



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

Ciudad de Panamá, Panamá

30 de julio 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\$-----				
	Mar.15	Dic.14	Mar.15	Dic.14
Activos:	334.0	318.9	U. Neta*:	25.5 22.4
Pasivos:	148.4	142.0	ROAA*:	8.0% 7.2%
Patrimonio:	185.5	176.9	ROAE*:	14.7% 13.3%

*Indicadores anualizados

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 2012, 2013 y 2014, y no auditados al 31 de marzo de 2014 y 2015, así como información adicional proporcionada por la Entidad.

Fundamento: Luego de la evaluación efectuada con información a diciembre 2014 y actualizada a marzo 2015, el Comité de Calificación de Equilibrium ratifica la calificación A.pa a Unión Nacional de Empresas, S.A. y Subsidiarias, en adelante UNESA, el Grupo o el Conglomerado. La perspectiva es Estable.

La calificación del Conglomerado se fundamenta en el amplio recorrido de su unidad de venta de viviendas por más de 45 años, durante los cuales ha fortalecido su posicionamiento en el mercado panameño. También se destaca el crecimiento anual del volumen de EBITDA¹, como producto del crecimiento en la operación del Grupo, así como de las mejoras graduales en el margen de contribución y eficiencia operacional. En este mismo orden, dicho volumen de EBITDA se ha mantenido holgado en relación a los costos de su deuda financiera a través de los años. Por su parte, la acumulación de utilidades también le ha facilitado al Grupo mantener un bajo nivel de apalancamiento, acorde con sus políticas internas en torno a este índice. Adicional, se pondera la alta presencia de activos que pudiesen ser liquidables bajo escenarios de alto estrés (inversiones disponibles para la venta), o bien, aquellos con opción de reapreciación (activos fijos e inventario de terrenos).

Por otro lado, la calificación se restringe por la relativa concentración de los ingresos y flujos provenientes de la actividad de la construcción de viviendas, la cual es una industria sensible ante posibles ajustes en la demanda, o ante cambios adversos en las condiciones económicas locales. En este sentido, lo anterior infiere la baja participación económica que ejerce el resto de unidades de negocio sobre el flujo operativo consolidado, aunque el Grupo realiza esfuerzos por potenciar los ingresos de dichas actividades. En este sentido, el Grupo cuenta con retos permanentes de seguir ampliando su escala operativa, de cara a fortalecer su capacidad de absorción de pérdidas

por eventos no esperados. Adicional, la generación anual de flujo operativo del Conglomerado se ha mantenido por debajo del agregado entre gastos de financiamiento y la deuda de corto plazo, aunque se observa tendencia creciente en los niveles de cobertura, conforme se reduce la proporción que ejerce la deuda financiera total sobre los flujos de efectivo generados.

Modificaciones al alza en la calificación estarían vinculadas a la sostenibilidad de las mejoras observadas en los índices de endeudamiento en relación a la generación anual de flujos. Además, esto deberá acompañarse de incrementos en la contribución de EBITDA por parte del resto de unidades de negocio complementarias.

Tomando como referencia el cierre de marzo de 2015, los activos consolidados de UNESA mostraron un crecimiento anual de 10.6% durante los últimos 12 meses, que en términos absolutos significó US\$32.0 millones. La mayor parte de dicho crecimiento se explicó por la adquisición de terrenos para desarrollar nuevos proyectos residenciales, la reclasificación de activos fijos hacia propiedades destinadas para generar ingresos por alquiler, el aumento de inventario corriente por el mayor ritmo de venta de unidades de vivienda y de locales comerciales durante los últimos 6 meses. A esto se le añade el efectivo obtenido por la oferta de acciones comunes Tipo B emitidas en el mercado bursátil panameño a finales del mes de febrero 2015, lo cual elevó los niveles de efectivo disponibles.

El Conglomerado mantiene su política interna de mantener una relación pasivo / patrimonio menor a 1.25 veces, lo cual ha sido alcanzado de manera holgada durante los últimos 6 años, incluso mostrando una tendencia a la mejora en el indicador.

En adición al aporte patrimonial como producto de la oferta de acciones comunes tipo B, el patrimonio de UNESA continúa incrementándose a buen ritmo, en virtud de que se retiene aproximadamente el 70% de las utilidades generadas durante cada ejercicio.

En cuanto al pasivo, la deuda financiera de UNESA totalizó US\$124.3 millones al 31 de marzo de 2015, luego de incrementarse a ritmo de 7.4% durante los últimos 12

¹ 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.

meses. El incremento reciente en la deuda pasó a financiar la adquisición de nuevos terrenos, en adición a los requerimientos regulares de capital de trabajo que experimenta el Conglomerado. Debe mencionarse que para los años 2013 y 2014, los niveles de endeudamiento habían mostrado una tendencia sostenida hacia la baja en relación al nivel de flujo generado por las operaciones. Lo anterior se derivó de un ciclo de bajas necesidades de nuevo inventario de largo plazo, aunado a mejoras graduales en los niveles de utilidades que permitieron la amortización de la deuda financiera, principalmente aquella con vencimiento menor a 1 año (de corto plazo). Esto se evidencia por la menor proporción de deuda de corto plazo, la cual pasa de 54.2% a 42.8% desde diciembre de 2012 hasta marzo de 2015. Todo lo anterior mencionado también ha motivado la disminución de la relación Deuda Financiera / EBITDA desde 5.4 veces hasta 2.9 veces en el período analizado. A manera de referencia, la compañía SUCASA, la cual es una subsidiaria del Grupo encargada de la actividad de construcción y venta de viviendas, es la que agrupa la totalidad de la financiera, ya que esta entidad muestra una amplia trayectoria y goza de buenos niveles de generación de flujo.

Para fines analíticos, las cifras vinculadas al Estado de Resultados y al Flujo de Efectivo corresponden a los últimos 12 meses terminados al cierre de marzo de 2015, evitando efectos de estacionalidad.

En cuanto al desempeño medido de forma consolidada, UNESA generó EBITDA por valor de US\$43.0 millones, lo que representa un aumento de 63.0% en relación a los niveles observados durante el año 2012. En efecto, a partir del año 2013, se registraron mejoras en la proporción del costo de ventas sobre los ingresos operativos desde 62.0% hasta 56.4%. La mayor parte de dicho efecto se produjo en la unidad de venta de viviendas, en virtud de la gestión de costos y productividad en esta línea de negocio. Aunado a lo anterior, UNESA ha percibido un incremento de 19.2% en sus ingresos operativos para el periodo analizado, en donde se había reflejado un bajo dinamismo durante el año 2014, altamente influenciado por la transición hacia el nuevo Gobierno a mediados de dicho año; pero que luego se recupera para los primeros meses del 2015, conforme se agilizan los trámites y procedimientos gubernamentales asociados, por ejemplo, a la aprobación de permisos y actas requeridos para la entrega de viviendas.

Las mejoras mencionadas previamente, le han permitido al Grupo reconocer incrementos en el índice de cobertura el EBITDA sobre los gastos financieros, desde 5.7 veces durante el 2012 hasta 6.7 veces para el período analizado.

Es de resaltar que aproximadamente el 75% del EBITDA generado por el Grupo corresponde a la unidad de venta de viviendas, lo que acentúa la importancia de esta línea de negocio, lo que además permite compensar las mermas en el resultado de algunas unidades de negocio, dígase hoteles y alquiler de equipos. Al respecto, UNESA contempla efectuar una serie de medidas para potenciar los resultados de cada una de sus unidades de negocio.

En relación al flujo del efectivo, el análisis considera el comportamiento del Flujo de Caja Operativo antes de las Variaciones de Capital de Trabajo² (FCO Pre-VCT), debido a que, de la utilidad neta, se elimina la Depreciación, Amortización y otras partidas no operativas. De esta forma, se logra visualizar que el nivel de FCO Pre-VCT ha sido históricamente menor al monto total de gastos financiamiento + Deuda de corto plazo, debido a que la mayor parte del flujo generado por el Conglomerado corresponde a la actividad de construcción de residencias, cuyos inventarios principales (terrenos y costos de construcción en proceso) muestran un período de rotación más bajo en comparación con otras industrias. Es decir, el Grupo debe adquirir deuda financiera en forma constante, sin necesariamente reconocer ingresos anuales que superen el monto de deuda financiera solicitado, sino hasta cuando los proyectos residenciales sean terminados y permitan generar los ingresos necesarios en períodos posteriores.

De manera favorable, se logra apreciar que el FCO Pre-VCT casi duplica su contribución desde US\$17.6 millones durante el 2012, hasta US\$34.5 millones para el período comprendido entre abril 2014 y marzo 2015, lo cual implica una tendencia a la mejora en los índices de cobertura sobre el servicio de deuda.

Bajo posibles escenarios de alto estrés, las inversiones disponibles para la venta representarían una alternativa de efectivo inmediata, en todo caso facilitarían el repago de todas las obligaciones, en conjunto con los flujos de efectivos generados por la operación de UNESA.

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

Fortalezas

1. Trayectoria y posicionamiento de la franquicia en sus diferentes nichos de mercado, especialmente viviendas.
2. Buena cobertura del EBITDA sobre gastos de financiamiento.
3. Estructura de activos permite la diversificación de ingresos y la sostenibilidad en el mediano y largo plazo.

Debilidades

1. Flujo de efectivo operativo ajustado que limita la cobertura de gastos financieros + deuda de corto plazo, aunque con tendencia al alza en el indicador.
2. Algunas unidades de negocio con baja consistencia en el desempeño.
3. 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.

Oportunidades

1. Potenciar ingresos de otras unidades de negocio.
2. Incremento progresivo de la participación de la deuda financiera pactada a más de 1 año plazo, en relación al total de pasivos, aprovechando la tendencia al alza de los flujos de efectivo generados, junto con la emisión de acciones comunes tipo B.
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.

A continuación se presenta el total de colaboradores, según unidad de negocio:

	2010	2011	2012	2013	2014
Venta de viviendas	280	318	312	351	321
Restaurantes	274	291	511	460	411
Alquiler y venta de equipo	122	134	145	141	133
Hoteles	253	192	225	237	235
Locales comerciales y Panexport	6	6	6	6	6
Financiera	31	30	30	34	34
Unidades de apoyo	86	87	92	98	95
Total	1,052	1,058	1,321	1,327	1,265

Gobierno corporativo y estructura Gerencial

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 Cardoze García de Paredes
Director Suplente	Francisco J. Linares Ferrer
Director Suplente	Diego E. Quijano Durán
Director Suplente	Raúl E. Delvalle H.

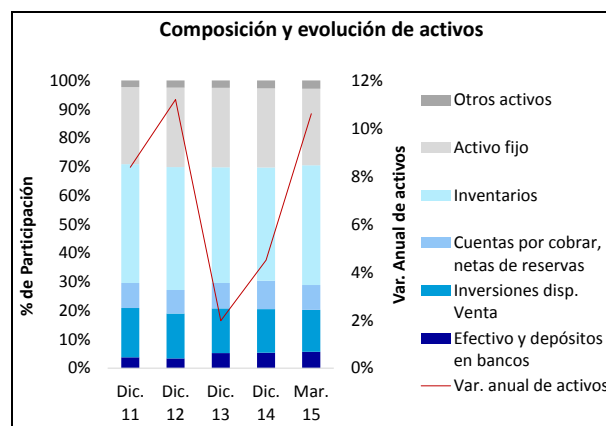
Para el ejercicio de decisión y seguimiento, se conforman diversos comités que ejecutan la planificación y seguimiento de las operaciones, y a nivel operativo, se ha adoptado un esquema tradicional de controles, procedimientos corporativos y prácticas de divulgación a inversionistas y al mercado, dado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

DESEMPEÑO FINANCIERO DE UNESA

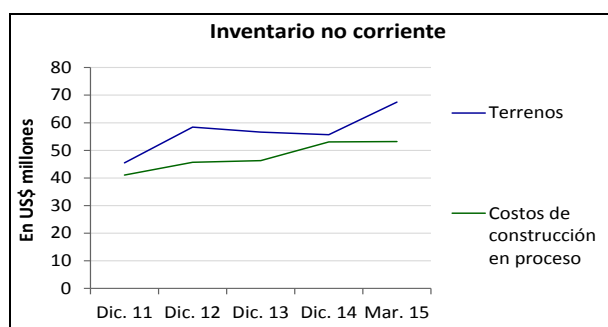
Activos

Los activos consolidados del Grupo totalizaron US\$334.0 millones al cierre del primer trimestre del 2015, los cuales presentaron un incremento anual de 10.6%, que en términos absolutos equivale US\$32.0 millones. El rubro de Terrenos explica 34.1% de este último monto, lo que significa que el Grupo ha invertido en la adquisición de inventario correspondiente a la unidad de viviendas para futuros desarrollos urbanísticos.



Por otro lado, las Propiedades de Inversión crecen por monto de US\$6.0 millones, siendo la mayor parte (74.3%) provisto por la reclasificación de las instalaciones de la antigua operación del Restaurante Rosa Mexicano (clausurada el 16 de julio de 2014) desde activos fijos hasta propiedad en inversión. Es de mencionar que este rubro se compone de terrenos, galerías y locales comerciales utilizados para generar ingresos por alquiler.

A nivel consolidado, se destacan 2 rubros pertenecientes a la unidad de viviendas: Terrenos y Costos de Construcción en Proceso, con participaciones relativas de 20.2% y 15.9% sobre el total de activos, respectivamente. Dichas cuentas son fundamentales para el giro de negocio de UNESA, toda vez que estas partidas representan la mayor parte del inventario que reeditarán en ingresos por ventas de viviendas. El período de rotación de estos inventarios es más elevado en relación a otras industrias, influenciado por el ciclo de construcción de los proyectos urbanísticos³. Según el comparativo histórico, se ha observado que el crecimiento del monto de inventarios ha sido fluctuante, debido –precisamente– al largo período de rotación de los mismos, en la medida que UNESA adquiere nuevo inventario de forma ordenada, a fin de preservar los niveles de flujo de efectivo. Lo anterior se logra por medio del desarrollo de los Terrenos para que se conviertan en Costos de Construcción en Proceso, los cuales a su vez, pasarían a convertirse en Unidades de Viviendas Terminadas, que es cuando las viviendas han sido terminadas y están listas para ser vendidas.



Históricamente, el monto de las Unidades de Viviendas Terminadas ha sido bajo en relación al total de activos consolidados, debido a que UNESA realiza gestiones con el objetivo de vender las casas en un período corto de tiempo, muchas de las cuales incluso son pre-vendidas cuando falta poco tiempo para completar el proyecto residencial. Otro aspecto que influye en el bajo monto de viviendas terminadas en balance radica en que, para cada proyecto residencial, UNESA construye un monto específico de casas por cada parcela que se desarrolla, a fin de minimizar posibles inventarios ociosos.

Debe mencionarse que el resto de las unidades de negocio que componen el Grupo se encuentran presentes en los inventarios y cuentas por cobrar, aunque en menor escala y medida. Por ejemplo, la unidad de restaurantes maneja los inventarios de víveres y bebidas por monto de US\$244 mil a marzo 2015, cuyo período de rotación es mucho más corto. Asimismo, la unidad de equipos maneja el

inventario conformado por materiales, equipos y repuestos, cuyo monto es US\$6.4 millones a marzo 2015, el cual consiste en los insumos destinados para arrendamiento financiero por parte de COAMCO. De manera particular, el Grupo registra las hipotecas residenciales y préstamos personales otorgados por Financiera Incasa como parte de las cuentas por cobrar, cuyos saldos al 31 de marzo de 2015 fueron US\$6.9 millones y US\$2.9 millones, respectivamente, sin mencionar la reserva para cuenta incobrable por US\$1.3 millones.

Un aspecto relevante a considerar es que UNESA mantiene títulos disponibles para la venta como parte de sus activos líquidos. En particular, los títulos en el portafolio totalizan US\$48.7 millones al 31 de marzo de 2015, que en su mayoría corresponden a instrumentos de renta variable. La mayor parte del valor de mercado lo componen acciones comunes en Empresa General de Inversiones, la cual a su vez es la compañía *holding* de Banco General. Lo anteriormente dicho constituye una disponibilidad adicional de fondos, en caso de que ocurran escenarios de alto estrés financiero, aunque el Grupo no contempla que se vea en la necesidad de utilizar este recurso para repagar obligaciones, ya que el Grupo adquiere estos títulos con el propósito de preservarlas por un período de tiempo indefinido. De modo aclaratorio, el valor razonable de las inversiones fue actualizado por última vez durante el mes de diciembre de 2010, por decisión de la Administración de UNESA, hasta reflejar una ganancia no realizada sobre inversiones por monto de US\$36.3 millones registrados en el patrimonio neto.

Rentabilidad Consolidada y por Unidad de Negocio

La utilidad neta consolidada del Grupo acumuló US\$22.4 millones durante el año 2014, la más alta de su historia. Esto permitió que los índices de rentabilidad promedio sobre activos y patrimonio neto (ROAA y ROAE, respectivamente) experimentaran mejoras. Asimismo, la utilidad neta del primer trimestre del 2015 totalizó US\$5.9 millones, lo que significa un incremento de 112.0% en el comparativo interanual, por lo que los índices ROAA y ROAE continuaron mejorando hasta representar 8.0% y 14.7%, respectivamente.

Entre los principales aspectos que explicaron la mejora en el resultado neto para el año 2014, se menciona la disminución interanual del costo de ventas (sin incluir depreciación) por monto de US\$6.8 millones, lo que a su vez permitió compensar la disminución de US\$4.4 millones en los ingresos operativos consolidados, siendo la mayor parte de estos efectos influenciados por la gestión de la unidad de venta de viviendas. Otro de los aspectos que explica el incremento en el resultado neto es el mayor ingreso por venta de terreno por monto de US\$2.4 millones para el año 2014, aunque debe señalarse que esta partida no constituye un ingreso operativo recurrente y tampoco forma parte del presupuesto de UNESA o del análisis por unidad de negocio que se describirá más adelante en esta sección.

Los ingresos operativos de UNESA han repuntado durante el primer trimestre del 2015 hasta totalizar US\$132.4 millones para el período comprendido entre abril 2014 – marzo 2015, lo cual representa un aumento interanual de

³ Para mayor detalle, favor referirse a: www.equilibrium.com.pe/sucasapa.pdf.

5.1%. Para dicho período, el 66.8% de los ingresos correspondieron a la venta de viviendas, es decir, el Grupo reconoció US\$88.4 millones en términos absolutos, los cuales presentaron una variación interanual de 11.0%.

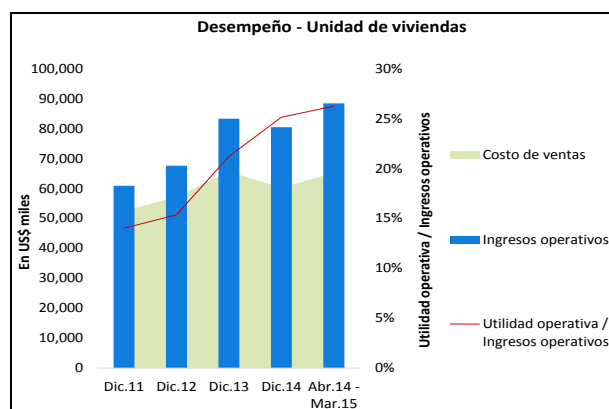
A continuación se muestran los montos de utilidad operativa⁴ alcanzados por cada unidad de negocio durante los últimos años, así como sus participaciones relativas sobre el consolidado del Grupo.

En US\$ miles					
Utilidad Operativa por Unidad de Negocio	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Abr.14 - Mar.15
Venta de viviendas	8,530	10,375	17,662	20,216	23,210
Restaurantes	1,473	610	1,183	1,055	1,169
Equipos	1,399	642	578	-595	-664
Hoteles	941	510	-392	-679	-837
Locales Comerciales	798	879	767	731	801
Zona Procesadora	683	753	839	1,267	1,091
Financiera	83	324	548	273	282
Total Consolidado	13,907	14,093	21,185	22,268	25,052

Participación de la Utilidad Operativa por Unidad de Negocio	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Abr.14 - Mar.15
Venta de viviendas	61.3%	73.6%	83.4%	90.8%	92.6%
Restaurantes	10.6%	4.3%	5.6%	4.7%	4.7%
Equipos	10.1%	4.6%	2.7%	-2.7%	-2.7%
Hoteles	6.8%	3.6%	-1.9%	-3.0%	-3.3%
Locales Comerciales	5.7%	6.2%	3.6%	3.3%	3.2%
Zona Procesadora	4.9%	5.3%	4.0%	5.7%	4.4%
Financiera	0.6%	2.3%	2.6%	1.2%	1.1%
Total Consolidado	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Tal como se distingue en las tablas anteriores, la utilidad operativa proveniente de la unidad de viviendas ha sido significativa durante el último quinquenio, aumentado además su proporción sobre el monto total consolidado durante años recientes. La principal razón por este desplazamiento es el desempeño desfavorable que ha experimentado la unidad de hoteles y de equipos, al mismo tiempo que el resto de actividades han mostrado participaciones marginales.

La utilidad operativa de la unidad de viviendas equivale US\$23.2 millones en los últimos 12 meses terminados al 31 de marzo de 2015, lo que en términos relativos significó un aumento interanual de 36.4%. La principal causa de esta mejora fue la reducción de los costos de ventas vinculados a la construcción de las viviendas, lo que permite compensar el crecimiento moderado de los ingresos operativos. Lo anterior ha influido en la mejora sostenida del margen operativo⁵.

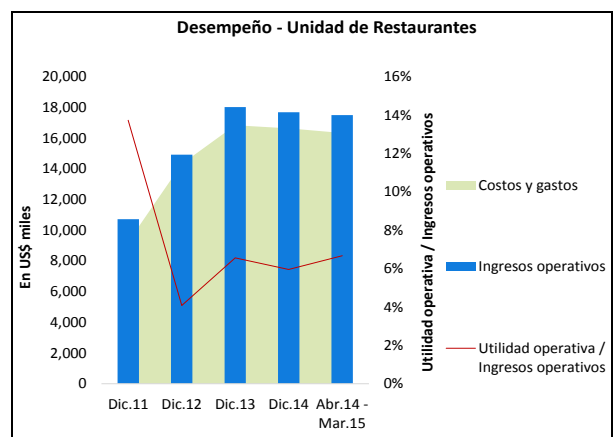


⁴ Utilidad operativa = Ingresos operativos – Costo de ventas – Gastos operativos - Depreciación.

⁵ Margen operativo = Utilidad operativa / Ingresos operativos.

UNESA 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 cliente⁶.

En el caso de la unidad de restaurantes, se aprecia que el margen operativo ha reflejado pocos cambios en los últimos 2 años. En primer lugar, los ingresos operativos experimentaron una disminución durante el 2014, como consecuencia de la clausura del Restaurante “Rosa Mexicano” en julio de ese mismo año, aunque esto también produjo un ahorro de costos y gastos, que al final pasó a explicar el leve incremento en el margen operativo para el primer trimestre del año 2015. Es de mencionar que la utilidad operativa proviene de los restaurantes Friday’s a nivel nacional, los cuales han mostrado un desempeño consistente para los últimos 2 períodos fiscales.

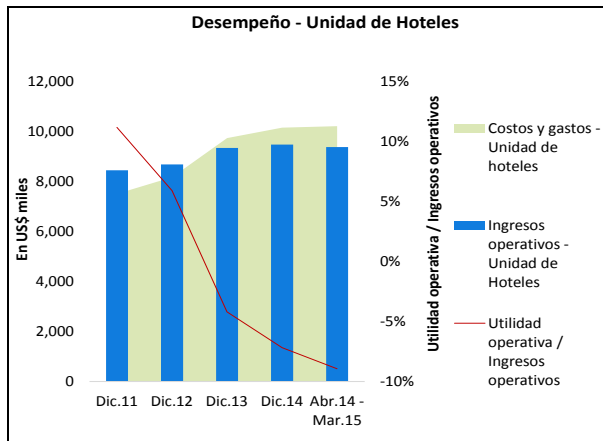


Entre los planes futuros para esta unidad de negocio se encuentra la remodelación de 3 de los 7 restaurante Friday’s durante los próximos 2 años, mientras que no se descarta la opción de inaugurar un nuevo establecimiento para el año 2017.

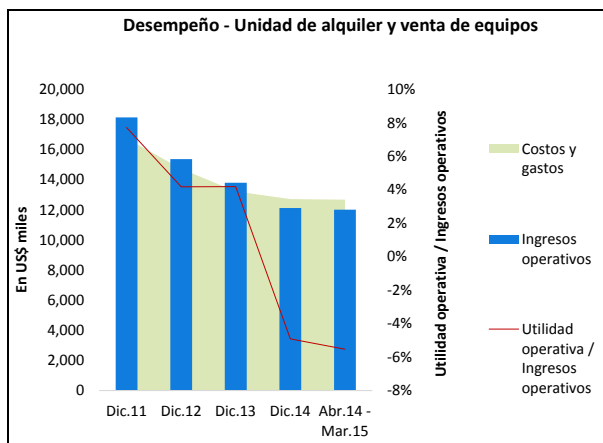
En el caso de hoteles, los ingresos operativos han mostrado muy poca variación para los 2 últimos años, lo cual se ha conjugado con un leve incremento en los costos de ventas y gastos administrativos de esta unidad, a superior ritmo, ocasionando desmejoras en el margen operativo de los hoteles. Como punto adicional, el sector hotelero se encuentra experimentando coyunturas que afectan el porcentaje de ocupación a nivel nacional, debido principalmente a la alta sobreoferta de hoteles, lo que a su vez impacta la tarifa promedio por habitación, en donde los hoteles Country Inn y Playa Tortuga no escapan de esta realidad.

El Grupo ha manifestado que mantendrá su número de habitaciones sin cambios para el 2015: 83 para el Country Inn El Dorado, 254 para el Country Inn Amador y 117 para el Hotel Playa Tortuga de Bocas del Toro.

⁶ Para mayor detalle acerca del desempeño de la unidad de viviendas, favor referirse a: www.equilibrium.com.pe/sucasapa.pdf.



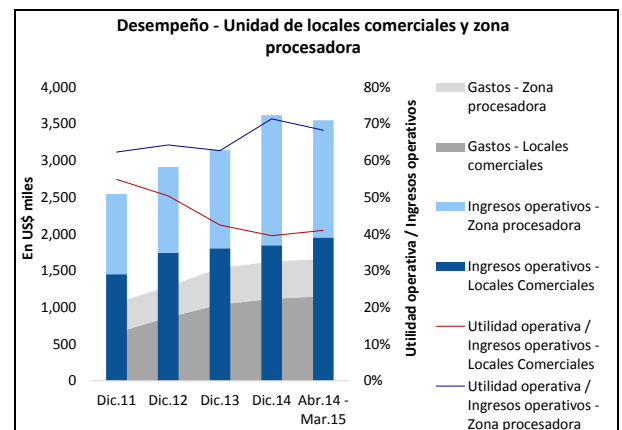
En cuanto a la unidad de venta y alquiler de equipos de construcción, los ingresos percibidos presentan una tendencia hacia la baja durante los últimos años, la cual se vio acentuada para el año 2014. En efecto, la disminución de los ingresos para el último año obedece al cambio de Gobierno a mediados de dicho año, ya que la mayor parte de los clientes de la empresa COAMCO se conforman de contratista que desarrollan proyectos de infraestructura pública. Tal como es habitual en un proceso de transición de la Administración del Estado, la mayor parte de los proyectos de infraestructura pública sufren algún tipo de retraso, o bien, el Gobierno pasa a postergar el pago de algunas cuentas por cobrar de dichos contratistas. Lo anterior influye en el reconocimiento de ingresos de esta unidad, ya que si un proyecto determinado sufre demoras o paralizaciones en su desarrollo, asimismo los contratistas utilizan los equipos en una menor cuantía.



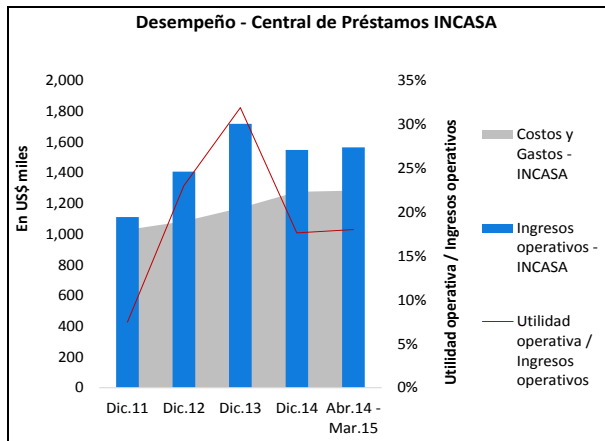
El Grupo ha indicado que continuará desarrollando sus líneas existentes de equipo pesado, mediano y liviano de construcción, a través de la integración de múltiples marcas reconocidas de equipos. A pesar de la coyuntura que atraviesa COAMCO, se debe considerar que los proyectos de infraestructura han comenzado a reactivarse, mientras que inician nuevos proyectos auspiciados por el nuevo Gobierno. Adicionalmente, el Grupo se encuentra negociando la posible aplicación de condiciones financieras más favorables con los fabricantes de los equipos que representan, todo esto con el objetivo de mejorar el desempeño de esta unidad de negocios.

Es de destacar que las unidades de negocio vinculadas al alquiler de centros comerciales (de pequeño tamaño) y galeras para la exportación han demostrado capacidad de generar utilidades operativas de manera recurrente a través de los últimos años. Un aspecto clave del buen desempeño de estas unidades es el alto margen operativo que reflejan, como producto de su naturaleza de percibir ingresos mediante la figura de arrendamiento operativo, es decir, el alquiler por el uso de instalaciones previamente construidas para tal fin. Una de las principales razones de la estabilidad de los ingresos radica en que los espacios alquilables no han sufrido cambios significativos durante los últimos años.

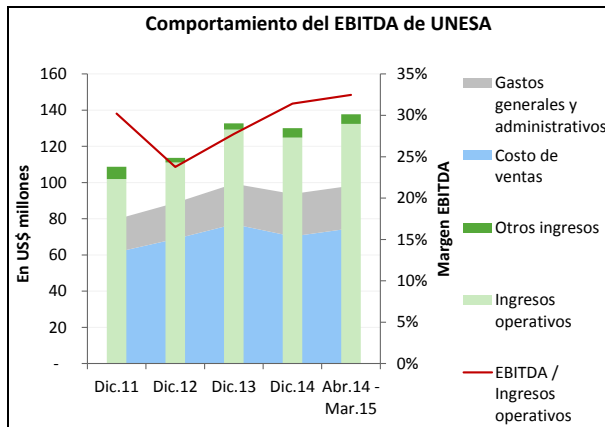
Entre los planes futuros asociados a estas unidades de negocio, UNESA se encuentra desarrollando un nuevo centro comercial denominado Plaza Del Lago, el cual se estima finalice su construcción durante el año 2016. Este proyecto permitirá incrementar el área alquilable desde 20,095 m² hasta 32,728 m², con lo cual se potenciaría la capacidad de generación de ingreso del alquiler de los centros comerciales. Por otro lado, UNESA contempla construir nuevas galeras con capacidad de 2,500 m² para el año 2015, además de 2 nuevas galeras con espacio total de 2,700 m² para los años 2016 y 2017, todo lo cual indica que esta actividad también experimentaría un auge en sus ingresos hacia futuro.



Por su parte, la Central de Préstamos Incasa registró una disminución en los intereses devengados sobre sus préstamos otorgados, debido a que, durante el año 2013 se habían registrado ganancias no recurrentes por el vencimiento de depósitos a plazo fijo mantenidos por la Financiera, lo cual no ocurrió en el año 2014. La utilidad operativa de la compañía Financiera acumulada durante los últimos 12 meses terminados al 31 de marzo de 2015 representó 1.1% del monto consolidado del Grupo. El desempeño de esta unidad ha sido moderado en la medida que mantiene una baja escala operativa en relación a otras compañías financieras en Panamá, aunque debe mencionarse que su mecanismo de fondeo consiste en efectivo proporcionado por SUCASA, compañía afiliada, por lo que la Financiera registra cuentas por pagar sobre estos fondos, sin incurrir en pagos de intereses.



El monto de EBITDA⁷ totalizó US\$43.0 millones para los últimos 12 meses terminados al 31 de marzo de 2015, el cual aumenta 21.4% en el comparativo interanual. Históricamente, la mayor parte del EBITDA consolidado (cerca del 75%) ha procedido de la unidad de venta de viviendas.

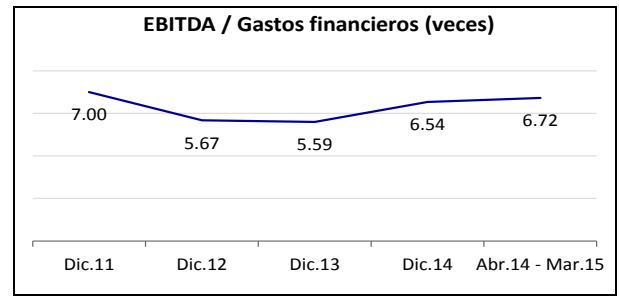


Tal como se observa en la gráfica anterior, el margen EBITDA⁸ ha mostrado una tendencia al alza durante los últimos años, recuperándose desde la disminución experimentada en el año 2012. La principal razón de la mejora en el desempeño ha sido proporcionada por la reducción de los costos de ventas en la unidad de viviendas, a partir del año 2013, mejorándose así la productividad. En la medida que el Grupo continúe reflejando un margen EBITDA cercano al 30%, asimismo se observará holgura para el pago de los intereses.

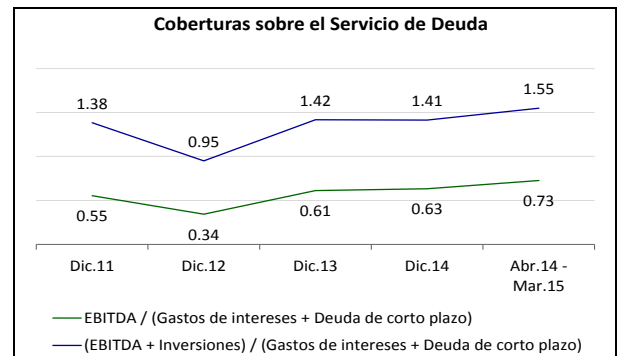
Utilizando el anterior enfoque como referencia, el EBITDA representa 6.72 veces el total de gastos financieros de los últimos 12 meses terminados al 31 de marzo de 2015 (incluyendo gastos capitalizados en los costos de venta). Lo anterior significa que la cobertura sobre gastos de intereses continúa siendo elevada para afrontar el pago de intereses anuales.

⁷ 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.

⁸ EBITDA / Ingresos operativos.



El EBITDA también permite calcular un nivel aproximado de cobertura sobre el servicio de deuda⁹ de UNESA. Para el período comprendido entre abril 2014 – marzo 2015, la cobertura de EBITDA sobre el servicio de deuda representó 0.73 veces, la cual ha sido la cifra más alta de los últimos años. Sin embargo, lo anterior denota que el Grupo no ostenta del flujo para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, en el caso que se presentaran escenarios de alto estrés. Favorablemente, el Conglomerado mantiene inversiones disponibles para la venta en su balance, cuyo valor razonable es suficiente para cubrir el monto faltante. Es por esta razón que se presenta la evolución de la cobertura del servicio de deuda bajo ambos enfoques.



La gráfica anterior muestra que la diferencia entre ambos indicadores ha sido constante a través de los años, debido a que el valor razonable de las inversiones disponibles para la venta de UNESA ha mostrado poca variación en este intervalo. Es de observarse que la cobertura fue menor a 1.0 veces para el año 2012, aunque luego se recupera durante los años posteriores, a partir de las mejoras en el desempeño propio de la unidad de viviendas.

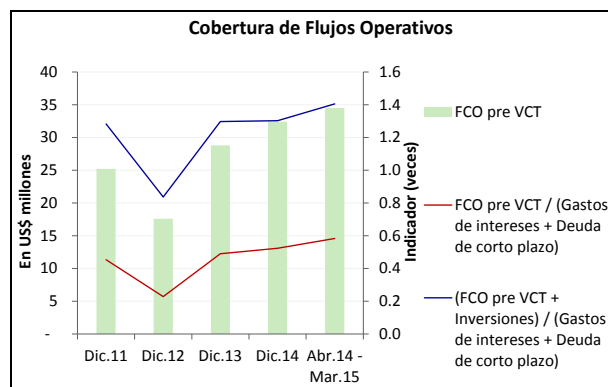
Flujo de Efectivo

Un método alternativo para el cálculo de las coberturas sobre el servicio de deuda consiste en el análisis del Flujo de Caja Proveniente de las Actividades de Operación (FCO) antes de las Variaciones en el Capital de Trabajo¹⁰. Teniendo esto en consideración, el FCO pre VCT equivale US\$34.5 millones para los últimos 12 meses terminados al 31 de marzo de 2015, la cual mostró una variación interanual de 19.7%. Lo anterior ha sido consecuencia de la mayor generación de utilidades operativas por parte de la unidad de venta de viviendas, la mayor rapidez en la entrega de viviendas mientras se atraviesa por una etapa de

⁹ Servicio de Deuda = Gastos financieros + Gastos capitalizados en el costo de ventas + Deuda de corto plazo.

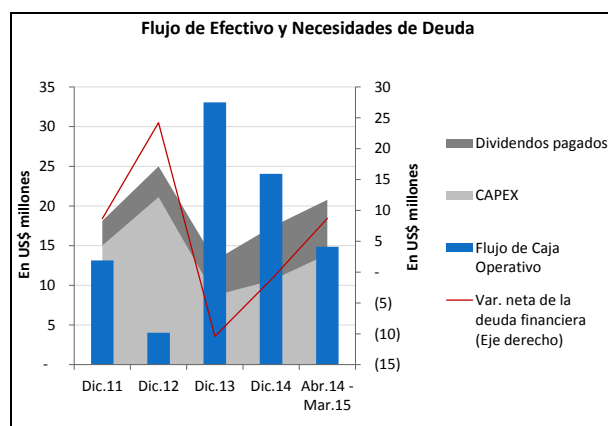
¹⁰ Corresponden a la Variación Anual conjunta de las Cuentas por Cobrar, Cuentas por pagar e Inventarios.

menor requerimiento de nuevos inventarios, al mismo tiempo que las cuentas por pagar muestran una leve disminución en el comparativo interanual.



Es precisamente dicha mejora la que se ha traducido en la disminución del endeudamiento por parte del Conglomerado. Al mismo tiempo, el incremento en el flujo operativo ha sido acompañado de mejoras graduales en la cobertura sobre la porción de corto plazo de la deuda + los gastos financieros anuales, desde sus niveles más bajos experimentados durante el año 2012.

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.



Una buena manera de visualizar las necesidades de financiamiento del Grupo es a través de la evolución del Flujo de Caja Operativo después de la Variación de Capital Trabajo en relación a 2 elementos del Flujo que son: las inversiones de capital (CAPEX) y los dividendos pagados. Tal como se observa en la gráfica anterior, el Flujo de Caja Operativo mostró un crecimiento importante durante el año 2013, aunado a requerimientos más bajos de inversión de capital, lo que le permitió al Grupo amortizar su deuda financiera a mayor ritmo que la adquisición de nueva deuda durante dicho año particular. A lo largo de los 2 años subsecuentes, UNESA incrementa su deuda financiera en la medida que suben los requerimientos de

inversión en capital y de nuevo inventario de baja rotación (terrenos por ejemplo).

La dinámica mencionada ha surgido –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.

Endeudamiento

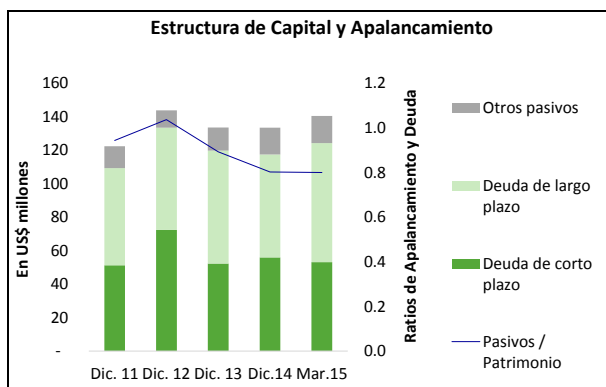
El Grupo estableció una política interna de mantener una razón de pasivos / patrimonio igual o menor que 1.25 veces en todo momento. De manera favorable, este índice de apalancamiento ha mantenido una tendencia a la baja, promediando 0.9 veces durante los últimos 5 años. Lo anterior enmarca la estrategia del Grupo en el uso de sus fuentes de fondeo.

En primer lugar, la deuda financiera es el principal mecanismo de obtención de efectivo para financiar las actividades de las distintas unidades de negocio que conforman el Grupo. Dicha deuda totalizó US\$124.3 millones al 31 de marzo de 2015, luego de haber experimentado un incremento de 7.4% durante el último año. El 42.8% de la deuda cuenta con vencimiento igual o menor que 1 año, por lo que se constituye como la deuda de corto plazo del Grupo.

Históricamente, SUCASA ha sido la empresa que ha adquirido los compromisos del Grupo, debido a que esta compañía percibe el flujo de efectivo más robusto entre las empresas que conforman UNESA. Por lo tanto, SUCASA es la empresa que, ante el mercado, se constituye como el emisor de los instrumentos de deuda corporativa (Bonos y Valores Comerciales Negociables), siendo además la empresa deudora ante las entidades bancarias.

Adicionalmente, SUCASA es la compañía que levanta fondos externos para financiar las actividades de todas las unidades de negocio del Grupo. A manera de aclaración, UNESA ha establecido parámetros que imponen límites de endeudamiento para cada una de sus unidades de negocio, además de que las unidades tienen la obligación de repagar los intereses y capital de las deudas que adquieren hacia SUCASA.

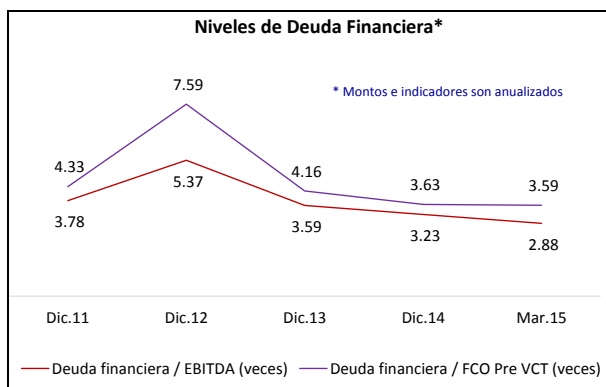
El Grupo adquiere deuda de corto plazo para financiar sus necesidades de capital de trabajo vinculadas a todas sus actividades de negocio, sobretodo inventarios de alta rotación (mercancía, materiales de construcción, etc.), pago a proveedores, entre otros. Adicional a esto, UNESA solicita deuda a largo plazo para financiar la compra de inventarios de baja rotación (terrenos por ejemplo), además de trabajos de ampliación o remodelación, compra de activos fijos. Para este fin, UNESA solicita líneas de crédito rotativas de entidades bancarias y emite Valores Comerciales Negociables (VCN).



Tal como se distingue en la gráfica previa, el Grupo ha reducido su nivel de deuda de corto plazo para los últimos años, permitiendo así un desplazamiento hacia obligaciones con vencimientos superiores a 1 año. 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 31 de marzo de 2015, los bonos corporativos totalizaron US\$74.4 millones, de los cuales 89.7% son amortizables a más de un año plazo.

El plazo promedio de los bonos oscila entre 8 y 10 años, que le brinda un margen de tiempo al Grupo para repagar el bono con el flujo de operaciones que genere un proyecto o grupo de proyectos de vivienda de muy largo plazo.

Es relevante resaltar que la creciente generación de flujo, aunado al bajo crecimiento de la deuda financiera, ha permitido que los niveles de endeudamiento muestren una tendencia a la baja a partir del año 2013, lo cual se refleja en la siguiente gráfica:

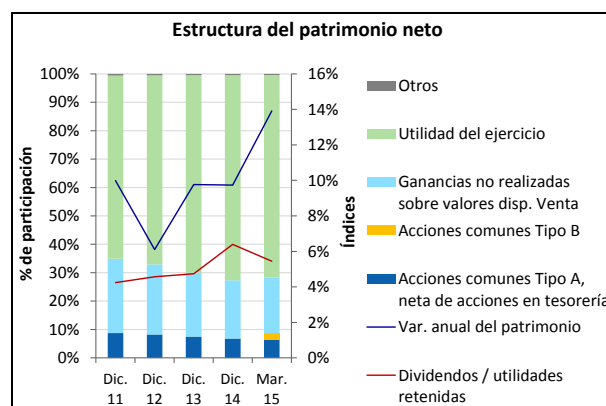


Solvencia

El patrimonio consolidado de UNESA totalizó US\$185.5 millones al 31 de marzo de 2015, luego de haber experimentado un incremento anual de 13.9%.

La composición del patrimonio indica que las utilidades no distribuidas han sido el rubro que ha propiciado la mejora en el patrimonio durante los últimos 4 ejercicios fiscales, toda vez que el valor de las acciones comunes tipo A ha permanecido en US\$12.1 millones (neto de acciones en tesorería) y las ganancias no realizadas sobre las inversiones han reflejado US\$36.3 millones de manera constante para este intervalo de tiempo.

De manera referencial, el Conglomerado ha distribuido dividendos comunes que han representado, en promedio, 26.3% de la utilidad neta para los últimos 4 años, lo cual ha permitido retener la mayor de las utilidades para contribuir al giro normal de negocio y mantener su bajo nivel de apalancamiento.



Como hecho relevante, UNESA comunicó a sus accionistas Tipo A la decisión de realizar una oferta pública de acciones comunes Tipo B, sin valor nominal y sin derecho a voto a través de la Bolsa de Valores de Panamá (BVP). Estas acciones tienen los mismos derechos económicos y recibirán los mismos dividendos que se paguen a los accionistas comunes tipo A. La BVP autorizó la emisión de 3.0 millones de acciones comunes Tipo B, de las cuales UNESA emitió, de forma inicial, 200 mil acciones a costo unitario de US\$28.4. El resultado de esta iniciativa será un aporte de capital adicional por US\$5.7 millones (US\$4.0 millones al 31 de marzo de 2015), los cuales serán utilizados para la adquisición de terrenos para el desarrollo de viviendas a mediano y largo plazo.

Equilibrium considera que esta emisión constituye una alternativa de fondeo adicional favorecedora, ya que aligeraría la presión sobre el endeudamiento del Conglomerado, en virtud de que UNESA pudiese emitir un mayor número de acciones comunes Tipo B en la medida que lo necesite, además de que estas acciones computan como capital común.

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.12	Dic.13	Mar.14*	Dic.14	Mar.15*
Rentabilidad					
ROAA ¹	4.3%	6.2%	6.0%	7.2%	8.0%
ROAE ²	8.6%	12.2%	11.6%	13.3%	14.7%
(Ingresos operativos - Costo de ventas) / Ingresos operativos	38.0%	40.4%	41.3%	43.8%	43.6%
Gastos generales y administrativos / Ingresos operativos	17.9%	17.3%	18.1%	18.8%	17.8%
EBITDA ³ (En US\$ miles) - 12 meses	26,387	35,873	35,437	39,250	43,011
Gastos financieros 12 meses	4,651	6,414	6,637	6,002	6,398
EBITDA / Ingresos operativos	23.8%	27.7%	28.1%	31.4%	32.5%
EBITDA / Gastos financieros (veces)	5.67	5.59	5.34	6.54	6.72
EBITDA / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	0.34	0.61	0.64	0.63	0.73
(EBITDA + Inversiones) / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	0.95	1.42	1.50	1.41	1.55
Utilidad neta / Ingresos operativos	11.1%	14.5%	14.4%	18.0%	19.3%
Otros ingresos / Utilidad neta	20.8%	18.4%	19.3%	23.1%	20.7%
Liquidez y Flujos					
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.19	1.56	1.54	1.57	1.68
(Activos corrientes - Inventario - Gastos anticipados) / Pasivos corrientes	0.90	1.26	1.30	1.32	1.41
Cuentas por cobrar / Activos	7.2%	8.0%	5.5%	9.3%	8.1%
Cuentas por cobrar / Ingresos operativos	19.5%	19.0%	13.2%	23.7%	20.4%
Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles)	4,027	33,057	32,210	24,039	14,860
Flujo de Caja Operativo, previo a las Variaciones de Capital de Trabajo (FCO Pre VCT) (En US\$ miles)	17,580	28,788	28,831	32,414	34,512
FCO Pre VCT / Deuda financiera	13.2%	24.0%	24.9%	27.6%	27.8%
FCO Pre VCT / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo)	0.23	0.49	0.52	0.52	0.58
FCO Pre VCT / Gastos financieros (veces)	3.78	4.49	4.34	5.40	5.39
FCO Pre VCT / CAPEX (veces)	0.83	3.30	3.83	3.06	2.49
Dividendos / Utilidad neta	31.7%	23.6%	25.0%	30.0%	27.0%
Endeudamiento					
Deuda financiera (En US\$ miles)	133,514	119,759	115,775	117,511	124,317
Deuda financiera de corto plazo / Deuda financiera	54.2%	43.7%	42.5%	47.6%	42.8%
Deuda financiera / Pasivos	87.6%	83.2%	83.3%	82.8%	83.8%
Deuda financiera / Patrimonio	90.9%	74.3%	71.1%	66.4%	67.0%
Utilidad neta / Deuda financiera de corto plazo	17.0%	35.9%	36.8%	40.1%	48.1%
Gastos financieros brutos / Deuda financiera promedio	3.8%	5.1%	5.4%	5.1%	5.3%
Deuda financiera / Activos	44.6%	39.2%	38.3%	36.8%	37.2%
Deuda financiera / EBITDA (veces)	5.37	3.59	3.27	3.23	2.89
Deuda financiera / (EBITDA - CAPEX) (veces)	35.55	4.85	4.15	4.56	4.27
Deuda financiera / FCO Pre VCT (veces)	7.59	4.16	4.02	3.63	3.60
Capitalización					
Activo fijo / Patrimonio	42.4%	40.2%	39.6%	35.0%	34.2%
Pasivos / Activos	50.9%	47.2%	46.1%	44.5%	44.4%
Pasivos corrientes / Pasivos totales	56.1%	47.6%	44.8%	49.9%	45.1%
Pasivos / Patrimonio (veces)	1.04	0.89	0.85	0.80	0.80
Pasivos corrientes / Patrimonio	58.1%	42.5%	38.2%	40.1%	36.1%
Patrimonio / Activos	49.1%	52.8%	53.9%	55.5%	55.6%
Patrimonio / Activos fijos	179.0%	192.6%	195.3%	202.3%	208.9%
Capital primario / Patrimonio	75.3%	77.5%	77.7%	79.5%	80.4%
Deuda financiera / Capital primario (veces)	1.21	0.96	0.91	0.84	0.83
Pasivos / Capital Primario (veces)	1.38	1.15	1.10	1.01	0.99
Capital Primario / Activos fijos neto	134.8%	149.3%	151.8%	160.8%	168.1%
Otros indicadores					
Rotación de cuentas por cobrar (días) ⁴	70.1	68.3	47.7	85.4	73.6
Rotación de inventario corriente (días) ⁵	121.6	90.0	71.5	84.4	85.7
Rotación de cuentas por pagar (días) ⁶	44.7	48.3	37.0	43.3	38.1
Crecimiento anual de activos	11.2%	2.0%	1.4%	4.5%	10.6%
Crecimiento anual de ingresos operativos	9.0%	16.4%	-11.4%	-3.4%	29.2%
Crecimiento anual de los gastos financieros	22.9%	25.9%	-6.1%	-20.6%	-23.6%
Crecimiento anual de la utilidad neta	-21.1%	52.2%	-18.9%	19.6%	112.0%
Depreciación del ejercicio / Activos fijos	9.8%	10.5%	10.6%	10.2%	10.3%

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 + Intereses capitalizados al costo de ventas

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 a los 12 últimos meses