASA.

En el segundo semestre del 2018, producto de la reactivación en la venta y entrega de viviendas (principal negocio del Grupo) se observaron mejoras en el desempeño financiero del Grupo principalmente en la generación de recursos y coberturas al servicio de deuda, ubicándose en sus niveles históricos. De igual manera, la calificación considera la tendencia decreciente de la deuda financiera; situación que obedece a la capacidad del Grupo de financiar sus operaciones sin tener que recurrir a nueva deuda.

No obstante lo anterior, restringe a UNESA poder contar con una mayor calificación la relativa concentración de sus ingresos en actividades asociadas al sector construcción y vivienda, los cuales tienden a sensibilizarse ante cambios desfavorables en las condiciones económicas del país y/o en la normativa que

regula al sector, factores éstos que ya en el pasado han afectado al Grupo. Se pondera igualmente de forma desfavorable, el riesgo de refinanciación que existe en los VCNs emitidos por SUCASA, toda vez que, de incorporar los mismos a los indicadores de cobertura del Servicio de Deuda tanto con el EBITDA como con el FCO, la misma resulta insuficiente. Como hecho relevante se destaca el reciente anuncio del nuevo Presidente de la República de incrementar la cobertura del interés preferencial a viviendas que tengan un precio de hasta US\$180 mil (US\$120 mil en la actualidad), lo que traería

como consecuencia una ampliación en la base de personas que podrían optar por comprar viviendas en ese rango de precio, beneficiando potencialmente las ventas del Grupo de los proyectos en el rango de precios entre US\$120 mil y US\$180 mil. Sin embargo, este aspecto aún tiene que ser aprobado por las autoridades.

Finalmente, Equilibrium continuará monitoreando el riesgo global de UNESA, a fin de que la calificación otorgada refleje adecuadamente el perfil de riesgo de la Compañía.

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

- Una mayor participación de las acciones comunes dentro de la estructura patrimonial, de la mano de un indicador de Palanca Contable que se ubique dentro de rangos adecuados.
- Mejora en los indicadores de cobertura del Servicio de Deuda incluyendo los VCN's, tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo, acompañado de un indicador de Palanca Financiera menor al exhibido al corte de análisis.

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

- Deterioro pronunciado en la cobertura del Servicio de Deuda tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo.
- Aumento pronunciado de la Palanca Contable producto de una política activa de reparto de dividendos.
- Deterioro pronunciado en sus indicadores de liquidez.
- Incumplimiento de alguno de los resguardos establecidos en los Programas de Bonos Corporativos calificados asociados a UNESA.
- Desaceleración de la economía panameña y/o cambios en la regulación que impacten en el crecimiento del negocio de SUCASA y consecuentemente afecte sus indicadores de rentabilidad.

Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Desarrollos Recientes y Hechos de Importancia

Unión Nacional de Empresas, S.A., es un grupo empresarial con domicilio en la República de Panamá, que cuenta con más de 50 años de existencia. La venta de viviendas para familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo es su principal línea de negocio, actividad que es desarrollada por Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (en adelante, SUCASA). El Grupo integra varias unidades de negocios adicionales, pertenecientes a las siguientes industrias: hotelería, servicios financieros, alquiler y venta de equipo, administración de galeras y construcción de centros comerciales. El Grupo mantiene prácticas de gestión centralizadas apoyadas en procesos y tecnología de comercialización diferenciadas.

Se hace relevante mencionar que el Grupo ha contratado a la firma Moreno & Moreno para analizar el modelo de Gobierno Corporativo. En ese sentido se ha puesto en ejecución el plan de reformas y correcciones para mejorar la gobernanza.

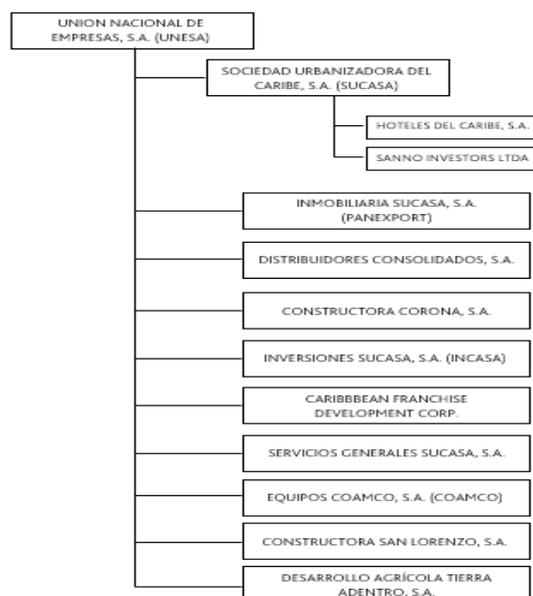
Adicionalmente, debemos indicar que el nuevo Presidente de la República en su anuncio de toma de posesión indicó que incrementaría la cobertura del interés preferencial a viviendas que tengan un precio de hasta US\$180 mil (US\$120 mil en la actualidad), lo que ampliaría la base de clientes que tengan acceso a optar por viviendas en ese rango de precio, beneficiando las ventas del Grupo de los proyectos en el rango de precios entre US\$120 mil y US\$180 mil. Sin embargo, este aspecto aún está pendiente de aprobación por parte de las autoridades.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de UNESA se muestran en el Anexo II del presente informe. La Junta Directiva a partir del 2019 ha designado a la Licenciada Maritza Chong Wong como nueva Directora Independiente y Miembro del Comité de Auditoría del Grupo. La Lcda. Chong es Directora Independiente de las empresas del Grupo Banco Delta, además de presidente del Comité de Auditoría, Miembro del Comité de Crédito y Negocios. Además, laboró en Chase, HCBC y Banvivienda.

Grupo Económico

A continuación, se muestra la estructura del Grupo Económico:



Fuente: UNESA/Elaboración Equilibrium

Operaciones Productivas

A la fecha de análisis, las unidades que integran UNESA son las siguientes:

1. **Viviendas:** SUCASA desarrolla y vende proyectos residenciales, principalmente en el área metropolitana y algunos sectores del interior del país. Es la unidad de negocio con mayor antigüedad en el Grupo y la que le aporta los mayores ingresos.
2. **Restaurantes:** Operan bajo las franquicias T.G.I. Friday's desde julio de 1995.
3. **Equipos:** Venta y alquiler de equipo liviano, mediano y pesado bajo la marca COAMCO, desde 1990.
4. **Hoteles:** Negocio de hotelería, en el año 2018 decidieron no renovar la franquicia de Country Inn & Suite y a filiar el Hotel de Amador a la marca RADISSON. En el caso del Hotel en El Dorado decidieron afiliarse a la franquicia Best Western. En Bocas del Toro el "Hotel Playa Tortuga" opera desde junio de 2008.
5. **Locales Comerciales:** Centros comerciales de pequeño tamaño en el área metropolitana.
6. **Zona Procesadora:** Alquiler de bodegas dentro de la zona franca para la exportación, bajo la marca PANEXPORT.
7. **Financiera:** Otorgamiento de préstamos de consumo, principalmente del sector privado, gubernamental y jubilados a través de la Central de Préstamos INCASA.
8. **Otras Operaciones:** Venta de terrenos, dividendos recibidos por inversiones, entre otros ingresos.

ANÁLISIS FINANCIERO DE UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. (UNESA) Y SUBSIDIARIAS

Como un hecho relevante, producto de la implementación de la NIIF 9 para instrumentos financieros, en el 2018 procedieron a reevaluar las inversiones en acciones lo cual afectó el patrimonio de los accionistas y el valor de los activos (inversiones). Para efectos comparativos también se procedió a ajustar los resultados del año 2017 en base a lo indicado en la norma NIIF 9. En vista de ello en el 2017 debieron re-exresar las cifras al 1 de enero de 2017 incluyendo el ajuste de US\$44.0 millones en

el patrimonio dando como resultado una reserva de valor razonable de US\$80.2 millones al 31 de diciembre de 2017. En vista de ello, las inversiones en acciones totalizan US\$96.5 millones a diciembre de 2017 (re-expresado) y US\$102.5 millones al 31 de diciembre de 2018.

Activos y Liquidez

Al 31 de diciembre de 2018, los activos de UNESA totalizan US\$428.2 millones, sin variación significativa con respecto al cierre de 2017 (+0.16%). Durante el 2018 se dieron algunos factores que incidieron en las actividades del Grupo, primordialmente relacionados con el negocio de construcción y la venta de vivienda, principal segmento en el que se desenvuelven. Estos factores incluyen: a) alza en las tasas de interés que impacta la capacidad de compra y el ingreso familiar; b) desaceleración económica; c) retraso en el ciclo de construcción de viviendas de SUCASA producto de la huelga de 30 días de los trabajadores del sector construcción durante abril-mayo de 2018; d) atrasos en el proceso de obtención de los permisos de ocupación, repercutiendo negativamente en la entrega de las viviendas terminadas.

Al 31 de marzo de 2019, los activos incrementan un 2.52% con respecto al cierre de 2018 producto de la implementación de la NIIF 16 sobre arrendamientos financieros, esta norma tuvo igual efecto en los pasivos del Grupo. En vista de ello, UNESA reconoció US\$7.5 millones de derecho al uso de propiedades en las cuales son arrendatarios a largo plazo. Al comparar los cortes interanuales, podemos observar que los activos incrementan un 14.02% debido principalmente al registro de la NIIF 9 por revalorización de acciones por US\$44.0 millones aproximadamente y las cuales ampliaremos más adelante en el presente informe.

Los inventarios se componen principalmente de unidades de viviendas terminadas, renglón que pasa de US\$19.3 millones en el cierre de 2017 a US\$27.5 millones para fines del 2018, incrementando un 42.54%. Este aumento está relacionado con la normalización de la construcción y el incremento en la entrega de viviendas para el segundo semestre del 2018. Lo anterior explica igualmente el comportamiento de las construcciones en proceso, las cuales disminuyen un 15.20%, al pasar de US\$77.4 millones a US\$65.6 millones para fines del 2018. Lo antes indicado resultó en inventarios totales de US\$97.8 millones, un 3.80% inferior al reportado para el cierre de 2017 (US\$100.8 millones). A marzo de 2019 los inventarios aumentan en 2.37% con respecto a diciembre de 2018 principalmente como resultado de mayores niveles de viviendas terminadas.

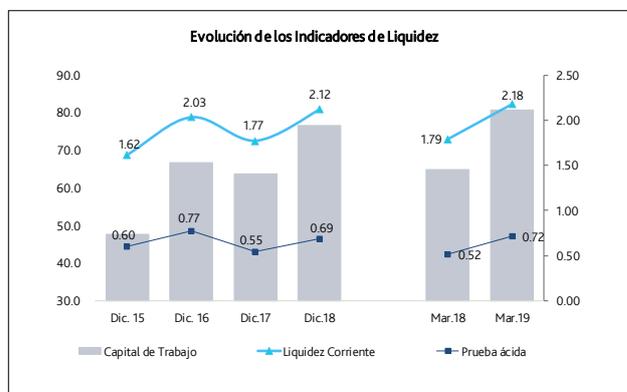
Al 31 de diciembre de 2018, las cuentas por cobrar disminuyen un 10.83% con respecto a diciembre de 2017. Dicha partida recoge principalmente las ventas de viviendas terminadas que se encuentran a la espera del desembolso por parte del Banco.

Por su naturaleza, el 66.14% de los activos del Grupo se concentran partidas no corrientes compuestas principalmente por terrenos (19.54% del total de activos), inversiones (23.94%) e inmuebles, mobiliario y equipo (11.14%). En el caso de los terrenos, dicha partida ascendió a US\$79.2 millones y comprende las propiedades adquiridas para ser utilizadas en el futuro para desarrollar proyectos inmobiliarios. De acuerdo con

lo manifestado por la Gerencia, no contemplan nuevos desarrollos en el corto plazo.

La inversión en acciones totalizó US\$102.5 millones y comprende principalmente acciones de la Empresa General de Inversiones (US\$83.8 millones) y el Grupo Centenario de Inversiones (US\$14.2 millones), ambas empresas relacionadas. Estas inversiones se mantienen a valor razonable con cambios en otros resultados integrales, dada la intención de mantenerlas hasta su vencimiento. El Grupo también podría utilizar dichas inversiones como colateral para acceder a créditos ante un escenario de estrés.

Con relación a los indicadores de liquidez de UNESA, la razón corriente se sitúa en 2.12 veces al corte de análisis, superior a la reportada al cierre del ejercicio 2017 (1.77 veces), permitiendo un amplio nivel de cobertura sobre las obligaciones de corto plazo, situación que se mantiene a marzo de 2019 con un indicador de 2.18 veces. Este comportamiento está relacionado con los menores pasivos corrientes, principalmente producto de la reducción en los préstamos bancarios. En tanto, los activos corrientes mostraron una leve contracción con respecto al periodo anterior (-0.59%) explicado por menores inventarios y cuentas por cobrar las cuales fueron parcialmente compensadas por el aumento en el efectivo, todo esto producto de la mejora en la actividad de la construcción y venta de viviendas. Los activos líquidos (efectivo y depósitos en bancos) dentro de las partidas corrientes se sitúan en US\$25.9 millones, con una variación anual de +21.69%, compuestos primordialmente por depósitos a plazo fijo (66.63% de los activos líquidos). En tal sentido, el Grupo maneja un capital de trabajo positivo, tal y como se observa en el siguiente gráfico:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

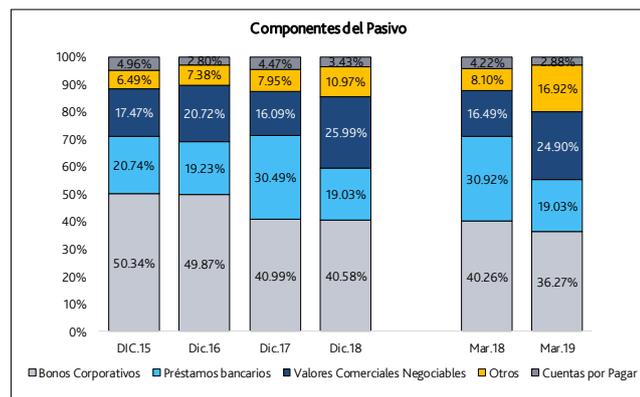
El pasivo corriente al 31 de diciembre de 2018 totalizó US\$68.4 millones una reducción de 16.83% con respecto al cierre de 2017, lo cual se encuentra explicado por la disminución en los préstamos bancarios ante una mayor generación propia, lo que le permitió a UNESA financiar su capital de trabajo y reducir sus obligaciones. Adicionalmente, el Grupo incrementó el saldo de los Valores Comerciales Negociables a US\$31.4 millones o +35.57%, utilizando esta herramienta como fuente de financiamiento a corto plazo. Lo anterior expone al Grupo al riesgo de refinanciamiento en un escenario adverso.

Estructura Financiera y Solvencia

Al 31 de diciembre de 2018, los pasivos de UNESA ascendieron a US\$120.9 millones, retrocediendo en 16.05% con respecto al cierre de 2017, producto de una disminución de US\$22.7 millones o 21.93% en el saldo de las obligaciones financieras

mantenidas por el Emisor (especialmente préstamos y sobregiros a corto plazo). Este comportamiento se encuentra explicado en la buena generación de recursos propios junto a un periodo de poca inversión en propiedades, trayendo como consecuencia menores necesidades de financiamiento. A marzo de 2019, las obligaciones bancarias aumentan 7.47% con respecto a diciembre de 2018 hasta alcanzar US\$111.2 millones, principalmente al incluir el pasivo en arrendamiento por US\$8.3 millones, como consecuencia de la implementación de la NIIF16.

A continuación, se muestra la evolución de las principales partidas del pasivo a lo largo de los últimos ejercicios:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Al corte de análisis, las emisiones de instrumentos financieros en el mercado de capitales se constituyen como el principal componente de los pasivos, destacando la emisión de Bonos Corporativos por parte de SUCASA, los mismos que al 31 de marzo de 2019 totalizan a US\$46.5 millones, representando el 36.24% del total de los pasivos. Dichas colocaciones son utilizadas principalmente para la compra de terrenos que posteriormente son destinados al desarrollo de proyectos residenciales. En vista de que no se han hecho nuevas inversiones, los mismos vienen mostrando una tendencia decreciente. Cabe mencionar que los distintos Programas de Bonos Corporativos de SUCASA cuentan con garantías tangibles y la fianza solidaria de UNESA. Equilibrium califica el Primer, Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos de SUCASA, asignando una calificación A+.pa, así como también los Programas de Valores Comerciales Negociables, los mismos que ostentan una categoría EQL 2+.pa.

La evolución del Apalancamiento Financiero (deuda financiera total / EBITDA LTM) para el cierre de 2018 se ve favorecida por la menor deuda financiera (2.78 veces a Dic.18 en comparación con 3.77 veces a Dic.17), así como el incremento en la generación de EBITDA producto de los mayores ingresos por ventas. A marzo de 2019, la palanca financiera aumenta a 3.46 veces, producto del efecto combinado de un incremento en la deuda financiera (pasivo diferido de arrendamiento) y una disminución en el EBITDA anualizado.

Al 31 de diciembre de 2018, el patrimonio neto de UNESA asciende a US\$307.3 millones, mostrando un incremento de 8.40% con respecto al cierre de 2017, el mismo que se sustenta principalmente en la retención parcial de utilidades, partida que representa 63.16% de los fondos patrimoniales. Al 31 de marzo de 2019, el capital aumenta 1.11% con respecto a diciembre de

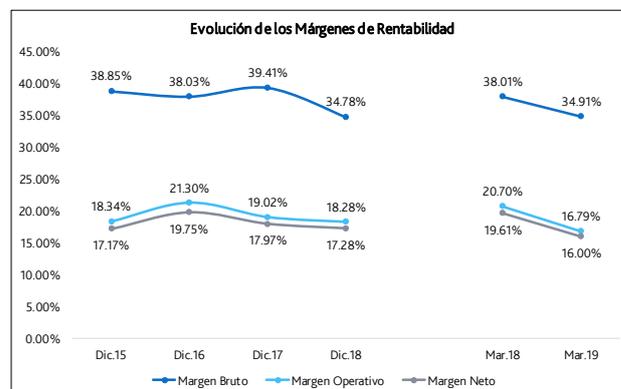
2018, como resultado de la retención parcial de las utilidades del trimestre.

El patrimonio neto consolidado de UNESA financia el 70.77% de los activos al corte de análisis, lo cual a su vez le permite registrar una baja Palanca Contable (pasivo / patrimonio) al situarse en 0.41 veces a marzo de 2019 (0.39 veces al 31 de diciembre de 2018 y 0.51 veces en diciembre 2017). No obstante, el patrimonio se encuentra conformado principalmente por utilidades retenidas, lo que sensibiliza el indicador ante el pago de dividendos.

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

El efecto combinado de mayores ingresos y menores gastos operativos trajo como consecuencia un aumento de 18.66% en las utilidades de UNESA para el cierre fiscal diciembre de 2018. Para el primer trimestre de 2019, sin embargo, UNESA reporta una disminución de 19.84% en sus utilidades, como resultado de menores ingresos, mayores costos y gastos operativos.

Los ingresos operativos totalizaron US\$158.6 millones, aumentando en 23.40% con respecto al cierre del 2017 (cierre que fue afectado por retrasos en la entrega de casas producto de los cambios en la Ley Preferencial). No obstante, el aumento en el costo de ventas fue mayor (+32.83% al totalizar US\$103.4 millones) conllevando a un ajuste en los márgenes. El Grupo ha tenido que sacrificar márgenes a raíz de la desaceleración económica del país, registrando para el cierre de 2018 un margen bruto de 34.78% reduciéndose de 39.41% al cierre de 2017. A marzo de 2019 el margen bruto disminuye a 34.91%.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Los gastos generales y administrativos no exhiben mayor variación respecto al ejercicio previo (-0.14%), situándose en US\$26.2 millones. Esto permite registrar una mayor eficiencia operativa dado que los mismos pasaron de absorber el 19.02% de los ingresos operativos en el 2017 a 16.50% al corte de análisis, logrando mitigar parte del impacto del aumento en el costo de ventas, con lo cual el logran reportar un mejor resultado operativo y contener la caída en el margen operativo, disminuyendo de 19.02% a 18.28% y 16.79% al cierre de 2018 y primer trimestre de 2019, respectivamente.

Los gastos financieros netos consolidados de UNESA totalizaron US\$2.4 millones al cierre de 2018, contrayéndose en 6.01% con respecto al mismo periodo del ejercicio previo, asociado principalmente a la reducción de los intereses pagados sobre los bonos emitidos por SUCASA, aunque levemente contrarrestado por el aumento en los intereses pagados por financiamiento bancario. Al 31 de marzo continúa la tendencia de disminución

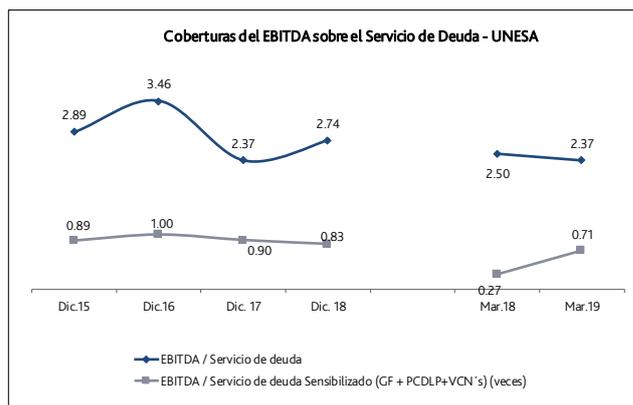
en el gasto de intereses, en línea con la reducción en los niveles de deuda financiera.

De esta manera, la utilidad neta aumenta 18.66% al 31 de diciembre de 2018, impactando positivamente los indicadores de rentabilidad de UNESA, toda vez que el retorno promedio del accionista (ROAE) pasó de 9.03% a 9.28% entre ejercicios, mientras que el retorno promedio de los activos pasó de 5.77% a 6.41% en el mismo rango de tiempo.

A marzo de 2019, las utilidades del Grupo se vieron afectadas por la reducción de ingresos incidiendo en los márgenes y en el resultado final el cual fue 19.84% menor que el reportado en el mismo periodo del año anterior. Lo anterior igualmente se encuentra explicado en la ciclicidad del negocio de construcción el cual está asociado al desempeño de la economía. Los ingresos se ven afectados principalmente por el proceso electoral que vivió el país en este periodo, lo que crea incertidumbre y hace que las personas sean más cautelosas en sus gastos máxime si se trata de un bien tan importante como la casa. A pesar de la disminución en las utilidades, los indicadores de rentabilidad no se vieron afectados, mostrando niveles similares a los del cierre de 2018.

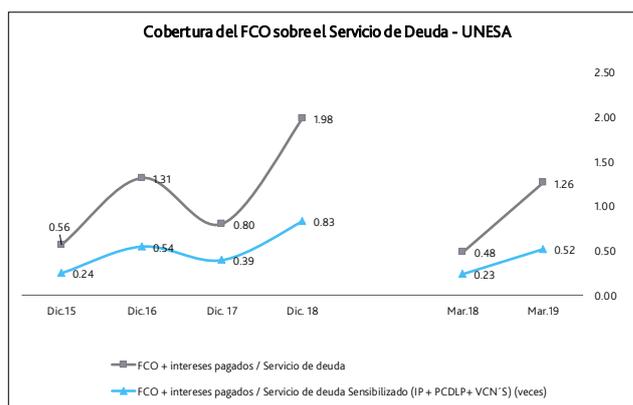
Con respecto a la generación consolidada de UNESA, el EBITDA al cierre de 2018 totalizó US\$37.2 millones, 11.16% mayor al registrado en el 2017. Lo anterior conllevó a que el indicador de cobertura del Servicio de Deuda (parte corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros LTM) mejore entre ejercicios al situarse en 2.74 veces (2.37 veces a diciembre de 2017). Al incorporar los VCNs, la cobertura disminuye a 0.83 veces.

A continuación, se muestra la cobertura que el EBITDA LTM brindó al Servicio de la Deuda a lo largo de los últimos ejercicios:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Por su parte, el Flujo de Caja Operativo (FCO) del periodo se ubicó en US\$38.2 millones, siendo 214.87% mayor respecto al cierre de 2017, lo cual recoge la normalización de la entrega de viviendas para el 2018. En vista de ello, el FCO otorga una buena cobertura de 1.98 veces al Servicio de Deuda de UNESA. De incluir los VCNs, la cobertura se ajustaría hasta situarse en 0.83 veces (0.39 veces a Dic.17), lo cual evidencia la necesidad de refinanciar los mismos a su vencimiento, según se muestra en la siguiente gráfica:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS
ESTADO CONSOLIDADO DE SITUACION FINANCIERA
(En miles de dólares)

Re-expresado

	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
ACTIVOS						
Efectivo y equivalentes de efectivo	6,127	22,088	8,306	6,861	8,640	9,401
Depósitos a plazo fijo	12,913	3,894	12,970	13,250	17,251	19,582
Total de efectivo, depósitos en bancos y valores	19,039	25,983	21,276	20,112	25,891	28,983
Cuentas por cobrar corrientes:						
Cuentas por cobrar clientes de vivienda	19,944	15,765	14,683	12,709	13,093	9,884
Hipotecas	551	706	850	652	525	533
Préstamos comerciales	7	0	0	0	0	0
Préstamos personales, neto de comisiones e intereses no devengados	1,327	1,481	1,955	1,658	1,295	1,500
Alquileres	411	526	495	374	475	579
Compañías relacionadas	339	372	371	444	215	219
Varias	1,017	1,259	1,355	1,819	1,671	2,173
Menos: reserva para cuentas incobrables	(1,057)	(1,024)	(1,753)	(1,094)	(1,674)	(1,725)
Cuentas por cobrar corrientes, neta de reservas	22,539	19,086	17,957	16,562	15,600	13,164
Inventarios corrientes:						
Unidades de viviendas terminadas y locales comerciales	8,629	9,649	19,280	17,898	27,482	29,541
Costos de construcción en proceso	62,582	66,525	77,372	82,610	65,608	66,441
Materiales, equipos y repuestos	6,798	4,405	3,567	2,988	4,083	3,540
Viveres y bebidas	255	255	213	229	246	235
Otros	504	457	388	399	425	410
Total de Inventarios corrientes	78,768	81,290	100,821	104,125	97,844	100,167
Terrenos	4,707	4,814	3,883	3,891	4,497	4,864
Activo - derecho de uso	0	0	0	0	0	660
Otros activos	0	0	0	1,928	1,171	1,274
ACTIVOS CORRIENTES	125,053	131,172	145,866	146,617	145,004	149,113
Inversiones en acciones a VRCOUI	0	0	95,279	0	102,264	102,222
Inversiones en acciones a VRCR	0	0	1,208	0	238	211
Valores disponibles para la venta	49,596	52,248	0	52,015	0	0
Valores mantenidos al vencimiento	218	193	0	153	0	0
Inversiones en asociadas	2,207	2,179	2,156	2,121	1,097	1,097
Cuentas por cobrar Hipotecas	6,926	8,361	9,639	10,095	6,058	6,278
Cuentas por cobrar Préstamos personales	1,229	664	456	1,002	5,770	6,012
Terrenos	77,867	80,460	80,731	80,440	79,195	78,159
Galeras y Locales comerciales	13,850	35,132	34,293	34,073	34,433	34,196
Equipos en arrendamiento, neto	3,078	3,986	2,612	2,301	1,344	1,149
Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto	65,422	51,527	50,435	50,104	47,688	46,819
Franquicias, neto de amortización acumulada	206	181	160	154	217	210
Activo - derecho de uso	0	0	0	0	0	6,871
Otros activos	6,318	6,403	4,694	5,962	4,911	6,681
ACTIVOS NO CORRIENTES	226,917	241,334	281,663	238,419	283,215	289,905
TOTAL DE ACTIVOS	351,970	372,506	427,529	385,036	428,219	439,018
PASIVOS						
Sobregiros y préstamos bancarios	18,650	5,276	24,498	24,672	3,497	3,465
Valores Comerciales Negociables Rotativos	26,756	29,881	23,181	23,139	31,427	31,944
Porción corriente de la deuda a largo plazo	1,246	665	935	1,171	1,645	1,645
Bonos por pagar, porción de corto plazo	9,647	9,923	11,450	11,307	11,882	11,221
Cuentas por pagar proveedores	7,600	4,037	6,432	5,922	4,149	3,695
Cuentas por pagar otras	2,307	2,503	3,655	3,536	4,728	4,872
Gastos acumulados por pagar	2,596	2,844	3,118	3,498	3,388	3,702
Ingresos diferidos	213	101	104	98	108	140
Intereses acumulados por pagar sobre bonos	213	162	270	296	167	264
Depósitos de clientes	4,434	4,867	4,276	3,856	4,851	4,298
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	3,450	4,066	4,264	4,153	2,514	2,285
Pasivo diferido de arrendamiento	0	0	0	0	0	742
Impuesto sobre la renta por pagar	174	173	32	84	22	91
PASIVOS CORRIENTES	77,287	64,497	82,214	81,732	68,378	68,364
Préstamos bancarios, porción de largo plazo	3,681	12,291	11,324	10,913	13,980	16,033
Bonos por pagar, porción de largo plazo	67,476	61,996	47,600	45,177	37,197	35,319
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	4,752	5,434	2,905	2,474	1,376	988
Pasivo diferido de arrendamiento	0	0	0	0	0	7,606
PASIVOS NO CORRIENTES	75,910	79,721	61,828	58,564	52,552	59,946
TOTAL DE PASIVOS	153,196	144,218	144,043	140,296	120,931	128,311
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS						
Acciones nominativas tipo A	12,815	12,815	12,815	12,815	12,815	12,815
Acciones nominativas tipo B	6,005	14,173	14,173	14,173	14,173	14,173
Acciones en tesorería	(741)	(741)	(654)	(654)	(551)	(551)
Utilidades capitalizadas por subsidiaria	687	687	687	687	687	687
Ganancia no realizada sobre inversiones	36,280	36,280	80,244	36,097	85,999	85,930
Utilidad no distribuidas	120,237	134,714	153,044	174,311	166,679	191,778
Utilidad del ejercicio	23,419	30,285	23,099	7,233	27,409	5,798
Participación no controladora	72	76	78	78	78	78
TOTAL PATRIMONIO	198,774	228,289	283,486	244,740	307,288	310,707
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	351,970	372,506	427,529	385,036	428,219	439,018

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS
ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS Y OTROS RESULTADOS INTEGRALES
(En miles de dólares)

	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
INGRESOS OPERATIVOS	136,431	153,364	128,544	36,874	158,629	36,233
Ventas de bienes y servicios	131,176	147,603	121,667	35,101	151,263	34,355
Ingresos por alquiler	3,716	4,056	4,857	1,218	5,128	1,287
Intereses ganados en financiamiento	1,539	1,705	2,020	555	2,238	591
Total de Costos	83,427	95,043	77,883	22,858	103,453	23,585
Costo de las ventas	83,427	92,637	74,794	22,126	100,088	22,831
Costo de alquiler		1,234	1,731	460	1,900	467
Costo por actividades de financiamiento		1,171	1,359	272	1,466	287
UTILIDAD BRUTA	53,004	58,322	50,661	14,016	55,177	12,649
Gastos de ventas, generales y administrativos	27,981	25,659	26,208	6,383	26,172	6,565
UTILIDAD OPERATIVA	25,023	32,663	24,454	7,633	29,005	6,084
Otros Ingresos, neto	2,519	3,042	3,828	862	3,801	742
Otros ingresos operacionales	111	270	845	335	957	141
Ganancia (pérdida) en la venta de terreno	(43)	0	0	0	0	0
Dividendos ganados	2,406	2,630	2,865	562	3,490	601
Participación patrimonial en asociadas	45	143	118	(35)	(647)	0
Gastos de financiamiento	(2,250)	(2,299)	(2,500)	(630)	(2,350)	(463)
Intereses ganados en depósitos a plazo fijo	509	503	325	88	396	125
Intereses pagados en financiamientos bancarios	(1,060)	(1,155)	(930)	(258)	(1,013)	(181)
Intereses pagados sobre bonos	(1,408)	(1,375)	(1,608)	(374)	(1,453)	(346)
Amortización de costos de emisión de bonos	(291)	(272)	(287)	(86)	(279)	(60)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	25,292	33,406	25,781	7,865	30,457	6,363
Impuesto sobre la renta, neto	1,873	3,121	2,683	633	3,047	566
UTILIDAD NETA	23,419	30,285	23,099	7,233	27,409	5,798

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
Solvencia						
Pasivos / Patrimonio (veces)	0.77	0.63	0.51	0.57	0.39	0.41
Deuda Financiera / Pasivo	88.55%	89.82%	87.58%	87.68%	85.60%	86.70%
Deuda Financiera / Patrimonio (veces)	0.68	0.57	0.45	0.48	0.34	0.36
Pasivo / Activo	77.1%	63.17%	50.81%	36.44%	39.35%	41.30%
Pasivo corriente / Pasivo total	50.4%	44.72%	57.08%	58.26%	56.54%	53.28%
Pasivo no corriente / Pasivo total	49.6%	55.28%	42.92%	41.74%	43.46%	46.72%
Deuda financiera / EBITDA	3.95	3.09	3.77	3.50	2.78	3.46
Liquidez						
Liquidez Corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	1.62	2.03	1.77	1.79	2.12	2.18
Prueba Acida	0.60	0.77	0.55	0.52	0.69	0.72
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.25	0.40	0.26	0.14	0.38	0.42
Capital de Trabajo (Activo corriente - Pasivo corriente)	47,767	66,676	63,652	64,885	76,625	80,748
Gestión						
Gastos Operativos / Ingresos	20.5%	16.7%	20.4%	17.3%	16.5%	18.1%
Gastos financieros / Ingresos	1.6%	1.50%	1.94%	1.71%	1.48%	1.28%
Días promedio de Cuentas por Cobrar ⁴	71	45	52	47	38	37
Días promedio de Cuentas por Pagar ⁶	31	21	35	30	28	34
Días promedio de Inventarios ⁵	321	303	421	369	346	390
Ciclo de conversión de efectivo	361	327	438	386	356	392
Rentabilidad						
Margen bruto	38.9%	38.03%	39.41%	38.01%	34.78%	34.91%
Margen operativo	18.3%	21.30%	19.02%	20.70%	18.28%	16.79%
Margen neto	17.2%	19.75%	17.97%	19.61%	17.28%	16.00%
ROAA ¹	7.0%	8.36%	5.77%	5.71%	6.41%	6.30%
ROAE ²	12.5%	13.71%	9.03%	8.97%	9.28%	9.35%
Generación						
FCO	5,330	21,270	12,138	4,016	38,220	5,721
FCO anualizado	5,330	21,270	12,138	5,154	38,220	22,886
FCO + intereses pagados	11,563	27,749	17,758	5,631	44,767	6,960
FCO + intereses pagados anualizado	11,563	27,749	17,758	10,579	44,767	27,840
EBITDA ³	34,354	41,970	33,493	9,835	37,232	8,030
EBITDA anualizado	34,354	41,970	33,493	35,131	37,232	32,121
Margen EBITDA	25.18%	27.37%	26.06%	26.67%	23.47%	22.16%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos financieros (veces)	13.92	16.59	13.20	13.76	15.09	13.60
EBITDA / Servicio de deuda	2.89	3.46	2.37	2.50	2.74	2.37
EBITDA / Servicio de deuda Sensibilizado (GF + PCDLP+VCN's) (veces)	0.89	1.00	0.90	0.27	0.83	0.71
FCO + intereses pagados / intereses pagados (veces)	1.86	4.28	3.16	1.95	6.84	4.51
FCO + intereses pagados / Servicio de deuda	0.56	1.31	0.80	0.48	1.98	1.26
FCO + intereses pagados / Servicio de deuda Sensibilizado (IP + PCDLP+ VCN'S) (veces)	0.24	0.54	0.39	0.23	0.83	0.52

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)

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)

ANEXO I
HISTORIA DE CALIFICACIÓN - UNION NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. (UNESA) Y SUBSIDIARIAS

Instrumento	Calificación Anterior (Al 30.09.18) *	Calificación Actual (al 31.03.19)	Definición de Categoría Actual
Emisor	A.pa	A.pa	Refleja alta capacidad de pagar del capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

**Informe Publicado el 22 de enero de 2019*

ANEXO II

ACCIONISTAS, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL - UNION NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. (UNESA) Y SUBSIDIARIAS

Accionistas al 31.03.19

Accionistas	Participación
Fundación Tierra Adentro	46.74%
SOFERI, S.A.	6.14%
Inversiones Linares Ferrer	5.61%
Banco General, s.a.	4.72%
Inversiones Delvalle, s.a.	4.25%
Arias Z., Juan A.	4.23%
MMG Bank and Trust Ltd.	4.27%
Accionista con menos del 3%	5.47%
Accionista con menos del 2%	4.29%
Accionista con menos del 1%	14.29%
TOTAL	100%

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Directorio al 31.03.19

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

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Plana Gerencial al 31.03.19

Nombre	Cargo
Guillermo E. Quijano Castillo	Gerente General
Guillermo E Quijano Durán	VP Hospitalidad
Francisco J. linares Brim	VP Financiero y Administración
Diego E. Quijano Durán	VP Desarrollo e Investigación
Carlos Fonseca	Gerente de Ventas - Vivienda
Martha Rodríguez	Gerente Recursos Humanos
José Raúl Varela	Gerente de Compras
Mónica Quijano de Martínez	Gerente de Relaciones Públicas
José María Moreno	Asesor Legal
Abraham De La Barrera	Gerente de Producción
Adalberto Ferrer	Gerente de Restaurantes
Fernando Machado	Gerente de Hoteles
José Quijano	Gerente Alquiler y Venta de Equipos
Raúl de la Barrera	Gerente de Crédito y Cobro
Aida de Maduro	Gerente Centros Comerciales
Eric Herrera	Gerente Administrativo
Victor Espinosa	Gerente Financiero
Arisema de González	Gerente de Sistemas
Kristy Grau	Oficial de Cumplimiento

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

© 2019 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

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 CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.