



SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. (SUCASA) Y SUBSIDIARIAS

Ciudad de Panamá, Panamá

4 de agosto de 2016

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA Hasta por US\$12 millones	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.
Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA Hasta por US\$20 millones	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.
Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA Hasta por US\$45 millones	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.
<i>Perspectiva</i>	<i>Estable</i>	

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

-----Millones de US\$-----					
	Mar.16	Dic.15	Mar.16	Dic.15	
Activos:	251.8	248.4	U. Neta:	5.5	21.7
Pasivos:	150.7	143.3	ROAA*:	9.0%	9.0%
Patrimonio:	101.1	105.0	ROAE*:	23.1%	22.0%

*Al 31 de marzo de 2016 los indicadores se presentan anualizados.

Historia de la Calificación: Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos → A+.pa (27.06.14). Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos → A+.pa (27.06.14). Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos → A+.pa (27.06.14).

La información utilizada para el presente análisis comprende los Estados Financieros Auditados de Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA) y Subsidiarias al 31 de diciembre de 2012, 2013, 2014 y 2015 y no auditados al 31 de marzo de 2015 y 2016. Asimismo, se utilizó información adicional proporcionada por el Emisor.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió ratificar la categoría A+.pa otorgada a las emisiones contempladas dentro del Primer, Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias (en adelante SUCASA o el Emisor). La perspectiva se mantiene Estable.

Las calificaciones asignadas se sustentan en la experiencia que mantiene SUCASA en la actividad de construcción y venta de viviendas, lo que lo convierte en una de las empresas desarrolladoras mejor posicionadas en Panamá. Se suma a lo anterior los adecuados indicadores de rentabilidad registrados a lo largo de los últimos ejercicios, así como el acceso al crédito que mantiene, en conjunto con la diversificación a nivel de acreedores. Es de señalar igualmente que los bonos se encuentran respaldados por bienes inmuebles cedidos por Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA), los mismos que cubren en 125% el valor en libros de los bonos calificados. Asimismo, se incorpora el respaldo solidario que le brinda UNESA, quien mantiene una calificación de riesgo A+.pa otorgada por Equilibrium¹. No obstante lo anterior, a la fecha restringe a SUCASA el poder contar con una mayor calificación la sensibilidad del flujo operativo ante posibles cambios no esperados en las condiciones económicas, toda vez que su principal actividad se vincula al sector construcción. Adicionalmente, mantiene un elevado endeudamiento en

¹ Para mayor información acerca de la calificación de UNESA referirse www.equilibrium.com.pe/unesapa.com.pdf.

relación a su EBITDA, lo cual conlleva a que la cobertura del servicio de deuda con el EBITDA sea ajustada si no se excluye del indicador los Valores Comerciales Negociables (VCNs). En este mismo orden, la totalidad de los activos líquidos ha sido históricamente menor al total de los pasivos corrientes, conllevando a que SUCASA mantenga constantemente déficit de capital de trabajo. No menos importante resulta que el patrimonio del Emisor se explica casi íntegramente por utilidades retenidas, en donde las acciones comunes ejercen poca presencia en la estructura de capital.

SUCASA se dedica principalmente al desarrollo de proyectos de vivienda en las provincias de Panamá y Panamá Oeste, los mismos que están dirigidos a familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo. El Emisor también se dedica a otras actividades, entre las que se encuentran servicios de hotelería mediante la cadena de hoteles Country Inn & Suites (sólo sucursal Amador) y playa Tortuga. En adición, también incluye la línea de negocio de construcción de centros comerciales para alquiler.

Al 31 de marzo de 2016, los activos de SUCASA alcanzan los US\$251.8 millones, registrando un crecimiento interanual de 8.0% el mismo que se explica por la adquisición de nuevos terrenos, en conjunto con la iniciación de la fase de urbanización de varios proyectos residenciales llevados a cabo por parte del Emisor. Lo anterior enmarca la fase de expansión operativa en la que se encuentra la Entidad. Es de señalar que el crecimiento en

los Inventarios No Corrientes no han conllevado a una desmejora en los índices de apalancamiento tanto contable (pasivo / patrimonio) como financiero (deuda financiera total / EBITDA) respecto a ejercicios anteriores. No obstante, al cierre del primer trimestre de 2016 la deuda financiera representa 3.57 veces el EBITDA anualizado, nivel que es considerado elevado a pesar de situarse ligeramente por debajo de lo registrado en ejercicios previos. Con relación a la palanca contable, al 31 de marzo de 2016 la misma se sitúa en 1.49 veces, ubicándose dentro de un rango adecuado. Debe mencionarse que SUCASA ha recibido el apoyo de su Conglomerado en cuanto a la emisión de acciones tipo B a principios del ejercicio 2015, las cuales han pasado a fondear parte del crecimiento de los activos.

En relación a la deuda calificada por Equilibrium, al 31 de marzo de 2016 los Bonos Corporativos en circulación ascienden a US\$73.3 millones, los mismos que le otorgan la facilidad al Emisor de continuar colocando bonos en el mercado siempre y cuando no exceda la suma autorizada respectiva para cada uno de los programas, una vez que se cumpla con la amortización de capital. Estas emisiones implican igualmente que tanto el Emisor como el Grupo tengan que cumplir con una serie de resguardos financieros vinculados a apalancamiento, solvencia y capital, los cuales se vienen cumpliendo al corte de análisis. En conjunto a esto, las garantías inmuebles que respaldan los títulos calificados se encuentran alojadas en diversos Fideicomisos de Garantía que deben certificar trimestralmente que se cumpla con la cobertura mínima de 125% sobre el valor insoluto de los bonos rotativos calificados.

Al 31 de marzo de 2016, el resultado neto del Emisor mejora respecto al mismo período del ejercicio previo (+4.5%) al situarse en US\$5.6 millones, mientras que durante el ejercicio 2015 los mismos se incrementaron en 21.9%, alcanzando los US\$21.7 millones. El incremento del resultado neto durante el 2015 se da a pesar de que el margen de contribución retrocede respecto al 2014 (-2.7%),

toda vez que el costo de venta fue mayor a los ingresos operativos mismos del negocio. No obstante, esto último se revierte producto de una menor depreciación y amortización, menores gastos de ventas, generales y administrativos, así como por un menor gasto financiero producto del fondeo tomado con bancos. La reducción en los gastos operativos ha conllevado a que SUCASA logre mejorar el EBITDA entre ejercicios, al situarse en US\$33.7 millones, el mismo que le permitió cubrir en 6.7 veces los gastos financieros del 2015 (cobertura de 8.7 veces al primer trimestre de 2016), nivel que es considerado adecuado. No obstante, al incluir la porción corriente de la deuda financiera (servicio de deuda), la cobertura se ajusta al situarse en 0.62 y 0.61 veces, respectivamente. Cabe precisar que estos índices mejorarían ligeramente si se considerara el flujo de repago que le aportan otras empresas afiliadas del Grupo hacia el Emisor, por concepto del pago de los intereses y de capital por adquisición de deuda financiera de estas compañías, aunque esta simulación ya implicaría tomar en cuenta flujos que no se registran en los balances del Emisor.

El mayor resultado neto alcanzado por SUCASA durante el ejercicio 2015 se ve reflejado en una mejora de la rentabilidad, lo cual se ve plasmado en un retorno promedio para sus activos (ROAA) y para el accionista (ROAE) de 9.0% y 22.0%, respectivamente (9.0% y 23.1% al 31 de marzo de 2016).

Tomando en consideración los factores expuestos a lo largo de este fundamento, a la fecha SUCASA mantiene como principales retos el mejorar la cobertura del servicio de deuda por medio de la disminución en el índice de deuda financiera con respecto a EBITDA, al mismo tiempo que se logre revertir el déficit de capital de trabajo producto de la presión que ejerce el financiamiento de corto plazo en sus indicadores de liquidez. De esta manera, Equilibrium continuará monitoreando el riesgo global de SUCASA, a fin de que la calificación otorgada refleje adecuadamente el perfil de riesgo de la Compañía.

Fortalezas

1. Las emisiones de bonos calificadas cuentan con Fideicomiso de Garantía, cuyos bienes inmuebles cubren 125% el valor en libros.
2. Posicionamiento del Emisor dentro de la industria desarrolladora de viviendas en Panamá.
3. Adecuada cobertura de los gastos financieros con el EBITDA.

Debilidades

1. Ajustada cobertura del servicio de deuda con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo (FCO).
2. Relación entre Deuda financiera / EBITDA es superior a 3.0 veces.
3. Concentración de las utilidades operativas en la industria de construcción de viviendas, la cual es sensible ante cambios adversos en las condiciones económicas.
4. Ajustados indicadores de liquidez.

Oportunidades

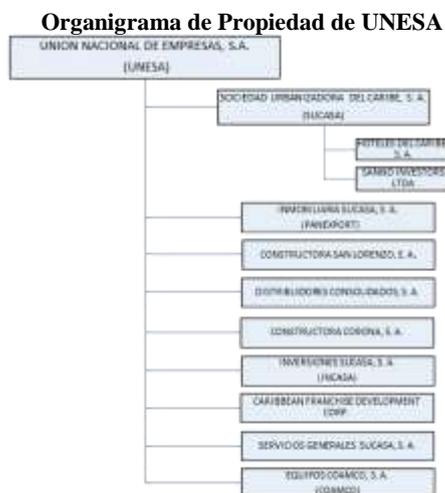
1. Adecuación en la estructura de fondeo: incremento de la participación de deuda financiera de largo plazo y capitalización de las utilidades retenidas.
2. Fortalecimiento de los procesos de gobierno corporativo.
3. Potenciación de los ingresos de las unidades de hoteles.

Amenazas

1. Sensibilidad ante cambios adversos en el entorno económico local e internacional.
2. Mayor competencia que incida directamente en la generación de ingresos.
3. Variaciones en las condiciones de financiamiento externo: precio, plazo, exigencia de garantías y otros.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias, es una compañía constituida en Panamá el 28 de octubre de 1966, contando con 49 años de existencia, siendo la empresa más antigua del Grupo Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA).



Fuente: SUCASA

Esta sociedad se dedica principalmente al desarrollo de proyectos de vivienda en la provincia de Panamá dirigidos a familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo. Por su parte, el Emisor también se dedica a otras actividades, a nombre propio o a través de subsidiarias, entre las que se encuentran servicios de hotelería mediante la cadena de hoteles Country Inn & Suites (sólo sucursal Amador) y playa Tortuga. En adición, también incluye la línea de negocio de construcción de centros comerciales para alquiler.

Junta Directiva

El Emisor se encuentra regulado por el Ministerio de Comercio e Industria de Panamá (MICI), aunque no existe un ente fiscalizador especializado. Debido a esto, los miembros de la Junta Directiva ejercen un importante rol en la toma de decisiones.

A la fecha de análisis, la Junta Directiva se integra de la siguiente manera:

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

SUCASA ha establecido gerencias dedicadas a dirigir actividades específicas, tales como la venta de viviendas, hotelería y alquiler de centros comerciales. Cada una de

estas gerencias reporta individualmente al Presidente Ejecutivo, quien a su vez dirige, coordina y supervisa todas las actividades productivas y de apoyo, incluyendo la divulgación a la Junta Directiva.

Estrategia de Negocios

En lo que se refiere a la construcción y venta de viviendas, del total de las casas vendidas durante el 2015, cerca del 95% perteneció a casas que oscilan entre los US\$40 mil y US\$120 mil; es decir, corresponden a viviendas que gozan del beneficio de interés preferencial subsidiado por el Estado. Esto brinda un panorama acerca del perfil de cliente para el Emisor, el cual consta de personas con capacidad de pago media o media-baja.

Las bondades de este estrato de viviendas es que la misma mantiene una alta demanda a nivel nacional, conforme continúan recibiendo el subsidio del Estado aplicado a la tasa de interés cobrada por los bancos de la plaza. En efecto, la estrategia general del Emisor gira en torno a este tipo de residencia, unifamiliares y cuyo rango de precio coincide con el subsidio de interés preferencial.

No obstante lo señalado anteriormente, el Emisor se encuentra diversificando su oferta de viviendas hacia apartamentos dirigidos a personas de ingreso salarial medio y medio-alto. De esta manera, la Entidad estima que a futuro la venta de viviendas continúe incrementándose mediante una mezcla ligeramente más diversificada en cuanto a tipos de residencia vendidas. Es relevante acotar que SUCASA tampoco busca construir viviendas de interés social, ya que uno de sus objetivos para mitigar el riesgo es de minimizar el porcentaje de su flujo operativo que dependa de pagos provenientes del Estado, tal como es la figura en el caso de los programas patrocinados por el Ministerio de Vivienda.

ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA

Entorno Internacional

Los principales eventos que han acontecido en el ámbito económico mundial en periodos recientes enmarcan un panorama mixto para los distintos países y regiones para el 2016.

En primer lugar se viene observado una recuperación económica en los Estados Unidos (principal socio comercial de América Latina) y un subsecuente fortalecimiento del Dólar Americano. Lo anterior, en conjunto con una mejor expectativa del desempleo e inflación por parte de Estados Unidos, motivaron a la Reserva Federal (FED) subir las tasas de interés en el mes de diciembre de 2015 hasta 0.50% desde 0.25%, luego de un lapso de siete años. La FED no espera subir las tasas en el corto plazo, aunque no descarta continuar con su plan original de incrementar los tipos de interés progresivamente en el mediano y largo plazo. En contraposición, de concretarse esta circunstancia se podría exacerbar aún más la incierta situación por la cual atraviesan los gobiernos de países emergentes a nivel mundial, especialmente en torno a la continuidad en la devaluación de sus respectivas monedas, el encarecimiento de sus deudas contraídas en Dólares y posibles políticas más restrictivas en torno a sus políticas fiscales, todo lo cual tendría repercusiones en la capacidad de pago de personas y empresas radicadas en dichos países.

Por otra parte, se presentan otros factores desfavorables como la presión que han sufrido los precios de materias primas, la tendencia marcada hacia la baja que sufrieron los precios del petróleo y de otros *commodities*, así como la divergencia en la aplicación de políticas monetarias aplicadas por algunas economías avanzadas, especialmente en la Zona Euro. A esto, se le suma la salida de Gran Bretaña de la Unión Europea durante el mes de junio, lo que arroja aún más incertidumbre política y monetaria al viejo continente, además de que los mercados han reaccionado de forma adversa ante dicho acontecimiento, especialmente en torno al comportamiento de los *commodities* y el petróleo.

No menos importante resultan los efectos colaterales adversos sobre las economías emergentes de América Latina, como un menor crecimiento del sector primario y secundario (sobre todo por la capacidad de exportar bienes y materias primas), un menor margen maniobra de los gobiernos para hacer frente a sus déficits fiscales, así como mayores restricciones para la inversión pública y privada, sobre todo en aquellas economías que además sufren desequilibrios de índole político. En particular, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha calculado que la caída en las materias primas ha oscilado entre 30% y 50% dependiendo del país, lo que ha impactado el volumen de ingresos por exportación, sobre todo en países sudamericanos.

En línea con lo anterior, no es de olvidar que China continúa presentando una desaceleración en su crecimiento económico, al mismo tiempo que también disminuyó el volumen de sus importaciones y exportaciones de bienes durante el 2015. Siendo que China es actualmente el segundo mayor socio comercial de América Latina y una fuente importante de inversión para la región, cabe mencionar que estos elementos influyen en buena medida sobre el comportamiento de los países emergentes. Conforme continúe observándose un debilitamiento de la economía china (junto con el Yuan) es probable que los países latinoamericanos necesiten diversificar sus economías para adaptarse a este entorno.

El FMI ha proyectado un crecimiento de 3.2% para el Producto Interno Bruto (PIB) mundial durante el 2016 (respecto de 3.1% durante el 2015), observándose crecimientos estables en la Zona Euro, Estados Unidos y otras economías avanzadas; mientras que, por otro lado, el crecimiento global de América Latina sería negativo en 0.5%, principalmente por la fuerte recesión económica que atraviesa Brasil. De acuerdo con este organismo internacional, el crecimiento económico mundial volvería a mostrar un crecimiento moderado a partir del año 2017, una vez que se normalicen las condiciones de las economías emergentes, en conjunto por condiciones macroeconómicas más favorables en torno a los *commodities*.

Economía Local

La Economía Panameña se perfila como la más dinámica entre los principales países de América Latina, ya que el crecimiento de su PIB real² resultó en 5.8% para el año 2015, por encima de las cifras presentadas por otros países

² También conocido como el PIB a Precio Constante, el cual toma como referencia los precios de comprador del año 2007.

de la región, incluso aquellos con grado de inversión en escala internacional, a pesar de que el PIB real mostró una ligera desaceleración cuando se compara con el año 2014 (6.1%).

Las actividades³ que más aportaron a este dinamismo, fueron construcción, la actividad comercial, la intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler, así como el transporte, almacenamiento y comunicaciones; tal como ha sido durante los últimos años, en función al modelo macroeconómico nacional orientado al sector terciario, es decir al Servicio.

Según las cifras presentadas por la Contraloría General de la República, el crecimiento del PIB real panameño se ubicó en 4.6% al cierre del primer trimestre de 2016, lo que pudiese indicar un crecimiento menor al inicialmente proyectado, aunque se debe tomar en cuenta que esto no capturaba la reciente apertura del Canal Ampliado (inaugurado el 26 de junio de 2016), lo cual podrá incrementar el nivel de actividad comercial dentro del territorio nacional para lo que resta del año.

De manera favorable, la economía local continúa recibiendo un notable apoyo de capital foráneo, ya que la Inversión Extranjera Directa (IED) ascendió a US\$5,038.6 millones durante el 2015, lo que representa un crecimiento interanual de 16.9%. Por su parte, se destaca la alta contribución de las utilidades reinvertidas sobre el IED total, equivalente a 57.4% para el mismo periodo analizado. Cabe destacar que el IED representa 14.1% del PIB real, cuyo porcentaje es el más alto entre los países de América Latina.

Adicionalmente, se proyecta la realización de importantes obras de infraestructura, entre las que se encuentran la construcción de la Línea 2 del Metro, la expansión del Aeropuerto Internacional de Tocumen, la construcción de nuevos puertos y parques logísticos, la ampliación en la infraestructura de transmisión eléctrica, entre otros mega proyectos futuros; en donde incluso ya se vislumbra la construcción de un cuarto puente sobre el Canal de Panamá, en conjunto con la construcción de una tercera línea del Metro para el nuevo decenio.

Por otro lado, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) ha revelado que, según cifras preliminares, el déficit fiscal acumulado para el año 2015 representa el 2.0% del PIB nominal, lo que constituye una mejora en relación al 3.4% observado en el año anterior. El Gobierno ha realizado esfuerzos para disminuir el peso del gasto por subsidios e incentivado el incremento de la tributación, razón por la cual el déficit fiscal representó 1.5% del PIB nominal para el cierre del primer trimestre de 2016.

Un aspecto importante gira en torno a la Ley 34 de 2008 sobre Responsabilidad Social Fiscal, ya que el Gobierno ha promulgado enmiendas con la intención de mantener un nivel máximo de déficit para los distintos periodos. Este déficit puede ajustarse dependiendo del grado de contribución de los ingresos que genera el Canal de Panamá sobre el PIB nominal. Es por ello que la Ampliación del Canal de Panamá ha sido un evento trascendente para el país, ya que con esto también se

³ Según la clasificación utilizada por la Contraloría General de la República.

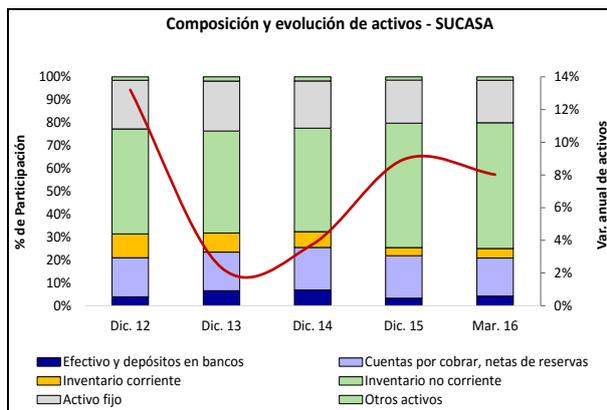
incrementará la contribución de la vía interoceánica a casi 45% a partir del año 2017, así como un aumento de 40% en las inversiones dirigidas al sector logístico en dicho periodo, según las estimaciones del MEF.

En este contexto, el principal desafío de la economía nacional gira en torno al manejo de las finanzas públicas y la ejecución del presupuesto por parte de la actual Administración Gubernamental, sin comprometer la deuda pública o el déficit fiscal, por lo que la recaudación de ingresos, un endeudamiento controlado y un uso eficiente del gasto público permitirían mantener la solidez de Panamá como país.

DESEMPEÑO FINANCIERO DE SUCASA

Activos

Al 31 de marzo de 2016, los activos consolidados de SUCASA ascienden a US\$251.8 millones, registrando un crecimiento interanual de 8.0%, el mismo que se explica en el incremento de los Inventarios No Corrientes, en particular, la suma entre terrenos y costos de construcción en proceso. En este sentido, es de mencionar que el Emisor se encuentra en la búsqueda de terrenos permanentemente con el objetivo de contar con una base de activos suficiente para continuar desarrollando proyectos urbanísticos en el futuro. Ambas partidas han agrupado cerca del 50% de los activos totales del Emisor, cuyo porcentaje presenta una tendencia al alza a lo largo de los últimos periodos.



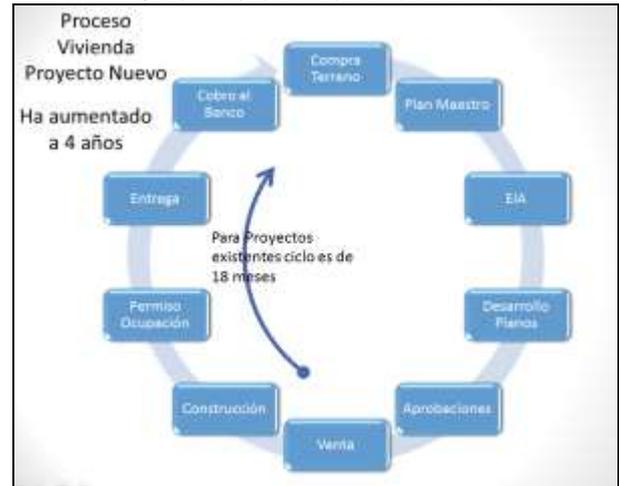
Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

A nivel de las unidades de negocio que conforman SUCASA, se identifica que la actividad de venta y construcción de viviendas agrupan cerca del 90% de sus activos consolidados, por lo cual este reporte se enfocará en aquellos activos pertenecientes a dicha unidad.

Luego de la compra de un terreno, el Emisor necesita llevar a cabo una serie de procedimientos con el objetivo de desarrollar un lote de viviendas para su posterior venta. Uno de los principales desafíos que enfrenta el Emisor durante este ciclo son las tramitaciones con el Gobierno en relación a la aprobación del plan maestro, de los Estudios de Impacto Ambiental (EIA), de los planos y los permisos necesarios para empezar los movimientos de tierra.

Es de mencionar que entre la compra de un terreno, la aprobación de los permisos y la posterior iniciación del desarrollo mismo del terreno puede abarcar hasta cuatro años, dependiendo de las instancias gubernamentales involucradas.

Ciclo de construcción de Viviendas



Fuente: SUCASA

Luego de transcurrida esta fase, el Emisor comienza a adecuar la superficie y a desarrollar los lotes y parcelas designados por la Administración, todo lo cual corresponde a los costos de construcción en proceso. Esta etapa en su conjunto se conoce como urbanización y se extiende hasta 18 meses, dependiendo de las condiciones del terreno y tamaño de los lotes.

Tras la urbanización de los lotes, SUCASA procede a construir las residencias, siempre bajo la premisa de asegurarse que exista la demanda suficiente para ocupar las mismas. Las viviendas que se encuentran terminadas y listas para su venta se registran en la cuenta de Unidad de Vivienda Terminada, que es un inventario de naturaleza circulante, ya que las casas usualmente se venden a sus propietarios finales en un periodo de entre 30 y 60 días.

Resultados y Rentabilidad

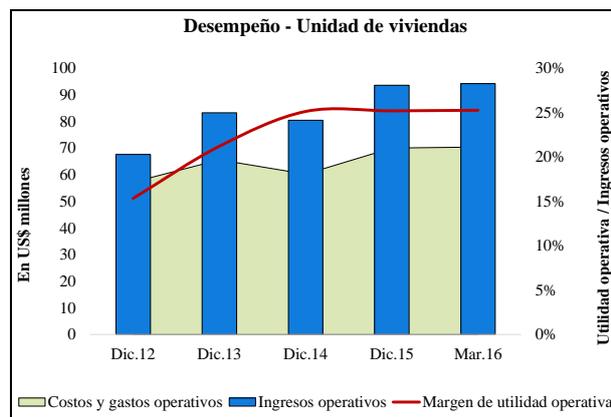
Al 31 de diciembre de 2015, las ventas de bienes y servicios alcanza los US\$101.3 millones, de los cuales el 92.1% pertenece a la venta de viviendas. Debido a la importancia de esta actividad en los resultados consolidados de SUCASA, este reporte dará mayor énfasis al desempeño de la construcción y desarrollo de viviendas. A su vez, el rubro de venta de bienes y servicios equivale 99.1% de los ingresos operativos consolidados.

SUCASA reconoce sus ingresos por la venta de vivienda solamente cuando se cumplen las siguientes condiciones: i) que el cliente haya firmado el contrato de compra-venta; ii) que la entidad bancaria encargada de financiar la hipoteca emita la carta promesa de pago respectiva; iii) que el cliente haya efectuado el abono inicial; y iv) que UNESA haya entregado la vivienda al cliente.

De esta manera, al 31 de diciembre de 2015, los ingresos operativos de SUCASA registran un crecimiento de 1.6%, los mismos que estuvieron impulsado por el desempeño de la unidad de construcción y venta de viviendas, lo que permitió compensar la ausencia de los ingresos operativos provenientes de la unidad de alquiler y venta de equipos, la cual fue escindida de los libros del Emisor durante el 2014.

No obstante el incremento de los ingresos durante el ejercicio 2015, el costo de venta aumentó a una tasa mayor (+5.1%), impactando de esta manera en el margen de

contribución, el mismo que retrocede en 2.7% respecto al 2014 y que pasa de representar el 45.1% de los ingresos operativos a 43.2%



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

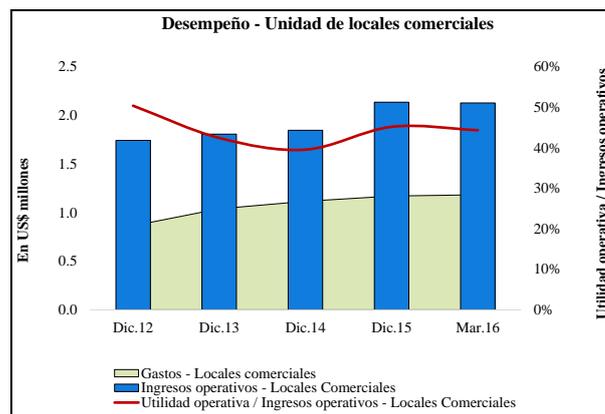
No obstante lo anterior, durante el 2015 SUCASA logra mejoras en sus eficiencias, lo cual se refleja en un retroceso de 20.2% los gastos de ventas, generales y administrativos, representando el 14.2% de los ingresos operativos (18.1% en el 2014).

El desempeño señalado anteriormente se mantiene hasta el primer trimestre de 2016, en donde la mejora en los indicadores de eficiencia permite que los gastos de ventas, generales y administrativos no absorban más del 14.3% de sus ingresos operativos. Lo anterior se logra a pesar de los mayores tiempos que viene tomando la tramitación y aprobación de los proyectos por parte del Estado. Contribuyó igualmente a los mejores resultados del 2015 los menores intereses financieros por el fondeo tomado con bancos, los mismos que disminuyen en 43.0% respecto al ejercicio anterior, comportamiento que se mantiene durante el primer trimestre de 2016 con un retroceso de 23.3%.

Respecto a las otras unidades de negocio que integran SUCASA, el desempeño de los hoteles Country Inn ha sido afectado por la sobreoferta que existe en el mercado hotelero panameño y, en particular, al hecho de que la disponibilidad de habitaciones de hotel a nivel nacional supere a la afluencia de visitantes anualmente, todo lo cual incide en que las ventas no sean lo suficientemente altas para cubrir el agregado de costos y gastos correspondientes a esta unidad particular.

Si bien la unidad de negocio vinculada al alquiler de centros comerciales (de pequeño tamaño) no ejerce una contribución significativa en comparación a los números reportados por la unidad de construcción y venta de viviendas, dicha unidad ha reflejado altos márgenes operativos durante los últimos años producto de su naturaleza de percibir ingresos por concepto de alquiler. Recientemente, el Emisor ha desarrollado un nuevo centro comercial denominado Plaza Del Lago, el cual ha permitido incrementar el espacio disponible para alquilar desde 20,095 m² hasta 32,728 m², potenciando así la capacidad de generación de ingreso por el alquiler de los centros comerciales. Uno de los principales retos en el corto plazo para el Emisor consiste precisamente en atraer

nuevos clientes o inquilinos para establecer sus operaciones en este nuevo centro comercial.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

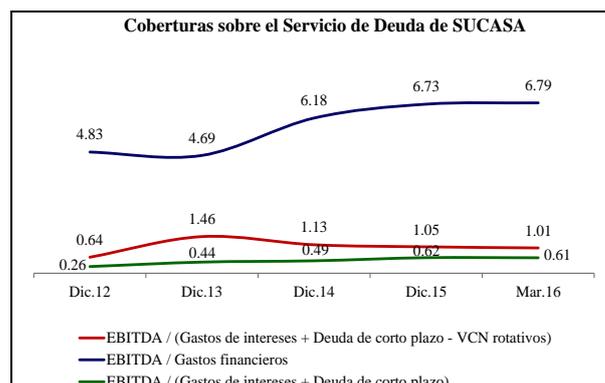
Luego de analizar los aspectos anteriormente señalados, al 31 de diciembre de 2015 SUCASA logra una utilidad neta de US\$21.7 millones, 21.9% mayor al ejercicio previo. Asimismo, al 31 de marzo de 2016 el resultado neto alcanza US\$5.5 millones, 4.5% mayor a la registrada en el mismo periodo de 2015.

De esta manera, al 31 de diciembre de 2015, los indicadores de rentabilidad del Emisor, reflejados a través del retorno promedio de los activos (ROAA) y para el accionista (ROAE) se sitúan en 9.0% y 22.0% (9.0% y 23.1% al 31 de marzo de 2016, respectivamente).

Coberturas

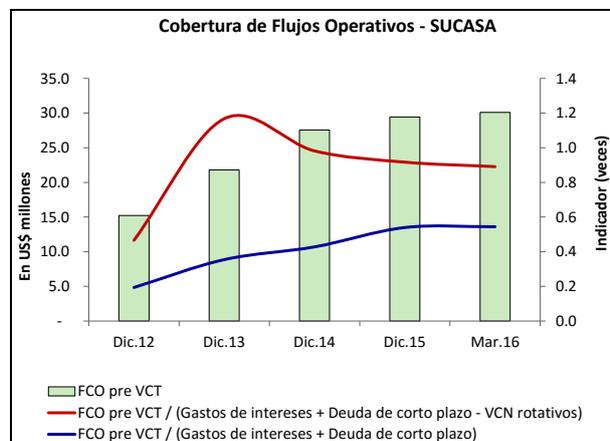
Al 31 de diciembre de 2015, el EBITDA de SUCASA alcanza los US\$33.7 millones, el mismo que se incrementa en % respecto al 2014. No obstante, al 31 de marzo de 2016, el EBITDA anualizado asciende a US\$34.0 millones, ajustándose ligeramente respecto a los US\$34.7 millones registrados en el mismo período de 2015.

Con relación a la cobertura que el EBITDA brinda a los gastos financieros del Emisor, al cierre del ejercicio 2015 la misma se sitúa en 6.73 veces, mejorando la misma a 8.70 veces al primer trimestre de 2016 a pesar del menor incremento del EBITDA respecto al ejercicio previo. No obstante, al incorporar la porción corriente de la deuda (cobertura del servicio de deuda) la misma se sitúa en 0.62 veces al cierre de 2015 y 0.61 veces al corte del primer trimestre de 2016, niveles que son ajustados de no excluir los VCNs rotativos.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Al tomar para el cálculo de la cobertura del servicio de deuda el Flujo de Caja Operativo, al cierre del ejercicio 2015 este no logra cubrir al 100% los gastos financieros, logrando una recuperación al 31 de marzo de 2016 al situarse la cobertura en 3.12 veces. No obstante, para ambos casos, la cobertura del servicio de deuda -inclusive al excluir los VCNs- se ubica por debajo de 100%.

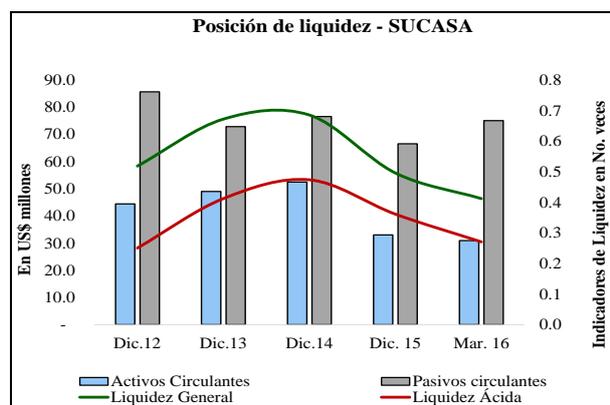


Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

En adición, tanto el EBITDA como el FCO no incorporan el flujo de repago de otras unidades de negocio de UNESA y que no se registran en los libros del Emisor; lo cual ejerce un ligero impacto sobre los niveles de cobertura.

Con relación a los indicadores de liquidez de SUCASA, al cierre del ejercicio 2015 y primer trimestre de 2016 los mismos continúan siendo ajustados. Es así que ratio corriente se sitúa en 0.50 veces en el 2015 y 0.41 veces al primer trimestre del año en curso.

Si bien esta medición no brinda un panorama completo acerca de la cobertura del servicio de deuda, sí resulta ser una aproximación al nivel de liquidez que una compañía maneja en determinado momento, con la intención de predecir una posible sensibilidad ante un escenario de estrés no esperado.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

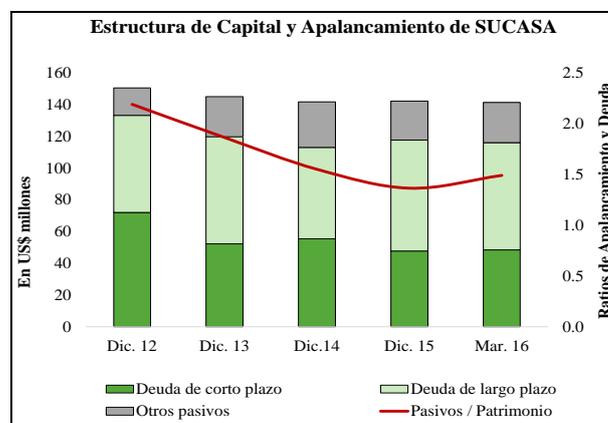
La principal causa del déficit en capital de trabajo surge porque el Emisor se encarga de adquirir deuda para el beneficio de su accionista, es decir UNESA. En adición, este Grupo mantiene inversiones disponibles para la venta, los cuales no se registran a nivel del Emisor.

Endeudamiento y Solvencia

La principal fuente pasiva del Emisor es su deuda financiera, la cual adquiere periódicamente con el objetivo de fondar la adquisición y desarrollo de sus terrenos, mejora del activo fijo y otras necesidades de capital de trabajo tanto propias, como de las compañías pertenecientes a su holding. Es de aclarar que esto se da por motivos estratégicos de su grupo accionista para tener una sola compañía que se encargue de adquirir la deuda financiera de la holding, siendo SUCASA la que genera mayor volumen de flujos, sin desmeritar que el resto de las unidades de negocio que conforman el Grupo también generan flujos para hacer frente a posibles obligaciones que contraigan. Por lo tanto, si bien es el Emisor quien adquiere la deuda del Grupo, aquellas unidades de negocio beneficiadas tienen la obligación de amortizarle el capital e intereses adeudados, de modo tal que SUCASA, a su vez, repague las obligaciones al mercado, según corresponda. De esta forma, las unidades de negocio complementarias también ejercen participación sobre el flujo de repago de las deudas del Emisor.

Teniendo esto presente, la deuda financiera del Emisor asciende a US\$121.3 millones al 31 de marzo de 2016, luego de haberse incrementado a razón de 5.5% respecto del mismo mes del año anterior. La mayor parte de este incremento se da por el lado de los bonos corporativos, específicamente en los programas rotativos, con la finalidad de hacer frente a la compra de nuevos terrenos y el desarrollo de proyectos urbanísticos existentes.

Dependiendo de la naturaleza del activo a financiar, el Emisor decide si incurre en deuda financiera de corto plazo o deuda financiera de largo plazo. Por ejemplo, es habitual que el Emisor utilice deuda financiera de largo plazo para la compra de terrenos, ya que estos activos se monetizarán en un periodo relativamente extenso. Típicamente estas fuentes de financiamiento provienen de la emisión de bonos corporativos colocados en el mercado de valores local. El Emisor opta por bonos de largo plazo, debido al ciclo de construcción y desarrollo de sus proyectos urbanísticos. Además, SUCASA recupera su inversión en un terreno específico una vez se materialice el 60% de las ventas estimada para dicho terreno, lo cual puede durar entre cuatro y cinco años.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Por su parte, SUCASA utiliza líneas de crédito revolventes a seis o 12 meses plazo para financiar sus necesidades de capital de trabajo, específicamente aquellas compras de

inventario que se monetizan en un corto periodo de tiempo. En este caso, las líneas de crédito pasan a financiar los costos de construcción de materiales, adquisición de alimentos y bebidas para los hoteles y restaurantes de UNESA, entre otros activos de relevancia.

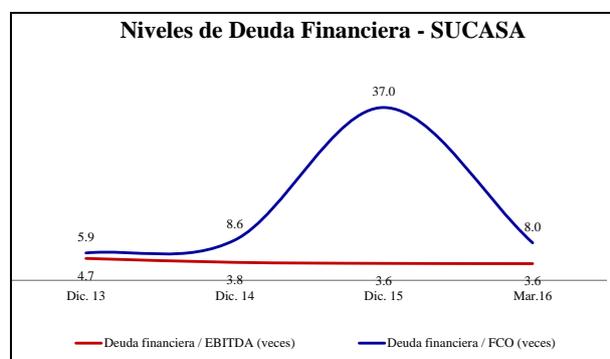
Los bonos colocados por SUCASA cuentan con fianza solidaria del Grupo UNESA y con resguardos financieros o *covenants*, los cuales se describen a continuación y se encuentran en pleno cumplimiento:

Covenants Financieros para Bonos	Dic.13	Dic.14	Mar.15	Dic.15	Mar.16
% de deuda financiera sujeta a covenants	54.3%	52.3%	62.6%	62.0%	60.5%
A) Pasivo / Patrimonio (Grupo UNESA) en veces	0.89	0.80	0.80	0.77	0.75
B) Dividendos / Utilidad neta (Grupo UNESA)	23.6%	30.0%	27.0%	31.8%	23.5%
C) Deuda financiera / Capital Primario (Grupo UNESA) en veces	0.96	0.84	0.83	0.82	0.82
D) Deuda financiera / Patrimonio (Grupo UNESA) en veces	0.74	0.66	0.67	0.68	0.67
E) Deuda financiera / Patrimonio (SUCASA) en veces	1.61	1.32	1.30	1.16	1.20
F) Dividendos / Utilidad neta (SUCASA)	19.5%	41.4%	56.1%	39.4%	17.1%

- A) No mayor que 1.75 veces.
 B) No mayor a 40%.
 C) No menor que 1.45 veces.
 D) No mayor que 1.5 veces.
 E) No mayor que 2.0 veces.

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

El Emisor ha realizado esfuerzos por mantener un nivel bajo de endeudamiento en relación a su patrimonio neto; no obstante, en relación al EBITDA el mismo se ubica en un nivel alto, al situarse en la palanca financiera en 3.57 veces.

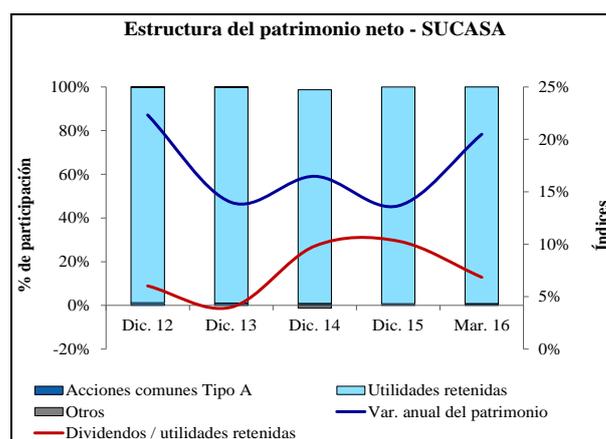


Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

De acuerdo a la gráfica anterior, los niveles de deuda se han calculado utilizando distintos denominadores, EBITDA y Flujo de Caja Operativo (FCO) y, en ambos casos, se muestra que el nivel de endeudamiento presenta una tendencia a la baja. El principal reto del Emisor hacia futuro en esta materia es reducir la proporción de su deuda financiera de corto plazo, al mismo tiempo que mantenga sus niveles históricos de deuda financiera.

Por su parte, el patrimonio neto del Emisor muestra un crecimiento anual de 14.0%, destacándose que este ritmo de crecimiento es superior al presentado por su deuda financiera, generándose así mejoras en la palanca contable. Es de destacar que el crecimiento patrimonial se atribuye a la retención de utilidades generadas durante el ejercicio 2015 y el primer trimestre de 2016.

Uno de los principales aspectos a señalar es que las utilidades retenidas representan el 99.8% del patrimonio neto al 31 de marzo de 2016, toda vez que las acciones comunes de SUCASA totalizan US\$840.0 mil. El posible riesgo de retiro no esperado de las utilidades retenidas bajo la figura del pago anticipado de dividendos se ve mitigado mediante los siguientes factores: la existencia de resguardos para la deuda financiera de SUCASA y el respaldo patrimonial por parte del Grupo, tomando en cuenta que el Emisor es una entidad fundamental para el desarrollo de sus actividades. Adicionalmente, a nivel de Grupo UNESA, existe un límite interno de apalancamiento (pasivos / patrimonio), el cual no puede superar 1.25 veces.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

DESCRIPCIÓN GENERAL DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS

Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$12 millones:

Emisor: SUCASA y Subsidiarias.

Tipo de Instrumento: Bonos Corporativos Rotativos.

Fecha de la Oferta: Noviembre 2006.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

Monto Autorizado: No podrá exceder en ningún momento de US\$12 millones.

Tasa de interés: LIBOR 3 meses + 2.75% anual.

Frecuencia de Pago de Intereses: Trimestralmente.

Plazo: 10 años contados a partir de la fecha de emisión de cada serie.

Período de Gracia: Hasta dos años, a opción del Emisor.

Prelación: El pago de capital e intereses no tendrá preferencia sobre las demás acreencias.

Redención Anticipada: A opción del Emisor.

Respaldos y Garantía: Crédito general de SUCASA. Fianza Solidaria constituida por UNESA y sus Subsidiarias. Fideicomiso de Garantía conformado por primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles del Emisor y/o de terceros, cuyo valor monetario no sea menor a 125% del saldo a capital de los Bonos en circulación.

Agente Fiduciario: Banistmo Investment Corporation, S.A.

Uso de los fondos: Construcción de proyectos inmobiliarios de cualquier naturaleza.

Convenios y Resguardos Financieros:

- a) Deuda financiera / [Capital Común + Utilidades Retenidas] \leq 1.45 veces. Aplicable a UNESA.

- b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal $\leq 40\%$. Aplicable a UNESA.

Fuente de Repago: Recursos generales del Emisor.

Calificación Asignada: A+.pa por Equilibrium. Perspectiva Estable.

Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$20 millones:

Emisor: SUCASA y Subsidiarias.

Tipo de Instrumento: Bonos Corporativos Rotativos.

Fecha de la Oferta: Diciembre 2010.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

Monto Autorizado: No podrá exceder en ningún momento de US\$20 millones.

Tasa de Interés: Variable o Fija, a discreción del Emisor.

Frecuencia de Pago de Intereses: Trimestralmente.

Plazo: 10 años contados a partir de la fecha de emisión de cada serie.

Período de Gracia: Hasta tres años, a opción del Emisor.

Prelación: El pago de capital e intereses no tendrá preferencia sobre las demás acreencias.

Redención anticipada: A opción del Emisor.

Respaldo y Garantía: Crédito general de SUCASA.

Fianza Solidaria constituida por UNESA y sus Subsidiarias. Fideicomiso de Garantía conformado por primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles del Emisor y/o de terceros, así como de efectivo o valores registrados en la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), según sea necesario, y cuyo valor monetario no sea menor a 125% del saldo a capital de los Bonos en circulación.

Agente Fiduciario: MMG Trust, S.A.

Uso de los fondos: Para financiar inversión en terrenos, edificio, maquinaria, mobiliario y equipos, además de otros usos para capital de trabajo.

Convenios y Resguardos Financieros:

- a) Deuda financiera / Patrimonio ≤ 2.0 veces.

- b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal $\leq 40\%$.

Fuente de Repago: Recursos generales del Emisor.

Calificación Asignada: A+.pa por Equilibrium. Perspectiva Estable.

Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$45 millones:

Emisor: SUCASA y Subsidiarias.

Tipo de instrumento: Bonos Corporativos Rotativos.

Fecha de la oferta: Agosto 2012.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

Monto Autorizado: No podrá exceder en ningún momento de US\$45 millones.

Tasa de interés: LIBOR 3 meses + 2.75% anual.

Frecuencia de Pago de Intereses: Trimestralmente.

Plazo: 12 años contados a partir de la fecha de emisión de cada serie.

Período de Gracia: Hasta tres años, a opción del Emisor.

Prelación: El pago de capital e intereses no tendrá preferencia sobre las demás acreencias.

Redención Anticipada: A opción del Emisor.

Respaldo y Garantía: Crédito general de SUCASA.

Fianza Solidaria constituida por UNESA y sus Subsidiarias. Fideicomiso de Garantía conformado por primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles del Emisor y/o de terceros, así como de efectivo o valores registrados en la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), según sea necesario, y cuyo valor monetario no sea menor a 125% del saldo a capital de los Bonos en circulación.

Agente Fiduciario: MMG Trust, S.A.

Uso de los fondos: Para financiar compra de propiedad inmobiliaria ubicada en la Ciudad de Panamá. El monto restante será invertido en los 10 años siguientes a la fecha de la oferta para compra de bienes inmuebles para el desarrollo de proyectos urbanísticos, expandir la red de restaurantes, ampliar la oferta de hoteles, construcción de locales comerciales para alquileres, galeras para la zona procesadora y cualquier instalación que se requiera para las operaciones del Grupo UNESA.

Convenios y Resguardos Financieros:

- a) Deuda financiera / Patrimonio ≤ 2.0 veces.

- b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal $\leq 40\%$.

Fuente de Repago: Recursos generales del Emisor.

Calificación Asignada: A+.pa por Equilibrium. Perspectiva Estable.

SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. Y SUBSIDIARIAS
BALANCE GENERAL CONSOLIDADO
(En miles de dólares)

	Dic. 12	%	Dic. 13	%	Dic. 14	%	Mar.15	%	Dic. 15	%	Mar.16	%	Mar. 16 / Dic. 15	Dic. 15 / Dic. 14
ACTIVOS														
Efectivo y equivalentes de efectivo	8,105	3.7%	6,450	2.8%	6,180	2.6%	2,748	1.2%	3,211	1.3%	6,562	2.6%	104.3%	-48.0%
Depósitos a plazo fijo	625	0.3%	8,398	3.7%	9,977	4.2%	13,691	5.9%	5,036	2.0%	4,046	1.6%	-19.6%	-49.5%
Valores disponibles para la venta	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	-	-
Total de efectivo, depósitos en bancos y valores	8,730	3.9%	14,848	6.5%	16,157	6.9%	16,439	7.1%	8,247	3.3%	10,608	4.2%	28.6%	-49.0%
Cuentas por cobrar corrientes:														
Cuentas por cobrar clientes de vivienda	13,682	6.2%	16,022	7.1%	20,969	8.9%	14,169	6.1%	15,880	6.4%	9,807	3.9%	-38.2%	-24.3%
Hipotecas	27	0.0%	21	0.0%	5	0.0%	4	0.0%	2	0.0%	2	0.0%	-21.4%	-58.8%
Menos: reserva para cuentas incobrables	(974)	-0.4%	(846)	-0.4%	(870)	-0.4%	(88)	0.0%	(86)	0.0%	(89)	0.0%	3.6%	-90.1%
Cuentas por cobrar corrientes, neta de reservas	12,735	5.7%	15,197	6.7%	20,104	8.5%	14,085	6.0%	15,796	6.4%	9,719	3.9%	-38.5%	-21.4%
Inventarios corrientes:														
Unidades de viviendas terminadas y locales comerciales	14,536	6.5%	11,749	5.2%	9,768	4.1%	11,175	4.8%	8,629	3.5%	9,952	4.0%	15.3%	-11.7%
Materiales, equipos y repuestos	8,407	3.8%	7,178	3.2%	6,434	2.7%	611	0.3%	320	0.1%	656	0.3%	104.8%	-95.0%
Total de inventarios corrientes	22,943	10.3%	18,928	8.3%	16,202	6.9%	11,786	5.1%	8,949	3.6%	10,607	4.2%	18.5%	-44.8%
ACTIVOS CORRIENTES	44,407	20.0%	48,973	21.6%	52,463	22.3%	42,309	18.2%	32,992	13.3%	30,935	12.3%	-6.2%	-37.1%
Inventarios no corrientes:														
Costos de construcción en proceso	44,450	20.0%	45,128	19.9%	51,935	22.0%	52,022	22.3%	61,577	24.8%	64,970	25.8%	5.5%	18.6%
Terrenos	57,075	25.7%	55,594	24.5%	54,416	23.1%	66,234	28.4%	73,036	29.4%	72,973	29.0%	-0.1%	34.2%
Otros	386	0.2%	485	0.2%	343	0.1%	333	0.1%	315	0.1%	288	0.1%	-8.7%	-8.2%
Total de inventarios no corrientes	101,911	45.9%	101,208	44.6%	106,694	45.3%	118,589	50.9%	134,928	54.3%	138,231	54.9%	2.4%	26.5%
Valores mantenidos al vencimiento	215	0.1%	210	0.1%	208	0.1%	208	0.1%	208	0.1%	201	0.1%	-3.2%	0.0%
Gastos pagados por adelantado	2,166	1.0%	2,502	1.1%	2,830	1.2%	2,553	1.1%	2,173	0.9%	2,368	0.9%	9.0%	-23.2%
Cuentas por cobrar compañías relacionadas y afiliadas	23,281	10.5%	21,840	9.6%	22,756	9.7%	24,296	10.4%	29,207	11.8%	31,099	12.4%	6.5%	28.3%
Cuentas por cobrar varias	1,905	0.9%	1,335	0.6%	1,008	0.4%	850	0.4%	1,008	0.4%	1,029	0.4%	2.0%	0.0%
Propiedades de inversión, neto	1,115	0.5%	1,070	0.5%	1,025	0.4%	1,013	0.4%	965	0.4%	955	0.4%	-1.1%	-5.8%
Equipos en arrendamiento, neto	3,918	1.8%	3,931	1.7%	4,171	1.8%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	-	-100.0%
Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto	41,655	18.8%	44,738	19.7%	43,373	18.4%	42,247	18.1%	45,631	18.4%	45,677	18.1%	0.1%	5.2%
Depósitos en garantía	433	0.2%	290	0.1%	243	0.1%	226	0.1%	424	0.2%	427	0.2%	0.6%	75.0%
Otros activos	1,004	0.5%	1,077	0.5%	941	0.4%	781	0.3%	825	0.3%	847	0.3%	2.6%	-12.3%
ACTIVOS NO CORRIENTES	177,603	80.0%	178,200	78.4%	183,249	77.7%	190,764	81.8%	215,371	86.7%	220,833	87.7%	2.5%	17.5%
TOTAL DE ACTIVOS	222,010	100%	227,174	100%	235,712	100%	233,073	100%	248,363	100%	251,768	100%	1.4%	5.4%

SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. Y SUBSIDIARIAS
BALANCE GENERAL CONSOLIDADO
(En miles de dólares)

	Dic. 12	%	Dic. 13	%	Dic. 14	%	Mar.15	%	Dic. 15	%	Mar.16	%	Mar. 16 / Dic. 15	Dic. 15 / Dic. 14
PASIVOS														
Préstamos por pagar a menos de 1 año	66,978	30.2%	44,167	19.4%	48,444	20.6%	37,053	15.9%	38,262	15.4%	38,965	15.5%	1.8%	-21.0%
Bonos por pagar a menos de 1 año	5,104	2.3%	8,134	3.6%	7,037	3.0%	7,612	3.3%	9,475	3.8%	9,502	3.8%	0.3%	34.7%
Sobregiros por pagar	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	291	0.1%	0	0.0%	49	0.0%	-	-
Terrenos por pagar, porción de corto plazo	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	-	-
Cuentas por pagar otras	1,138	0.5%	1,061	0.5%	1,213	0.5%	950	0.4%	1,069	0.4%	772	0.3%	-27.8%	-11.9%
Cuentas por pagar proveedores	5,147	2.3%	7,036	3.1%	5,070	2.2%	3,481	1.5%	4,925	2.0%	4,530	1.8%	-8.0%	-2.9%
Cuentas por pagar compañías afiliadas	2,803	1.3%	6,007	2.6%	9,312	4.0%	14,626	6.3%	9,432	3.8%	9,295	3.7%	-1.5%	1.3%
Dividendos por pagar	721	0.3%	1,721	0.8%	351	0.1%	5,669	2.4%	48	0.0%	8,598	3.4%	17692.7%	-86.2%
Intereses acumulados por pagar sobre bonos	77	0.0%	212	0.1%	253	0.1%	180	0.1%	203	0.1%	150	0.1%	-25.9%	-19.8%
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	2,399	1.1%	3,450	1.5%	3,813	1.6%	1,681	0.7%	1,836	0.7%	1,847	0.7%	0.6%	-51.9%
Impuesto sobre la renta por pagar	127	0.1%	71	0.0%	15	0.0%	0	0.0%	71	0.0%	0	0.0%	-100.0%	360.1%
Gastos acumulados por pagar	1,150	0.5%	1,006	0.4%	1,037	0.4%	1,143	0.5%	1,205	0.5%	1,351	0.5%	12.1%	16.3%
PASIVOS CORRIENTES	85,643	38.6%	72,864	32.1%	76,544	32.5%	72,687	31.2%	66,527	26.8%	75,059	29.8%	12.8%	-13.1%
Préstamos a más de 1 año	4,913	2.2%	6,369	2.8%	744	0.3%	549	0.2%	3,681	1.5%	3,684	1.5%	0.1%	395.0%
Bonos por pagar a más de 1 año	56,262	25.3%	61,110	26.9%	56,776	24.1%	64,365	27.6%	66,228	26.7%	63,842	25.4%	-3.6%	16.6%
Depósitos de clientes	3,575	1.6%	2,993	1.3%	3,684	1.6%	3,277	1.4%	4,192	1.7%	4,633	1.8%	10.5%	13.8%
Terrenos por pagar, porción de largo plazo	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	-	-
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	1,908	0.9%	4,398	1.9%	5,289	2.2%	3,472	1.5%	2,642	1.1%	3,411	1.4%	29.1%	-50.0%
Ingresos e impuesto sobre la renta diferidos	115	0.1%	103	0.0%	261	0.1%	53	0.0%	51	0.0%	50	0.0%	-1.6%	-80.6%
PASIVOS NO CORRIENTES	66,774	30.1%	74,974	33.0%	66,753	28.3%	71,715	30.8%	76,794	30.9%	75,620	30.0%	-1.5%	15.0%
TOTAL DE PASIVOS	152,417	68.7%	147,838	65.1%	143,298	60.8%	144,402	62.0%	143,321	57.7%	150,679	59.8%	5.1%	0.0%
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS														
Acciones nominativas tipo A	840	0.4%	840	0.4%	840	0.4%	840	0.4%	840	0.3%	840	0.3%	0.0%	0.0%
Acciones en tesorería	(34)	0.0%	(34)	0.0%	(34)	0.0%	(34)	0.0%	(34)	0.0%	(34)	0.0%	0.0%	0.0%
Capital adicional pagado	72	0.0%	72	0.0%	72	0.0%	72	0.0%	72	0.0%	72	0.0%	0.0%	0.0%
Utilidad no distribuidas	59,878	27.0%	65,116	28.7%	75,031	31.8%	83,017	35.6%	83,017	33.4%	95,198	37.8%	14.7%	10.6%
Utilidad del ejercicio	8,838	4.0%	13,343	5.9%	17,792	7.5%	5,310	2.3%	21,681	8.7%	5,547	2.2%	-74.4%	21.9%
Escisión en la inversión	0	0.0%	0	0.0%	(1,286)	-0.5%	(533)	-0.2%	(533)	-0.2%	(533)	-0.2%	0.0%	-58.6%
Participación no controladora	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	-	-
TOTAL PATRIMONIO	69,593	31.3%	79,336	34.9%	92,415	39.2%	88,671	38.0%	105,042	42.3%	101,089	40.2%	-3.8%	13.7%
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	222,010	100%	227,174	100%	235,712	100%	233,073	100%	248,363	100%	251,768	100%	1.4%	5.4%

SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. Y SUBSIDIARIAS
 ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO
 (En miles de dólares)

	Dic. 13	%	Dic. 14	%	Mar.15	%	Dic. 15	%	Mar.16	%	Mar. 16 / Mar. 15	Dic. 15 / Dic. 14
INGRESOS OPERATIVOS	106,910	100%	101,419	100%	24,195	100%	103,019	100%	25,067	100%	3.6%	1.6%
Ventas de bienes y servicios	105,672	98.8%	100,199	98.8%	24,044	99.4%	101,347	98.4%	24,832	99.1%	3.3%	1.1%
Ingresos por alquiler	110	0.1%	144	0.1%	39	0.2%	155	0.2%	37	0.1%	-5.5%	7.2%
Ingresos por servicios afiliados	631	0.6%	966	1.0%	107	0.4%	1,523	1.5%	116	0.5%	8.4%	57.8%
Otros ingresos operacionales, neto	497	0.5%	111	0.1%	6	0.0%	(6)	0.0%	82	0.3%	1377.3%	-105.2%
Costo de ventas	64,468	60.3%	55,691	54.9%	13,388	55.3%	58,525	56.8%	13,959	55.7%	4.3%	5.1%
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN	42,442	39.7%	45,728	45.1%	10,807	44.7%	44,494	43.2%	11,108	44.3%	2.8%	-2.7%
Gastos de ventas, generales y administrativos	17,821	16.7%	18,352	18.1%	3,443	14.2%	14,637	14.2%	3,578	14.3%	3.9%	-20.2%
Otros ingresos, neto	108	0.1%	1,509	1.5%	47	0.2%	618	0.6%	55	0.2%	16.2%	-59.1%
Ingresos por venta de terreno	0	0.0%	1,126	1.1%	0	0.0%	115	0.1%	0	0.0%	-	-89.8%
Intereses ganados en depósitos a plazo fijo	108	0.1%	383	0.4%	46	0.2%	503	0.5%	55	0.2%	20.0%	31.3%
Otros ingresos financieros, neto	0	0.0%	0	0.0%	1	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	-100.0%	-
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN	24,729	23.1%	28,886	28.5%	7,411	30.6%	30,474	29.6%	7,585	30.3%	2.3%	5.5%
Depreciación y Amortización	6,674	6.2%	7,204	7.1%	1,322	5.5%	5,444	5.3%	1,269	5.1%	-4.0%	-24.4%
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	18,055	16.9%	21,682	21.4%	6,089	25.2%	25,030	24.3%	6,315	25.2%	3.7%	15.4%
Gastos de financiamiento	3,311	3.1%	2,253	2.2%	507	2.1%	1,760	1.7%	430	1.7%	-15.2%	-21.9%
Intereses pagados en financiamientos bancarios	2,175	2.0%	1,184	1.2%	256	1.1%	675	0.7%	197	0.8%	-23.3%	-43.0%
Intereses pagados sobre bonos	949	0.9%	837	0.8%	200	0.8%	797	0.8%	181	0.7%	-9.7%	-4.7%
Amortización de costos de emisión de bonos	188	0.2%	232	0.2%	51	0.2%	288	0.3%	53	0.2%	3.8%	24.3%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	14,744	13.8%	19,429	19.2%	5,582	23.1%	23,270	22.6%	5,885	23.5%	5.4%	19.8%
Impuesto sobre la renta, neto	1,401	1.3%	1,637	1.6%	272	1.1%	1,589	1.5%	339	1.4%	24.3%	-2.9%
UTILIDAD NETA	13,343	12.5%	17,792	17.5%	5,310	21.9%	21,681	21.0%	5,547	22.1%	4.5%	21.9%

INDICADORES FINANCIEROS	Dic. 13	Dic. 14	Mar.15	Dic. 15	Mar.16
Rentabilidad					
ROAA ¹	5.9%	7.7%	9.3%	9.0%	9.0%
ROAE ²	17.9%	20.7%	25.5%	22.0%	23.1%
(Ingresos operativos - Costo de ventas) / Ingresos operativos	39.7%	45.1%	44.7%	43.2%	44.3%
Utilidad operativa / Ingresos operativos	16.9%	21.4%	25.2%	24.3%	25.2%
Gastos generales y administrativos / Ingresos operativos	16.7%	18.1%	14.2%	14.2%	14.3%
EBITDA ³ (En US\$ miles)*	27,218	31,773	34,656	33,721	33,970
Gastos financieros (En US\$ miles) 12 meses	5,800	5,139	5,104	5,007	5,006
EBITDA / Gastos financieros (veces)	4.69	6.18	8.42	6.73	8.70
EBITDA / (Gastos financieros + deuda de corto plazo - VCN rotativos) (veces)	1.46	1.13	2.41	1.05	1.01
EBITDA / (Gastos financieros + deuda de corto plazo) (veces)	0.44	0.49	0.67	0.62	0.61
Utilidad neta / Ingresos operativos	12.5%	17.5%	21.9%	21.0%	22.1%
Otros ingresos / Utilidad neta	0.8%	8.5%	0.9%	2.8%	1.0%
Liquidez y Flujos					
Activos corrientes / Pasivos corrientes	0.67	0.69	0.58	0.50	0.41
(Activos corrientes - Inventario) / Pasivos corrientes	0.41	0.47	0.42	0.36	0.27
Cuentas por cobrar / Activos	6.7%	8.5%	6.0%	6.4%	3.9%
Cuentas por cobrar / Ingresos operativos	14.2%	19.8%	13.3%	15.3%	9.4%
Cuentas por cobrar de clientes / Ventas de casas	19.4%	19.4%	15.2%	19.4%	15.2%
Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles)	21,884	14,538	5,983	3,803	15,641
FCO / Deuda financiera	17.1%	11.9%	5.2%	3.1%	12.9%
FCO / (Deuda de corto plazo + Gastos financieros - VCN rotativos)	1.17	0.52	0.42	0.12	0.46
FCO / (Deuda de corto plazo + Gastos financieros)	0.36	0.23	0.12	0.07	0.28
FCO / Gastos financieros (veces)	3.77	2.83	1.17	0.76	3.12
FCO / CAPEX (veces)	2.65	1.60	2.15	0.36	4.62
Dividendos / Utilidad neta	19.5%	41.4%	56.1%	39.4%	17.1%
Endeudamiento					
Deuda financiera (En US\$ miles)	127,627	122,102	115,022	122,125	121,299
Valores Comerciales Negociables Rotativos (En US\$ miles)	42,879	36,366	37,053	22,466	21,541
Deuda financiera de corto plazo / Deuda financiera	43.7%	48.6%	40.3%	40.6%	41.5%
Deuda financiera / Pasivos	86.3%	85.2%	79.7%	85.2%	80.5%
Deuda financiera / Patrimonio (veces)	1.61	1.32	1.30	1.16	1.20
Gastos financieros brutos / Deuda financiera promedio	4.4%	4.1%	4.5%	4.1%	4.2%
Deuda financiera / Activos	56.2%	51.8%	49.4%	49.2%	48.2%
Deuda financiera / EBITDA (veces)	4.69	3.84	3.32	3.62	3.57
Deuda financiera / FCO (veces)	5.83	8.40	19.22	32.11	7.76
Capitalización					
Pasivos / Patrimonio (veces)	1.86	1.55	1.63	1.36	1.49
Pasivos / Activos	65.1%	60.8%	62.0%	57.7%	59.8%
Pasivos corrientes / Pasivos totales	49.3%	53.4%	50.3%	46.4%	49.8%
Pasivos corrientes / Patrimonio	91.8%	82.8%	82.0%	63.3%	74.2%
Patrimonio / Activos	34.9%	39.2%	38.0%	42.3%	40.2%
Patrimonio / Activos fijos	159.5%	190.3%	205.0%	225.4%	216.8%
Capital primario / Patrimonio	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%
Deuda financiera / Capital primario (veces)	1.61	1.32	1.30	1.16	1.20
Pasivos / Capital Primario (veces)	1.87	1.55	1.63	1.37	1.49
Capital Primario / Activos fijos neto	159.4%	190.1%	204.8%	225.3%	216.6%
Otros indicadores					
Rotación de cuentas por cobrar (días) ⁴	51.2	71.4	47.9	55.2	33.7
Rotación de inventario corriente (días) ⁵	105.7	104.7	72.5	55.0	64.6
Rotación de cuentas por pagar (días) ⁶	48.9	35.0	56.3	30.6	80.0
Crecimiento anual de activos	2.3%	3.8%	6.0%	5.4%	8.0%
Crecimiento anual de ingresos operativos	15.6%	-5.1%	21.9%	1.6%	3.6%
Crecimiento anual de los gastos financieros	19.3%	-32.0%	-39.3%	-21.9%	-15.2%
Crecimiento anual de la utilidad neta	51.0%	33.3%	161.9%	21.9%	4.5%
Depreciación del ejercicio / Activos fijos	13.4%	14.8%	15.7%	11.7%	11.6%

Elaboración: Equilibrium

¹ ROAA (Return On Average Assets) = Utilidad neta 12 meses / ((Activo_t + Activo_{t-1}) / 2)

² ROAE (Return On Average Equity) = Utilidad neta 12 meses / ((Patrimonio_t + Patrimonio_{t-1}) / 2)

³ EBITDA (Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization) = Utilidad operativa antes de depreciación y amortización

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

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

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

*** Indicadores Anualizados**

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.