



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

Ciudad de Panamá, Panamá

4 de agosto 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\$-----				
	Mar.16	Dic.15	Mar.16	Dic.15
Activos:	356.7	352.0	U. Neta:	6.2 23.4
Pasivos:	153.0	153.2	ROAA*:	6.9% 7.0%
Patrimonio:	203.7	198.8	ROAE*:	12.2% 12.5%

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

Historia de la Calificación: Entidad → A.pa (20.08.13).

La información utilizada para el presente análisis comprende los Estados Financieros Auditados de UNESA S.A. y Subsidiarias al 31 de diciembre de 2013, 2014 y 2015, así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2015 y 2016, e información financiera adicional proporcionada por la Entidad.

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

La calificación otorgada se sustenta en la participación que mantiene el Conglomerado en diversas industrias dentro de la República de Panamá, destacándose la experiencia en construcción y venta de viviendas. Lo anterior le ha permitido mostrar un crecimiento sostenido tanto en su base de activos como en el volumen de ingresos anuales, permitiéndole así generar flujos de efectivo recurrentes. Al mismo tiempo, se considera el nivel de cobertura que le brinda su generación (reflejada a través del EBITDA) a los gastos financieros. Aunado a esto, aporta de manera positiva la baja palanca contable (pasivo / patrimonio) que registra el Conglomerado.

No obstante lo anterior, a la fecha restringe a UNESA el poder contar con una mayor calificación la relativa concentración de flujos generados provenientes de actividades asociadas a la construcción, la cual tiende a sensibilizarse ante el surgimiento de cambios desfavorables en las condiciones económico-políticas. Asimismo, se identifica que dos unidades de negocios del Conglomerado registran pérdidas, lo que a su vez restringe una mayor generación consolidada de flujos. No menos importante resulta el elevado nivel de deuda financiera en relación al EBITDA anual generado por UNESA al corte de análisis (incluyendo el financiamiento a través de operaciones de arrendamiento financiero), conllevando a que la cobertura del servicio de deuda sea ajustada. Fue tomado en cuenta igualmente la participación relativa de las Acciones Disponibles para la Venta sobre los activos corrientes, la misma que no se considera del todo un activo de rápida

realización, ajustando por lo tanto el ratio de liquidez del Conglomerado.

UNESA es un conglomerado de empresas que mantiene como principal línea de negocio -ejecutada por Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA)- la venta de viviendas para familias de poder adquisitivo medio y medio-bajo. El Conglomerado integra cinco unidades de negocio adicionales, pertenecientes a las siguientes industrias: hostelería, servicios financieros, alquiler y venta de equipo, administración de galeras y construcción de centros comerciales.

Al 31 de marzo de 2016, los activos consolidados de UNESA registran un crecimiento anual de 6.8%, totalizando US\$356.7 millones. Lo anterior se sustenta principalmente en la adquisición de inventarios no corrientes bajo la forma de terrenos y costos de construcción en proceso. Cabe señalar que desde inicios del ejercicio 2015, el Conglomerado se encuentra en una fase de adquisición de un mayor número de inventarios y de desarrollo de nuevos proyectos urbanísticos, a diferencia de los ejercicios 2013 y 2014. Esta naturaleza de rotación de los activos se lleva a cabo en intervalos de dos años de compra intensiva de inventarios, seguido de dos años de menor intensidad de adquisición de nuevos activos productivos. En este sentido, cabe señalar que aproximadamente 67% de los activos corresponden a la unidad de construcción y venta de viviendas, por lo que la participación conjunta entre terrenos y costos de construcción en proceso ha promediado 36.2% de los activos totales durante los últimos ejercicios, con una tendencia al alza. Entre los activos líquidos de UNESA se encuentran Inversiones Disponibles para la Venta que representan en promedio el 14.1% de los activos totales y 44.6% de los activos corrientes, estando conformado

íntegramente por instrumentos de renta variable emitidos por empresas panameñas.

En relación a las fuentes de fondeo, al 31 de marzo de 2016 la deuda financiera del Conglomerado alcanza los US\$135.8 millones, incrementándose en 1.7% respecto del mismo período del ejercicio previo. Al mismo corte de análisis, la deuda financiera con vencimiento menor a un año representa el 44.7% del total, no registrando mayor variación respecto de los niveles presentados durante los tres últimos ejercicios. La deuda pactada a plazos mayores a un año le permite fondear sus inventarios no corrientes, que por naturaleza son activos de largo plazo y que presentan periodos de rotación elevados por vincularse en su mayoría a la actividad de construcción de residenciales.

A pesar del periodo de expansión que atraviesa el Grupo, la palanca contable no se incrementa de manera significativa a lo largo de los últimos ejercicios, toda vez que la relación entre la deuda financiera y el patrimonio ha permanecido entre 0.8 y 0.7 veces durante los últimos tres años. No obstante, la relación entre deuda financiera y el EBITDA ha oscilado entre 3.6 y 3.1 veces durante similar lapso, nivel que sí es considerado ajustado en la medida que supere las 3.0 veces. Con relación al crecimiento anual promedio del patrimonio, entre el ejercicio 2013 y primer trimestre de 2016 el mismo ha sido de 10.4%, lo que significa que el capital del Grupo acompaña al crecimiento de sus activos. Entre las principales partidas del patrimonio se encuentran las Utilidades No Distribuidas, las mismas que han venido incrementándose anualmente conforme el Grupo genera resultados anuales, al mismo tiempo que la tendencia de repartición de dividendos equivale aproximadamente 30% de las utilidades del ejercicio anterior. En adición a esto, la Entidad ha emitido US\$6.2 millones de acciones comunes Tipo B (sin derecho a voto) desde principios del ejercicio 2015 a fin de atraer nuevos accionistas y así financiar otra parte del crecimiento operativo.

Debido al crecimiento relevante en la base patrimonial y de los activos totales, al 31 de marzo de 2016 la rentabilidad del Conglomerado, reflejada a través del Retorno Promedio de los Activos (ROAA) y del accionista (ROAE) registra una ligera disminución con respecto a los niveles

observados al cierre de los ejercicios 2014 y 2015 al situarse en 6.9% y 12.2%, respectivamente.

Los niveles registrados por el Conglomerado se explican principalmente por el desempeño de la unidad de construcción y venta de viviendas, la misma que agrupa casi el 90% de la utilidad operativa¹. A la fecha UNESA contempla efectuar una serie de medidas para potenciar los resultados de cada una de sus unidades de negocio, en particular la de equipos y hoteles, las cuales han presentado el mayor grado de afectación, debido a situaciones vinculadas al desempeño de la economía panameña y las sobre oferta de servicios hoteleros existente.

En cuanto al análisis de las coberturas, el EBITDA representa casi 6.9 veces sobre el cúmulo de gastos financieros anuales, nivel que resulta adecuado. Debe tomarse en cuenta además que UNESA mantiene un costo financiero relativamente bajo, debido al acceso al crédito que registra. En relación a la cobertura sobre el servicio de deuda, el EBITDA cubre 1.01 veces la suma de la deuda financiera de corto plazo y los gastos financieros sin considerar a los Valores Comerciales Negociables Rotativos (VCNs), debido a su característica de ser deuda revolvente emitida a discreción del Conglomerado. No obstante, de sumar los VCNs, la cobertura se situaría en 0.61 veces, nivel que es considerado ajustado. Cabe mencionar que el Grupo no utiliza préstamos interinos de construcción para financiar sus construcciones en proceso, sino que usa sus líneas de crédito a corto plazo y VCNs para fondear sus necesidades de capital de trabajo, lo que influye en el índice de cobertura del servicio de deuda, toda vez que se incorpora la porción de la deuda que se refinancia cada año.

Finalmente, Equilibrium considera que el Conglomerado mantiene como principal reto el mejorar la cobertura del servicio de deuda y su índice de deuda con respecto a EBITDA. No menos importante resulta la consolidación del negocio hotelero y el de alquiler de equipos, esto en un entorno cada vez más competitivo. Equilibrium continuará haciendo seguimiento al desempeño del Conglomerado a fin de que la calificación asignada sea congruente con el nivel de riesgo de la misma.

¹ Ingresos operativos – Costo de ventas – Gastos generales y administrativos.

Fortalezas

1. Trayectoria y posicionamiento de la franquicia en sus diferentes nichos de mercado, especialmente viviendas.
2. Adecuada 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. Baja cobertura del servicio de deuda tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo (FCO).
2. Relación entre Deuda financiera / EBITDA es superior a 3.0 veces.
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 y/o políticas del país. Bajo desempeño en dos unidades de negocio (hoteles y equipos).

Oportunidades

1. Impulso de la utilidad operativa de todas las unidades de negocio de UNESA.
2. Incremento progresivo de la participación de la deuda financiera pactada a más de un año plazo en relación al total de pasivos (reemplazo de deuda).
3. Fortalecimiento de los 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., es un conglomerado de empresas con domicilio en la República de Panamá, que cuenta con más de 49 años de existencia en su principal línea de negocios ejecutada por Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA), que consiste en la venta de viviendas para familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo. La Entidad integra cinco 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.

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

1. **Viviendas:** Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (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 mayor antigüedad.
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.

Junta Directiva

Los miembros de la Junta Directiva ejercen un importante rol en la toma de decisiones, los mismos que se encuentran integrados por las siguientes personas:

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 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.

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

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

2015, por encima de las cifras presentadas por otros países 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

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

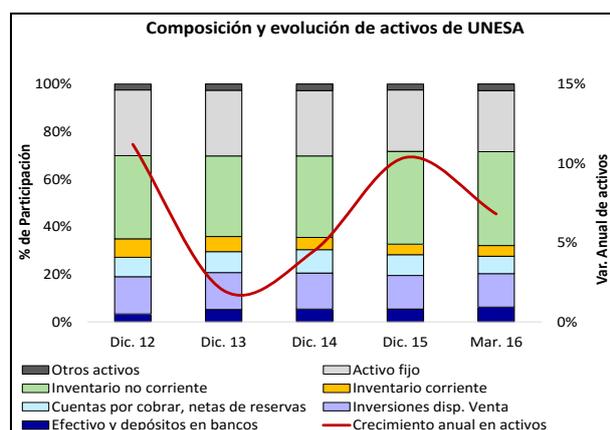
Ampliación del Canal de Panamá ha sido un evento trascendente para el país, ya que con esto también se incrementará la contribución de la vía interoceánica a casi 45% a partir del año 2017, así como un aumento de 40% en las inversiones dirigidas al sector logístico en dicho periodo, según las estimaciones 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 UNESA

Activos

Al 31 de marzo de 2016, los activos del Conglomerado ascienden a US\$356.7 millones, representando un crecimiento de 1.3% respecto al cierre de 2015 y de 6.8% respecto al mismo período del ejercicio previo.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

En línea con lo mostrado en la gráfica anterior, los Inventarios No Corrientes representan la mayor parte del balance del Conglomerado, lo cual se sustenta en que la mayor parte del negocio de UNESA proviene de la unidad de viviendas, lo que a su vez exige que se adquiera el suficiente inventario para continuar con el ciclo de urbanización, construcción y venta de viviendas. Al mismo tiempo, el rubro de Inventarios No Corrientes registra un incremento de 16.1% respecto al primer trimestre de 2015, lo que explica el 86.0% del crecimiento total de activos que experimentó el Conglomerado durante este intervalo.

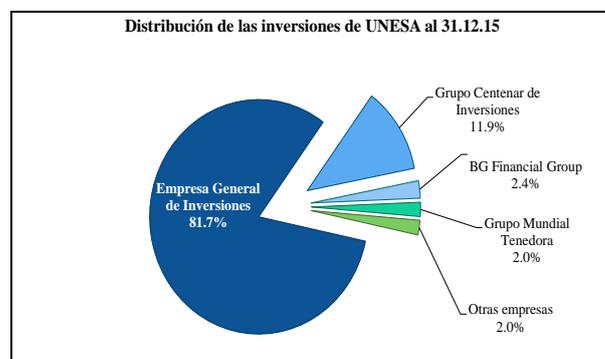
El crecimiento de los Inventarios se caracteriza por ser fluctuante debido a que la industria de construcción de viviendas conlleva un periodo de larga rotación de los activos.

Dentro del rubro de Inventarios No Corrientes, se resalta la participación de dos cuentas en particular: Terrenos y Costos de Construcción en Proceso. Ambas partidas constituyen una parte muy importante del ciclo de construcción de viviendas, el cual comienza con la adquisición de diversas hectáreas de terreno para futuros

desarrollos urbanísticos que el Conglomerado contemple ejecutar. Los terrenos que son destinados a albergar los desarrollos inmobiliarios, atraviesan por una fase de movimiento de tierra, construcción de la infraestructura circundante a las futuras viviendas, adecuación de la superficie, entre otros, la cual pasa a representar los Costos de Construcción en Proceso.

Es de aclarar que ambos rubros no son mutuamente excluyentes, ya que es posible que un terreno no cuente con ningún desarrollo o costo de construcción capitalizado, mientras que existen Terrenos con lotes totalmente urbanizados y otros en los que existe un desarrollo urbanístico parcial, es decir que una parte del terreno no se ha desarrollado aún.

Otros activos de importancia lo constituyen las Inversiones Disponibles para la Venta, las cuales representan 20.3% de los activos totales al 31 de marzo de 2016. La mayor parte de estos títulos valores está invertido en acciones emitidas por Empresa General de Inversiones, quien es el accionista mayoritario del Banco General y otras entidades afiliadas.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Debido a su característica de corresponder a títulos de renta variable (acciones), Equilibrium considera que las inversiones de UNESA mantienen un grado de realización menor que títulos de renta fija emitidos por gobiernos u otras entidades con calificación de grado de inversión internacional, debido a su característica de corresponder a participaciones directas sobre estas compañías, junto con la baja actividad que presenta la bolsa de valores local.

Resultados y Rentabilidad

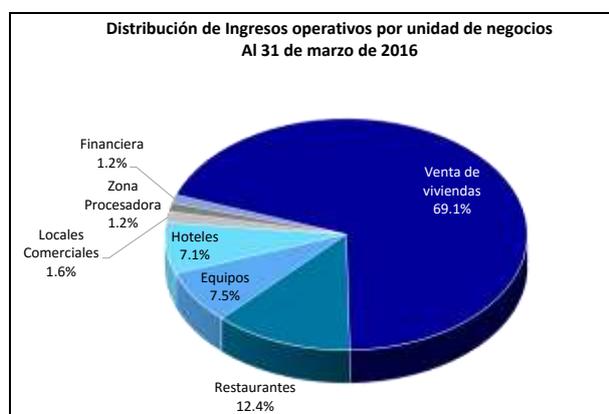
Al 31 de diciembre de 2015, la utilidad neta de UNESA alcanza los US\$23.4 millones, siendo mayor en 4.4% respecto al 2014. De manera positiva, el resultado neto del Conglomerado ha continuado creciendo, registrando al 31 de marzo de 2016 una variación interanual de 4.8%.

Con relación a los indicadores de rentabilidad, a pesar de que tanto el retorno promedio para los activos (ROAA), como para el accionista (ROAE) registran una disminución en relación al 2014, es de tomar en cuenta que UNESA ha incrementado sus activos de manera significativa a partir del 2015, siendo esto acompañado por un mayor nivel de patrimonio.

El desempeño de los resultados de UNESA gira en torno al incremento de sus ingresos operativos, al mismo tiempo que ha procurado mantener un bajo nivel de costos y

gastos operativos. En este sentido, el crecimiento anual de la utilidad operativa⁴ de UNESA promedia 16.3% para el periodo comprendido entre los ejercicios 2013 y 2015.

Debe partirse sobre la base de que UNESA integra los resultados provenientes de todas sus unidades de negocio, las cuales presentan diferentes dinámicas de desempeño, así como situaciones distintas en función al comportamiento de la industria en las que se desarrollan. En este sentido, al 31 de marzo de 2016, el 69.1% de los ingresos operativos del Conglomerado se sustentan en los ingresos generados por la unidad de construcción y venta de viviendas. Si bien el resto de las unidades de negocio no presentan contribuciones mayores al 10%, también es de considerar el desempeño de cada una de ellas bajo el punto de vista de la utilidad operativa, a fin de dimensionar la verdadera contribución que tienen a los resultados y flujos del Conglomerado.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Históricamente, la unidad de negocio de construcción de viviendas es la que reporta el mayor porcentaje de participación sobre la utilidad operativa 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 hacia la industria de construcción de viviendas.

Participación de la Utilidad Operativa por Unidad de Negocio	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Abr.15 - Mar.16
Venta de viviendas	73.6%	83.4%	90.8%	92.9%	93.3%
Restaurantes	4.3%	5.6%	4.7%	5.2%	5.3%
Equipos	4.6%	2.7%	-2.7%	-4.0%	-4.7%
Hoteles	3.6%	-1.9%	-3.0%	-3.2%	-2.7%
Locales Comerciales	6.2%	3.6%	3.3%	3.8%	3.7%
Zona Procesadora	5.3%	4.0%	5.7%	4.1%	4.2%
Financiera	2.3%	2.6%	1.2%	1.1%	0.9%
Total Consolidado	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Otro aspecto que se recoge en el cuadro anterior es el hecho que la contribución de la utilidad de equipos y de hoteles ha sido negativa durante los últimos ejercicios. En particular, la unidad de equipos ha atravesado por un periodo de poca generación de ingresos que cubra o absorba la alta carga operativa que genera el negocio de alquiler de equipos pesados. UNESA se encuentra en proceso de reestructurar esta unidad de negocio, mediante la reducción del número de personal y sucursales.

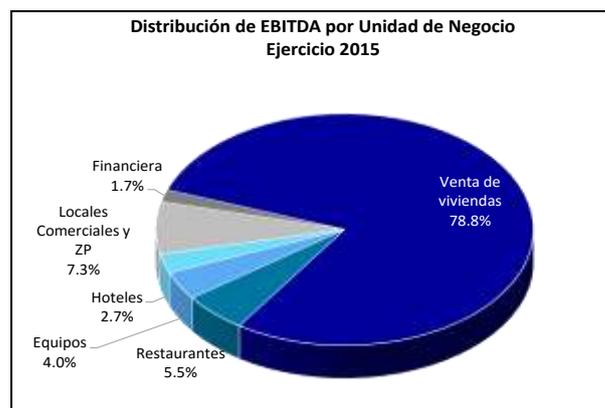
⁴ Ingresos operativos – Costo de ventas – Gastos generales y administrativos.

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. Según la Administración de UNESA, se espera que mejore la situación económica del mercado hotelero y la afluencia de turistas para los siguientes periodos.

Otras unidades de negocio complementarias mantienen cierta estabilidad en su contribución a los resultados consolidados, entre los que se encuentran 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 comerciales⁵.

Coberturas y Flujos de Efectivo

De acuerdo con la gráfica que se presenta a continuación, se observa que cuando se incluye la depreciación acumulada de las unidades de negocio que conforman UNESA, la distribución del EBITDA mantiene algunas diferencias con respecto a la distribución de la utilidad operativa que se observó en el apartado anterior. Esto guarda relación con el hecho que algunas unidades de negocio, tales como equipos y hoteles, mantienen en sus balances un alto monto de depreciación y amortización de franquicias.



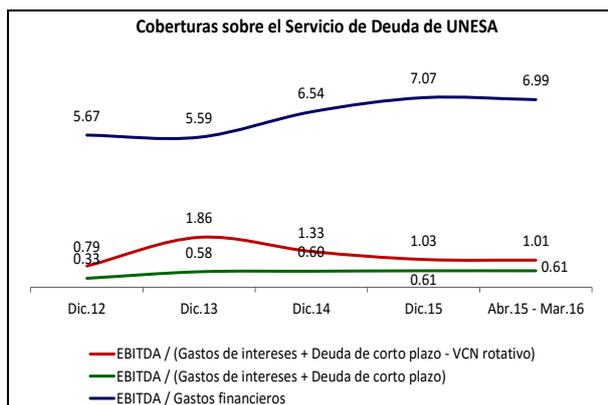
Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Cabe mencionar que el comportamiento del EBITDA total de UNESA sigue un patrón similar con respecto a la utilidad operativa, en donde la mayor parte de la mejora se observa para el ejercicio fiscal 2013, mostrando posteriormente una tendencia más plana de crecimiento.

El EBITDA de UNESA ha representado alrededor del 30% de sus ingresos operativos durante los últimos ejercicios, lo cual es un nivel positivo que indica una apropiada gestión de costos y gastos por parte del Conglomerado.

Lo anterior también antecede a la suficiente cobertura histórica del EBITDA con respecto al total de intereses financieros pagados por su deuda financiera. De acuerdo a las mediciones respectivas, este ratio se ha mantenido entre 6.9 y 7.2 veces para los últimos 15 meses.

⁵ Para mayor información: favor referirse al informe de SUCASA www.equilibrium.com.pe/sucasapa.com.pdf

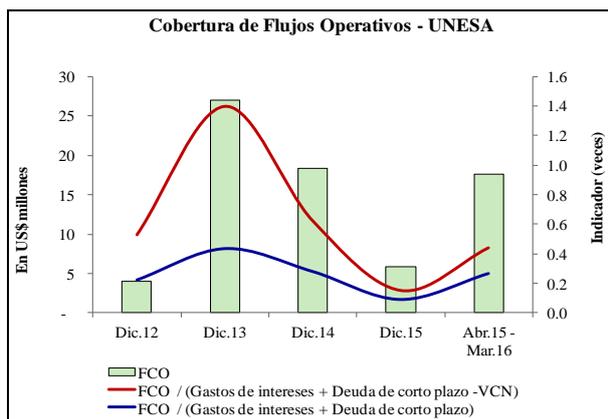


Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

No obstante lo anterior, la capacidad de pago del servicio de deuda de UNESA es considerada ajustada. En este sentido, el EBITDA permite cubrir aproximadamente en 0.61 veces el agregado entre deuda financiera de corto plazo y el gasto financiero total, lo cual indica una insuficiencia de resultados para afrontar las obligaciones estimadas en menos de un año al no excluir los VCNs.

En adición a lo anterior, al analizar las coberturas por medio de los flujos de efectivo operativos, se evidencia que este no logra ser suficiente y solo cubre en 0.44 veces el servicio de deuda al excluir los VCN rotativos. La tendencia de dicho indicador es decreciente del 2013 al 2015.

Un aspecto que de igual forma se ha considerado en relación al déficit de cobertura es que UNESA cuenta con la disponibilidad de liquidar los títulos Disponibles para la Venta en cualquier momento, aunque ello tomaría cierto tiempo en la medida que no son considerados activos de rápida realización. Cabe mencionar que UNESA mantiene US\$12 millones en depósitos a plazo fijo que la empresa mantiene como reserva.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

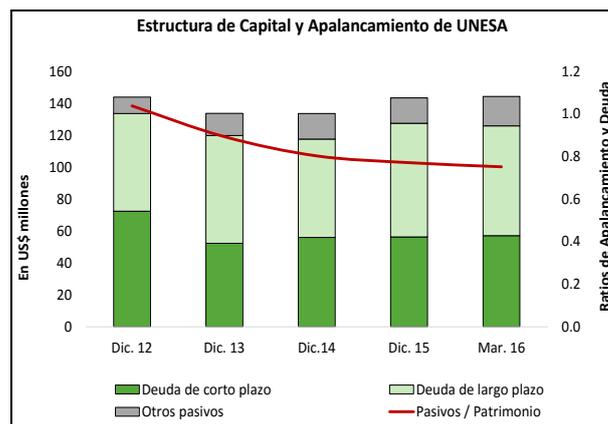
Endeudamiento

La Deuda Financiera del Conglomerado registra un incremento de 7.1% durante el ejercicio 2015, lo cual forma parte de la estrategia de una mayor adquisición y desarrollo de terrenos.

De manera positiva, la Deuda Financiera disminuye su peso en relación al patrimonio de UNESA, según se recoge en la evolución del indicador de palanca contable. Es así

que la relación de Pasivos / Patrimonio de UNESA se encuentra por debajo 0.8 veces al cierre del primer trimestre de 2016, lo cual es un indicativo de la alta participación del patrimonio sobre las operaciones realizadas por el Conglomerado. UNESA maneja una política interna de no sobrepasar de 1.25 veces la palanca contable, lo cual se ha cumplido a lo largo de los últimos ejercicios.

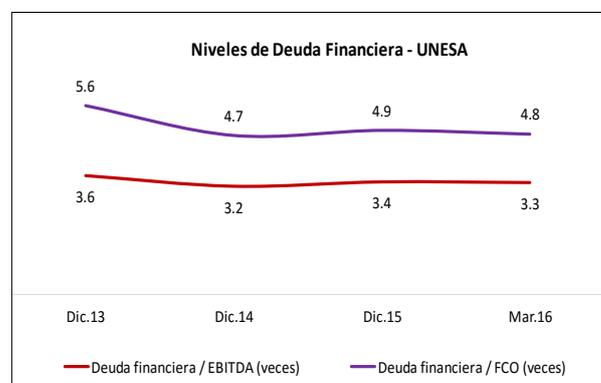
Por otro lado, la Deuda Financiera de Corto Plazo ha presentado poca variabilidad en su proporción con respecto a la deuda total.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Por motivos estratégicos del Grupo, la principal compañía subsidiaria del Conglomerado, SUCASA, es quien emite los instrumentos de deuda corporativa en el mercado, para así fondar a las actividades que forman parte del Conglomerado. Para ello, se han establecido parámetros para el uso de la deuda financiera a nivel interno del Grupo, ya que cada unidad de negocio debe responder por los intereses y capital por pagar a SUCASA, de modo tal que ésta, a su vez, repague las obligaciones al mercado, según corresponda.

Con relación a la palanca financiera del Conglomerado (Deuda Financiera / EBITDA), al 31 de marzo de 2016 la misma se sitúa en 3.3 veces, siendo considerada elevada y conllevando a su vez que la cobertura del servicio de deuda con el EBITDA sea ajustado si es que no se consideran los VCNs rotativos que mantiene.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

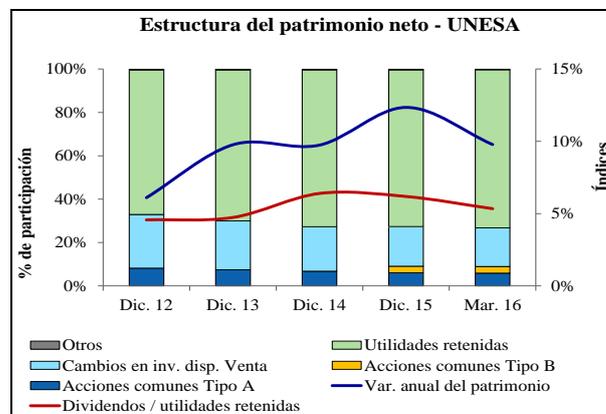
Solvencia Patrimonial

Parte del buen manejo del índice de apalancamiento contable se debe a que UNESA muestra un crecimiento constante de su patrimonio neto, ya sea por la acumulación de utilidades o por la reciente emisión de acciones comunes Tipo B al mercado. Al 31 de marzo de 2016, el patrimonio neto totalizó del Conglomerado alcanza los US\$203.7 millones, registrando un crecimiento de 9.8% durante los últimos 12 meses.

Es de considerar que las utilidades no distribuidas se comportan de acuerdo al nivel de resultados que genera al Conglomerado a través de sus distintas unidades de negocio, en especial construcción y venta de viviendas. Al mismo tiempo, la tendencia del último quinquenio indica que UNESA reparte aproximadamente 30% de la utilidad neta que genera en el ejercicio fiscal anterior, lo cual es un índice moderado. El hecho que el porcentaje de distribución de dividendos forme parte de los resguardos financieros de las deudas adquiridas con bancos y con el mercado representa un mitigante de riesgo a la baja participación de acciones comunes Tipo A en el total de patrimonio.

En adición a esto, UNESA comenzó a emitir acciones comunes Tipo B (sin derecho a voto) desde inicios del ejercicio 2015, hasta acumular US\$6.2 millones a la fecha de corte. El objetivo de esta colocación ha sido levantar capital para fundear una parte importante de la adquisición de inventarios de largo plazo, a fin de atenuar un posible impacto sobre la palanca contable.

Como consecuencia de la evolución positiva de dichas métricas, Equilibrium considera que esta emisión ha sido beneficiosa para el Grupo y, en la medida que se continúe emitiendo más acciones, UNESA tendrá disponibilidad de fondos para amortiguar sus planes de expansión, a la vez que estos recursos computan como capital común.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Otro rubro que es representativo sobre el patrimonio total es el valor de Ganancias No Realizadas sobre Inversiones Disponibles para la Venta, que al 31 de marzo de 2016 equivale a 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, en vista de que las mismas no tienen negociación activa en el mercado. La Administración estima que la ganancia no realizada real ascendería a US\$57.3 millones al cierre del primer trimestre de 2016.

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

	Dic.13	%	Dic.14	%	Mar.15	%	Dic.15	%	Mar.16	%	Mar. 16 / Dic. 15	Dic. 15 / Dic. 14
ACTIVOS												
Efectivo y equivalentes de efectivo	7,528	2.5%	7,148	2.2%	5,172	1.5%	6,127	1.7%	9,939	2.8%	62.2%	-14.3%
Depósitos a plazo fijo	8,398	2.8%	9,977	3.1%	13,691	4.1%	12,913	3.7%	12,223	3.4%	-5.3%	29.4%
Valores disponibles para la venta	47,369	15.5%	48,311	15.1%	48,684	14.6%	49,596	14.1%	50,196	14.1%	1.2%	2.7%
Total de efectivo, depósitos en bancos y valores	63,295	20.7%	65,436	20.5%	67,548	20.2%	68,636	19.5%	72,358	20.3%	5.4%	4.9%
Cuentas por cobrar corrientes:												
Cuentas por cobrar clientes de vivienda	16,131	5.3%	21,093	6.6%	18,258	5.5%	19,944	5.7%	14,412	4.0%	-27.7%	-5.4%
Alquileres	446	0.1%	254	0.1%	280	0.1%	411	0.1%	419	0.1%	1.9%	61.8%
Hipotecas	6,254	2.0%	6,618	2.1%	6,924	2.1%	7,476	2.1%	8,183	2.3%	9.5%	13.0%
Préstamos comerciales	119	0.0%	39	0.0%	30	0.0%	7	0.0%	4	0.0%	-48.5%	-82.2%
Préstamos personales, neto de comisiones e intereses no devengados	2,796	0.9%	2,871	0.9%	2,885	0.9%	2,556	0.7%	2,273	0.6%	-11.1%	-11.0%
Menos: reserva para cuentas incobrables	(1,231)	-0.4%	(1,248)	-0.4%	(1,304)	-0.4%	(1,057)	-0.3%	(1,124)	-0.3%	6.4%	-15.3%
Cuentas por cobrar corrientes, neta de reservas	24,515	8.0%	29,627	9.3%	27,072	8.1%	29,337	8.3%	24,166	6.8%	-17.6%	-1.0%
Inventarios corrientes:												
Unidades de viviendas terminadas y locales comerciales	11,749	3.9%	9,768	3.1%	11,175	3.3%	8,629	2.5%	9,952	2.8%	15.3%	-11.7%
Materiales, equipos y repuestos	7,178	2.4%	6,434	2.0%	6,377	1.9%	6,798	1.9%	5,850	1.6%	-14.0%	5.7%
Viveres y bebidas	324	0.1%	258	0.1%	244	0.1%	255	0.1%	243	0.1%	-4.8%	-1.1%
Total de inventarios corrientes	19,251	6.3%	16,460	5.2%	17,795	5.3%	15,682	4.5%	16,044	4.5%	2.3%	-4.7%
ACTIVOS CORRIENTES	107,061	35.1%	111,523	35.0%	112,415	33.7%	113,655	32.3%	112,568	31.6%	-1.0%	1.9%
Inventarios no corrientes:												
Costos de construcción en proceso	46,277	15.2%	53,080	16.6%	53,168	15.9%	62,582	17.8%	65,976	18.5%	5.4%	17.9%
Terrenos	56,613	18.6%	55,687	17.5%	67,505	20.2%	74,391	21.1%	74,328	20.8%	-0.1%	33.6%
Otros	643	0.2%	560	0.2%	542	0.2%	504	0.1%	467	0.1%	-7.4%	-9.9%
Total de inventarios no corrientes	103,533	33.9%	109,327	34.3%	121,215	36.3%	137,478	39.1%	140,771	39.5%	2.4%	25.7%
Valores mantenidos al vencimiento	222	0.1%	218	0.1%	218	0.1%	218	0.1%	212	0.1%	-3.1%	0.0%
Inversiones en asociadas	2,442	0.8%	2,246	0.7%	2,245	0.7%	2,207	0.6%	2,203	0.6%	-0.2%	-1.7%
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	442	0.1%	593	0.2%	700	0.2%	339	0.1%	396	0.1%	17.0%	-42.8%
Cuentas por cobrar varias	1,962	0.6%	1,098	0.3%	1,083	0.3%	1,017	0.3%	1,587	0.4%	56.0%	-7.4%
Propiedades de inversión, neto	15,579	5.1%	21,548	6.8%	21,431	6.4%	22,032	6.3%	21,965	6.2%	-0.3%	2.2%
Equipos en arrendamiento, neto	3,931	1.3%	4,171	1.3%	4,025	1.2%	3,078	0.9%	4,111	1.2%	33.6%	-26.2%
Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto	64,201	21.0%	61,727	19.4%	63,335	19.0%	65,422	18.6%	65,377	18.3%	-0.1%	6.0%
Franquicias, neto de amortización acumulada	593	0.2%	139	0.0%	133	0.0%	206	0.1%	200	0.1%	-2.8%	48.1%
Otros activos	5,197	1.7%	6,310	2.0%	7,149	2.1%	6,318	1.8%	7,292	2.0%	15.4%	0.1%
ACTIVOS NO CORRIENTES	198,102	64.9%	207,378	65.0%	221,535	66.3%	238,316	67.7%	244,115	68.4%	2.4%	14.9%
TOTAL DE ACTIVOS	305,163	100%	318,901	100%	333,951	100%	351,970	100%	356,684	100%	1.3%	10.4%

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

	Dic.13		Dic.14		Mar.15		Dic.15		Mar.16		Mar. 16 / Dic. 15	Dic. 15 / Dic. 14
		%		%		%		%		%		
PASIVOS												
Préstamos por pagar con vencimiento de 1 año	44,167	14.5%	48,953	15.4%	45,142	13.5%	46,652	13.3%	47,220	13.2%	1.2%	-4.7%
Bonos por pagar con vencimiento a 1 año	8,114	2.7%	7,020	2.2%	7,668	2.3%	9,647	2.7%	9,674	2.7%	0.3%	37.4%
Sobregiros bancarios	0	0.0%	0	0.0%	359	0.1%	0	0.0%	226	0.1%	-	-
Terrenos por pagar, porción de corto plazo	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	-	-
Cuentas por pagar proveedores	8,145	2.7%	6,158	1.9%	5,757	1.7%	7,600	2.2%	6,845	1.9%	-9.9%	23.4%
Cuentas por pagar otras	2,195	0.7%	2,299	0.7%	2,144	0.6%	2,307	0.7%	1,985	0.6%	-13.9%	0.4%
Intereses acumulados por pagar sobre bonos	212	0.1%	253	0.1%	192	0.1%	213	0.1%	160	0.0%	-24.7%	-16.0%
Obligaciones bajo arrendamiento financiero, porción de corto plazo	3,474	1.1%	3,852	1.2%	3,010	0.9%	3,744	1.1%	3,585	1.0%	-4.2%	-2.8%
Impuesto sobre la renta por pagar	71	0.0%	25	0.0%	25	0.0%	80	0.0%	114	0.0%	42.3%	224.0%
Gastos acumulados por pagar	2,162	0.7%	2,329	0.7%	2,696	0.8%	2,690	0.8%	3,039	0.9%	13.0%	15.5%
PASIVOS CORRIENTES	68,539	22.5%	70,889	22.2%	66,993	20.1%	72,933	20.7%	72,849	20.4%	-0.1%	2.9%
Préstamos con vencimiento de más de 1 año	6,369	2.1%	4,761	1.5%	4,397	1.3%	3,681	1.0%	3,684	1.0%	0.1%	-22.7%
Bonos por pagar con vencimiento a más de 1 año	61,110	20.0%	56,776	17.8%	66,751	20.0%	67,476	19.2%	65,069	18.2%	-3.6%	18.8%
Depósitos de clientes	3,338	1.1%	3,905	1.2%	3,758	1.1%	4,434	1.3%	4,876	1.4%	10.0%	13.6%
Terrenos por pagar, porción de largo plazo	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	-	-
Obligaciones bajo arrendamiento financiero, porción de largo plazo	4,425	1.5%	5,317	1.7%	6,196	1.9%	4,458	1.3%	6,364	1.8%	42.7%	-16.1%
Ingresos diferidos	152	0.0%	322	0.1%	330	0.1%	213	0.1%	175	0.0%	-18.1%	-33.7%
PASIVOS NO CORRIENTES	75,395	24.7%	71,081	22.3%	81,433	24.4%	80,264	22.8%	80,168	22.5%	-0.1%	12.9%
TOTAL DE PASIVOS	143,934	47.2%	141,970	44.5%	148,426	44.4%	153,196	43.5%	153,017	42.9%	-0.1%	7.9%
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS												
Acciones nominativas tipo A	12,815	4.2%	12,815	4.0%	12,815	3.8%	12,815	3.6%	12,815	3.6%	0.0%	0.0%
Acciones nominativas tipo B	0	0.0%	0	0.0%	4,002	1.2%	6,005	1.7%	6,185	1.7%	3.0%	-
Acciones en tesorería	(741)	-0.2%	(741)	-0.2%	(741)	-0.2%	(741)	-0.2%	(741)	-0.2%	0.0%	0.0%
Utilidades capitalizadas por subsidiaria	687	0.2%	687	0.2%	687	0.2%	687	0.2%	687	0.2%	0.0%	0.0%
Ganancia no realizada sobre inversiones	36,280	11.9%	36,280	11.4%	36,280	10.9%	36,280	10.3%	36,280	10.2%	0.0%	0.0%
Utilidad no distribuidas	93,357	30.6%	105,379	33.0%	126,533	37.9%	120,237	34.2%	142,208	39.9%	18.3%	14.1%
Utilidad del ejercicio	18,765	6.1%	22,442	7.0%	5,878	1.8%	23,419	6.7%	6,159	1.7%	-73.7%	4.4%
Participación no controladora	67	0.0%	69	0.0%	71	0.0%	72	0.0%	74	0.0%	2.8%	4.3%
TOTAL PATRIMONIO	161,230	52.8%	176,931	55.5%	185,525	55.6%	198,774	56.5%	203,667	57.1%	2.5%	12.3%
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	305,163	100%	318,901	100%	333,951	100%	351,970	100%	356,684	100%	1.3%	10.4%

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, 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	129,292	100%	124,898	100%	33,304	100%	136,542	100%	33,040	100%	-0.8%	9.3%
Ventas de bienes y servicios	123,884	95.8%	119,580	95.7%	31,918	95.8%	131,176	96.1%	31,558	95.5%	-1.1%	9.7%
Ingresos por alquiler	3,127	2.4%	3,324	2.7%	923	2.8%	3,716	2.7%	958	2.9%	3.8%	11.8%
Intereses ganados en financiamiento	1,521	1.2%	1,495	1.2%	381	1.1%	1,539	1.1%	390	1.2%	2.3%	2.9%
Otros ingresos operacionales	760	0.6%	499	0.4%	82	0.2%	111	0.1%	135	0.4%	63.5%	-77.9%
Costo de ventas	77,020	59.6%	70,250	56.2%	18,628	55.9%	78,003	57.1%	18,265	55.3%	-2.0%	11.0%
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN	52,272	40.4%	54,649	43.8%	14,676	44.1%	58,538	42.9%	14,776	44.7%	0.7%	7.1%
Gastos de ventas, generales y administrativos	22,337	17.3%	23,476	18.8%	5,771	17.3%	24,074	17.6%	5,922	17.9%	2.6%	2.5%
Otros ingresos, neto	3,449	2.7%	5,191	4.2%	464	1.4%	2,917	2.1%	580	1.8%	25.2%	-43.8%
Ganancia (pérdida) en la venta de terreno	1,468	1.1%	2,363	1.9%	0	0.0%	(43)	0.0%	0	0.0%	-	-101.8%
Intereses ganados en depósitos a plazo fijo	108	0.1%	383	0.3%	46	0.1%	509	0.4%	124	0.4%	169.9%	32.8%
Dividendos ganados	1,945	1.5%	2,382	1.9%	419	1.3%	2,406	1.8%	461	1.4%	10.0%	1.0%
Participación patrimonial en asociadas	(72)	-0.1%	63	0.1%	(1)	0.0%	45	0.0%	(4)	0.0%	233.3%	-28.8%
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN	33,384	25.8%	36,364	29.1%	9,368	28.1%	37,382	27.4%	9,434	28.6%	0.7%	2.8%
Depreciación y Amortización	8,750	6.8%	8,904	7.1%	2,339	7.0%	9,331	6.8%	2,199	6.7%	-6.0%	4.8%
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	24,634	19.1%	27,459	22.0%	7,029	21.1%	28,051	20.5%	7,235	21.9%	2.9%	2.2%
Gastos de financiamiento	3,926	3.0%	3,115	2.5%	804	2.4%	2,759	2.0%	669	2.0%	-16.8%	-11.4%
Intereses pagados en financiamientos bancarios	2,255	1.7%	1,483	1.2%	398	1.2%	1,060	0.8%	290	0.9%	-27.2%	-28.6%
Intereses pagados sobre bonos	1,473	1.1%	1,397	1.1%	354	1.1%	1,408	1.0%	325	1.0%	-8.2%	0.8%
Amortización de costos de emisión de bonos	197	0.2%	235	0.2%	52	0.2%	291	0.2%	54	0.2%	3.8%	24.0%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	20,708	16.0%	24,345	19.5%	6,225	18.7%	25,292	18.5%	6,567	19.9%	5.5%	3.9%
Impuesto sobre la renta, neto	1,943	1.5%	1,902	1.5%	347	1.0%	1,873	1.4%	408	1.2%	17.4%	-1.5%
UTILIDAD NETA	18,765	14.5%	22,442	18.0%	5,878	17.6%	23,419	17.2%	6,159	18.6%	4.8%	4.4%

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.13	Dic.14	Mar.15	Dic.15	Mar.16
Rentabilidad					
ROAA ¹	6.2%	7.2%	8.0%	7.0%	6.9%
ROAE ²	12.2%	13.3%	14.7%	12.5%	12.2%
(Ingresos operativos - Costo de ventas) / Ingresos operativos	40.4%	43.8%	44.1%	42.9%	44.7%
Gastos generales y administrativos / Ingresos operativos	17.3%	18.8%	17.3%	17.6%	17.9%
EBITDA ³ (En US\$ miles) - 12 meses	35,873	39,250	42,577	40,329	40,634
Gastos financieros 12 meses	6,414	6,002	5,963	5,705	5,809
EBITDA / Gastos financieros (veces)	5.59	6.54	7.14	7.07	6.99
EBITDA / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo - VCN rotativos) (veces)	1.86	1.33	1.74	1.03	1.01
EBITDA / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo) (veces)	0.58	0.60	0.69	0.61	0.61
Utilidad neta / Ingresos operativos	14.5%	18.0%	17.6%	17.2%	18.6%
Otros ingresos / Utilidad neta	18.4%	23.1%	7.9%	12.5%	9.4%
Liquidez y Flujos					
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.56	1.57	1.68	1.56	1.55
(Activos corrientes - Inventario - Gastos anticipados) / Pasivos corrientes	1.26	1.32	1.41	1.32	1.32
Cuentas por cobrar / Activos	8.0%	9.3%	8.1%	8.3%	6.8%
Cuentas por cobrar / Ingresos operativos	19.0%	23.7%	20.4%	21.5%	17.7%
Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles)	26,832	17,930	8,309	5,330	16,966
FCO / Deuda financiera	21.0%	14.2%	6.2%	3.9%	12.5%
FCO / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo - VCN rotativo)	1.39	0.61	0.34	0.14	0.42
FCO / (Gastos financieros + Deuda de corto plazo)	0.43	0.27	0.13	0.08	0.26
FCO / Gastos financieros (veces)	4.18	2.99	1.39	0.93	2.92
FCO / CAPEX (veces)	3.08	1.69	2.04	0.42	2.32
Dividendos / Utilidad neta	23.6%	30.0%	21.9%	31.8%	23.5%
Endeudamiento					
Deuda financiera (En US\$ miles)	127,658	126,679	133,523	135,658	135,822
Valores Comerciales Negociables Rotativos (En US\$ miles)	42,879	36,366	37,666	26,756	26,256
Deuda financiera de corto plazo / Deuda financiera	43.7%	47.2%	42.1%	44.3%	44.7%
Deuda financiera / Pasivos	88.7%	89.2%	90.0%	88.6%	88.8%
Deuda financiera / Patrimonio (veces)	0.79	0.72	0.72	0.68	0.67
Gastos financieros brutos / Deuda financiera promedio	5.1%	4.7%	4.6%	4.3%	4.3%
Deuda financiera / Activos	41.8%	39.7%	40.0%	38.5%	38.1%
Deuda financiera / EBITDA (veces)	3.56	3.23	3.14	3.36	3.34
Deuda financiera / FCO (veces)	5.82	4.82	4.78	4.99	4.89
Capitalización					
Pasivos / Activos	47.2%	44.5%	44.4%	43.5%	42.9%
Pasivos corrientes / Pasivos totales	47.6%	49.9%	45.1%	47.6%	47.6%
Pasivos / Patrimonio (veces)	0.89	0.80	0.80	0.77	0.75
Pasivos corrientes / Patrimonio	42.5%	40.1%	36.1%	36.7%	35.8%
Patrimonio / Activos	52.8%	55.5%	55.6%	56.5%	57.1%
Patrimonio / Activos fijos	192.6%	202.3%	208.9%	219.6%	222.7%
Capital primario / Patrimonio	77.5%	79.5%	80.4%	81.7%	82.2%
Deuda financiera / Capital primario (veces)	1.02	0.90	0.89	0.83	0.81
Pasivos / Capital Primario (veces)	1.15	1.01	0.99	0.94	0.91
Capital Primario / Activos fijos neto	149.3%	160.8%	168.1%	179.5%	183.0%
Otros indicadores					
Rotación de cuentas por cobrar (días) ⁴	68.3	85.4	73.6	77.3	63.8
Rotación de inventario corriente (días) ⁵	90.0	84.4	85.7	72.4	74.4
Rotación de cuentas por pagar (días) ⁶	48.3	43.3	38.1	45.7	40.9
Crecimiento anual de activos	2.0%	4.5%	10.6%	10.4%	6.8%
Crecimiento anual de ingresos operativos	16.4%	-3.4%	29.2%	9.3%	-0.8%
Crecimiento anual de los gastos financieros	25.9%	-20.6%	-23.6%	-11.4%	-16.8%
Crecimiento anual de la utilidad neta	52.2%	19.6%	112.0%	4.4%	4.8%
Depreciación del ejercicio / Activos fijos	10.5%	10.2%	10.3%	10.3%	10.0%

Elaboración: Equilibrium

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

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

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

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

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

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

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.