



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

Ciudad de Panamá, Panamá

25 de febrero de 2015

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Entidad	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.
Perspectiva	Estable	

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

-----Millones de US\$-----				
	Sep.14	Dic.13	Sep.14	Dic.13
Activos:	310.9	305.2	U. Neta:	16.4 18.8
Pasivos:	137.9	143.9	ROAA:	7.4% 6.2%
Patrimonio:	173.0	161.2	ROAE:	13.9% 12.2%

Historia de la calificación: Entidad → A.pa (20.08.13).

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados de UNESA y Subsidiarias al 31 de diciembre de 2010, 2011, 2012 y 2013, y no auditados al 30 de septiembre de 2013 y 2014, así como información adicional proporcionada por la Entidad.

Fundamento: Luego de la evaluación efectuada con información a diciembre 2013 y actualizada a septiembre 2014, el Comité de Calificación de Equilibrium ratifica la calificación A.pa a Unión Nacional de Empresas, S.A. y Subsidiarias (UNESA). La perspectiva es Estable.

La calificación se sustenta en la alta trayectoria y posicionamiento del Conglomerado dentro de la plaza local, principalmente en su unidad de venta de viviendas. Pondera favorablemente que el apalancamiento ha sido históricamente bajo, conforme el Conglomerado incrementa sus utilidades retenidas y mantiene políticas conservadoras en torno a este indicador. También se destaca el amplio acceso al crédito por medio de Sociedad Urbanizadora del Caribe (SUCASA), la cual es la empresa más importante en el Grupo, al mismo tiempo que la cobertura del gasto de intereses ha sido holgada, en la medida que se muestra consistencia en el margen EBITDA¹ a través de los últimos años. Por último, se considera la elevada participación de activos con opción de reapreciación que pudiesen ser utilizados en escenarios de tensión, dígame inventarios de muy largo plazo e inversiones disponibles para la venta.

No obstante a lo anterior, se identifica alta proporción de deuda financiera sobre EBITDA en relación a entidades en su categoría de riesgo, aunque también se toma en cuenta la dinámica de utilización de recursos de largo plazo para financiar terrenos para futuro desarrollo, y de corto plazo para apoyar a las necesidades de capital de trabajo. En este sentido, la cobertura de los flujos sobre el servicio de deuda es ajustada, aunque también se dispone de activos líquidos que permiten atender los compromisos ante posibles escenarios de estrés. Se pondera que la línea de construcción de viviendas aporta 75.7% del EBITDA consolidado del Conglomerado, lo cual denota baja participación del resto de unidades de negocio, a lo cual se indica que existen espacios de mejora en sus desempeños

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

respectivos. Además, la condición anterior añade relevancia a riesgos de la industria de construcción, tales como la sensibilidad ante posibles ajustes en la demanda por cambios económicos que redunden en reacomodos en la proyección de ingresos, así como la sensibilidad al posible incremento en el costo de insumos o recursos financieros, considerándose además la menor escala operativa de SUCASA en comparación con algunas empresas desarrolladoras en Latinoamérica.

Mejoras futuras en la calificación provendrían de la continuidad sostenida en las mejoras observadas de los niveles de endeudamiento y cobertura sobre el servicio de deuda, aun luego de los periodos de alta exigencia de flujos para atender la compra de nuevo inventario para el desarrollo de viviendas, además del mejoramiento en el desempeño de las unidades de negocio complementarias.

UNESA integra 7 unidades de negocio cuyas actividades son: construcción y venta de viviendas, restaurantes, hotelería, venta y alquiler de equipos, construcción y venta de locales comerciales, alquiler de bodegas para almacenamiento y otorgamiento de préstamos.

La actividad más relevante del Conglomerado es la construcción y venta de viviendas, por medio de la empresa SUCASA. Es de esta forma que la mayor parte de los activos está conformada por las partidas de inventario no corriente, tales como los costos de construcción en proceso y los inventarios, que en conjunto representan 36.6% de los activos al 30 de septiembre de 2014.

Del lado pasivo, SUCASA agrupa casi toda la deuda financiera, ya que ésta compañía es la entidad palanca para la adquisición de fondeo en el mercado, en función a su buen desempeño y trayectoria en la plaza. Al 30 de septiembre de 2014, la deuda financiera totalizó US\$114.4 millones, luego de disminuir su monto en 4.5% con respecto a diciembre 2013. Lo anterior se debe a que el Conglomerado ha necesitado de menor inversión en la compra de nuevos inventarios para sostener sus actividades, en particular la construcción de viviendas. Lo anterior corresponde al ciclo de exigibilidad en capital de

trabajo, lo cual coincidió con bajos niveles de CAPEX, los cuales totalizaron US\$5.7 millones durante los 9 meses transcurridos del 2014.

Para los 9 meses terminados al 30 de septiembre de 2014, los ingresos operativos crecieron 1.3% en comparación con similar período del 2013, lo cual guardó cierta correlación con el ritmo de crecimiento de los activos durante este lapso. Es de mencionar que la unidad de viviendas aportó 63.1% de los ingresos operativos del Conglomerado, seguido de Restaurantes, Equipos y Hoteles (14.3%, 10.7% y 7.7%, respectivamente).

Es en la variable Costo de Ventas sin embargo, donde se observa el mayor impacto que sufren las unidades de negocio complementarias, ya que la participación de la unidad de viviendas sobre la utilidad operativa (ingresos operativos - costo de ventas) sube a 89.5%, conforme las unidades de equipos y hoteles mostraron pérdida operativa por el alto costo de ventas que experimentaron. A pesar de la disminución, se distingue que la unidad de viviendas mejora su desempeño, ya que el margen de ventas pasa de 15.3% en diciembre 2012, a 21.2% en diciembre 2013 y luego sube hasta 25.3% durante el periodo de 9 meses transcurridos del 2014. Lo anterior también acentúa la preponderancia de la línea de negocio de construcción de viviendas para el Grupo, en la medida que su desempeño individual permitió compensar las mermas en los resultados del resto de las unidades de negocio.

Al excluir el efecto que ejerció el gasto de depreciación y amortización, el EBITDA proveniente de la unidad de viviendas explicó 75.7% del monto consolidado, debido al buen desempeño de sus ventas, lo cual también se acompañó de menores proporciones en costos y gastos operativos en relación al ingreso operativo.

En lo que respecta al margen EBITDA, la mayor parte de las unidades de negocio mostraron disminución en este indicador a septiembre 2014 con respecto a diciembre 2013, con excepción de viviendas, alquileres de bodegas y de centros comerciales.

En lo que respecta a los flujos, se identifica que UNESA mantiene altos niveles de Flujos de Caja Operativos antes de las Variaciones de Capital de Trabajo² (FCO Pre-VCT) sobre el total de gastos financieros anuales. Lo anterior se deriva del bajo costo financiero de su deuda, además del buen desempeño de la unidad de viviendas. Es de

² Flujo de Caja neto de las Actividades de Operación sin incluir las Variaciones anuales en cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar.

mencionar que la mencionada cobertura ha presentado un auge a partir del cierre del 2012 hasta la fecha.

No obstante, el FCO Pre-VCT muestra cobertura menor a 1.0 veces si se divide respecto a la sumatoria de gastos financieros + porción de la deuda financiera de corto plazo. Esta condición se ha mantenido en el comparativo histórico, aunque con tendencia gradual al alza, lo cual guarda estrecha relación con el hecho de que la mayor parte del flujo de efectivo de UNESA se maneja en función a la dinámica financiera del sector construcción, la cual típicamente muestra un mayor grado de endeudamiento en relación a otros sectores, debido a la naturaleza de largo plazo de los inventarios, los cuales generalmente cuentan con un período más largo de maduración hasta cuando generen ingresos suficientes para el repago de las obligaciones. Es por esta razón que el Conglomerado contempla continuar mejorando su distribución de deuda hacia financiamientos de más largo plazo, para así aligerar la presión sobre los índices de cobertura de flujos sobre el servicio de deuda existente. Es de mencionar que en la actualidad, el Conglomerado ostenta de buen poder de negociación y condiciones de refinanciamiento por parte de las entidades financieras de la plaza, no obstante, dicha condición de bajas coberturas sensibilizarían la capacidad de pago en caso de cambios adversos en las condiciones económicas que motiven a un posible endurecimiento de las condiciones del crédito. Favorablemente, la liquidación de inversiones disponibles para la venta por US\$47.3 millones, todos registrados a su precio razonable hasta diciembre 2010, permitiría hacer frente a los compromisos de manera oportuna, en caso de un escenario de estrés financiero. Además, el Grupo ha aprovechado las mejoras en su flujo para reducir su deuda financiera en los últimos meses y constituir una reserva en efectivo hasta por US\$12.0 millones durante el 2014.

El patrimonio ha crecido –en promedio- 9.5% durante el último quinquenio, cuya variación ha sido mayor al crecimiento promedio de los pasivos, lo que ha permitido disminuir aún más el nivel de apalancamiento. Además, este nivel ha sido soportado por prácticas administrativas que delimitan su accionar en el uso de sus fuentes de fondeo para financiar las operaciones normales del negocio. La Entidad decidió mantener la valoración de los títulos disponibles para la venta hasta el cierre de diciembre 2010, equivalente a US\$36.3 millones, la cual se deriva de los incrementos en el valor de las acciones que forman parte del portafolio.

Fortalezas

1. Trayectoria y posicionamiento de la franquicia en sus diferentes nichos de mercado, especialmente viviendas.
2. Bajo costo de endeudamiento financiero y coberturas holgadas sobre gastos financieros.
3. Estructura de activos permite la diversificación de ingresos y la sostenibilidad en el mediano y largo plazo.

Debilidades

1. Proporción de deuda financiera es alta respecto a los niveles generados de EBITDA y de flujo operativo, aunque también se reconoce los altos requerimientos de capital para mantener la capacidad operativa en el sector construcción.
2. Flujo de efectivo operativo ajustado que limita la cobertura del Servicio de la Deuda contractual, aunque con tendencia al alza en el indicador.
3. Algunas unidades de negocio con baja consistencia en el desempeño, que pueden incidir en pérdidas en sus ejercicios.

Oportunidades

1. Potenciar ingresos de otras unidades de negocio.
2. Ampliación de plazos en deuda financiera.
3. Fortalecer procesos de seguimiento, control y divulgación para la toma de decisiones.

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.

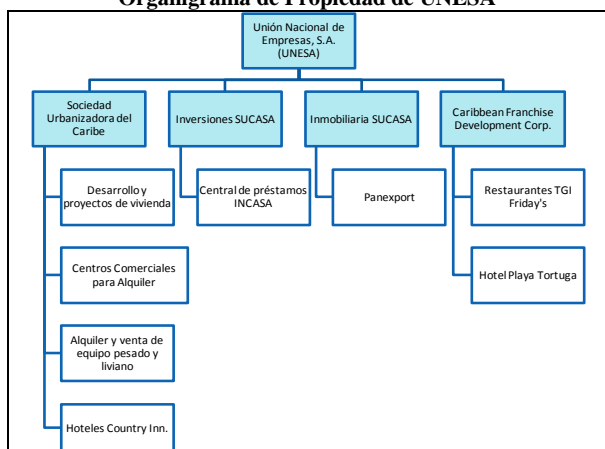
DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Unión Nacional de Empresas, S.A., en adelante UNESA, es un conglomerado de empresas con domicilio en la República de Panamá, que cuenta con más de 45 años de existencia en su principal línea de negocios ejecutada por SUCASA: la venta de viviendas para familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo. La Entidad integra 5 unidades de negocio adicionales, cada una de las cuales pertenecen a las siguientes industrias: hostelería, servicios financieros, alquiler y venta de equipo, administración de galeras y construcción de centros comerciales. La empresa se apega a prácticas de gestión centralizadas apoyadas en procesos y tecnología de comercialización diferenciadas.

Las unidades que integran UNESA son las siguientes:

1. **Viviendas:** Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A., en adelante, SUCASA, desarrolla y comercializa proyectos de vivienda, principalmente en el área metropolitana, los cuales se enfocan a niveles socio-económicos medios y bajos. También se incluye la venta de inmuebles comerciales. Es la unidad de negocio con más antigüedad y trayectoria.
2. **Restaurantes:** Operan bajo las franquicias T.G.I. Friday's desde julio de 1995.
3. **Equipos:** Venta y alquiler de equipo pesado bajo la marca COAMCO, desde 1990.
4. **Hoteles:** Negocio de hotelería a través de las marcas Country Inn & Suite desde noviembre de 1997, y Hotel Playa Tortuga 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 Procesadora 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.

Organigrama de Propiedad de UNESA



Gobierno corporativo y estructura Gerencial

Para el ejercicio de decisión y seguimiento, se conforman diversos comités que ejecutan la planificación y seguimiento de las operaciones, y a nivel operativo, se ha adoptado un esquema tradicional de controles, procedimientos corporativos y prácticas de divulgación a

inversionistas y al mercado, dado que la compañía ha recurrido al mercado de valores para el financiamiento del crecimiento. Los comités se resumen a continuación:

Comité	Frecuencia	Temas Tratados
Ejecutivo	Mensual	Nuevas inversiones, compra de tierra, estructura administrativa, análisis de estados financieros del Conglomerado, asuntos legales.
Finanzas, Crédito y Cobro	Mensual	Morosidades, gestión de cobros, liquidez, inversiones en títulos, políticas de crédito y tesorería.
Auditoría	Mensual	Reportes de auditoría, seguimiento a correcciones y ajustes de políticas.
Recursos Humanos	Mensual	Asuntos laborales, programas de capacitación y entrenamiento, beneficios laborales y contrataciones de alto y medio nivel.
Operaciones	Trimestral	Seguimiento a las operaciones de cada unidad, resultados y perspectivas de las unidades de negocio.

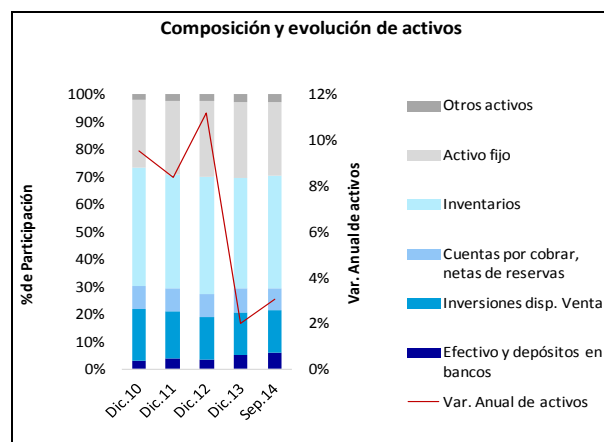
Los miembros de la Junta Directiva ejercen un importante rol en la toma de decisiones, y se distribuyen de la siguiente manera:

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.

DESEMPEÑO FINANCIERO DE UNESA

Activos

Al 30 de septiembre de 2014, los activos consolidados de UNESA crecieron a ritmo de 1.9% con respecto a diciembre 2013. La Entidad reflejó un menor crecimiento en su operación respecto de años anteriores, en la medida que el Conglomerado redujo su deuda financiera.

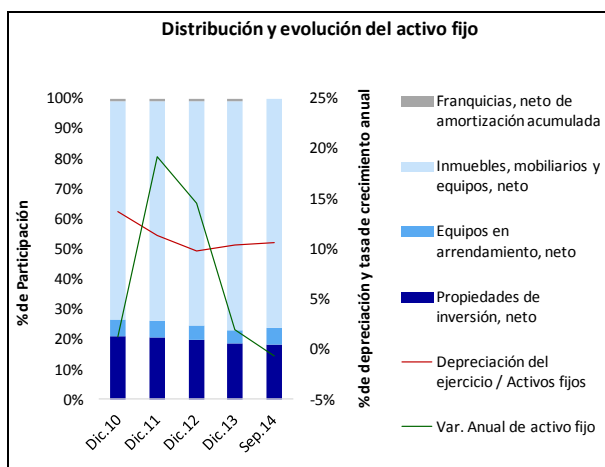


A nivel de estructura de activos, se observa que el inventario corriente disminuyó 30.4%, la cual fue la principal variación a la baja durante el 2014. Los inventarios corrientes que disminuyeron fueron las unidades de vivienda terminadas y los materiales, equipos

y repuestos, ésta última que corresponde principalmente a la unidad de alquileres COAMCO. La principal variación al alza se registró en los costos de construcción en proceso, los cuales pertenecen a la unidad de viviendas, con lo cual se estima que ésta línea de negocio reditúe aún más ingresos durante los primeros meses del 2015.

En efecto, el comportamiento de los inventarios es fluctuante en su crecimiento, ya que el ciclo de ventas exige una compra ordenada de nuevo inventario a fin de preservar los niveles de flujo, a medida que se perciben los ingresos de los proyectos de vivienda en proceso de venta.

El activo fijo, neto de depreciaciones totaliza US\$63.6 millones, por lo que se constituye como el segundo activo más representativo del balance de UNESA, ya que agrupa 20.5% del balance. Es de mencionar que el activo fijo es otra partida que crece en la medida que la Entidad destine recursos para incrementar sus inversiones de capital (CAPEX) que pudiesen traducirse en la adquisición de nuevos bienes para beneficios del Grupo. En efecto, el activo fijo había mostrado un crecimiento más significativo durante los años 2011 y 2012, lo cual coincidió con la adquisición de nueva propiedad, planta y equipo para las unidades de negocios complementarias del Grupo. No obstante, durante los 2 últimos años, UNESA disminuye el ritmo de compra de nuevo activo fijo, lo cual coincide con el ciclo de menor requerimiento de capital de trabajo, además que la Administración estima potenciar la productividad de las unidades de negocio durante el próximo año.

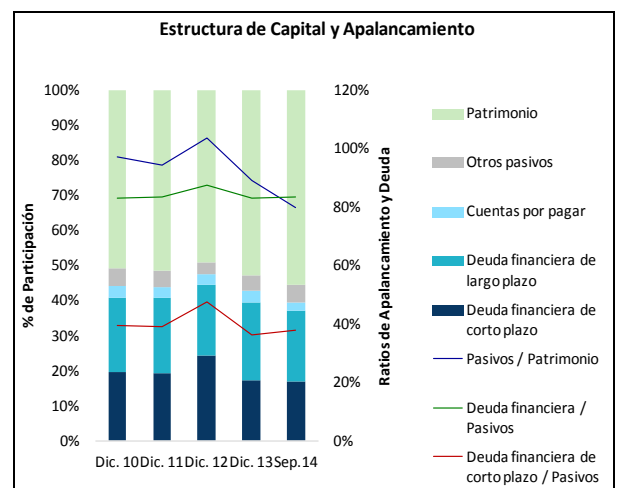


Los activos líquidos se conforman por: Efectivo, Depósitos en bancos e Inversiones disponibles para la venta, siendo éstas últimas valoradas en US\$47.3 millones y equivalen 71.5% de la sumatoria de estos activos circulantes. UNESA adquiere sus inversiones con la intención de mantenerlas por tiempo indefinido, aunque se pueden liquidar bajo escenarios de estrés, según se determine necesario. Es de mencionar que, el valor razonable de las inversiones se actualizó por última vez al cierre de diciembre de 2010, al igual que los cambios reflejados en la cuenta de patrimonio. Esto se debe, en parte, a que los títulos no tuvieron una negociación activa en el mercado secundario, por lo que la Administración consideró mantener el último valor actualizado hasta diciembre 2010, el cual no presenta evidencia de deterioro.

Estructura de Capital

Debe tenerse en cuenta que el Conglomerado se rige mediante una política interna que consiste en mantener niveles bajos de apalancamiento, no mayores a 1.25 veces en ningún momento. Durante los últimos años, el Grupo ha presentado tendencia a la mejora en el indicador, equivalente a 0.80 veces al 30 de septiembre de 2014. Se distingue que el nivel más alto de apalancamiento se registró al cierre de 2012, equivalente a 1.04 veces.

La deuda financiera es la principal de nuevos recursos del Conglomerado y representa 83.0% de los pasivos. SUCASA es la empresa insignia del Grupo para adquirir la deuda financiera, a fin de distribuir los recursos para fondar las actividades de todas las unidades financieras del Conglomerado. Por lo tanto, SUCASA es la empresa emisora de los instrumentos de deuda corporativa colocados en el mercado panameño (Bonos y Valores Comerciales Negociables), y además es la empresa deudora frente a los bancos que le otorgan líneas de créditos revolventes. El Conglomerado aplica parámetros rigurosos en cuanto al nivel de deuda que solicitan sus empresas, ya que el repago de intereses y amortización hacia SUCASA proviene de los flujos que generan las unidades de negocio beneficiarias.



Los préstamos a corto plazo o circulantes son utilizados para financiar necesidades de capital de trabajo, principalmente aquellas relacionadas con el desarrollo urbanístico de los proyectos de viviendas en construcción, así como los vinculados a la adquisición de inventarios en la unidad de negocio de venta de equipos gestionada bajo la marca COAMCO. Otro uso para la deuda de corto plazo es el financiamiento interino de construcción, ampliación de instalaciones o remodelación en las unidades de restaurantes, hoteles, alquileres comerciales o galeras.

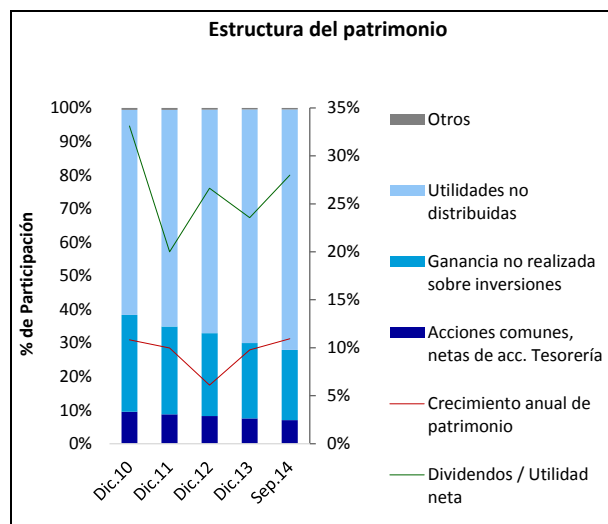
La deuda financiera de largo plazo, en cambio, la constituyen principalmente instrumentos de deuda corporativa emitidos en el mercado de valores local, bajo la forma de bonos corporativos. Éstos instrumentos brindan fondeo para la compra de terrenos en los cuales se desarrollarán los distintos proyectos de urbanización, además de las remodelaciones, ampliaciones, compra de nuevo activo fijo o compra de nuevo inventario tanto para SUCASA, como para las unidades de negocio complementarias. El plazo promedio de los bonos es entre

8 y 10 años, que le permite al Grupo contar con un margen de tiempo para repagar el bono con el flujo de operaciones que genere un proyecto o grupo de proyectos de vivienda de muy largo plazo.

El Conglomerado reconfirma su deuda financiera durante el 2013, ya que la porción de deuda financiera de corto plazo pasó de 54.2% a 43.7% durante ese período. Dicha condición se mantiene durante el 2014, ya que la deuda de corto plazo no ha crecido de forma significativa. Lo anterior es clave al momento de evaluar las métricas de cobertura de flujos de efectivo sobre el servicio de deuda, ya que generalmente la deuda de corto plazo es la que acarrea el mayor grado de riesgo de liquidez, debido a su condición de rápida exigibilidad. En la medida que el Conglomerado controle la participación de su deuda de corto plazo, asimismo se beneficiarían los niveles de cobertura de los flujos de caja operativos.

En efecto, UNESA se ha enfocado en integrar un mayor número de emisiones de deuda de largo plazo, bajo la forma de bonos corporativos. Al 30 de septiembre de 2014, UNESA registra bonos corporativos por US\$65.2 millones, de los cuales 88.8% son amortizables a más de un año plazo.

Con respecto al patrimonio neto, la mayor parte del mismo está conformado por las utilidades no distribuidas, lo cual es un factor que ha favorecido el bajo apalancamiento histórico. También contribuye el hecho de que se registren ganancias no realizadas por la revalorización de las inversiones disponibles para la venta (hasta diciembre 2010), ya que la posible venta de las inversiones contribuirían una ganancia representativa.



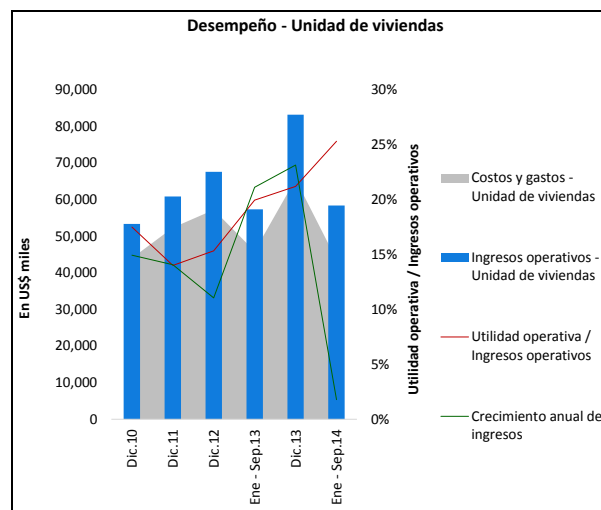
El número de acciones comunes en circulación totalizan 5,129,939 acciones, cuyo valor en libros es US\$31.1 por acción. La compañía ha mantenido un promedio de dividendos pagados / utilidad neta de 26.3% durante el último quinquenio, lo cual ha permitido retener la mayor de las utilidades para contribuir al giro normal de negocio. Como punto de observación, las acciones comunes totalizan US\$12.8 millones, aunque su participación sobre el total de patrimonio disminuye progresivamente.

Resultados y Rentabilidad

Durante los 9 meses transcurridos del 2014, la utilidad neta del Conglomerado sumó US\$16.4 millones, que en términos relativos representó una mejora de 32.5% en comparación con similar período del 2013. Según los resultados mostrados hasta la fecha de corte, el Grupo se perfila a reflejar su utilidad neta más alta por segundo ejercicio consecutivo. Como consecuencia de lo anterior, los niveles de rentabilidad sobre activos y patrimonio promedio (ROAA y ROAE) mejoran progresivamente.

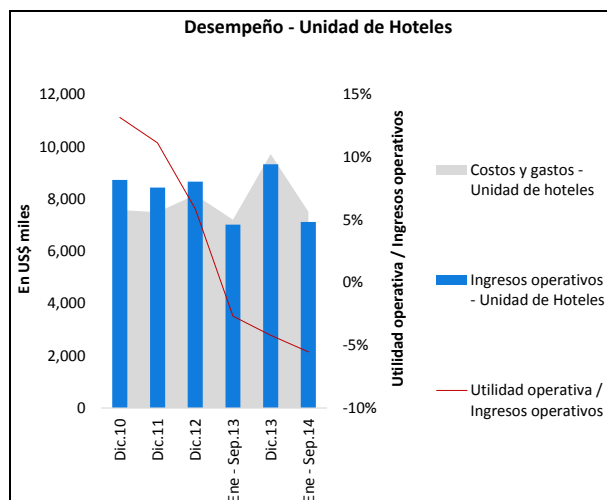
La principal razón por la cual creció el resultado neto de forma significativa fue por la disminución del costo de ventas (-4.2%), lo cual se conjugó con un leve incremento de los ingresos operativos (+1.3%). Por lo tanto, el margen de ventas sube de 40.6% a 43.8% entre períodos, lo que en términos absolutos significó un incremento de US\$3.4 millones más en ingresos. Otro de los aspectos que explican el incremento en el resultado neto es el mayor ingreso por venta de terreno, el cual crece 48.9% (US\$717.3 mil), aunque debe señalarse que esta partida no constituye un ingreso operativo recurrente y tampoco forma parte del presupuesto de UNESA.

En cuanto a la utilidad operativa, dígase la diferencia de sustraer tanto los costos de ventas y gastos operativos (incluyendo depreciación) al total de ingresos operativos, el Grupo presenta un crecimiento de 15.7% en el comparativo interanual, lo que en términos absolutos representó un aumento de US\$2.2 millones. No obstante, la variación interanual de la utilidad operativa proporcionada por la unidad de viviendas explicó el 149.0% de este último monto, lo cual denota alta concentración de utilidades provistas por la línea de negocio de construcción de viviendas.

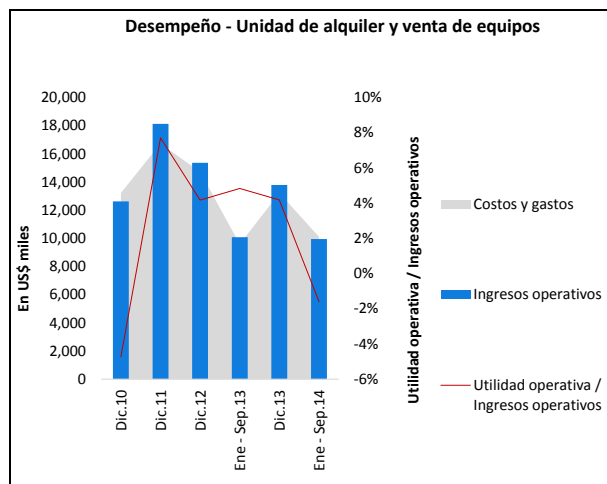


En efecto, la unidad de viviendas aportó 85.8% de la utilidad operativa, en virtud de su larga trayectoria y mejoras en su desempeño, particularmente en el costo de ventas. Dicho porcentaje ha mostrado poca variación en relación al ejercicio 2013, ya que el resto de las unidades de negocio se encuentran atravesando mermas en sus resultados, principalmente por el costo de ventas asociados a sus operaciones particulares y otras situaciones coyunturales que desaceleraron sus ingresos.

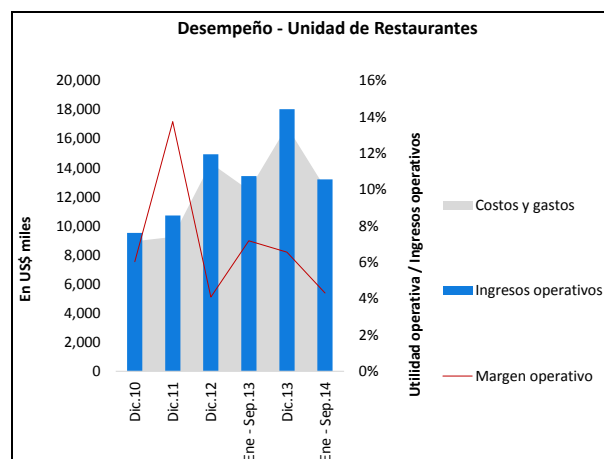
En el caso de hoteles, el porcentaje de ocupación tiende a ser más bajo en la estación lluviosa para los hoteles Country Inn Amador y Playa Tortuga. Lo anterior ocasiona que el ingreso obtenido de estos hoteles no sea suficiente para compensar los costos y gastos incurridos en su operación. Si bien el hotel Country Inn de El Dorado continúa mostrando el mejor desempeño en la unidad, el Grupo cuenta con el reto de mejorar el desempeño de sus otros 2 hoteles para el 2015. Debe mencionarse que la industria hotelera en Panamá está atravesando coyunturas complicadas para el sector por un crecimiento lento en el flujo de turistas y un aumento significativo en la oferta hotelera de la ciudad capital.



Para la unidad de equipos, los ingresos por alquileres de maquinaria han mostrado cierta merma por el reciente cambio de Gobierno, ya que la mayor parte de los clientes de COAMCO corresponden a contratistas que están desarrollando proyectos de infraestructura pública. Como es típico de un período electoral, la mayor parte de los proyectos sufren retrasos o el Gobierno posterga algunos pagos a los trabajos realizados. Por otra parte, la unidad de equipos había experimentado un cambio reciente en la marca de representación de sus equipos, por lo que se necesita seguir alcanzando el punto de equilibrio. No obstante, la Administración augura un repunte en esta unidad de negocio para el ejercicio 2015.



En relación a la unidad de restaurantes, se muestra un leve descenso en los ingresos generados durante el año, lo cual estuvo motivado –en buena medida– por la clausura del Restaurante Rosa Mexicano durante el mes de julio de 2014, debido a que según la Administración, este restaurante no alcanzó las metas proyectadas, a pesar de la opinión positiva de los usuarios. Lo anterior se vio compensado por el buen desempeño de los restaurantes Friday's ubicados en la Ciudad Capital, con excepción de Amador. Debido a esto, se proyecta que esta unidad seguirá creciendo sus resultados durante el 2015.



El resto de las unidades de negocio reflejan un desempeño positivo, particularmente la unidad de zona procesadora, la cual aportó 15.4% de la variación en la utilidad operativa.

Luego de considerar gastos financieros y otros ingresos no operacionales, la diferencia entre la participación de utilidad operativa versus utilidad neta es mínima para el periodo de enero-septiembre 2014, tal como se muestra en las siguientes 2 tablas.

Participación de la Utilidad Operativa por Unidad de Negocio	Dic.11	Dic.12	Ene - Sep.13	Dic.13	Ene - Sep.14
Venta de viviendas	61.3%	73.6%	80.2%	84.0%	89.5%
Restaurantes	10.6%	4.3%	6.8%	5.6%	3.4%
Equipos	10.1%	4.6%	3.4%	2.7%	-1.0%
Hoteles	6.8%	3.6%	-1.3%	-1.9%	-2.4%
Locales Comerciales	5.7%	6.2%	4.4%	3.6%	3.3%
Zona Procesadora	4.9%	5.3%	4.3%	4.0%	5.8%
Financiera	0.6%	2.3%	2.3%	1.9%	1.4%
Total Consolidado	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

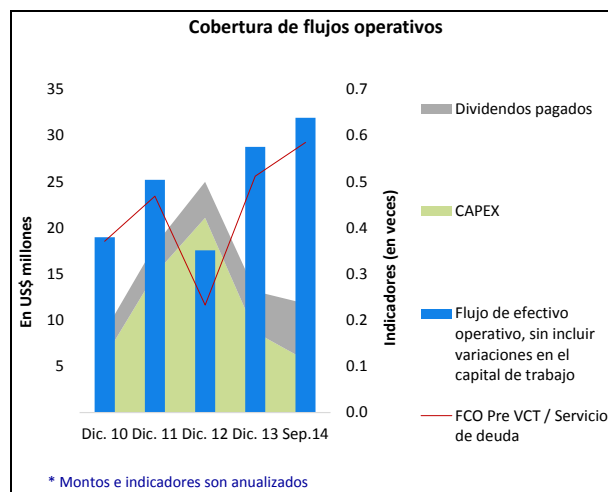
Participación de la Utilidad Neta por Unidad de Negocio	Dic.11	Dic.12	Ene - Sep.13	Dic.13	Ene - Sep.14
Venta de viviendas	43.2%	78.8%	82.1%	88.2%	85.8%
Restaurantes	6.5%	-0.3%	1.8%	1.6%	0.7%
Equipos	4.4%	0.0%	0.3%	-0.1%	-2.7%
Hoteles	3.7%	1.5%	-6.6%	-6.6%	-5.9%
Locales Comerciales	3.5%	4.3%	3.1%	2.5%	1.9%
Zona Procesadora	4.1%	5.7%	4.2%	3.8%	5.3%
Financiera	1.3%	3.7%	3.7%	3.1%	2.1%
Otras operaciones	33.4%	6.4%	11.2%	7.4%	12.8%
Total Consolidado	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

UNESA cuenta con el reto de mejorar el aporte que ejerce el resto de las unidades de negocio sobre el resultado neto consolidado, sin desmejorar los índices de rentabilidad de la unidad de viviendas, la cual ha sido el pilar del Conglomerado, durante los últimos años.

Flujos y Coberturas sobre Servicio de Deuda

Si al monto de utilidad operativa se le descuenta la porción de gasto de depreciación y amortización, entonces se obtiene el monto de EBITDA del Conglomerado, el cual totalizó US\$35.8 millones durante los 9 meses transcurridos del 2014. Dicho monto representa una mejora de 17.3% en comparación con similar período del 2013. Ésta métrica es una primera aproximación para evaluar la disponibilidad de flujos para hacer frente a los gastos financieros. En este sentido, el EBITDA del Conglomerado es amplio para cubrir los intereses programados anualmente, incluso en periodos de mayor salida de flujos, tal y como se ha observado en años previos, además que UNESA cuenta con bajo costo financiero³ como consecuencia de su poder de marca, posicionamiento y amplio acceso al crédito.

A fin de calcular las coberturas sobre el servicio de deuda, al Flujo de Caja Proveniente de las actividades de operación (FCO) se le descuentan las Variaciones en el Capital de Trabajo (VCT), que corresponden a la variación conjunta de los inventarios, cuentas por cobrar y cuentas por pagar. De esta manera, puede observarse que el FCO-pre VCT anualizado muestra una mejora de 10.9% con respecto al monto obtenido durante el ejercicio 2013, hasta totalizar US\$31.9 millones. El incremento le ha permitido al Conglomerado disminuir su nivel de deuda financiera de corto plazo. Al mismo tiempo, se mejoraron los niveles de cobertura sobre el servicio de deuda en relación a años anteriores. Particularmente, el FCO-pre VCT ha sido positivo a raíz del mejor desempeño de la unidad de viviendas, la mayor rapidez en la entrega de viviendas mientras se atraviesa por una etapa de menor requerimiento de nuevos inventarios, al mismo tiempo que las cuentas por pagar muestran una leve disminución con el comparativo interanual.



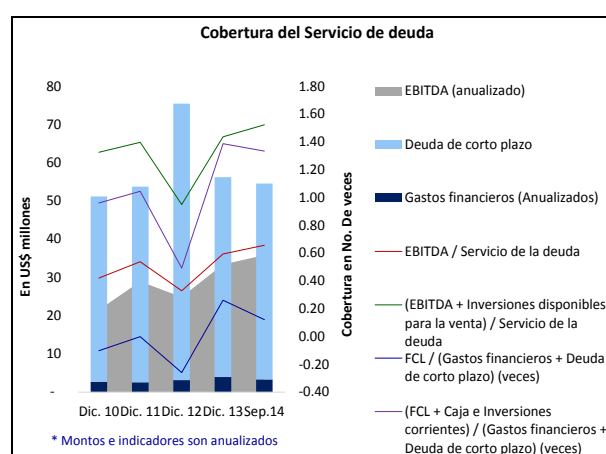
En el gráfico anterior se muestra cómo el flujo descontado de las variaciones en capital de trabajo se incrementa durante los últimos 2 años, al mismo que la proporción de CAPEX⁴ y dividendos comunes pagados también disminuye de forma paralela. Esto permitió reflejar

³ Costo de endeudamiento financiero = Gastos financieros / Deuda financiera promedio.

⁴ CAPEX (*Capital Expenditure*): Inversiones de capital. Egresos para la adquisición de activos fijos.

mejores coberturas del servicio de deuda, lo que ha facilitado la menor necesidad de obtención de deuda financiera de corto plazo a nivel de Grupo.

Los flujos netos de las actividades de inversión han influido en que UNESA cuente con un nivel de deuda / EBITDA superior a la media reportada por entidades con similar categoría de riesgo. Esto ocurre –en buena medida– por el extenso periodo de rotación de los inventarios para el desarrollo de viviendas que exige la obtención de financiamiento de largo plazo, así como la rentabilidad relativamente ajustada de las unidades de negocio complementarias de UNESA. Es por esta razón que, tanto el EBITDA como el Flujo de Caja Libre⁵ (FCL) no cubren el 100% del servicio de deuda bajo condiciones contractuales, aunque favorablemente, el Conglomerado cuenta con la opción de liquidar sus títulos disponibles para la venta bajo escenarios de estrés.



Adicionalmente, se logra observar que la cobertura proporcionada por el FCL anualizado para los 3 trimestres transcurridos del 2014 es superior cuando se compara con el resto de los períodos, debido a que la Entidad disminuyó su nivel de deuda de corto plazo. El alto endeudamiento incrementa la sensibilidad ante variaciones en las condiciones de endeudamiento, dígame tasas de interés o plazo. Favorablemente, el Conglomerado cuenta con baja proporción de gastos financieros, lo cual permite absorber incrementos moderados en los precios.

Se han observado mejoras en los niveles de cobertura de los flujos de efectivo sobre el servicio de la deuda, ya sea contractualmente o considerando la liquidación de las inversiones disponibles para la venta ante escenarios de estrés. Debe señalarse que estas mejoras coinciden con los menores requerimientos de nuevo inventario y de activo fijo que han aminorado el uso de deuda financiera de corto plazo, a diferencia del año 2012.

Equilibrium dará observación a la sostenibilidad en las mejoras observadas en torno a la cobertura de flujos y la disminución en el nivel de endeudamiento. A su vez, un buen desempeño de las métricas de rentabilidad permitiría estimar mejoras en la disponibilidad de flujos para los siguientes períodos.

⁵ FCL = Flujo de Caja Operativo – CAPEX – Dividendos pagados + Flujo de Caja No Operativo.

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.11	Dic.12	Sep.13*	Dic.13	Sep.14*
Rentabilidad					
ROAA ¹	6.0%	4.3%	5.9%	6.2%	7.4%
ROAE ²	11.8%	8.6%	11.5%	12.2%	13.9%
(Ingresos operativos - Costo de ventas) / Ingresos operativos	39.6%	37.9%	40.6%	40.4%	43.8%
Utilidad operativa / Ingresos operativos	20.4%	15.2%	18.4%	19.1%	21.8%
Gastos generales y administrativos / Ingresos operativos	17.9%	18.0%	18.4%	17.3%	18.8%
Gastos financieros / Ingresos operativos	2.5%	2.8%	3.4%	3.0%	2.7%
EBITDA ³ (En US\$ miles)	28,939	24,853	30,541	33,384	35,827
EBITDA / Ingresos operativos	28.4%	22.4%	25.0%	25.9%	29.0%
EBITDA / Gastos financieros (veces)	11.41	7.97	7.34	8.50	10.91
EBIT ⁴ / Gastos financieros (veces)	8.19	5.40	5.38	6.28	8.21
EBIT / Ingresos operativos	20.4%	15.2%	18.4%	19.1%	21.8%
EBITDA / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	0.54	0.33	0.50	0.59	0.66
(EBITDA + Inversiones) / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	1.40	0.95	1.29	1.44	1.52
(EBITDA + 50% de Inversiones) / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	1.19	0.74	1.06	1.22	1.35
Depreciación / (Costos y gastos + Depreciación)	9.3%	8.3%	7.9%	8.1%	8.7%
Depreciación / EBITDA	28.2%	32.2%	26.6%	26.2%	24.8%
Utilidad neta / Ingresos operativos	15.3%	11.1%	13.5%	14.5%	17.7%
Utilidad neta / Gastos financieros (veces)	6.16	3.95	3.95	4.78	6.64
Otros ingresos / Utilidad neta	44.0%	22.3%	20.5%	19.2%	22.5%
Liquidez y Flujos					
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.52	1.19	1.48	1.56	1.64
(Activos corrientes - Inventario - Gastos anticipados) / Pasivos corrientes	0.44	0.35	0.52	0.56	0.67
Cuentas por cobrar / Activos	7.9%	7.2%	7.3%	8.0%	7.5%
Cuentas por cobrar / Ingresos operativos	21.0%	19.5%	18.0%	19.0%	18.8%
Cuentas por cobrar de clientes / Ventas de casas	24.6%	20.4%	18.0%	19.4%	19.2%
Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles)	13,139	4,027	22,743	33,057	24,153
Variación anual en cuentas por cobrar + Variación de cuentas por pagar + Variación de inventarios (Variación de capital de trabajo)	-12,075	-13,553	1,926	4,269	-7,780
Flujo de Caja Operativo, previo a las Variaciones de Capital de Trabajo (FCO Pre VCT) (En US\$ miles)	25,214	17,580	20,817	28,788	31,933
FCO Pre VCT / Deuda financiera	23.1%	13.2%	22.4%	24.0%	27.9%
FCO Pre VCT / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo)	0.47	0.23	0.34	0.51	0.59
Flujo de caja no operativo (en US\$ miles)	4,915	1,343	-7,031	-5,229	-5,739
FCO Pre VCT / Gastos financieros (veces)	9.94	5.64	6.67	7.33	9.72
FCO Pre VCT / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo + Dividendos pagados)	0.44	0.22	0.33	0.47	0.53
Inversiones de capital (CAPEX) (En US\$ miles)	14,997	21,097	5,360	8,714	5,699
FCO Pre VCT / CAPEX (veces)	1.68	0.83	3.88	3.30	5.60
Dividendos pagados (US\$ miles)	3,127	3,903	3,288	4,421	6,106
Flujo de Caja Operativo - CAPEX - Dividendos pagados + Flujo de Caja no Operativo (Flujo de Caja Libre o FCL) (US\$ miles)	-70	-19,630	7,064	14,693	6,609
FCL / Total de pasivos promedio	-0.1%	-13.9%	4.8%	9.9%	4.7%
FCL / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	0.00	-0.26	0.16	0.26	0.12
(FCL + Caja e Inversiones corrientes) / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	1.04	0.49	1.16	1.39	1.33
Dividendos / Utilidad neta	20.0%	31.7%	26.6%	23.6%	28.0%
Dividendos / Utilidades retenidas	3.5%	4.0%	4.1%	3.9%	4.9%
Endeudamiento					
Deuda financiera (En US\$ miles)	109,259	133,514	123,831	119,759	114,409
Deuda financiera de corto plazo / Deuda financiera	46.9%	54.2%	45.8%	43.7%	45.4%
Deuda financiera / Pasivos	83.6%	87.6%	85.0%	83.2%	83.0%
Deuda financiera / Patrimonio	78.9%	90.9%	79.4%	74.3%	66.1%
Utilidad neta / Deuda financiera de corto plazo	16.0%	20.0%	25.5%	30.1%	41.9%
Gastos financieros brutos / Deuda financiera promedio	2.4%	2.6%	6.6%	3.1%	2.8%
Deuda financiera / Activos	40.6%	44.6%	41.1%	39.2%	36.8%
Deuda financiera / EBITDA (veces)	3.78	5.37	4.05	3.59	3.19
Deuda financiera / (EBITDA - CAPEX) (veces)	7.84	35.55	5.29	4.85	3.80
Deuda financiera / FCO Pre VCT (veces)	4.33	7.59	4.46	4.16	3.58
Capitalización					
Activo fijo / Patrimonio	38.5%	42.4%	41.1%	40.2%	36.8%
Pasivos / Activos	48.6%	50.9%	48.3%	47.2%	44.4%
Pasivos corrientes / Pasivos totales	51.4%	56.1%	46.5%	47.6%	45.6%
Pasivos / Patrimonio (veces)	0.94	1.04	0.93	0.89	0.80
Pasivos corrientes / Patrimonio	48.5%	58.1%	43.5%	42.5%	36.3%
Patrimonio / Activos	51.4%	49.1%	51.7%	52.8%	55.6%
Patrimonio / Activos fijos	193.4%	179.0%	187.0%	192.6%	207.6%
Capital primario / Patrimonio	73.8%	75.3%	76.7%	77.5%	79.0%
Deuda financiera / Capital primario (veces)	1.07	1.21	1.03	0.96	0.84
Pasivos / Capital Primario (veces)	1.28	1.38	1.22	1.15	1.01
Capital Primario / Activos fijos neto	142.7%	134.8%	143.5%	149.3%	164.1%
Rentabilidad promedio sobre capital primario	16.3%	11.6%	13.9%	15.9%	16.7%
Otros indicadores					
Rotación de cuentas por cobrar (días) ⁵	75.6	70.3	67.5	68.3	67.7
Rotación de inventario corriente (días) ⁶	141.9	121.6	86.9	90.0	69.6
Rotación de inventario de viviendas (años) ⁷	2.3	2.3	2.3	2.1	2.5
Rotación de cuentas por pagar (días) ⁸	48.4	44.7	38.8	48.3	38.1
Crecimiento anual de activos	8.4%	11.2%	6.3%	2.0%	3.1%
Crecimiento anual de ingresos operativos	16.6%	8.9%	14.6%	16.5%	1.3%
Crecimiento anual de los gastos financieros	-5.3%	22.9%	37.0%	25.9%	-21.1%
Crecimiento anual de la utilidad neta	87.2%	-21.1%	66.3%	52.2%	32.5%
Depreciación del ejercicio / Activos fijos	11.4%	9.8%	9.7%	10.5%	10.6%

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 EBIT (Earnings Before Interests and Taxes) = EBITDA - Depreciación y amortización

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

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

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

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

* Indicadores Anualizados, excepto ROAA y ROAE