



Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.

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

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación

12 de septiembre de 2017

Contacto:

(507) 214 3790

Eugenio Ledezma

Analista

eledezma@equilibrium.com.pa

Fernando Arroyo

Lead Analyst

farroyo@equilibrium.com.pa

*Para mayor información sobre la categoría otorgada remitirse al Anexo I.

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2013, 2014, 2015 y 2016 de Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA) y Subsidiarias, así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2016 y 2017. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/2017.

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

La calificación otorgada se sustenta en la fortaleza operativa que muestra el Conglomerado, plasmado en su participación en distintos sectores dentro de la República de Panamá, destacando la construcción y venta de viviendas. Lo anterior le permite continuar mostrando un crecimiento sostenido en sus activos productivos y en sus indicadores de rentabilidad, los mismos que mantienen la tendencia creciente apoyados en parte en un adecuado manejo de la eficiencia operativa. Al mismo tiempo, se pondera que UNESA registra una moderada palanca financiera -con tendencia decreciente- lo cual le permite mantener una adecuada cobertura tanto de los gastos financieros como del servicio de deuda (porción corriente de la deuda a largo plazo + gastos financieros) con el EBITDA¹ y con el Flujo de Caja Operativo. Resulta relevante indicar igualmente que el Grupo accede a una fuente diversificada de fondeo, la misma que incluye la emisión de Bonos, Valores Comerciales Negociables (VCNs), préstamos bancarios, entre otros, lo cual le permite un adecuado manejo del gasto

Instrumento

Calificación*

Entidad

A.pa

Perspectiva

Estable

financiero, plasmado en una baja participación respecto de los ingresos operativos del Grupo.

No obstante lo anterior, restringe a UNESA poder contar con una mayor calificación la relativa concentración de flujos provenientes de actividades asociadas al sector construcción y vivienda, los cuales tienden a sensibilizarse ante cambios desfavorables en las condiciones económicas del país. Asimismo, si bien no afecta de manera global los indicadores de rentabilidad del Grupo en vista que los mismos vienen mejorando, cabe indicar que mantiene una unidad de negocio que continúa registrando pérdidas. Se toma en cuenta igualmente la participación relativa de las inversiones en acciones registradas como disponible para la venta respecto al total de activos corrientes, las mismas que no se consideran del todo un activo de rápida realización, sensibilizando el indicador de liquidez del Grupo.

Como hecho relevante, se tiene que Sociedad Urbanizadora del Caribe (SUCASA) tomó la decisión de ejercer la redención anticipada parcial sobre la serie E de los Bonos Corporativos Rotativos por US\$4.3 millones, los cuales forman parte de la oferta de Bonos Corporativos de hasta US\$45.0 millones. La redención se realizó el 15 de enero de 2017.

¹ Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization.

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

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

- Fortalecimiento del capital común, toda vez que la principal partida del patrimonio neto corresponde a utilidades no distribuidas, lo cual debe ir de la mano con un indicador de palanca contable que se ubique dentro de rangos adecuados.
- Mejora de la cobertura del servicio de deuda estresado (que incluye los VCNs) tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo, lo cual debe ir acompañado de un indicador de palanca financiera adecuado.

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

- Deterioro pronunciado en la cobertura del servicio de deuda tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo.
- Aumento pronunciado de la palanca contable a raíz del reparto de dividendos.
- Deterioro pronunciado en sus indicadores de liquidez.
- Incumplimiento de alguno de los resguardos establecidos en los Programas de Bonos Corporativos calificados.
- Desaceleración de la economía panameña que impacte en el crecimiento del negocio y/o algún cambio en la normativa que impacte negativamente en el Grupo.

Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Desarrollos Recientes y Hechos de Importancia

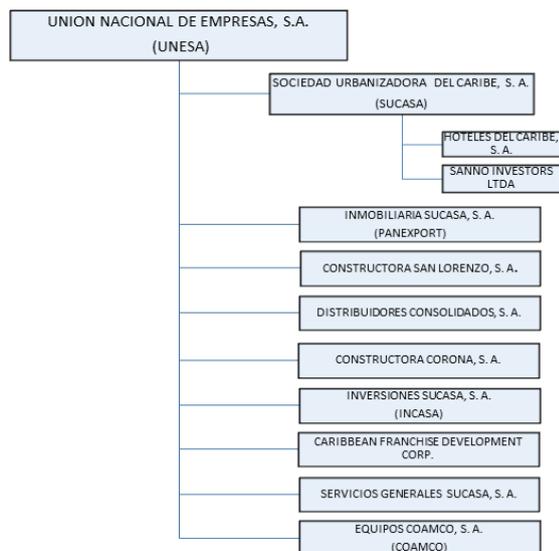
Unión Nacional de Empresas, S.A., es un conglomerado de empresas con domicilio en la República de Panamá, que cuenta con más de 49 años de existencia en su principal línea de negocios ejecutada por Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA), que consiste en la venta de viviendas para familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo. La Entidad integra varias unidades de negocios adicionales, pertenecientes a las siguientes industrias: hotelería, servicios financieros, alquiler y venta de equipo, administración de galeras y construcción de centros comerciales. La Empresa se apega a prácticas de gestión centralizadas apoyadas en procesos y tecnología de comercialización diferenciadas.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de UNESA se presentan en el Anexo II del presente informe. En este sentido, es de mencionar que dicha composición se mantiene sin cambios al corte de análisis.

Grupo Económico

En el siguiente cuadro proporcionado por el Emisor se muestra la estructura del Grupo:



Fuente: UNESA

Operaciones Productivas

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

1. **Viviendas:** SUCASA desarrolla y comercializa proyectos de vivienda, principalmente en el área metropolitana, los cuales se enfocan a un nivel socio-económico medio y bajo. También se incluye la venta de inmuebles comerciales. Es la unidad de negocio con mayor antigüedad en el Grupo y la que le aporta los mayores ingresos.
2. **Restaurantes:** Operan bajo las franquicias T.G.I. Friday's desde julio de 1995.
3. **Equipos:** Venta y alquiler de equipo liviano, mediano y pesado bajo la marca COAMCO, desde 1990.

4. **Hoteles:** Negocio de hotelería 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 franca para la exportación, bajo la marca PANEXPORT.
7. **Financiera:** Otorgamiento de préstamos de consumo, principalmente del sector privado, gubernamental y jubilados a través de la Central de Préstamos INCASA.
8. **Otras Operaciones:** Venta de terrenos, dividendos recibidos por inversiones, entre otros ingresos.

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

Activos y Liquidez

al 31 de diciembre de 2016, los activos totales de UNESA ascienden a US\$372.5 millones, mostrando una variación interanual de 5.8%, comportamiento que se explica por un lado en una mayor tenencia de efectivo y equivalente (+1.39 veces) y en un aumento en las cuentas por cobrar corrientes principalmente por mayores hipotecas (+21.3%), mientras que por el lado no corriente inciden los mayores costos de construcción en proceso (+6.3%), los valores disponibles para la venta (+5.3%), terrenos (+21.5%) y galerías y locales comerciales (+44.9% interanual).

Cabe indicar que, en el caso puntual de los activos fijos, estos presentan un retroceso de 21.2% hasta representar el 13.8% de los activos totales (18.6% en el 2015), lo cual se sustenta en las reclasificaciones realizadas en las construcciones en proceso (-US\$13.6 millones) y en mobiliario y equipo de restaurantes (-US\$2.2 millones).

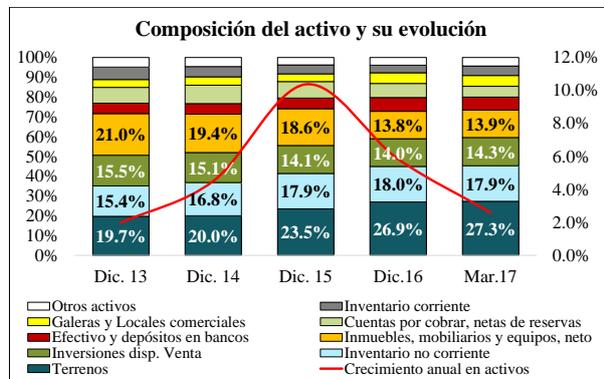
Al 31 de marzo de 2017, los activos retroceden en 1.8% respecto al cierre de 2016 al situarse en US\$365.9 millones, mientras que de forma interanual la variación resulta positiva en 2.6%. Las principales variaciones a lo largo del primer trimestre de 2017 corresponden a un menor saldo en las cuentas por cobrar corrientes (-24.1%), específicamente en las ventas de viviendas terminadas (-42.5%), mientras que el inventario de las viviendas y locales comerciales terminados aumenta en 37.5%.

En cuanto a la estructura del activo por rubros, el mismo está compuesto principalmente por terrenos (27.3% al primer trimestre de 2017), lo cual va de la mano con su actividad ya que los mismos están destinados al desarrollo de viviendas. En línea con lo anterior, los terrenos serán utilizados en proporción con el desarrollo de sus proyectos residenciales, conllevando a que parte de los mismos se encuentren registrados como propiedad de inversión. Según lo manifestado por el Grupo, los mismos no están destinados para ser desarrollados en el corto plazo y no están disponibles para la venta en el curso normal del negocio. Adicionalmente, y estrechamente relacionada a su actividad, UNESA cuenta con construcciones en proceso, las mismas que ascienden a US\$66.2 millones, representando 17.8% de sus activos totales al 31 de marzo de 2017.

Con relación a las inversiones en valores disponibles para la venta, las mismas ascienden a US\$52.3 millones,

representando el 14.3% de los activos totales al primer trimestre del ejercicio en curso, las mismas que se encuentran conformadas principalmente por acciones comunes, de las cuales el 92.9% son de partes relacionadas, entre las que se encuentran Empresa General de Inversiones, S.A. y Banco Panamá, S.A. Debido a que estas inversiones corresponde a títulos de renta variable, mantienen un grado de realización menor que títulos de renta fija emitidos por gobiernos u otras entidades con calificación de grado de inversión internacional. Adicionalmente, se consideran de baja realización dado que dichas inversiones corresponden a participaciones directas sobre estas compañías, junto con la baja actividad que presenta la Bolsa de Valores local.

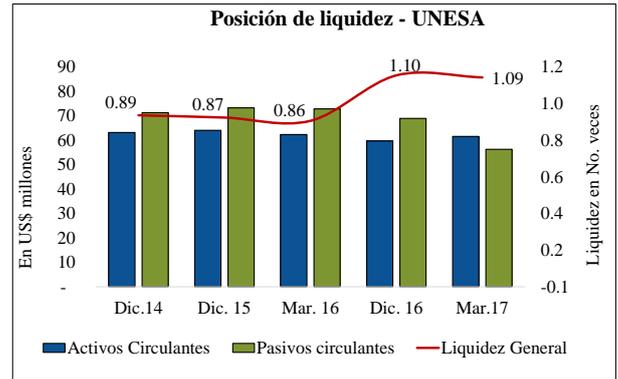
Es importante mencionar que, a nivel consolidado, los activos de UNESA se originan principalmente por las actividades de desarrollo y ventas de viviendas, las que proporciona SUCASA, con una participación de 57.0%.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Por el lado de la liquidez, se observa que los indicadores se han ubicado a lo largo de los últimos ejercicios en niveles ajustados, mostrando una mejora a partir del ejercicio 2016, toda vez que el capital de trabajo se sitúa en terreno positivo, lo cual se mantiene al primer trimestre del año en curso.

En este sentido, es de mencionar el efecto que tiene el desarrollo del principal negocio de UNESA, el mismo que requiere de un plazo largo para la obtención de del producto para la venta, ocasionando la división del inventario (largo y corto plazo). Al cierre del ejercicio 2016, el indicador de liquidez corriente se ubica en 1.1 veces, lo cual se sustenta en la menor utilización de financiamiento de corto plazo, comportamiento que se mantiene al primer trimestre de 2017. Esto último recoge una menor presión del pasivo corriente, toda vez que el mismo retrocede en 17.5% durante el 2016 y en 6.8% durante el primer trimestre de 2017, sustentado principalmente en una menor utilización de sobregiros y préstamos bancarios.

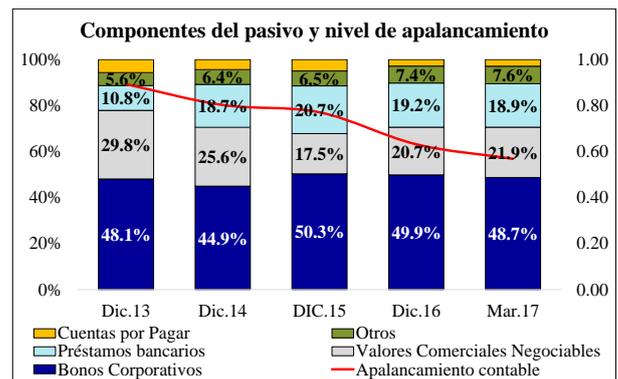


Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

En cuanto a las cuentas por cobrar a clientes, las mismas corresponden principalmente a la venta de viviendas terminadas, con la característica de ser casas entregadas, lo que proporciona un flujo de efectivo constante en el corto plazo. Este efecto también se materializa en los inventarios de corto plazo, toda vez que los mismos están representados por unidades de viviendas y locales comerciales terminados, los cuales estarían próximos a ser entregados.

Estructura Financiera y Solvencia

Al 31 de diciembre de 2016, UNESA registra pasivos por US\$144.2 millones, mostrando un retroceso de 5.9% con respecto al período anterior, financiando de este modo el 38.7% de los activos. El comportamiento de los pasivos se explica por un menor uso de sobregiros y préstamos bancarios, los mismos que se ajustan interanualmente en 71.7%, mientras que el saldo en Bonos por pagar también retrocede en 6.5%. Mismo comportamiento se muestra al primer trimestre de 2017, en donde los pasivos totales se ajustan en 8.0%, sustentado igualmente por una menor toma de préstamos bancarios y sobregiros (-37.2%) y por la amortización de Bonos Corporativos (-11.1% en el trimestre).



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

El fondo de UNESA proviene de la toma de deuda financiera, la misma que representa el 89.8% de los pasivos al cierre del ejercicio 2016. En este sentido, destaca la emisión de instrumentos financieros de deuda en el mercado de capitales panameño (70.6% de los pasivos), a través de la colocación de Bonos Corporativos por un total de US\$71.9 millones (US\$64.6 millones al 31 de marzo de 2017), fondeo que se utiliza principalmente para la compra de terrenos que posteriormente serán destinados al desarrollo de proyectos residenciales. Cabe señalar que los Bonos Corporativos emitidos cuentan con garantías

tangibles y la fianza solidaria de UNESA, además de incluir en ciertas emisiones seguros sobre las mejoras y efectivo. Es de indicar igualmente que las emisiones se canalizan a través de SUCASA, según se señala a continuación:

INSTRUMENTOS CALIFICADOS POR EQUILIBRIUM				
Instrumentos	Valor Autorizado US\$ MM	Valor emitido Mar. 17 US\$ MM	Garantía Adicional	Bienes en Garantía
Bonos - Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$45.0 millones: 2012	45.0	22.1	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
Bonos - Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$20.0 millones: 2010	20.0	17.1	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
Bonos - Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$12.0 millones: 2006	12.0	10.1	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
INSTRUMENTOS NO CALIFICADOS POR EQUILIBRIUM				
Bonos - Emisión 2011	10.0	6.7	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
Bonos - Emisión 2007	40.0	8.9	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Si bien el financiamiento se concentra en el largo plazo, se debe resaltar que el Emisor obtiene fondeo igualmente a través de la emisión de Valores Comerciales Negociables para cubrir requerimientos de capital de trabajo, manteniendo un saldo de US\$29.9 millones al cierre del ejercicio 2016, equivalente al 20.7% de los pasivos (US\$29.0 millones al 31 de marzo de 2017). A nivel consolidado, el Grupo financia igualmente sus operaciones a través de la toma de deuda bancaria tanto de mediano como de corto plazo, así como con operaciones de arrendamiento financiero.

Por motivos estratégicos del Grupo, la principal compañía subsidiaria del Conglomerado, SUCASA, es quien emite los Bonos Corporativos y de esta manera fondear las actividades que forman parte del Conglomerado. Para ello, se han establecido parámetros para el uso de la deuda financiera a nivel interno, toda vez que cada unidad de negocio debe responder por los intereses y capital por pagar a SUCASA, de modo tal que ésta repague las obligaciones emitidas.

A continuación, se presentan los resguardos financieros correspondientes a los Bonos Corporativos emitidos por SUCASA, los cuales se encuentran en pleno cumplimiento al cierre 2016 y primer trimestre de 2017:

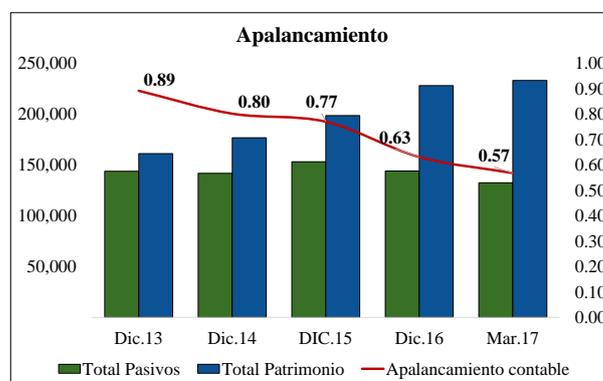
Covenants	Dic. 16	Mar.17	Cumplimiento
Primer Programa Rotativo			
Deuda Financiera / Capital Primario (UNESA) - veces	0.68	0.61	<=1.45x
Primer Programa Rotativo y Primera Emisión No Rotativa por US\$10.0 millones			
Dividendos / Utilidad neta (UNESA)	29.5%	-	<=40%
Segundo y Tercer Programa Rotativo			
Deuda Financiera / Patrimonio (SUCASA) - veces	0.94	0.97	<=2.0x
Segundo y Tercer Programa Rotativo y Segunda Emisión No Rotativa por US\$40.0 millones			
Dividendos / Utilidad neta (SUCASA)	28.6%	-	<=40%
Primera Emisión No Rotativa por US\$10.0 millones			
Deuda financiera neta / Patrimonio (UNESA) - veces	0.52	0.48	<=1.75x
Segunda Emisión No Rotativa por US\$40.0 millones			
Deuda Financiera / Patrimonio (UNESA) - veces	0.57	0.51	<=1.5x

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

UNESA se ha caracterizado por mantener niveles moderados tanto de apalancamiento contable (pasivo / patrimonio) como financiero (deuda financiera total / EBITDA). En este sentido, al cierre del ejercicio 2016 la palanca contable se sitúa en 0.63 veces (0.57 veces al primer trimestre de 2017), con una tendencia decreciente a lo largo de los últimos ejercicios, mientras que la palanca financiera se ubica en 2.64 veces (2.36 veces al 31 de marzo de 2017).

Con relación al patrimonio de UNESA, el mismo asciende a US\$228.3 millones al cierre del ejercicio 2016, mostrando una variación interanual positiva de 14.8%, la misma que se sustenta en las mayores utilidades acumuladas, así como a la emisión de acciones nominativas tipo B. Sobre este último punto, es de señalar que dicha partida pasa de US\$6.0 millones en el 2016 a US\$14.2 millones al corte de análisis, lo cual significa una variación interanual de 1.36 veces. Cabe indicar que estas acciones no tienen valor nominal y no dan derecho a voto; asimismo, confieren a los tenedores los mismos derechos económicos y reciben los mismos dividendos a pagarse a los accionistas comunes tipo A.

Cabe indicar que durante el ejercicio 2016 UNESA repartió dividendos por US\$8.9 millones (reparto de US\$7.4 millones en el 2015), los mismos que representan el 38.0% de las utilidades del ejercicio anterior. En este sentido, cabe señalar que uno de los resguardos financieros establecidos dentro de los distintos Programas de Bonos Corporativos emitidos establece que la Entidad no podrá repartir más del 40% de los resultados del ejercicio anterior, lo cual se cumple a la fecha de análisis.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Al 31 de diciembre de 2016, los ingresos operativos de UNESA ascienden a US\$153.6 millones, reflejando una variación interanual de 12.5%, el mismo que se sustenta en

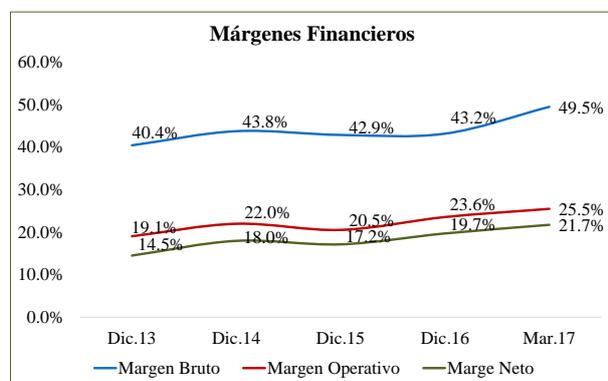
un mayor dinamismo en las ventas de bienes y servicios (+12.5%), rubro considerado su principal línea de negocios. Cabe mencionar que el apartado antes mencionado representa el 96.1% de los ingresos totales en el 2016 y tienen a SUCASA como la principal entidad generadora (79.4%), seguido por Caribbean Franchise con 13.5%, cuyo rubro es el manejo de restaurantes.

Al 31 de marzo de 2017, se muestra un ajuste interanual de 2.7% en los ingresos operativos de UNESA al totalizar US\$32.1 millones, lo cual se sustenta en menores ingresos por la venta de bienes y servicios, los mismos que retroceden en 6.1%.

Con respecto al margen de contribución, en términos relativos muestra una mejora al representar el 43.2% y 49.5% de los ingresos operativos al cierre de 2016 y primer trimestre de 2017, respectivamente. Lo anterior le permite durante el 2016 situarse en US\$66.3 millones, con una variación interanual de 13.3% (US\$15.9 millones al 31 de marzo de 2017 con una variación de 7.6%).

Cabe indicar que UNESA suele registrar un nivel de eficiencia operativa que consistentemente se ubica por debajo de 43% con una tendencia a la mejora al ubicarse en 36.3% al cierre de 2016 y en 37.6% al primer trimestre de 2017. En este sentido, los gastos generales y administrativos ascienden a US\$24.1 millones al cierre de 2016, absorbiendo 15.7% de los ingresos operativos (17.6% en el 2015). Si bien al primer trimestre de 2017 dicho porcentaje aumenta al representar el 18.6% de los ingresos operativos, este efecto se sustenta en el ajuste de estos últimos en 2.7%, más no por un aumento importante en los gastos operativos, dado que en términos absolutos los mismos apenas varían en 1.0%.

Es de señalar que los otros ingresos mantienen una participación baja sobre los resultados de UNESA, representando 2.1% de los ingresos totales (1.8% al primer trimestre de 2017), los mismos que incluyen principalmente dividendos percibidos por (US\$2.6 millones al cierre de 2016 y US\$509 mil al primer trimestre de 2017). Al mismo tiempo, el gasto de depreciación y amortización absorbe el 6.1% de los ingresos operativos en el 2016 al ascender a US\$9.3 millones, mientras que al primer trimestre de 2017 representa el 7.2% de sus ingresos operativos, con una variación interanual de 5.2%.



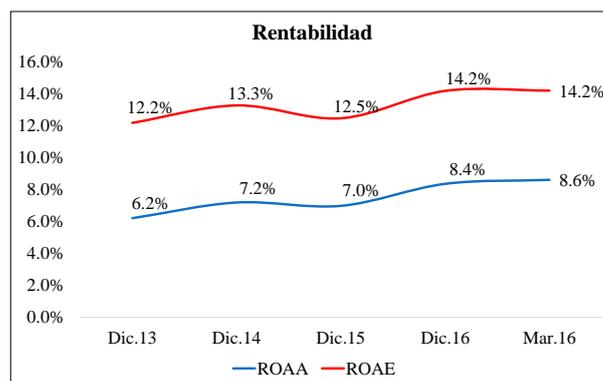
Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Con relación a los gastos financieros, los mismos suelen tener una participación baja sobre los resultados de

UNESA. En este sentido, al 31 de diciembre de 2016 los mismos ascienden a US\$2.8 millones, registrando una variación en el año de 1.6%, absorbiendo a su vez 1.8% de los ingresos. Mismo comportamiento se muestra al 31 de marzo de 2017, toda vez que los gastos financieros representan 2.0% de los ingresos operativos de UNESA.

La rentabilidad final de UNESA para el ejercicio 2016 muestra una variación interanual de 29.3% al situarse la utilidad neta en US\$30.3 millones, con un margen de 19.7% (17.2% en el 2015). Asimismo, al 31 de marzo de 2017, a pesar de los menores ingresos operativos, el resultado neto se sitúa en US\$6.9 millones, mayor en 13.4% respecto al mismo periodo de 2016, sustentado principalmente en la mejora en el margen de contribución producto del retroceso del costo de ventas en 11.1%. Lo anterior se ve reflejado en el retorno promedio del accionista (ROAE) y de los activos (ROAA), los mismos que al cierre de 2016 se ubican en 14.2% y 8.4%, respectivamente, no mostrando mayor variación al anualizar el primer trimestre de 2017.

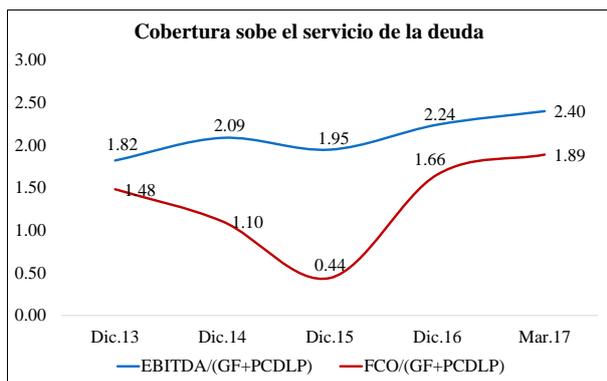
Cabe mencionar que, dentro de la estructura operativa del Grupo, Equipos Coamco, S.A., reporta pérdidas al 31 de diciembre de 2016 por US\$1.5 millones.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

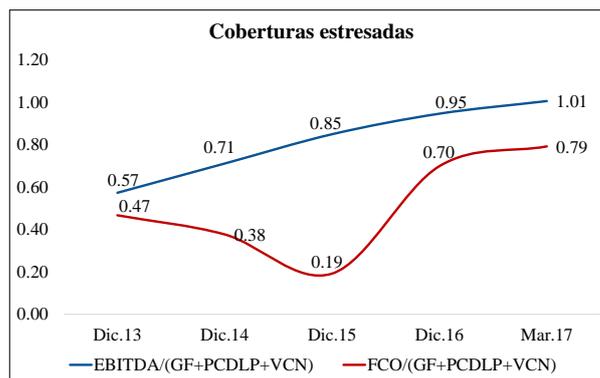
Con relación a los indicadores de cobertura tanto de los gastos financieros como del servicio de deuda con el EBITDA, los mismos se sitúan en niveles adecuados. Cabe indicar que, al sumar a la cobertura del servicio de deuda el vencimiento de los VCNs, el indicador se ajusta al pasar de 2.24 a 0.95 veces durante el ejercicio 2016 (de 2.40 a 1.01 veces al 31 de marzo de 2017).

Al tomar el Flujo de Caja Operativa para dicha medición, se muestra que la cobertura del servicio de deuda es más ajustado, aunque la misma muestra una mejora en el 2016 y primer trimestre de 2017, según se detalla:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

De acuerdo a lo señalado anteriormente, al sumar los VCNs al servicio de deuda se muestra un indicador de cobertura tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo ajustado, lo cual se mitiga en parte por la naturaleza revolvente de dicho fondeo.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS

BALANCE GENERAL CONSOLIDADO

(En miles de dólares)

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
ACTIVOS						
Efectivo y equivalentes de efectivo	7,528	7,148	4,675	9,939	11,216	6,544
Depósitos a plazo fijo	8,398	9,977	14,364	12,223	14,767	17,190
Total de efectivo, depósitos en bancos y valores	15,926	17,125	19,039	22,162	25,983	23,734
Cuentas por cobrar corrientes:						
Cuentas por cobrar clientes de vivienda	16,131	21,093	19,944	14,412	15,765	9,062
Alquileres	446	254	411	419	526	569
Hipotecas	6,254	6,618	7,476	8,183	9,067	9,240
Préstamos comerciales	119	39	7	4	0	0
Préstamos personales, neto de comisiones e intereses no devengados	2,796	2,871	2,556	2,273	2,146	2,317
Menos: reserva para cuentas incobrables	(1,231)	(1,248)	(1,057)	(1,124)	(1,024)	(1,079)
Cuentas por cobrar corrientes, neta de reservas	24,515	29,627	29,337	24,166	26,480	20,109
Inventarios corrientes:						
Unidades de viviendas terminadas y locales comerciales	11,749	9,768	8,629	9,952	9,649	13,270
Materiales, equipos y repuestos	7,178	6,434	6,798	5,850	4,405	4,268
Viveres y bebidas	324	258	255	243	255	202
Total de inventarios corrientes	19,251	16,460	15,682	16,044	14,308	17,740
ACTIVOS CORRIENTES	59,692	63,212	64,058	62,372	66,771	61,582
Inventarios no corrientes:						
Costos de construcción en proceso	46,277	53,080	62,582	65,976	66,525	65,183
Otros	643	560	504	467	457	441
Total de inventarios no corrientes	46,920	53,640	63,087	66,443	66,982	65,624
Valores disponibles para la venta	47,369	48,311	49,596	50,196	52,248	52,248
Valores mantenidos al vencimiento	222	218	218	212	193	183
Inversiones en asociadas	2,442	2,246	2,207	2,203	2,179	2,176
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	442	593	339	396	372	379
Cuentas por cobrar varias	1,962	1,098	1,017	1,587	1,259	1,687
Terrenos	60,138	63,766	82,573	82,560	100,339	100,022
Galerías y Locales comerciales	12,054	13,470	13,850	13,733	20,066	19,884
Equipos en arrendamiento, neto	3,931	4,171	3,078	4,111	3,986	3,539
Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto	64,201	61,727	65,422	65,377	51,527	50,864
Franquicias, neto de amortización acumulada	593	139	206	200	181	176
Otros activos	5,197	6,310	6,318	7,292	6,403	7,584
ACTIVOS NO CORRIENTES	245,471	255,689	287,912	294,311	305,735	304,365
TOTAL DE ACTIVOS	305,163	318,901	351,970	356,684	372,506	365,947
PASIVOS						
Sobregiros y préstamos bancarios	0	11,057	18,650	20,316	5,276	3,313
Valores Comerciales Negociables Rotativos	42,879	36,366	26,756	26,256	29,881	29,006
Porción corriente de la deuda a largo plazo	1,288	1,530	1,246	874	665	698
Bonos por pagar, porción de corto plazo	8,523	7,421	10,000	9,674	10,219	10,245
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	3,474	3,852	3,744	3,585	4,694	3,535
Cuentas por pagar proveedores	8,145	6,158	7,600	6,845	4,037	3,798
Cuentas por pagar otras	2,195	2,299	2,307	1,985	2,503	2,105
Intereses acumulados por pagar sobre bonos	212	253	213	160	162	308
Impuesto sobre la renta por pagar	71	25	80	114	130	105
Gastos acumulados por pagar	2,162	2,329	2,690	3,039	2,886	3,209
PASIVOS CORRIENTES	68,948	71,290	73,287	72,849	60,454	56,323
Préstamos bancarios, porción de largo plazo	6,369	4,761	3,681	3,684	12,291	12,084
Bonos por pagar, porción de largo plazo	60,701	56,376	67,123	65,069	61,699	54,385
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	4,425	5,317	4,458	6,364	4,806	5,471
Depósitos de clientes	3,338	3,905	4,434	4,876	4,867	4,275
Ingresos diferidos	152	322	213	175	101	103
PASIVOS NO CORRIENTES	74,985	70,680	79,910	80,168	83,764	76,318
TOTAL DE PASIVOS	143,934	141,970	153,196	153,017	144,218	132,640
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS						
Acciones nominativas tipo A	12,815	12,815	12,815	12,815	12,815	12,815
Acciones nominativas tipo B	0	0	6,005	6,185	14,173	14,173
Acciones en tesorería	(741)	(741)	(741)	(741)	(741)	(741)
Utilidades capitalizadas por subsidiaria	687	687	687	687	687	687
Ganancia no realizada sobre inversiones	36,280	36,280	36,280	36,280	36,280	36,280
Utilidad no distribuidas	93,357	105,379	120,237	142,208	134,718	163,031
Utilidad del ejercicio	18,765	22,442	23,419	6,159	30,282	6,985
Participación no controladora	67	69	72	74	76	78
TOTAL PATRIMONIO	161,230	176,931	198,774	203,667	228,289	233,307
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	305,163	318,901	351,970	356,684	372,506	365,947

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS

ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO

(En miles de dólares)

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
INGRESOS OPERATIVOS	129,292	124,898	136,542	33,040	153,634	32,147
Ventas de bienes y servicios	123,884	119,580	131,176	31,558	147,603	29,644
Ingresos por alquiler	3,127	3,324	3,716	958	4,056	1,223
Intereses ganados en financiamiento	1,521	1,495	1,539	390	1,705	468
Otros ingresos operacionales	760	499	111	135	270	812
Costo de ventas	77,020	70,250	78,003	18,265	87,310	16,242
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN	52,272	54,649	58,538	14,776	66,324	15,905
Gastos de ventas, generales y administrativos	22,337	23,476	24,074	5,922	24,084	5,982
Otros ingresos, neto	3,449	5,191	2,917	580	3,276	585
Ganancia (pérdida) en la venta de terreno	1,468	2,363	(43)	0	0	0
Intereses ganados en depósitos a plazo fijo	108	383	509	124	503	80
Dividendos ganados	1,945	2,382	2,406	461	2,630	509
Participación patrimonial en asociadas	(72)	63	45	(4)	143	(3)
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN	33,384	36,364	37,382	9,434	45,516	10,509
Depreciación y Amortización	8,750	8,904	9,331	2,199	9,308	2,314
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	24,634	27,459	28,051	7,235	36,208	8,196
Gastos de financiamiento	3,926	3,115	2,759	669	2,802	654
Intereses pagados en financiamientos bancarios	2,255	1,483	1,060	290	1,155	204
Intereses pagados sobre bonos	1,473	1,397	1,408	325	1,375	413
Amortización de costos de emisión de bonos	197	235	291	54	272	38
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	20,708	24,345	25,292	6,567	33,406	7,541
Impuesto sobre la renta, neto	1,943	1,902	1,873	408	3,121	554
UTILIDAD NETA	18,765	22,442	23,419	6,159	30,285	6,987

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS
BALANCE GENERAL CONSOLIDADO
(En miles de dólares)

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
Rentabilidad						
ROAA ¹	6.2%	7.2%	7.0%	6.9%	8.4%	8.6%
ROAE ²	12.2%	13.3%	12.5%	12.2%	14.2%	14.2%
Margen de Contribución	40.4%	43.8%	42.9%	44.7%	43.2%	49.5%
Margen luego de costos y gastos	23.2%	25.0%	25.2%	26.8%	27.5%	30.9%
Gastos generales y administrativos / Ingresos operativos	17.3%	18.8%	17.6%	17.9%	15.7%	18.6%
Utilidad operativa / Ingresos operativos	19.1%	22.0%	20.5%	21.9%	23.6%	25.5%
Eficiencia operacional ¹	42.7%	43.0%	41.1%	40.1%	36.3%	37.6%
Gastos generales y administrativos / Activos promedio	7.4%	7.5%	7.2%	7.0%	6.6%	6.7%
Utilidad neta / Ingresos operativos	14.5%	18.0%	17.2%	18.6%	19.7%	21.7%
Otros ingresos / Utilidad neta	18.4%	23.1%	12.5%	9.4%	10.8%	8.4%
Liquidez y Flujos						
Activos corrientes / Pasivos corrientes	0.87	0.89	0.87	0.86	1.10	1.09
Intereses capitalizados (En US\$ miles)	2,489	2,887	2,947	1,036	3,464	1,236
EBITDA ³ (En US\$ miles) - 12 meses	35,873	39,250	40,329	40,709	48,979	50,255
Gasto financiero total al corte	6,414	6,002	5,705	1,704	6,266	1,890
Gastos financieros 12 meses	6,414	6,002	5,705	5,884	6,266	6,451
EBITDA / Ingresos operativos	25.8%	29.1%	27.4%	28.6%	29.6%	32.7%
Flujo de caja operativo (FCO) al corte	29,220	20,776	9,095	8,796	36,169	12,193
Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles) 12 meses	29,220	20,776	9,095	19,449	36,169	39,566
Dividendos pagados (US\$ miles)	4,421	6,741	7,437	1,446	8,938	1,969
Dividendos / Utilidad neta del ejercicio anterior	23.6%	30.0%	31.8%	23.5%	29.5%	28.2%
Endeudamiento						
Deuda financiera (En US\$ miles)	127,658	126,679	135,658	135,822	129,532	118,737
Deuda financiera de corto plazo	56,163	60,225	60,396	60,705	50,736	46,797
Porción Corriente de la Deuda a Largo Plazo (PCDLP)	13,284	12,802	14,990	14,133	15,579	14,478
Deuda financiera de corto plazo / Deuda financiera	44.0%	47.5%	44.5%	44.7%	39.2%	39.4%
Deuda financiera / Pasivos	88.7%	89.2%	88.6%	88.8%	89.8%	89.5%
Deuda financiera / Patrimonio (veces)	0.79	0.72	0.68	0.67	0.57	0.51
Gastos financieros brutos / Deuda financiera promedio	5.0%	4.7%	4.3%	3.7%	4.7%	5.1%
Deuda financiera / Activos	41.8%	39.7%	38.5%	38.1%	34.8%	32.4%
Deuda financiera / EBITDA (veces) anualizado	3.56	3.23	3.36	3.34	2.64	2.36
Deuda financiera / FCO (veces) anualizado	4.37	6.10	14.92	6.98	3.58	3.00
Solvencia						
Pasivos corrientes / Pasivos totales	47.9%	50.2%	47.8%	47.6%	41.9%	42.5%
Pasivos / Patrimonio (veces)	0.89	0.80	0.77	0.75	0.63	0.57
Patrimonio / Activos	52.8%	55.5%	56.5%	57.1%	61.3%	63.8%
Patrimonio / Activos fijos	201.1%	222.9%	241.4%	244.7%	302.1%	314.1%
Capital primario (US\$ miles)	124,950	140,651	162,494	167,387	192,009	197,027
Capital primario / Patrimonio	77.5%	79.5%	81.7%	82.2%	84.1%	84.4%
Deuda financiera / Capital primario (veces)	1.02	0.90	0.83	0.81	0.67	0.60
Pasivos / Capital Primario (veces)	1.15	1.01	0.94	0.91	0.75	0.67
Otros indicadores						
Rotación de cuentas por cobrar (días) ⁴	68.3	85.4	77.3	63.8	62.0	47.4
Rotación de inventario corriente (días) ⁵	90.0	84.4	72.4	74.4	59.0	74.9
Rotación de cuentas por pagar (días) ⁶	48.3	43.3	45.7	40.9	27.0	24.9
Cuentas por cobrar / Ingresos operativos	19.0%	23.7%	21.5%	17.7%	17.2%	13.2%
Crecimiento anual de ingresos operativos	16.4%	-3.4%	9.3%	-0.8%	12.5%	-2.7%
Depreciación del ejercicio / Activos fijos	10.9%	11.2%	11.3%	11.0%	12.3%	3.1%
Cobertura sobre deuda en base a EBITDA - 12 meses						
EBITDA / Gastos financieros (veces)	5.59	6.54	7.07	6.92	7.82	7.79
EBITDA / Servicio de deuda (GF+ PCDLP) (veces)	1.82	2.09	1.95	2.03	2.24	2.40
EBITDA / Servicio de deuda Sensibilizado (GF + PCDLP+VCN's) (veces)	0.57	0.71	0.85	0.88	0.95	1.01
Cobertura sobre deuda en base a FCO - 12 meses						
FCO / Gastos financieros (veces)	4.56	3.46	1.59	3.31	5.77	6.13
FCO / Servicio de deuda (GF + PCDLP) (veces)	1.48	1.10	0.44	0.97	1.66	1.89
FCO / Servicio de deuda Sensibilizado (GF + PCDLP+ VCN'S) (veces)	0.47	0.38	0.19	0.42	0.70	0.79

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)

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

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

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

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

Instrumento	Calificación Anterior (Al 30.09.16)*	Calificación Actual	Definición de Categoría Actual
Entidad	A.pa	A.pa	Refleja alta capacidad de pagar del capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

**Informe Publicado el 10 de marzo de 2017*

ANEXO II

Accionistas al 31.03.2017

Accionistas	Participación
Fundación Tierra Adentro	46.71%
SOFERI, S.A.	5.94%
Inversiones Linares Ferrer	5.61%
Banco General, s.a.	4.72%
Inversiones Delvalle, s.a.	4.25%
Arias Z., Juan A.	4.23%
MMG Bank And Trust Ltd.	4.01%
Accionista con menos del 3%	5.47%
Accionista con menos del 2%	4.26%
Accionista con menos del 1%	14.80%
TOTAL	100%

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Directorio al 31.03.2017

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

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Plana Gerencial al 31.03.2017

Nombre	Cargo
Carlos Fonseca	Gerente de Ventas - Vivienda
Abraham De La Barrera	Gerente de Producción
Adalberto Ferrer	Gerente de Restaurantes
Fernando Machado	Gerente de Hoteles
José Quijano	Gerente Alquiler y Venta de Equipos
Raúl de la Barrera	Gerente de Crédito y Cobro
Aida de Maduro	Gerente Centros Comerciales
Eric Herrera	Gerente Administrativo
Victor Espinosa	Gerente Financiero
Arisema de González	Gerente de Sistemas
Paola Ochy	Gerente de Mercadeo
Kristy Grau	Oficial de Cumplimiento

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

© 2017 Equilibrium Clasificadora de Riesgo.

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

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

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

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

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

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

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