



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

Ciudad de Panamá, Panamá

27 de junio de 2014

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.14	Dic.13		Mar.14	Dic.13
Activos:	301.9	305.2	U. Neta:	2.8	18.8
Pasivos:	139.0	143.9	ROAA:	6.0%	6.2%
Patrimonio:	162.9	161.2	ROAE:	11.2%	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, así como información adicional proporcionada por la Entidad.

Fundamento: Luego de la evaluación efectuada con información a diciembre 2013 y actualizada a marzo 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 fundamenta en la destacada trayectoria de las empresas que conforman el Conglomerado dentro del mercado local, además del posicionamiento de su franquicia, lo que ha facilitado el crecimiento anual de sus ingresos operativos provenientes de una base amplia de clientes, así como el buen acceso a deuda financiera bancaria y de mercado a bajo costo. La Entidad también ha mantenido consistencia en la proporción de sus costos y gastos operativos, lo cual ha beneficiado su nivel de EBITDA¹ a través de los últimos años, y a su vez, permite reflejar alta cobertura de los gastos financieros anuales. Se valoran las políticas dirigidas a mantener bajo nivel de apalancamiento, al mismo tiempo que la participación del patrimonio neto sobre la estructura de capital (pasivos + patrimonio) ha promediado 51.0% en los últimos 4 años, como consecuencia de la retención de utilidades. También 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.

Dado que la industria de la construcción es cíclica por naturaleza y que la unidad de viviendas registra una escala operativa menor en comparación con algunas empresas desarrolladoras en Latinoamérica, se pondera la sensibilidad ante ajustes en la demanda por cambios económicos que redunden en reacomodos en la proyección de ingresos, así como la sensibilidad al incremento en el costo de insumos o recursos financieros. Esta condición es compensada por el buen posicionamiento de la unidad de venta de viviendas, la cual está representada por Sociedad

Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA), dentro de la provincia de Panamá y al desarrollo de terrenos para ventas futuras de viviendas en el largo plazo. Esto se acompaña por la 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 los terrenos y de corto plazo para apoyar a las necesidades de capital de trabajo. Por lo tanto, la cobertura de los flujos sobre el servicio de deuda² es ajustada, aunque también se dispone de activos líquidos que permiten atender los compromisos ante posibles escenarios de estrés. Por otro lado, la Entidad registra concentración de utilidades provenientes de su principal línea de negocio.

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

Los activos más representativos dentro del balance son las partidas de inventario de largo plazo para el desarrollo de proyectos de vivienda, las cuales están conformadas por el costo de los terrenos y costos de construcción en proceso, cuya participación conjunta ha promediado 34% del total de activos en los últimos años.

El Conglomerado redujo el monto de su deuda financiera desde US\$133.5 millones al cierre de 2012, hasta US\$115.0 millones a marzo 2014, principalmente la deuda con vencimiento menor de 1 año (de corto plazo), lo cual coincide con un menor requerimiento de compra de inventarios y de activo fijo, lo cual a su vez, explica la desaceleración del crecimiento del activo consolidado durante este periodo.

La deuda de corto plazo representó 42.8% del total a marzo 2014, cuyo propósito es financiar requerimientos puntuales de capital de trabajo para las diferentes compañías de UNESA, y que en su mayoría está conformada por líneas

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

² Gastos financieros + Porción de Deuda financiera de corto plazo.

de crédito revolventes otorgadas por bancos y Valores Comerciales Negociables (VCN). Por su parte, la deuda financiera con vencimiento a más de 1 año está conformada –en buena medida– por bonos corporativos de muy largo plazo colocados en el mercado local y cuyos fondos se utilizan primordialmente para financiar la compra de terrenos para su posterior desarrollo, así como de activos fijos, en concordancia con la estrategia utilizada para la amortización de estos instrumentos mediante el flujo de las operaciones provenientes de la venta futura de los proyectos en marcha.

La deuda financiera registrada en UNESA es solicitada por medio de SUCASA, quien juega el rol de emisor y deudor ante el mercado, con el objetivo que esta compañía financie sus operaciones, y además, otorgue flujos al resto de las unidades, en caso de ser requerido.

En cuanto al desempeño, el Grupo registró utilidad neta por la suma de US\$18.8 millones durante el 2013, el cual ha sido el máximo monto en su historia corporativa.

El EBITDA proveniente de la unidad de viviendas explicó 72.0% del monto consolidado, debido al buen desempeño de sus ventas, las cuales crecieron US\$15.7 millones de un año a otro, ó 23.2% en términos relativos, lo cual también se acompañó de menores proporciones en costos y gastos operativos en relación al ingreso operativo.

Las demás unidades de negocio incrementaron sus ventas de un año a otro, sólo con la diferencia de ventas y alquileres de equipos, aunque favorablemente, el EBITDA reflejado por cada una de estas empresas fue superior a los US\$1.5 millones, exceptuándose la Financiera. Esto permite que las empresas del Grupo reflejen coberturas de EBITDA sobre servicios de deuda superiores a 1.0 veces, con excepción de la unidad de viviendas y de equipos.

Tomándose en consideración que 83.5% de la utilidad neta acumulada por el Conglomerado en los dos últimos cierres fiscales se explicó por la industria de construcción de viviendas, se estima que la utilidad del Grupo estará similar o por debajo de la reflejada durante el 2013, ya que durante el primer trimestre del 2014, la unidad de viviendas refleja un menor crecimiento en sus ventas en el comparativo interanual, debido al ciclo de estimación de entrega de 5 nuevos proyectos que comenzarán a generar ingresos en el año 2015, aunado a factores vinculados a condiciones político-económicas que atraviesa Panamá, incluida la transición del nuevo gobierno electo, retrasos en la aprobación de planos de urbanización por parte del Estado, entre otros, que a su vez presionaron la utilidad neta consolidada hacia la baja en relación a marzo 2013.

Por su parte, el resto de las empresas del Grupo aún cuentan con desafíos en el crecimiento de sus utilidades de forma sostenida para que ejerzan una mayor contribución sobre el resultado consolidado. Favorablemente, UNESA se encuentra reforzando sus empresas de forma que, a futuro, comiencen a incrementar sus utilidades.

En cuanto a la liquidez, los activos corrientes o, aquellos realizables en un período menor a 1 año, representan 1.56 veces sobre el total de pasivos corrientes o aquellos exigibles en un periodo de tiempo similar, incluyéndose la deuda financiera de corto plazo. La cobertura se beneficia por los títulos disponibles para la venta, los cuales totalizan US\$47.3 millones, todos registrados a su precio razonable hasta diciembre 2010, los cuales se distribuyen en participaciones accionarias de entidades bancarias de amplio reconocimiento en el mercado local.

A nivel de flujos, el Flujo de Caja Proveniente de las Actividades de Operación totalizó US\$33.1 millones, el cual ha sido el mayor de los últimos años. Asimismo, el flujo operativo al descontarse las variaciones en capital de trabajo³ totalizó US\$28.8 millones, el cual también fue el máximo monto en el registro histórico. Aunque estos montos no son suficientes para cubrir una exigencia inmediata de servicio de deuda, la calificadora reconoce que el posicionamiento y poder de negociación del Grupo le permite contar con bajo costo financiero y la posibilidad de refinanciar su deuda de corto plazo con entidades bancarias de la plaza local. Adicionalmente, la liquidación de inversiones disponibles para la venta 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 15 meses y constituir una reserva en efectivo hasta por US\$12.0 millones durante el 2014.

El patrimonio ha crecido –en promedio– 8.9% durante el último quinquenio, cuya variación ha sido ligeramente menor 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.

³ Variación anual 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. 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.
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.

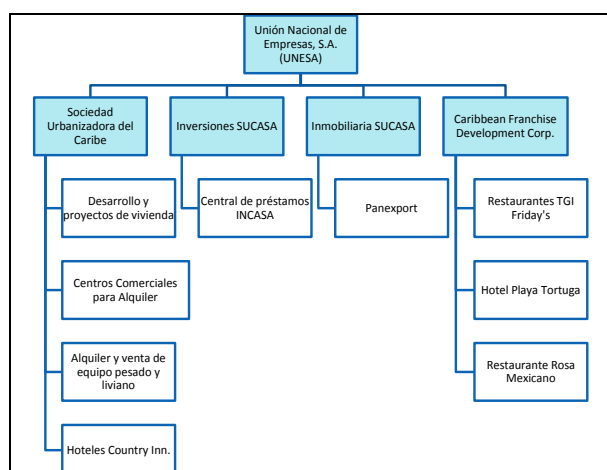
Amenazas

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, y Rosa Mexicano desde enero del 2012.
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.



Gobierno corporativo y estructura Gerencial

UNESA se encuentra regulada en su creación y operaciones por el marco general de funcionamiento que estipula el Ministerio de Comercio e Industria de Panamá, aunque no existe un ente fiscalizador especializado.

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.

El equipo gerencial se encarga de la administración de las distintas unidades de negocio. La estructura integra 4 Vicepresidencias, cada una de las cuales dirige distintos departamentos o gerencias de las áreas funcionales, sucursales, tiendas o divisiones de cada unidad de negocio. A su vez, cada unidad de negocios tiene uno o varios gerentes que reportan directamente al Presidente Ejecutivo, quien dirige, coordina y supervisa todas las actividades productivas y de apoyo, y quien a su vez, reporta a la Junta Directiva.

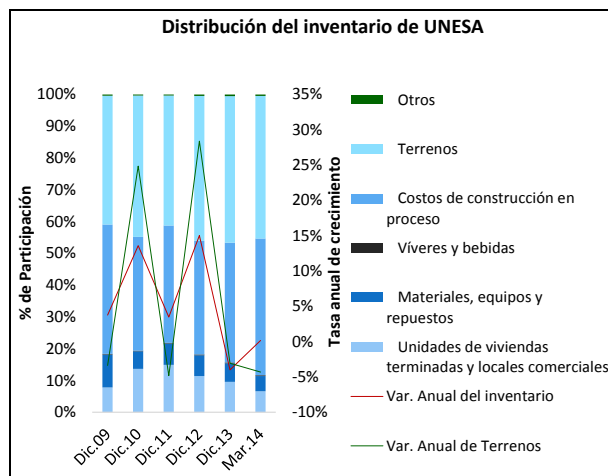
DESEMPEÑO FINANCIERO DE UNESA

Estructura de Activos

Los activos consolidados de UNESA totalizaron US\$301.9 millones al 31 de marzo de 2014, lo que representó un crecimiento anual de 1.4%.

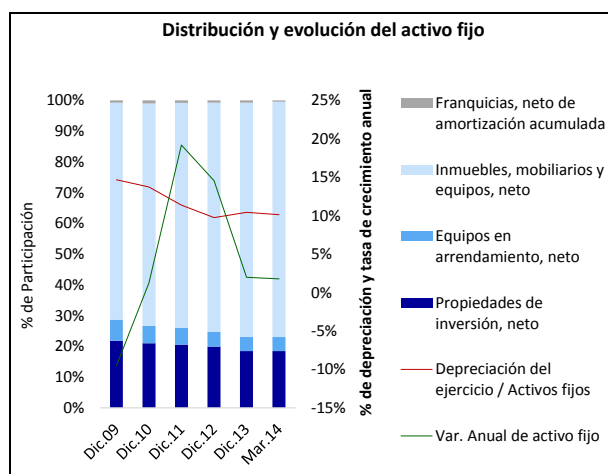
La mayor parte de los activos del Conglomerado se conforman por los inventarios y el activo fijo de las distintas compañías que administra. Por lo tanto, el crecimiento del balance se desacelera por consecuencia directa de estas dos cuentas, las cuales además habían explicado una buena parte del crecimiento durante el año 2012. Esta circunstancia obedece al ciclo de requerimiento

de capital de trabajo que experimenta UNESA, ya que la mayor parte de sus activos se destinan para la ejecución de la estrategia de venta de viviendas. Esto se evidencia en el registro histórico del último quinquenio, en donde la Entidad incrementa el monto de terrenos de manera significativa cada 2 años.



La mayoría de los inventarios corresponden a la unidad de venta de viviendas, con una mínima porción de materiales, equipos y repuestos, que pertenecen a COAMCO, así como los víveres y bebidas de la unidad de restaurantes y hoteles. 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 crece a menor ritmo durante el 2013, ya que el Grupo había realizado una inversión importante en su infraestructura en los 2 años precedentes, principalmente en sus unidades de hoteles, restaurantes y alquileres. Es de mencionar también que la depreciación acumulada disminuye su proporción respecto al activo fijo durante los últimos 2 años, lo cual coincide con la adquisición de nueva propiedad, planta y equipo.



De particular interés, entre las principales adquisiciones de nuevo activo fijo durante el año 2012, se menciona que la unidad de restaurantes inauguró 2 Friday's (Albrook Mall y Multiplaza), además del primer restaurante Rosa

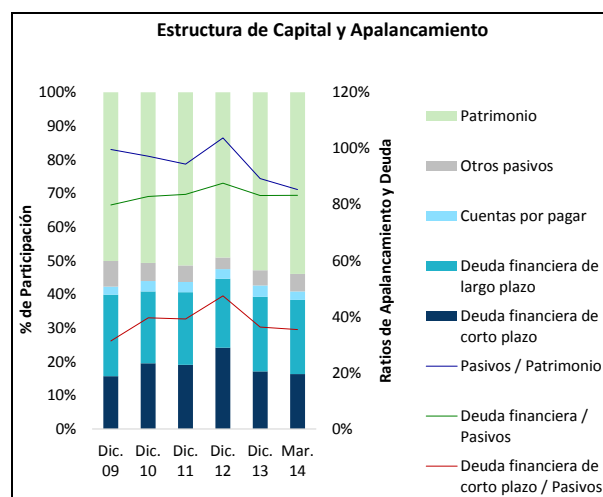
Mexicano. Por el lado de la zona procesadora, se habían construido 3 nuevas galeras para ampliar la capacidad de ocupación. En cuanto a los hoteles, el Grupo decidió remodelar sus instalaciones en el Dorado y Amador. El Conglomerado no tiene previsto adquirir nuevo activo de manera significativa durante el 2014 en relación a lo existente en balance, ya que se estima potenciar la productividad de las unidades de negocio.

Los activos líquidos se conforman por: Efectivo, Depósitos en bancos e Inversiones disponibles para la venta, siendo éstas últimas valoradas en US\$47.4 millones y equivalen 74.8% 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

UNESA mantiene una política interna de mantener niveles bajos de apalancamiento [pasivos / patrimonio] en un nivel máximo de 1.25 veces en todo momento, que al cierre de marzo 2014 fue 0.85 veces. El promedio de este indicador durante el último quinquenio fue 0.95 veces, lo que refleja un bajo nivel de apalancamiento.

La mayor parte de los pasivos está conformado por la deuda financiera equivalente a US\$115.0 millones, que es aquella generadora de costo financiero y otorga disponibilidad de recursos para financiar el crecimiento de los inventarios y activos fijos del Conglomerado.



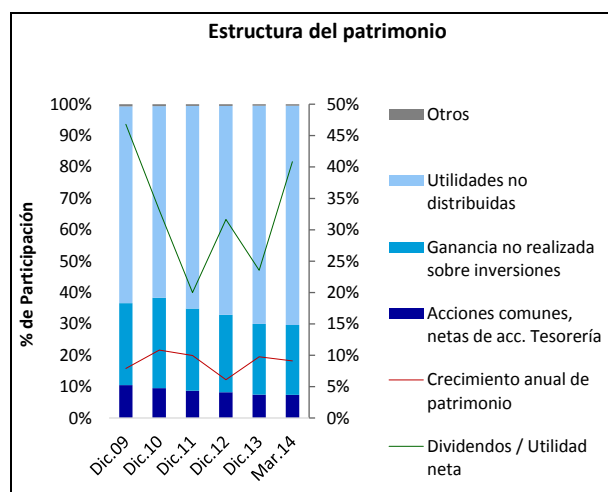
La empresa SUCASA es la empresa que adquiere la deuda financiera para financiar sus propias actividades y las correspondientes al resto de las unidades del Grupo. Es decir, SUCASA es la empresa emisora de los instrumentos de deuda corporativa colocados en el mercado panameño (Bonos y Valores Comerciales 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.

Los préstamos a largo plazo representan 57.2% de la deuda a marzo 2014 y está compuesta en gran medida por bonos emitidos en el mercado panameño. Estas fuentes pasivas se utilizan, principalmente, para financiar la compra de terrenos en los que se desarrollarán los proyectos de urbanización, además de remodelaciones, ampliaciones y adquisición de activos fijos para SUCASA y 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.

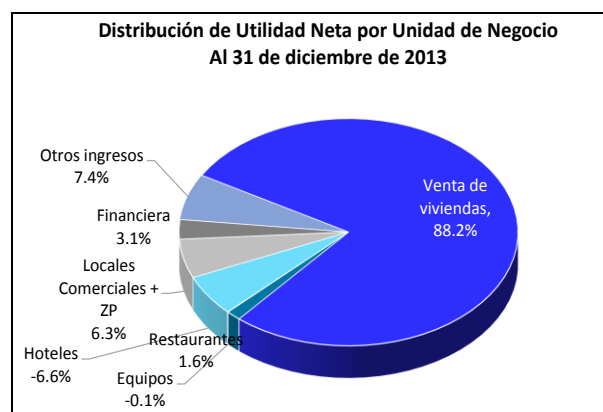
La mayor parte del patrimonio neto está conformado por las utilidades no distribuidas, lo cual ha sido un aspecto favorecedor al apalancamiento bajo. También contribuye el hecho de que se registren ganancias no realizadas por la revalorización de las inversiones disponibles para la venta (hasta diciembre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



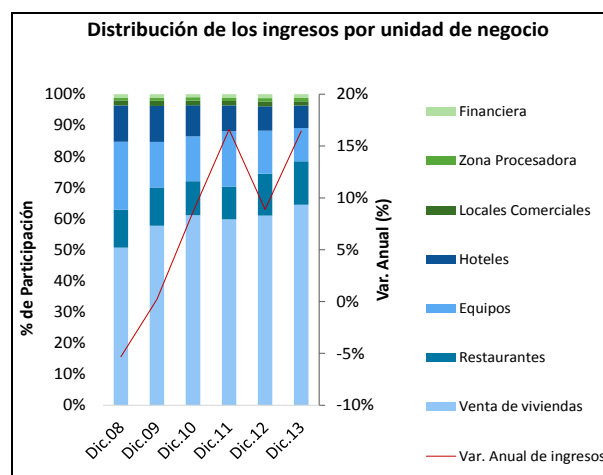
El número de acciones comunes en circulación totalizan 5,129,939 acciones, cuyo valor en libros es US\$31.1 por acción. La compañía ha mantenido un promedio de dividendos pagados / utilidad neta de 31.0% durante el último quinquenio, lo cual ha permitido retener la mayor de las utilidades para contribuir al giro normal de negocio.

Resultados y Rentabilidad

La utilidad neta de UNESA totalizó US\$18.8 millones, lo que representa un aumento interanual de 52.2% respecto al ejercicio previo. Esto le representó al Grupo su mayor utilidad neta histórica que fue resultado de un buen desempeño de su principal unidad de negocios (vivienda). Durante este ejercicio, las otras unidades de negocio aportaron 4.4% a la utilidad neta consolidada, mientras que los otros ingresos aportaron 7.4%. Los otros ingresos están conformados, en su mayoría, por la venta de terrenos que no son ingresos recurrentes y que tampoco forman parte del giro normal de negocio, por lo que no se consideran a la hora del presupuesto de la unidad de vivienda, y cada oferta es evaluada caso por caso.



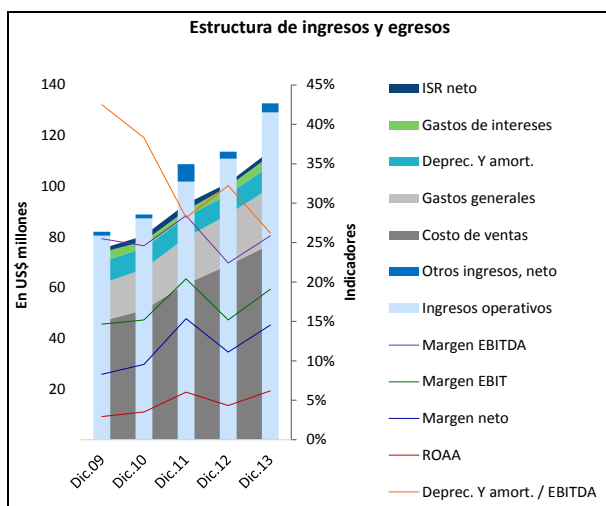
La unidad de viviendas generó ventas por US\$83.3 millones, la cual equivale un crecimiento interanual de 23.3%, el mayor de los últimos años. Esta condición le permitió incrementar su aporte de ventas al consolidado hasta 64.5% al cierre del 2013. La única unidad de negocio que no incrementó sus ventas fue la de alquiler de equipos, que de US\$15.4 millones en el 2012, pasa a registrar US\$13.8 millones durante el 2013.



La distribución de los ingresos se concentra en una unidad de negocio debido a la elevada trayectoria de la misma. El resto de las unidades de negocio apañan un mercado meta más reducido, a la vez que cuentan con un máximo de 20 años de haber iniciado sus operaciones, en comparación con la unidad de viviendas (más de 45 años).

A nivel de Grupo, la proporción del costo de ventas sobre el total de ingresos operativos ha promediado 59.8% durante el último quinquenio. La mayor parte del costo de ventas corresponde a la unidad de viviendas, en donde se incluye las compras de materias primas, equipos, materiales de construcción, mano de obra, entre otras partidas. Por otra parte, la participación de los gastos generales y administrativos sobre los ingresos operativos ha promediado 18.0% durante este intervalo.

La unidad de viviendas explica la mayor parte de la utilidad operativa, la cual se incrementó de manera significativa de un año a otro. Otros negocios que tuvieron buenos desempeños a pesar del menor volumen de sus ventas, fueron locales comerciales, zona procesadora y la Financiera. Si bien los restaurantes mostraron una baja contribución en el resultado operativo consolidado, se observa una mejora en su desempeño en relación al año anterior. Por su parte, la unidad de equipos reflejó una leve pérdida neta debido a su menor volumen de ventas por la reestructuración de su estrategia y procesos al cambiar de representación a mediados de año, mientras que la unidad de hoteles mostró una pérdida neta de US\$1.2 millones como consecuencia de una menor tasa de ocupación por las condiciones de competencia en esta industria.

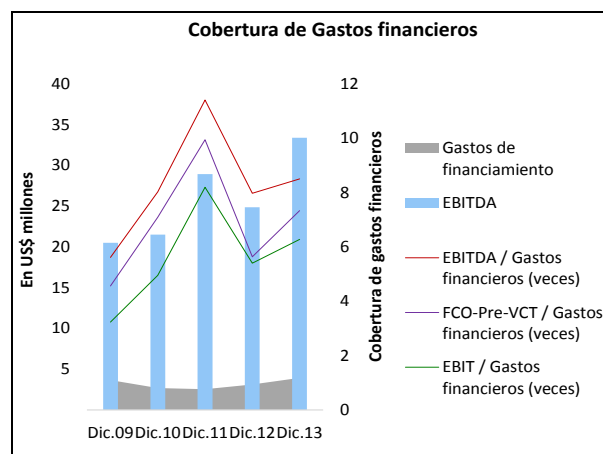


En cuanto al desempeño del Conglomerado durante el primer trimestre del 2014, la utilidad neta totalizó US\$2.8 millones, la cual ha sido menor en comparación con el mismo período del 2013, principalmente por la disminución en las ventas de SUCASA por ciertos retrasos en la aprobación de planos de urbanización por el sector público, y al mismo tiempo, se espera que se culmine la transición del nuevo gobierno electo a mediados de año. Además, se contempla que 5 proyectos residenciales ubicados en la provincia de Panamá comiencen a generar sus primeros ingresos durante el 2015. Favorablemente, la Administración proyecta que las diferentes unidades de negocio comienzan a generar mejores resultados durante el resto del año 2014.

Flujos y Coberturas sobre Servicio de Deuda

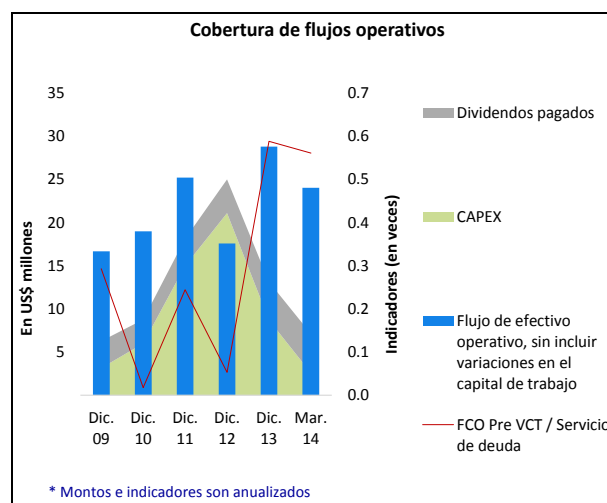
Luego de descontar costos y gastos operativos, así como añadir los ingresos diversos o extraordinarios, se obtiene el monto de EBITDA del Conglomerado, el cual totalizó US\$33.4 millones durante el 2013. Este indicador equivale

al resultado neto proveniente de las operaciones y que está disponible para hacer frente a los gastos financieros y de impuesto sobre la renta, sin incluir el gasto de depreciación y amortización, que a su vez constituyen partidas contables y no de flujo. En este contexto, el EBITDA es amplio para cubrir los gastos financieros que se registran 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 financiero⁴ como consecuencia de su poder de marca, posicionamiento y amplio acceso al crédito.



En cuanto a flujos, el Flujo de Caja Proveniente de las actividades de operación (FCO) totalizó US\$33.1 millones, el cual ha sido la mayor suma en los últimos años, como consecuencia del buen nivel de ingresos que registró la Entidad, en especial, la unidad de venta de viviendas. Este incremento en los flujos le permitió 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.

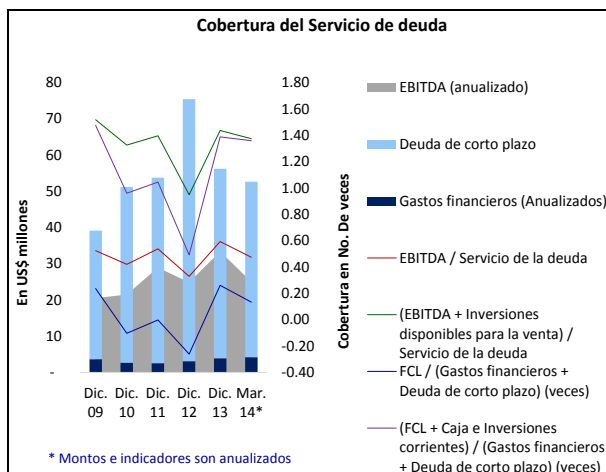
Por su parte, las Variaciones en el Capital de Trabajo (VCT) han sido positivas durante los últimos meses, como producto de la mayor rapidez de entrega de viviendas, al mismo tiempo que UNESA se encuentra en la fase de menor requerimiento de inventarios.



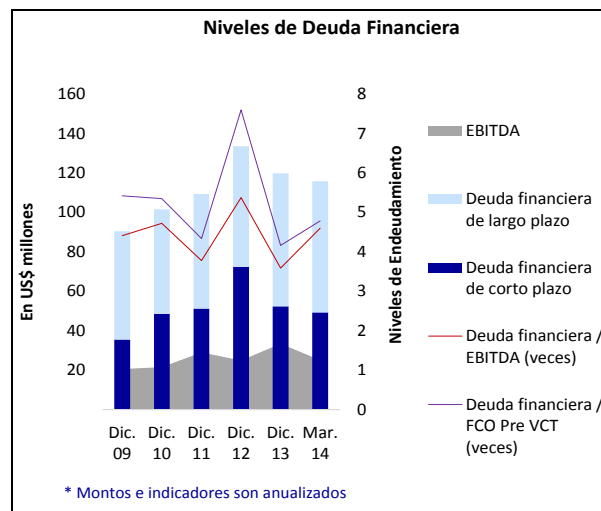
⁴ Costo de endeudamiento financiero = Gastos financieros / Deuda financiera promedio.

En el gráfico anterior se muestra cómo el flujo descontado de las variaciones en capital de trabajo se incrementa durante los últimos 15 meses, al mismo que la proporción de CAPEX⁵ y dividendos comunes pagados también disminuye de forma paralela. Esto permitió reflejar 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. No obstante, los resultados proyectados para el 2014 son menores, por lo cual Equilibrium dará observación a la evolución de la deuda financiera y de los flujos.

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. Por lo tanto, tanto el EBITDA como el Flujo de Caja Libre⁶ (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 al primer trimestre del 2014 es mayor en comparación con el resto de los periodos, 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, dígase tasas de interés o plazo. Favorablemente, el Conglomerado cuenta con baja proporción de gastos financieros, lo cual permite absorber incrementos moderados en los precios.



Como punto adicional, en los próximos meses UNESA contempla constituir una reserva en efectivo que se encuentre disponible en el balance para contingencias. El efecto de esta reserva sobre los indicadores de liquidez, cobertura y de endeudamiento serían favorecedores. En el caso de la cobertura del servicio de deuda, se consideraría la reserva como activo adicional al EBITDA o a los flujos operativos, dependiendo de la métrica que se evalúe. Equilibrium dará observación a los efectos reales que produciría la reserva en el balance.

⁵ CAPEX (*Capital Expenditure*): Inversiones de capital. Egresos para la adquisición de activos fijos.

⁶ FCL = Flujo de Caja Operativo – CAPEX – Dividendos pagados + Flujo de Caja No Operativo.

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Mar.13*	Dic.13	Mar.14*
Rentabilidad						
ROAA ¹	3.5%	6.0%	4.3%	4.6%	6.2%	6.0%
ROAE ²	7.0%	11.8%	8.6%	9.2%	12.2%	11.2%
(Ingresos operativos - Costo de ventas) / Ingresos operativos	41.3%	39.6%	37.9%	40.8%	40.4%	45.1%
Utilidad operativa / Ingresos operativos	15.2%	20.4%	15.2%	17.1%	19.1%	16.0%
Gastos generales y administrativos / Ingresos operativos	18.5%	17.9%	18.0%	17.9%	17.3%	22.2%
Gastos financieros / Ingresos operativos	3.1%	2.5%	2.8%	3.8%	3.0%	4.1%
EBITDA ³ (En US\$ miles)	21,495	28,939	24,853	27,911	33,384	25,003
EBITDA / Ingresos operativos	24.6%	28.4%	22.4%	24.0%	25.9%	24.2%
EBITDA / Gastos financieros (veces)	8.02	11.41	7.97	6.23	8.50	5.94
EBIT ⁴ / Gastos financieros (veces)	4.95	8.19	5.40	4.43	6.28	3.93
EBIT / Ingresos operativos	15.2%	20.4%	15.2%	17.1%	19.1%	16.0%
EBITDA / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	0.42	0.54	0.33	0.46	0.59	0.48
(EBITDA + Inversiones) / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	1.33	1.40	0.95	1.24	1.44	1.37
(EBITDA + 50% de Inversiones) / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	0.98	1.19	0.74	0.96	1.22	1.12
Depreciación / (Costos y gastos + Depreciación)	10.9%	9.3%	8.3%	8.2%	8.1%	9.6%
Depreciación / EBITDA	38.3%	28.2%	32.2%	28.9%	26.2%	33.8%
Utilidad neta / Ingresos operativos	9.6%	15.3%	11.1%	11.8%	14.5%	10.8%
Utilidad neta / Gastos financieros (veces)	3.12	6.16	3.95	3.05	4.78	2.64
Otros ingresos / Utilidad neta	18.4%	44.0%	22.3%	9.4%	19.2%	12.9%
Liquidez y Flujos						
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.50	1.52	1.19	1.38	1.56	1.54
(Activos corrientes - Inventario - Gastos anticipados) / Pasivos corrientes	0.40	0.44	0.35	0.46	0.56	0.54
Cuentas por cobrar / Activos	7.6%	7.9%	7.2%	7.2%	8.0%	5.5%
Cuentas por cobrar / Ingresos operativos	21.7%	21.0%	19.5%	18.3%	19.0%	16.2%
Cuentas por cobrar de clientes / Ventas de casas	25.7%	24.6%	20.4%	19.2%	19.4%	15.2%
Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles)	910	13,139	4,027	32,922	33,057	29,534
Flujo de Caja Operativo, previo a las Variaciones de Capital de Trabajo (FCO Pre VCT) (En US\$ miles)	18,988	25,214	17,580	23,866	28,788	24,036
FCO Pre VCT / Deuda financiera	18.7%	23.1%	13.2%	18.5%	24.0%	20.9%
FCO Pre VCT / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo)	0.02	0.24	0.05	0.54	0.59	0.56
Flujo de caja no operativo (en US\$ miles)	2,606	4,915	1,343	-6,399	-5,229	-15,374
FCO Pre VCT / Gastos financieros (veces)	7.09	9.94	5.64	5.33	7.33	5.71
FCO Pre VCT / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo + Dividendos pagados)	0.35	0.44	0.22	0.37	0.47	0.42
Inversiones de capital (CAPEX) (En US\$ miles)	6,002	14,997	21,097	7,350	8,714	2,596
FCO Pre VCT / CAPEX (veces)	3.16	1.68	0.83	3.25	3.30	9.26
Dividendos pagados (US\$ miles)	2,766	3,127	3,903	4,110	4,421	4,528
Flujo de Caja Operativo - CAPEX - Dividendos pagados + Flujo de Caja no Operativo (Flujo de Caja Libre o FCL) (US\$ miles)	-5,252	-70	-19,630	15,062	14,693	7,035
FCL / Total de pasivos promedio	-4.5%	-0.1%	-13.9%	10.0%	9.9%	5.0%
FCL / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	-0.10	0.00	-0.26	0.25	0.26	0.13
(FCL + Caja e Inversiones corrientes) / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo)	0.96	1.04	0.49	1.20	1.39	1.36
Dividendos / Utilidad neta	33.1%	20.0%	31.7%	30.0%	23.6%	40.8%
Dividendos / Utilidades retenidas	3.6%	3.5%	4.0%	4.1%	3.9%	4.0%
Endeudamiento						
Deuda financiera (En US\$ miles)	101,501	109,259	133,514	129,095	119,759	114,962
Deuda financiera de corto plazo / Deuda financiera	47.8%	46.9%	54.2%	43.6%	43.7%	42.8%
Deuda financiera / Pasivos	82.9%	83.6%	87.6%	87.0%	83.2%	82.7%
Deuda financiera / Patrimonio	80.6%	78.9%	90.9%	86.5%	74.3%	70.6%
Utilidad neta / Deuda financiera de corto plazo	19.9%	16.0%	20.0%	21.3%	30.1%	21.8%
Gastos financieros brutos / Deuda financiera promedio	2.8%	2.4%	2.6%	3.4%	3.1%	3.6%
Deuda financiera / Activos	40.9%	40.6%	44.6%	43.4%	39.2%	38.1%
Deuda financiera / EBITDA (veces)	4.72	3.78	5.37	4.63	3.59	4.60
Deuda financiera / (EBITDA - CAPEX) (veces)	6.55	7.84	35.55	6.28	4.85	5.13
Deuda financiera / FCO Pre VCT (veces)	5.35	4.33	7.59	5.41	4.16	4.78
Capitalización						
Activo fijo / Patrimonio	35.3%	38.5%	42.4%	41.5%	40.2%	39.6%
Pasivos / Activos	49.3%	48.6%	50.9%	49.8%	47.2%	46.1%
Pasivos corrientes / Pasivos totales	51.3%	51.4%	56.1%	46.5%	47.6%	44.8%
Pasivos / Patrimonio (veces)	0.97	0.94	1.04	0.99	0.89	0.85
Pasivos corrientes / Patrimonio	49.9%	48.5%	58.1%	46.2%	42.5%	38.2%
Patrimonio / Activos	50.7%	51.4%	49.1%	50.2%	52.8%	53.9%
Patrimonio / Activos fijos	210.0%	193.4%	179.0%	182.8%	192.6%	195.3%
Capital primario / Patrimonio	71.2%	73.8%	75.3%	75.7%	77.5%	77.7%
Deuda financiera / Capital primario (veces)	1.13	1.07	1.21	1.14	0.96	0.91
Pasivos / Capital Primario (veces)	1.37	1.28	1.38	1.31	1.15	1.10
Capital Primario / Activos fijos neto	149.5%	142.7%	134.8%	138.4%	149.3%	151.8%
Rentabilidad promedio sobre capital primario	9.6%	16.3%	11.6%	12.2%	15.9%	8.8%
Otros indicadores						
Rotación de cuentas por cobrar (días) ⁵	78.0	75.6	70.3	66.0	68.3	58.2
Rotación de inventario corriente (días) ⁶	146.2	141.9	121.6	86.4	90.0	93.4
Rotación de inventario de viviendas (años) ⁷	2.5	2.3	2.3	2.5	2.1	3.3
Rotación de cuentas por pagar (días) ⁸	54.0	48.4	44.7	41.5	48.3	48.3
Depreciación del ejercicio / Activos fijos	13.7%	11.4%	9.8%	9.9%	10.5%	10.1%
Valor en libro de las acciones unitario (US\$)	24.27	26.71	28.35	28.83	31.14	31.47
Número de acciones	5,123	5,128	5,128	5,128	5,130	5,130
Valor de acciones / Utilidad (US\$)	14.9	8.8	11.8	10.8	8.5	14.6
Dividendo / Acción (US\$)	0.54	0.61	0.76	3.21	0.86	3.53
Utilidad por acción (US\$)	1.63	3.05	2.40	2.67	3.66	2.16

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)