



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

Ciudad de Panamá, Panamá

29 de enero de 2016

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Entidad	A.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Perspectiva	Estable	

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

-----Millones de US\$-----					
	Sep.15	Dic.14		Sep.15	Dic.14
Activos:	344.8	318.9	U. Neta:	15.4	22.4
Pasivos:	151.7	142.0	ROAA*:	6.6%	7.2%
Patrimonio:	193.1	176.9	ROAE*:	11.8%	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 30 de septiembre de 2014 y 2015, así como información adicional proporcionada por la Entidad calificada.

**Fundamento:** Luego de la evaluación efectuada con información intermedia al 30 de septiembre de 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 otorgada considera la amplia trayectoria del Conglomerado en el mercado local panameño, aunado al creciente posicionamiento de su línea de negocio relacionada a la construcción y venta de viviendas. Se destaca que el Grupo continúa incrementando su volumen de ingresos operativos, al mismo tiempo que se controla el nivel de costos de ventas y gastos operativos, de modo que se refleje un EBITDA<sup>1</sup> creciente. Al mismo tiempo, la generación de flujos operativos permite cubrir holgadamente el pago de intereses anuales correspondientes a su deuda financiera. También se valora que el Conglomerado continúa reflejando un bajo nivel de apalancamiento financiero, como producto la acumulación de utilidades y el buen manejo de su deuda financiera para financiar sus actividades. En adición a esto, la Entidad cuenta con un monto importante de valores disponibles para la venta, los cuales pudiesen ser liquidados bajo escenarios de estrés, o cuando sea requerido.

No obstante a lo anterior, la calificación también pondera la relativa dependencia del Conglomerado hacia la actividad de construcción de viviendas, toda vez que el resto de las unidades de negocio del Grupo han reducido su aporte conjunto sobre la utilidad operativa consolidada. Esto también implica cierta sensibilidad de los resultados y

coberturas hacia la industria de construcción de viviendas, la cual a su vez es sensible ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas a nivel interno. De esta forma, el Conglomerado cuenta con el reto de incrementar su escala de negocios en forma paulatina, de modo que se fortalezca aún más su capacidad de absorber incrementos no esperados en los costos y/o gastos. Por último, UNESA genera flujos operativos que típicamente han sido menores que el agregado de gastos financieros y deuda de corto plazo durante los últimos años, lo cual significa coberturas del servicio de deuda menores a 1.0 veces. No obstante, debe tenerse en cuenta la industria en la cual se desarrolla la mayor parte de las actividades del Conglomerado, ya que el periodo de rotación de los inventarios son más extensos que en otras industrias; y al mismo tiempo, UNESA cuenta con mitigantes a esta condición bajo la forma de inversiones disponibles para la venta o que una porción importante de su deuda financiera de corto plazo es de naturaleza rotativa.

Al 30 de septiembre de 2015, el crecimiento de los activos consolidados equivale 8.1% con respecto al cierre de diciembre de 2014, que en términos absolutos representó US\$25.9 millones de aumento. De dicho monto, el 75.3% se explicó por la adquisición de Terrenos para el desarrollo de nuevos proyectos urbanísticos durante los próximos años, lo que le representaría a UNESA un mayor volumen de ingresos operativos a futuro. Por su parte, otro 31.0% del incremento durante los 9 meses transcurridos en el 2015 se explicó por el desarrollo de terrenos preexistentes hacia parcelas designadas para la construcción de residenciales, lo cual se registra como Costos de Construcción en Proceso. Es de mencionar que esta dinámica significa un proceso prolongado en que dichos inventarios se conviertan en generación de ingreso para UNESA, aproximadamente un periodo entre 2 y 3 años.

<sup>1</sup> 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.

Se destaca que el Grupo financió estas adquisiciones por medio de la utilización de efectivo interno, deuda financiera de largo plazo y emisión de acciones comunes Tipo B.

La deuda financiera de UNESA se incrementó a ritmo de 9.0% durante los últimos 9 meses transcurridos hasta la fecha de corte, mientras que el patrimonio neto de la Entidad creció a ritmo de 9.1% en similar lapso. Se destaca que si bien la deuda financiera creció de manera notable, lo hizo a la misma tasa de variación que el patrimonio neto lo que implica un nivel similar de deuda financiera / patrimonio de 0.66 veces, cuyo nivel es el más bajo de los últimos años para el Conglomerado. De particular interés, el íntegro de la nueva deuda correspondió a la emisión de bonos corporativos de largo plazo, con el objetivo de fondear parte de la adquisición de los inventarios no corrientes, permitiendo así una disminución en el porcentaje de participación de la deuda de corto plazo.

Por su parte, la Entidad emitió US\$5.9 millones de acciones comunes Tipo B durante el año 2015, a fin de atraer nuevos accionistas (sin derecho a voto) que aportaran capital fresco al Conglomerado, y así financiar otra parte del crecimiento operativo. Aunado a esta iniciativa, UNESA continuó incrementado sus utilidades retenidas a ritmo de 8.0% para el periodo analizado (neto del pago de dividendos), lo que también fortaleció el patrimonio neto a nivel consolidado.

En cuanto al desempeño de los resultados consolidados para el periodo comprendido entre enero y septiembre 2015, la utilidad neta de UNESA reflejó una contracción de 5.6% si se mide comparativamente con similar periodo del año 2014, implicando una ligera disminución en los niveles ROAA y ROAE. Lo anterior, es consecuencia directa de un mayor monto de ingresos por venta de terreno en el ejercicio previo, lo cual significó una variación de US\$2.3 millones a la baja para el año en curso.

Si bien se observó una leve reducción en el margen de contribución, esto fue compensado por medio de un menor monto atribuible a gastos financieros netos del periodo. Además, el 92.0% de la utilidad operativa<sup>2</sup> de UNESA se generó por medio de la venta de viviendas, mientras que el resto de las unidades de negocio aportó el 8.0% restante, lo que indica un alto protagonismo de la unidad de

<sup>2</sup> Ingresos operativos – Costo de ventas – Gastos generales y administrativos.

construcción de viviendas en el desempeño consolidado. Al respecto, UNESA contempla efectuar una serie de medidas para potenciar los resultados de cada una de sus unidades de negocio, en particular: equipos y hoteles, las cuales han presentado el mayor grado de afectación, debido a situaciones vinculadas a la economía panameña.

El monto de EBITDA totalizó US\$39.1 millones para los 12 meses terminados al 30 de septiembre de 2015, lo que representa una disminución de 3.2% en el comparativo interanual. A pesar de lo anterior, el Conglomerado ha procurado utilizar poca deuda financiera, por lo que se observa poca afectación sobre los principales índices de cobertura y endeudamiento financiero. Por ejemplo, la relación Deuda Financiera / EBITDA varió de 3.0 veces a 3.1 veces entre periodos fiscales, nivel que se considera robusto tomando en cuenta que la mayor parte de los ingresos se generan por medio de activos con baja rotación. En adición al enfoque de EBITDA, el análisis considera el comportamiento del Flujo de Caja Operativo antes de las Variaciones de Capital de Trabajo<sup>3</sup> (FCO Pre-VCT), debido a que, de la utilidad neta, se elimina la Depreciación, Amortización y otras partidas no operativas, para así determinar un monto más preciso de disponibilidad de efectivo para afrontar las obligaciones más inmediatas. Por lo tanto, el FCO Pre-VCT acumuló US\$33.4 millones durante los 12 meses previos a Sep.15, lo que representó un incremento interanual de 4.4%, el cual a su vez permitió reflejar mejoras en la cobertura de estos flujos sobre gastos financieros (de 5.11 veces a 5.30 veces) y sobre la suma de gastos financieros + deuda de corto plazo (0.53 veces a 0.57 veces). Si bien se observa que los flujos operativos no cubren la totalidad del servicio de deuda, Equilibrium considera algunos mitigantes a dicha condición, tales como: la existencia de inversiones disponibles para la venta, que pudiesen ser realizados ante escenarios de alto estrés, y que un porcentaje relevante de la deuda financiera de corto plazo constituye deuda rotativa, es decir que es renovable al cumplirse su plazo original de 12 meses. Si se tomaran en cuenta ambos mitigantes de forma independiente, los flujos operativos cubrirían holgadamente el servicio de deuda.

<sup>3</sup> 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 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 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 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.

### 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

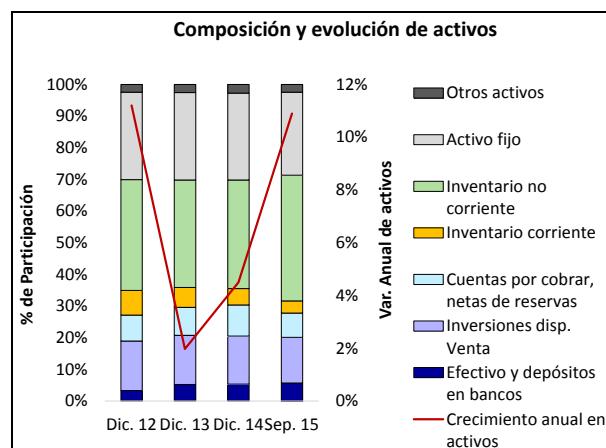
inversionistas y al mercado, dado que la compañía ha recurrido al mercado de valores para el financiamiento del crecimiento. Los comités se resumen a continuación:

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 de UNESA totalizaron US\$344.8 millones al 30 de septiembre de 2015, luego de presentar un crecimiento de 8.1% con respecto al cierre de diciembre 2014. Es de mencionar que la principal actividad presente en el balance es la vinculada a la construcción de residencias, por lo que la mayor parte del activo se conforma por inventarios no corrientes (con capacidad de liquidación a más de 12 meses).



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Dentro del rubro de inventarios no corrientes, se destacan las cuentas de: Terrenos y Costos de Construcción en proceso. Ambas constituyen el eje central de la operación de UNESA, toda vez que la línea de negocio de construcción de viviendas se reabastece por medio de dichos rubros. En particular, los Terrenos son adquiridos por el Conglomerado en ciertos periodos para su posterior desarrollo y urbanización. Luego, después de un periodo de tiempo, aproximadamente 2 años, el valor de los lotes desarrollados se denomina Costos de Construcción en Proceso. El período de rotación de estos inventarios es más elevado en relación a otras industrias, influenciado por el ciclo de construcción de los proyectos urbanísticos<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Para mayor detalle, favor referirse a: [www.equilibrium.com.pe/sucasapa.pdf](http://www.equilibrium.com.pe/sucasapa.pdf).

En efecto, la variación en ambas partidas de inventario explicó más del 100% del crecimiento de los activos totales desde el 1 de enero al 30 de septiembre de 2015. La principal razón fue que UNESA se encuentra reabasteciendo sus terrenos para el desarrollo de futuros proyectos urbanísticos, mientras que al mismo tiempo, otros terrenos han sido desarrollados para la construcción de viviendas en los próximos meses. Esto indica que el Conglomerado se encuentra en un proceso de expansión de su principal línea de negocio, por lo que el objetivo de la Administración es incrementar el volumen de sus ingresos en periodos futuros. Típicamente, el crecimiento de los inventarios no es constante, sino más bien fluctuante, debido a que la industria de construcción de viviendas conlleva un periodo de larga rotación de los activos.

### Resultados y Rentabilidad

La utilidad neta de UNESA totalizó US\$15.4 millones para el periodo comprendido entre enero y septiembre 2015, lo que significó una leve disminución de 5.6% en el comparativo interanual.

A nivel consolidado se destaca que la Entidad disminuyó su carga financiera, a raíz de un menor monto de deuda promedio en los últimos periodos, aunque esto no fue 100% compensado por los ingresos netos. Particularmente, el rubro de otros ingresos decreció a ritmo de 59.4% entre periodos fiscales, debido a la venta de terrenos por US\$2.4 millones durante el ejercicio previo.

El 2015 ha sido un año de estabilización para el desempeño financiero del Conglomerado, en donde se reflejan cifras casi similares al desempeño del año anterior en cuanto al resultado operativo respecta. Es de recordar que los ejercicios 2013 y 2014, fueron años en donde UNESA registró utilidad neta récord, mediante el control del costo de ventas, aunado al incremento en las ventas. La Administración del Grupo estima que, como consecuencia de la inversión en la adquisición de nuevo inventario y la potenciación en la estrategia de algunas unidades de negocio complementarias, UNESA pudiera estar registrando incrementos sostenidos en sus resultados para los periodos posteriores.

Históricamente, la unidad de negocio de construcción de viviendas es la reporta el mayor porcentaje de participación sobre la utilidad operativa<sup>5</sup> consolidada de UNESA, la cual a su vez ha presentado una tendencia al alza en los últimos ejercicios, acentuándose así la relativa concentración de los resultados en la industria de construcción de viviendas.

Participación de la Utilidad Operativa por Unidad de Negocio	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Sep.15
Venta de viviendas	61.3%	73.6%	83.4%	90.8%	92.0%
Restaurantes	10.6%	4.3%	5.6%	4.7%	5.0%
Equipos	10.1%	4.6%	2.7%	-2.7%	-4.0%
Hoteles	6.8%	3.6%	-1.9%	-3.0%	-2.8%
Locales Comerciales	5.7%	6.2%	3.6%	3.3%	4.2%
Zona Procesadora	4.9%	5.3%	4.0%	5.7%	4.4%
Financiera	0.6%	2.3%	2.6%	1.2%	1.1%
<b>Total Consolidado</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

<sup>5</sup> Ingresos operativos – Costo de ventas – Gastos generales y administrativos.

Tal como se muestra en el cuadro anterior, las unidades de negocio de equipos y hoteles han presentado una baja en sus respectivos desempeños. De particular interés, las pérdidas operativas en la unidad de alquiler y venta de equipos se deben a la reducción en el programa de construcción de infraestructuras públicas, las que a su vez utilizan con mayor frecuencia equipos pesados por alquiler. Por su parte, la unidad de hoteles ha sido impactada por la alta sobreoferta del mercado hotelero en Panamá, y por lo tanto, el número de habitaciones disponibles a nivel nacional supera el volumen de visitantes. La Administración ha diseñado planes estratégicos para revertir la situación actual de ambas unidades, lo cual pudiera materializarse para el siguiente ejercicio fiscal, principalmente en lo que respecta a la unidad de equipos.

Otras unidades de negocio complementarias mantienen cierta estabilidad en su contribución a los resultados consolidados, tales como los Restaurantes, los Locales Comerciales y la Zona Procesadora (alquiler de galeras). El Grupo también ha diseñado planes para potenciar estas unidades para los próximos ejercicios, en particular, la vinculada al alquiler de locales en pequeños centros comerciales<sup>6</sup>.

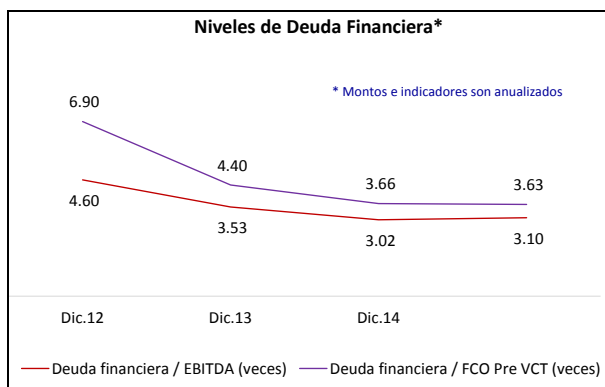
### Endeudamiento y Solvencia

El Grupo utiliza deuda financiera para cubrir sus necesidades de compra de inventario, renovación de activos fijos u otros relacionados a capital de trabajo. La empresa que adquiere la deuda financiera ante el mercado es SUCASA, debido a que presenta los números más robustos entre las empresas que conforman el Conglomerado, y por tanto, esta compañía financia a las actividades de UNESA. Para ello, se han establecido parámetros para el uso de la deuda financiera a nivel interno del Grupo, ya que cada unidad de negocio que utilice los fondos recaudados mediante deuda financiera, deben pagar intereses y capital a SUCASA, de modo que ésta, a su vez, repague las obligaciones al mercado, según corresponda.

La Deuda Financiera totalizó US\$128.0 millones al 30 de septiembre de 2015, y la misma presenta un aumento anual de 11.9%. Dicho incremento coincide con la adquisición de nuevos inventarios no corrientes, tal como se mencionó en párrafos anteriores. Asimismo, la deuda financiera que se incrementó fue aquella con vencimiento en el largo plazo, ya que la deuda de corto plazo disminuyó su participación sobre el total desde 45.4% hasta 42.1% en los últimos 12 meses.

Al 30 de septiembre de 2015, la relación de deuda financiera / patrimonio ha permanecido en 0.66 veces para los últimos 2 años, lo que significa un nivel bajo de apalancamiento financiero, aun después de reflejarse un incremento en la deuda financiera para el último año. Asimismo, 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:

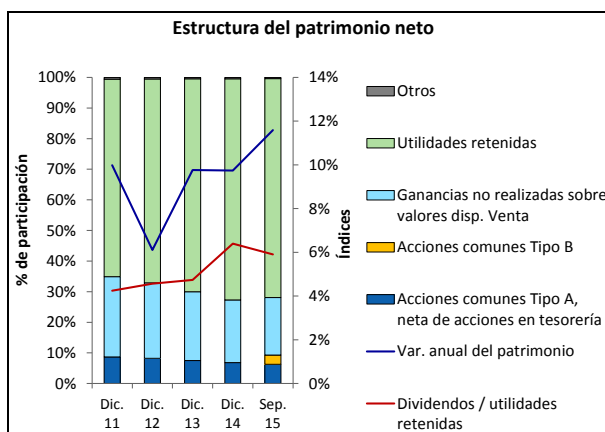
<sup>6</sup> Para mayor información: favor referirse al informe de SUCASA [www.equilibrium.com.pe/sucasapa.com.pdf](http://www.equilibrium.com.pe/sucasapa.com.pdf)



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Por otro lado, el patrimonio consolidado de UNESA presentó un incremento de 9.1% con respecto a diciembre 2014, nivel casi similar al porcentaje de aumento de la deuda financiera, razón por la cual las cifras de apalancamiento se muestran sin cambios, y por lo tanto, permanecen robustas.

Las utilidades no distribuidas continúan agrupando la mayor parte del patrimonio, y a su vez, han presentado un incremento sostenido en la medida que el Grupo continúe elevando su resultado consolidado. En adición a esto, UNESA comenzó a emitir acciones comunes Tipo B (sin derecho a voto) desde principios del presente año, hasta acumular US\$5.9 millones a la fecha de corte. El objetivo de esta iniciativa ha sido levantar capital para fundear parte de la adquisición de inventarios de largo plazo, a fin de atenuar un posible impacto sobre los índices de apalancamiento y endeudamiento financiero. Como consecuencia de la evolución positiva de dichas métricas, tal como se ha presentado a lo largo del presente informe, Equilibrium considera que esta emisión ha sido beneficiosa para el Grupo, y en la medida que se continúe emitiendo más acciones, UNESA tendrá una alta disponibilidad de fondos para amortiguar sus planes de expansión, a la vez que estos recursos computan como capital común.



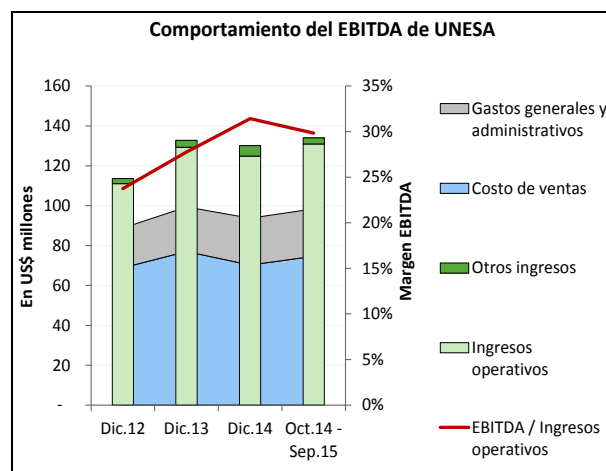
Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

De manera referencial, el Conglomerado ha distribuido dividendos comunes que han representado, en promedio, casi el 30% 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.

Otro rubro que es representativo sobre el patrimonio total es el valor de ganancias no realizadas sobre inversiones disponibles para la venta, que al 30 de septiembre equivale US\$36.3 millones, y cuyo monto ha permanecido sin cambio alguno desde diciembre 2010, luego de que el Emisor solicitara la actualización del valor razonable de las inversiones por última vez durante el mes de diciembre de 2010. Lo anterior, corresponde a una decisión administrativa de UNESA con el fin de no reflejar un patrimonio beneficiado meramente por la apreciación de los títulos valores del portafolio, en su mayoría pertenecientes al Grupo bancario que ostenta las acciones de Banco General, el banco de capital panameño privado con mayor trayectoria en Panamá. Se estima que el valor de la ganancia no realizada es mayor de lo que reflejan los libros, en función a incrementos en el valor de las acciones en manos de UNESA.

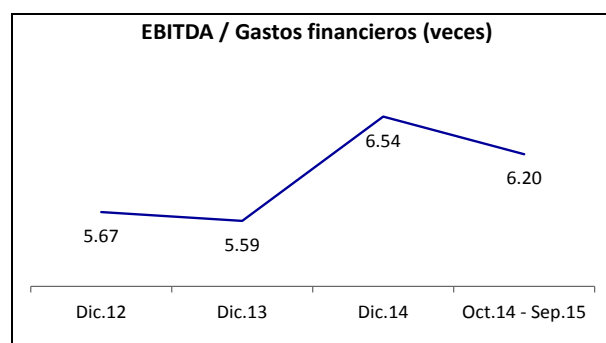
### Coberturas

El monto EBITDA totalizó US\$39.1 millones para los últimos 12 meses terminados al 30 de septiembre de 2015, que aunque presentó una disminución interanual de 3.2%, sigue siendo una cifra robusta, considerando la evolución del endeudamiento del Grupo durante los últimos años.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

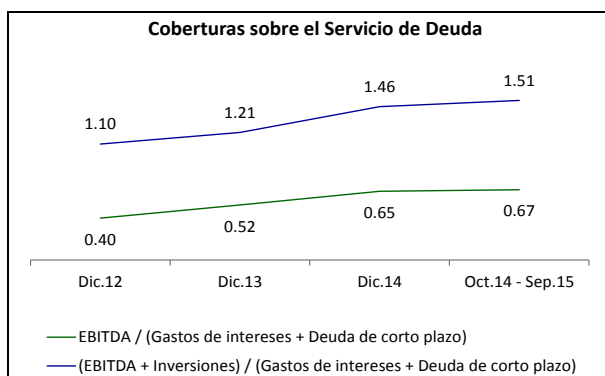
Tomando como referencia el enfoque anterior, el EBITDA consolidado ha representado, en promedio, 6.0 veces sobre los gastos financieros para los últimos 4 ejercicios fiscales, lo que constituye una cifra lo suficientemente robusta para el Conglomerado, sobre todo si se toma en cuenta que el giro de negocio primordial gira en torno a la industria de construcción de viviendas.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium



En adición, para el período comprendido entre octubre 2014 – septiembre 2015, la cobertura de EBITDA sobre el servicio de deuda<sup>7</sup> representó 0.67 veces, la cual es una cifra que supera a las reflejadas en periodos anteriores al cierre de 2014. Debido a que la mayor parte de las utilidades y del giro de negocio se relacionan a la industria de construcción de viviendas, los flujos operativos tienden a ingresar más lentamente en comparación con empresas de otras industrias del sector *retail* por ejemplo. Por lo tanto, para UNESA su flujo operativo acumulado durante 12 meses ha sido históricamente menor al promedio de su servicio de deuda a una fecha corte particular. 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.

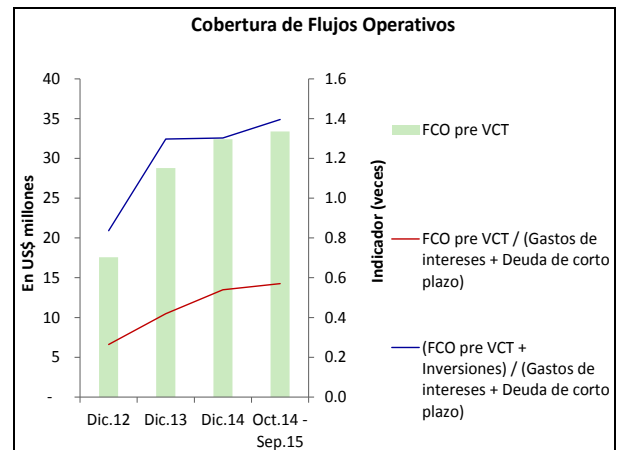


Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Además, debe tenerse en cuenta que una parte importante de la deuda de corto plazo tiene la característica de ser deuda rotativa, es decir, aquella que se renueva al cumplir su plazo de vencimiento. Al 30 de septiembre de 2015, la deuda que se registra como revolvente totaliza US\$28.2 millones, es decir, que si esta deuda se descuenta del Servicio de Deuda habitual, entonces la cifra de cobertura pasaría a 1.51 veces, por encima del nivel recomendado para las instituciones corporativas (1.0 veces).

<sup>7</sup> Servicio de Deuda = Gastos financieros + Gastos capitalizados en el costo de ventas + Deuda de corto plazo.

La medición del Flujo de Caja Proveniente de las Actividades de Operación (FCO) antes de las Variaciones en el Capital de Trabajo<sup>8</sup> consiste en un método alternativo, y algunas veces más preciso, para la medición de la disponibilidad de flujos para hacer frente a las obligaciones. El FCO pre VCT totalizó US\$33.4 millones para los 12 meses terminados al 30 de septiembre de 2015, lo que equivale un incremento interanual de 4.4% en dicha cifra.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

La gráfica anterior refleja que en los últimos años, UNESA ha reflejado una mejora en sus niveles de cobertura. Es de mencionar que esto coincide con la baja utilización de deuda financiera durante los últimos 3 ejercicios, al mismo tiempo que los resultados se han incrementado de forma progresiva. Adicionalmente, 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).

<sup>8</sup> Corresponden a la Variación Anual conjunta de las Cuentas por Cobrar, Cuentas por pagar e Inventarios.

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

	Dic.12	%	Dic.13	%	Sep.14	%	Dic.14	%	Sep.15	%	Sep. 15 / Dic. 14	Variación
<b>ACTIVOS</b>												
Efectivo y equivalentes de efectivo	9,346	3.1%	7,528	2.5%	4,746	1.5%	7,148	2.2%	10,209	3.0%	3,061	42.8%
Depósitos a plazo fijo	625	0.2%	8,398	2.8%	14,109	4.5%	9,977	3.1%	9,461	2.7%	(516)	-5.2%
Valores disponibles para la venta	46,802	15.6%	47,369	15.5%	47,319	15.2%	48,311	15.1%	49,596	14.4%	1,285	2.7%
<b>Total de efectivo, depósitos en bancos y valores</b>	<b>56,772</b>	<b>19.0%</b>	<b>63,295</b>	<b>20.7%</b>	<b>66,174</b>	<b>21.3%</b>	<b>65,436</b>	<b>20.5%</b>	<b>69,266</b>	<b>20.1%</b>	<b>3,830</b>	<b>5.9%</b>
<b>Cuentas por cobrar corrientes:</b>												
Cuentas por cobrar clientes de vivienda	13,816	4.6%	16,131	5.3%	14,920	4.8%	21,093	6.6%	15,925	4.6%	(5,168)	-24.5%
Alquileres	328	0.1%	446	0.1%	285	0.1%	254	0.1%	349	0.1%	95	37.3%
Hipotecas	6,013	2.0%	6,254	2.0%	6,347	2.0%	6,618	2.1%	7,437	2.2%	820	12.4%
Préstamos comerciales	188	0.1%	119	0.0%	48	0.0%	39	0.0%	11	0.0%	(28)	-71.2%
Préstamos personales, neto de comisiones e intereses no devengados	2,668	0.9%	2,796	0.9%	2,995	1.0%	2,871	0.9%	2,638	0.8%	(233)	-8.1%
Menos: reserva para cuentas incobrables	(1,370)	-0.5%	(1,231)	-0.4%	(1,389)	-0.4%	(1,248)	-0.4%	(1,313)	-0.4%	(66)	5.3%
<b>Cuentas por cobrar corrientes, neta de reservas</b>	<b>21,643</b>	<b>7.2%</b>	<b>24,515</b>	<b>8.0%</b>	<b>23,206</b>	<b>7.5%</b>	<b>29,627</b>	<b>9.3%</b>	<b>25,047</b>	<b>7.3%</b>	<b>(4,580)</b>	<b>-15.5%</b>
<b>Inventarios corrientes:</b>												
Unidades de viviendas terminadas y locales comerciales	14,536	4.9%	11,749	3.9%	7,317	2.4%	9,768	3.1%	7,900	2.3%	(1,868)	-19.1%
Materiales, equipos y repuestos	8,407	2.8%	7,178	2.4%	5,856	1.9%	6,434	2.0%	5,068	1.5%	(1,366)	-21.2%
Viveres y bebidas	311	0.1%	324	0.1%	224	0.1%	258	0.1%	219	0.1%	(38)	-14.9%
<b>Total de inventarios corrientes</b>	<b>23,253</b>	<b>7.8%</b>	<b>19,251</b>	<b>6.3%</b>	<b>13,397</b>	<b>4.3%</b>	<b>16,460</b>	<b>5.2%</b>	<b>13,187</b>	<b>3.8%</b>	<b>(3,273)</b>	<b>-19.9%</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>101,669</b>	<b>34.0%</b>	<b>107,061</b>	<b>35.1%</b>	<b>102,777</b>	<b>33.1%</b>	<b>111,523</b>	<b>35.0%</b>	<b>107,501</b>	<b>31.2%</b>	<b>(4,022)</b>	<b>-3.6%</b>
<b>Inventarios no corrientes:</b>												
Costos de construcción en proceso	45,667	15.3%	46,277	15.2%	57,933	18.6%	53,080	16.6%	61,116	17.7%	8,036	15.1%
Terrenos	58,405	19.5%	56,613	18.6%	55,751	17.9%	55,687	17.5%	75,174	21.8%	19,487	35.0%
Otros	560	0.2%	643	0.2%	601	0.2%	560	0.2%	529	0.2%	(31)	-5.5%
<b>Total de inventarios no corrientes</b>	<b>104,633</b>	<b>35.0%</b>	<b>103,533</b>	<b>33.9%</b>	<b>114,285</b>	<b>36.8%</b>	<b>109,327</b>	<b>34.3%</b>	<b>136,819</b>	<b>39.7%</b>	<b>27,492</b>	<b>25.1%</b>
Valores mantenidos al vencimiento	235	0.1%	222	0.1%	218	0.1%	218	0.1%	218	0.1%	0	0.0%
Inversiones en asociadas	2,529	0.8%	2,442	0.8%	2,255	0.7%	2,246	0.7%	2,220	0.6%	(27)	-1.2%
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	672	0.2%	442	0.1%	459	0.1%	593	0.2%	397	0.1%	(195)	-33.0%
Cuentas por cobrar varias	2,215	0.7%	1,962	0.6%	1,244	0.4%	1,098	0.3%	1,119	0.3%	21	1.9%
Propiedades de inversión, neto	16,489	5.5%	15,579	5.1%	15,274	4.9%	21,548	6.8%	22,180	6.4%	632	2.9%
Equipos en arrendamiento, neto	3,918	1.3%	3,931	1.3%	4,459	1.4%	4,171	1.3%	3,459	1.0%	(712)	-17.1%
Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto	61,634	20.6%	64,201	21.0%	63,588	20.5%	61,727	19.4%	64,712	18.8%	2,985	4.8%
Franquicias, neto de amortización acumulada	629	0.2%	593	0.2%	145	0.0%	139	0.0%	122	0.0%	(17)	-12.5%
Otros activos	4,625	1.5%	5,197	1.7%	6,206	2.0%	6,310	2.0%	6,043	1.8%	(267)	-4.2%
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>197,580</b>	<b>66.0%</b>	<b>198,102</b>	<b>64.9%</b>	<b>208,134</b>	<b>66.9%</b>	<b>207,378</b>	<b>65.0%</b>	<b>237,289</b>	<b>68.8%</b>	<b>29,911</b>	<b>14.4%</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>299,249</b>	<b>100%</b>	<b>305,163</b>	<b>100%</b>	<b>310,911</b>	<b>100%</b>	<b>318,901</b>	<b>100%</b>	<b>344,790</b>	<b>100%</b>	<b>25,889</b>	<b>8.1%</b>
<b>PASIVOS</b>												
Préstamos por pagar a menos de 1 año	67,178	22.4%	44,167	14.5%	43,995	14.2%	48,953	15.4%	44,036	12.8%	(4,917)	-10.0%
Bonos por pagar a menos de 1 año	5,160	1.7%	8,114	2.7%	7,294	2.3%	7,020	2.2%	9,138	2.7%	2,117	30.2%
Sobregiros bancarios	0	0.0%	0	0.0%	644	0.2%	0	0.0%	727	0.2%	727	-
Terrenos por pagar, porción de corto plazo	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	-
Cuentas por pagar proveedores	6,394	2.1%	8,145	2.7%	5,671	1.8%	6,158	1.9%	5,640	1.6%	(518)	-8.4%
Cuentas por pagar otras	2,151	0.7%	2,195	0.7%	1,667	0.5%	2,299	0.7%	1,459	0.4%	(840)	-36.5%
Intereses acumulados por pagar sobre bonos	77	0.0%	212	0.1%	152	0.0%	253	0.1%	305	0.1%	51	20.3%
Obligaciones bajo arrendamiento financiero, porción de corto plazo	2,433	0.8%	3,474	1.1%	1,012	0.3%	3,852	1.2%	920	0.3%	(2,932)	-76.1%
Impuesto sobre la renta por pagar	208	0.1%	71	0.0%	113	0.0%	25	0.0%	74	0.0%	50	200.5%
Gastos acumulados por pagar	1,807	0.6%	2,162	0.7%	2,303	0.7%	2,329	0.7%	2,626	0.8%	297	12.7%
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>85,408</b>	<b>28.5%</b>	<b>68,539</b>	<b>22.5%</b>	<b>62,850</b>	<b>20.2%</b>	<b>70,889</b>	<b>22.2%</b>	<b>64,926</b>	<b>18.8%</b>	<b>(5,964)</b>	<b>-8.4%</b>
Préstamos a más de 1 año	4,913	1.6%	6,369	2.1%	5,232	1.7%	4,761	1.5%	4,114	1.2%	(648)	-13.6%
Bonos por pagar a más de 1 año	56,262	18.8%	61,110	20.0%	57,888	18.6%	56,776	17.8%	70,017	20.3%	13,241	23.3%
Depósitos de clientes	3,716	1.2%	3,338	1.1%	3,203	1.0%	3,905	1.2%	4,531	1.3%	626	16.0%
Terrenos por pagar, porción de largo plazo	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	-
Obligaciones bajo arrendamiento financiero, porción de largo plazo	1,910	0.6%	4,425	1.5%	8,411	2.7%	5,317	1.7%	7,822	2.3%	2,506	47.1%
Ingresos diferidos	154	0.1%	152	0.0%	315	0.1%	322	0.1%	323	0.1%	2	0.5%
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>66,955</b>	<b>22.4%</b>	<b>75,395</b>	<b>24.7%</b>	<b>75,050</b>	<b>24.1%</b>	<b>71,081</b>	<b>22.3%</b>	<b>86,807</b>	<b>25.2%</b>	<b>15,726</b>	<b>22.1%</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>152,363</b>	<b>50.9%</b>	<b>143,934</b>	<b>47.2%</b>	<b>137,900</b>	<b>44.4%</b>	<b>141,970</b>	<b>44.5%</b>	<b>151,733</b>	<b>44.0%</b>	<b>9,763</b>	<b>6.9%</b>
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>												
Acciones nominativas tipo A	12,815	4.3%	12,815	4.2%	12,815	4.1%	12,815	4.0%	12,815	3.7%	0	0.0%
Acciones nominativas tipo B	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	5,913	1.7%	5,913	-
Acciones en tesorería	(741)	-0.2%	(741)	-0.2%	(741)	-0.2%	(741)	-0.2%	(741)	-0.2%	0	0.0%
Utilidades capitalizadas por subsidiaria	687	0.2%	687	0.2%	687	0.2%	687	0.2%	687	0.2%	0	0.0%
Ganancia no realizada sobre inversiones	36,280	12.1%	36,280	11.9%	36,280	11.7%	36,280	11.4%	36,280	10.5%	0	0.0%
Utilidad no distribuidas	85,450	28.6%	93,357	30.6%	107,541	34.6%	105,379	33.0%	122,593	35.6%	17,214	16.3%
Utilidad del ejercicio	12,330	4.1%	18,765	6.1%	16,361	5.3%	22,442	7.0%	15,440	4.5%	(7,003)	-31.2%
Participación no controladora	66	0.0%	67	0.0%	69	0.0%	69	0.0%	72	0.0%	2	3.4%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>146,886</b>	<b>49.1%</b>	<b>161,230</b>	<b>52.8%</b>	<b>173,011</b>	<b>55.6%</b>	<b>176,931</b>	<b>55.5%</b>	<b>193,058</b>	<b>56.0%</b>	<b>16,126</b>	<b>9.1%</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>299,249</b>	<b>100%</b>	<b>305,163</b>	<b>100%</b>	<b>310,911</b>	<b>100%</b>	<b>318,901</b>	<b>100%</b>	<b>344,790</b>	<b>100%</b>	<b>25,889</b>	<b>8.1%</b>

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

	Dic.12	%	Dic.13	%	Sep.14	%	Dic.14	%	Sep.15	%	Sep. 15 / Sep. 14	Variación
<b>INGRESOS OPERATIVOS</b>	<b>111,082</b>	<b>100%</b>	<b>129,292</b>	<b>100%</b>	<b>92,596</b>	<b>100%</b>	<b>124,898</b>	<b>100%</b>	<b>98,628</b>	<b>100%</b>	<b>6,032</b>	<b>6.5%</b>
Ventas de bienes y servicios	106,080	95.5%	123,884	95.8%	88,602	95.7%	119,580	95.7%	94,564	95.9%	5,962	6.7%
Ingresos por alquiler	2,903	2.6%	3,127	2.4%	2,472	2.7%	3,324	2.7%	2,752	2.8%	280	11.3%
Intereses ganados en financiamiento	1,369	1.2%	1,521	1.2%	1,134	1.2%	1,495	1.2%	1,148	1.2%	14	1.2%
Otros ingresos operacionales	731	0.7%	760	0.6%	388	0.4%	499	0.4%	164	0.2%	(224)	-57.8%
<b>Costo de ventas</b>	<b>68,858</b>	<b>62.0%</b>	<b>77,020</b>	<b>59.6%</b>	<b>52,001</b>	<b>56.2%</b>	<b>70,250</b>	<b>56.2%</b>	<b>56,390</b>	<b>57.2%</b>	<b>4,390</b>	<b>8.4%</b>
<b>MARGEN DE CONTRIBUCIÓN</b>	<b>42,224</b>	<b>38.0%</b>	<b>52,272</b>	<b>40.4%</b>	<b>40,595</b>	<b>43.8%</b>	<b>54,649</b>	<b>43.8%</b>	<b>42,237</b>	<b>42.8%</b>	<b>1,642</b>	<b>4.0%</b>
<b>Gastos de ventas, generales y administrativos</b>	<b>19,939</b>	<b>17.9%</b>	<b>22,337</b>	<b>17.3%</b>	<b>17,413</b>	<b>18.8%</b>	<b>23,476</b>	<b>18.8%</b>	<b>17,699</b>	<b>17.9%</b>	<b>285</b>	<b>1.6%</b>
<b>Otros ingresos, neto</b>	<b>2,567</b>	<b>2.3%</b>	<b>3,449</b>	<b>2.7%</b>	<b>3,689</b>	<b>4.0%</b>	<b>5,191</b>	<b>4.2%</b>	<b>1,498</b>	<b>1.5%</b>	<b>(2,191)</b>	<b>-59.4%</b>
Ingresos por venta de terreno	823	0.7%	1,468	1.1%	2,185	2.4%	2,363	1.9%	(141)	-0.1%	(2,326)	-106.5%
Intereses ganados en depósitos a plazo fijo	70	0.1%	108	0.1%	252	0.3%	383	0.3%	359	0.4%	108	42.8%
Dividendos ganados	1,709	1.5%	1,945	1.5%	1,242	1.3%	2,382	1.9%	1,262	1.3%	20	1.6%
Participación patrimonial en asociadas	(35)	0.0%	(72)	-0.1%	11	0.0%	63	0.1%	18	0.0%	7	68.4%
<b>UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN</b>	<b>24,853</b>	<b>22.4%</b>	<b>33,384</b>	<b>25.8%</b>	<b>26,871</b>	<b>29.0%</b>	<b>36,364</b>	<b>29.1%</b>	<b>26,036</b>	<b>26.4%</b>	<b>(835)</b>	<b>-3.1%</b>
Depreciación y Amortización	8,009	7.2%	8,750	6.8%	6,653	7.2%	8,904	7.1%	7,017	7.1%	364	5.5%
<b>UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS</b>												

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.12	Dic.13	Sep.14*	Dic.14	Sep.15*
<b>Rentabilidad</b>					
ROAA <sup>1</sup>	4.3%	6.2%	7.4%	7.2%	6.6%
ROAE <sup>2</sup>	8.6%	12.2%	13.9%	13.3%	11.8%
(Ingresos operativos - Costo de ventas) / Ingresos operativos	38.0%	40.4%	42.6%	43.8%	43.0%
Gastos generales y administrativos / Ingresos operativos	17.9%	17.3%	17.6%	18.8%	18.1%
EBITDA <sup>3</sup> (En US\$ miles) - 12 meses	26,387	35,873	40,340	39,250	39,055
Gastos financieros 12 meses	4,651	6,414	6,258	6,002	6,302
EBITDA / Ingresos operativos	23.8%	27.7%	31.0%	31.4%	29.8%
EBITDA / Gastos financieros (veces)	5.67	5.59	6.45	6.54	6.20
EBITDA / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	0.40	0.52	0.67	0.65	0.67
(EBITDA + Inversiones) / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	1.10	1.21	1.46	1.46	1.51
Utilidad neta / Ingresos operativos	11.1%	14.5%	17.5%	18.0%	16.4%
Otros ingresos / Utilidad neta	20.8%	18.4%	20.9%	23.1%	13.9%
<b>Liquidez y Flujos</b>					
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.19	1.56	1.64	1.57	1.66
(Activos corrientes - Inventario - Gastos anticipados) / Pasivos corrientes	0.90	1.26	1.42	1.32	1.45
Cuentas por cobrar / Activos	7.2%	8.0%	7.5%	9.3%	7.3%
Cuentas por cobrar / Ingresos operativos	19.5%	19.0%	17.8%	23.7%	19.1%
Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles)	4,027	33,057	28,429	24,039	12,540
Flujo de Caja Operativo, previo a las Variaciones de Capital de Trabajo (FCO Pre VCT) (En US\$ miles)	17,580	28,788	31,990	32,414	33,390
FCO Pre VCT / Deuda financiera	14.5%	22.7%	26.9%	27.3%	27.5%
FCO Pre VCT / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo)	0.26	0.42	0.53	0.54	0.57
FCO Pre VCT / Gastos financieros (veces)	3.78	4.49	5.11	5.40	5.30
FCO Pre VCT / CAPEX (veces)	0.83	3.30	4.19	3.06	2.01
Dividendos / Utilidad neta	31.7%	23.6%	25.1%	30.0%	33.7%
<b>Endeudamiento</b>					
Deuda financiera (En US\$ miles)	133,514	119,759	114,409	117,511	128,032
Deuda financiera de corto plazo / Deuda financiera	54.2%	43.7%	45.4%	47.6%	42.1%
Deuda financiera / Pasivos	87.6%	83.2%	83.0%	82.8%	84.4%
Deuda financiera / Patrimonio (veces)	0.91	0.74	0.66	0.66	0.66
Utilidad neta / Deuda financiera de corto plazo	17.0%	35.9%	43.9%	40.1%	39.9%
Gastos financieros brutos / Deuda financiera promedio	3.8%	5.1%	5.3%	5.1%	5.2%
Deuda financiera / Activos	44.6%	39.2%	36.8%	36.8%	37.1%
Deuda financiera / EBITDA (veces)	4.60	3.53	2.95	3.02	3.10
Deuda financiera / (EBITDA - CAPEX) (veces)	22.95	4.66	3.64	4.14	5.40
Deuda financiera / FCO Pre VCT (veces)	6.90	4.40	3.72	3.66	3.63
<b>Capitalización</b>					
Activo fijo / Patrimonio	42.4%	40.2%	36.8%	35.0%	33.6%
Pasivos / Activos	50.9%	47.2%	44.4%	44.5%	44.0%
Pasivos corrientes / Pasivos totales	56.1%	47.6%	45.6%	49.9%	42.8%
Pasivos / Patrimonio (veces)	1.04	0.89	0.80	0.80	0.79
Pasivos corrientes / Patrimonio	58.1%	42.5%	36.3%	40.1%	33.6%
Patrimonio / Activos	49.1%	52.8%	55.6%	55.5%	56.0%
Patrimonio / Activos fijos	179.0%	192.6%	207.6%	202.3%	213.7%
Capital primario / Patrimonio	75.3%	77.5%	79.0%	79.5%	81.2%
Deuda financiera / Capital primario (veces)	1.21	0.96	0.84	0.84	0.82
Pasivos / Capital Primario (veces)	1.38	1.15	1.01	1.01	0.97
Capital Primario / Activos fijos neto	134.8%	149.3%	164.1%	160.8%	173.5%
<b>Otros indicadores</b>					
Rotación de cuentas por cobrar (días) <sup>4</sup>	70.1	68.3	64.1	85.4	68.9
Rotación de inventario corriente (días) <sup>5</sup>	121.6	90.0	64.5	84.4	63.6
Rotación de cuentas por pagar (días) <sup>6</sup>	44.7	48.3	35.3	43.3	34.2
Crecimiento anual de activos	11.2%	2.0%	3.1%	4.5%	10.9%
Crecimiento anual de ingresos operativos	9.0%	16.4%	1.1%	-3.4%	6.5%
Crecimiento anual de los gastos financieros	22.9%	25.9%	-21.1%	-20.6%	-13.8%
Crecimiento anual de la utilidad neta	-21.1%	52.2%	32.5%	19.6%	-5.6%
Depreciación del ejercicio / Activos fijos	9.8%	10.5%	11.2%	10.2%	10.3%

**Elaboración: Equilibrium**

<sup>1</sup> ROAA (Return On Average Assets) = Utilidad neta 12 meses / ((Activo<sub>t</sub> + Activo<sub>t-1</sub>) / 2)

<sup>2</sup> ROAE (Return On Average Equity) = Utilidad neta 12 meses / ((Patrimonio<sub>t</sub> + Patrimonio<sub>t-1</sub>) / 2)

<sup>3</sup> EBITDA (Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization) = Utilidad operativa antes de depreciación y amortización + Intereses capitalizados al costo de ventas

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

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

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

\* Indicadores Anualizados a los 12 últimos meses



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

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

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

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

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

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

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