



Equilibrium  
Calificadora de Riesgo S.A.

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

Ciudad de Panamá, Panamá

### Informe de Calificación

Sesión de Comité: 9 de julio de 2018

#### Contacto:

(507) 214 3790

Ana Lorena Carrizo  
Jefe de Análisis Financiero  
[acarrizo@equilibrium.com.pa](mailto:acarrizo@equilibrium.com.pa)

Leyla Krmelj  
Directora de Análisis Crediticio  
[lkrmelj@equilibrium.com.pe](mailto:lkrmelj@equilibrium.com.pe)

\*Para mayor información sobre las categorías otorgadas remitirse al Anexo I.

\*\* La descripción de los instrumentos financieros calificados se presenta en el Anexo II

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015, 2016 y 2017 de Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA) y Subsidiarias, así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2017 y 2018. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/201

**Fundamento:** Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió ratificar la categoría A+.pa otorgada al Primer, Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias (en adelante SUCASA, la Compañía o el Emisor). Asimismo, aprobó mantener la calificación EQL 2+.pa a los Programas de Valores Comerciales Negociables (VCNs) de hasta US\$25.0 millones, y US\$10.0 millones, así como la de asignar la categoría EQL2+.pa al Programa de Valores Negociables de hasta US\$5.0 millones respectivamente. La perspectiva se mantiene Estable.

La decisión se sustenta tanto en la fortaleza operativa que muestra SUCASA en los diferentes segmentos de negocio en los que participa, así como en su *expertise* en el desarrollo de viviendas en el sector inmobiliario dentro de Panamá. Lo anterior le permite mostrar una tendencia positiva en el comportamiento de sus principales activos productivos, los mismos que sustentan la generación de ingresos. De igual manera, complementan los adecuados niveles de rentabilidad, los mismos que si bien se ajustan en relación al período anterior, como resultado de los nuevos requerimientos gubernamentales que exige el sector, todavía se encuentran en niveles considerados aceptables. Adicionalmente, el Emisor ha mostrado un manejo moderado en sus niveles de endeudamiento. En línea con lo anterior, su estructura de financiamiento está diversificada, toda vez que contempla la utilización de

### Instrumento\*\*

### Calificación\*

Bonos Corporativos

A+.pa

Valores Comerciales Negociables

EQL 2+.pa

**Perspectiva**

**Estable**

financiamiento de entidades bancarias a través de líneas de crédito que en la actualidad mantienen un bajo nivel de utilización con respecto a sus saldos originales, así como el uso de emisiones tanto de Valores Comerciales para capital de trabajo, como de Bonos Corporativos principalmente para financiar activos de más largo plazo como terrenos. Cabe señalar que el Emisor también cuenta con buenos niveles de liquidez, pues si bien los inventarios muestran un saldo relevante dentro del activo corriente, estos incluyen construcciones en proceso, los mismos que por su naturaleza son de rápida realización al estar compuestos en su mayor parte por inmuebles que están listos para su entrega toda vez que al contar con cartas promesas sólo requieren de los desembolsos por parte de los bancos para cancelarlos. Adicionalmente, se pondera de manera favorable, la cobertura que le brinda el EBITDA al servicio de la deuda. Sin embargo; la cobertura por parte del Flujo de Caja Operativo hacia el servicio de la deuda se ha contraído debido a temas de requerimientos administrativos por parte de entidades estatales y a los beneficios que obtendrían sus clientes, si sus inmuebles se entregan a partir de 2018, según la ley de interés preferencial (Ley 3 de 1985), por lo que se espera se recuperen durante el año.

Con relación a las calificaciones asignadas al Primer, Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA, se debe señalar que las mismas recogen una serie de mejoradores, dentro de los cuales se

encuentran la fianza solidaria de Unión Nacional de Empresas, S.A. y Subsidiarias (UNESA), la constitución de un Fideicomiso en Garantía conformado por primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles, ya sea del Emisor o de terceros, cuyo valor monetario no podrá ser inferior al 125% del saldo de capital de los Bonos Corporativos en circulación. Asimismo, cada Programa mantiene dos resguardos financieros que debe cumplir UNESA y SUCASA (dependiendo el Programa), los mismos que se detallan en el cuerpo del presente informe y que hacen referencia a niveles máximos de apalancamiento financiero y reparto de dividendos. Es importante señalar que, a la fecha del presente informe, UNESA cuenta con una calificación de riesgo A.pa otorgada por Equilibrium como Entidad.

Al ser instrumentos de corto plazo, la evaluación de los VCN's se centró en el Flujo de Caja mensualizado del Emisor para hacer frente al servicio de la deuda y otras obligaciones propias del negocio. Cabe indicar que los VCN's se emiten con garantía genérica sobre el patrimonio del Emisor.

No obstante lo anterior, a la fecha limita poder otorgar una mayor calificación a los Programas de Bonos Corporativos Rotativos y de VCNs de SUCASA la sensibilidad del Flujo de Caja Operativo ante posibles cambios en las condiciones económicas, toda vez que su principal actividad se vincula al sector construcción. Otra limitación relevante resulta de la composición del patrimonio, toda vez que 84.6% del mismo se encuentra conformado por resultados acumulados, lo cual no brinda estabilidad a la estructura deuda-capital del Emisor al tener las acciones comunes poca participación dentro del patrimonio. También limita la calificación, el no contar con prácticas formales de Gobierno Corporativo que permitan establecer entre otros, una política de dividendos y la participación de directores independientes.

Finalmente, Equilibrium continuará monitoreando la evolución de los principales indicadores financieros de SUCASA, comunicando al mercado cualquier variación en el riesgo de la Compañía.

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

- Continuo fortalecimiento de la cobertura del servicio de deuda tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo, sumado a una palanca financiera que se ubique consistentemente dentro de un rango adecuado.
- Mejora sostenida en los indicadores de liquidez.
- Mayor participación de las acciones comunes dentro de la estructura patrimonial.

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

- Marcado y progresivo ajuste en la cobertura del servicio de deuda con el EBITDA y el Flujo de Caja Operativo.
- Aumento en la deuda financiera que conlleve a que la palanca se incremente de manera importante.
- Retiro de mejoradores dentro de la estructura de los Programas de Bonos Corporativos calificados.
- Cambios normativos que impacten de manera negativa en la demanda de viviendas por parte de su segmento objetivo.
- Desaceleración de la economía que afecte el crecimiento del sector construcción en la República de Panamá, impactando de manera negativa en la generación de la Compañía.

**Limitaciones Encontradas en el Proceso de Evaluación:**

- Ninguna.

## DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

### Desarrollos Recientes y Hechos de Importancia

Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias se constituyó en Panamá el 28 de octubre de 1966, siendo la empresa más antigua del Grupo Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA). Se dedica principalmente al desarrollo de proyectos de vivienda en la provincia de Panamá dirigidos a familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo. El Emisor desarrolla igualmente otras actividades a nombre propio o a través de subsidiarias, entre las que se encuentran los servicios de hotelería mediante la cadena de hoteles Country Inn & Suites (sucursal Amador) y Playa Tortuga. También se incluye la línea de negocio de construcción de centros comerciales para alquiler.

SUCASA se enfoca principalmente en la construcción y venta de viviendas en proyectos dirigidos hacia propiedades que oscilan entre los US\$40 mil y US\$120 mil que corresponden a viviendas que cuentan con el beneficio del interés preferencial subsidiado por el Estado Panameño. Por lo anterior, el perfil del cliente del Emisor está conformado por personas con una capacidad de pago entre medio y medio-bajo. Se espera que este estrato de viviendas mantenga la demanda en la medida que continúe recibiendo el subsidio del Estado aplicado a la tasa de interés cobrada por los bancos locales.

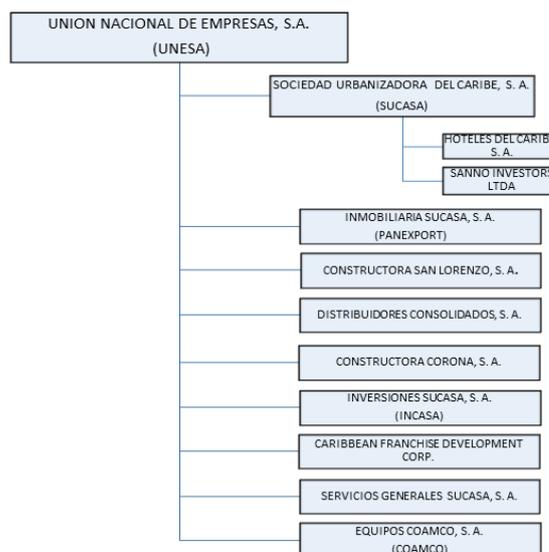
Sin perjuicio de lo anterior, el Emisor se encuentra diversificando su oferta de viviendas hacia apartamentos dirigidos a personas de ingreso medio y medio-alto. De esta manera, la Entidad estima que a futuro la venta de viviendas continuará incrementándose mediante una mezcla ligeramente más diversificada. Es relevante señalar que SUCASA no busca construir viviendas de interés social bajo el programa de Bono Solidario, toda vez 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<sup>1</sup>.

### Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El accionariado, Directorio y plana gerencial de la Compañía se presentan en el Anexo III. Cabe señalar que dicha composición se mantiene sin cambios en relación a la evaluación anterior.

### Grupo Económico

En el siguiente cuadro se muestra la estructura del Grupo económico al que pertenece SUCASA:



Fuente: SUCASA

### Operaciones Productivas

Las operaciones productivas de SUCASA se segmentan de la manera siguiente:

- **Viviendas:** Desarrollo y venta de proyectos residenciales, principalmente en el área metropolitana y algunos en el interior del país. También se incluyen proyectos de interés social y venta de inmuebles comerciales.
- **Hoteles:** Negocio hotelero.
- **Locales Comerciales:** Alquiler de locales comerciales en el área metropolitana.

## ANÁLISIS FINANCIERO DE SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. (SUCASA) Y SUBSIDIARIAS

### Activos y Liquidez

Al 31 de diciembre de 2017, los activos de SUCASA ascienden a US\$273.3 millones, superior en 6.4% a lo alcanzado al cierre del 2016. Lo anterior se da como resultado de una menor rotación de sus inventarios, específicamente en sus construcciones en proceso y viviendas y locales comerciales terminados. Durante el período en análisis, el Emisor experimentó incrementos en sus niveles de inventarios, debido a que, en la actualidad, los agentes inmobiliarios deben realizar un mayor número de trámites administrativos en entidades estatales, previo a la entrega de las viviendas, los mismos que vienen tomando más tiempo respecto a períodos anteriores, lo cual ocasionó retrasos en su entrega. En línea con lo anterior, se suma el cambio en la política de interés preferencial, toda vez que la misma beneficiaría a sus clientes si la entrega de sus inmuebles se realizaba después de 2017. Lo antes expuesto, también mermó la generación de su Flujo de Caja Operativo.

Por otra parte, si bien es cierto que SUCASA mantiene una tendencia positiva a nivel de activos durante el 2017 algunas cuentas se comportaron menos favorablemente como es el caso del efectivo y depósitos en bancos, rubros

<sup>1</sup> Tal como es el caso de los programas patrocinados por el Ministerio de Vivienda y Ordenamiento Territorial (MIVIOT).

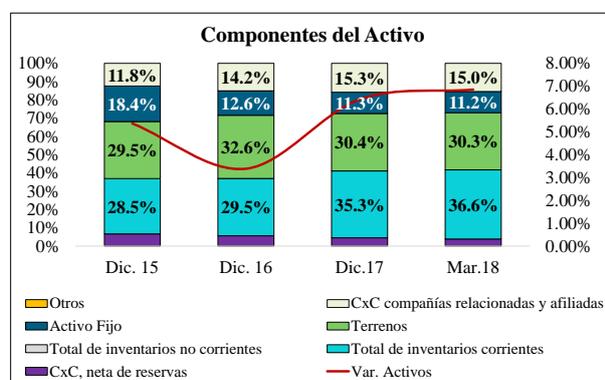
que en conjunto disminuyen 57.8% totalizando US\$4.2 millones. En línea con lo anterior, sus cuentas por cobrar a clientes de viviendas terminadas también disminuyen en 11.8%, ubicándose en US\$12.2 millones. Por el lado de las cuentas por cobrar relacionadas, se observa un aumento de 14.5% hasta alcanzar un saldo de US\$41.7 millones, compuesto principalmente por deudas de Equipos Coamco, S.A.

Cabe señalar que las cuentas por cobrar a clientes por US\$12.2 millones, 96.3% corresponden a las ventas de viviendas terminadas, las cuales están respaldadas por cartas promesas bancarias, mientras que el 3.7% restante corresponde a Servicios Hoteleros. Las cuentas por cobrar en concepto de venta de viviendas son casas entregadas que se encuentran a la espera del desembolso de los respectivos financiamientos por parte de los bancos. De igual manera, este rubro se encuentra mitigado en parte por la existencia de contratos de compra-venta firmados, cartas promesas de bancos y el pago del abono inicial.

Por otra parte, los terrenos al cierre 2017 se encuentran en US\$83.1 millones representando 30.4% del activo y constituyéndose el principal componente del mismo. En este sentido, los terrenos forman parte de las propiedades de inversión, los mismos que serán utilizados por el Emisor para el desarrollo de su actividad inmobiliaria, según se requiera en el futuro. Cabe mencionar, que los terrenos no están disponibles para la venta en el curso normal del negocio, lo que a la vez permite que sean empleados como garantías al momento de solicitar un financiamiento. De igual manera, la empresa reportó durante 2016, en sus propiedades inversión, inmuebles y locales comerciales por US\$9.5 millones, los mismos que posteriormente salieron de los activos de SUCASA a través de una escisión para formar parte de los activos de otra empresa del Grupo, la misma que consolida con UNESA.

La composición del activo a través de las líneas de negocio, muestra que 94.1% del mismo corresponde a actividades relacionadas al desarrollo y venta de viviendas; mientras que el resto (5.9%) corresponde al segmento hotelero.

A continuación, se presenta la composición de los activos de SUCASA.

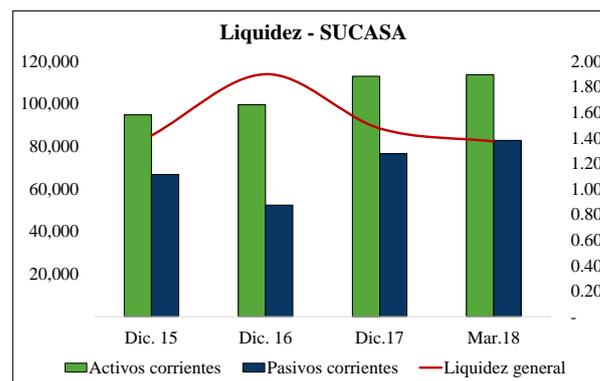


Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

En cuanto a la liquidez, SUCASA mantiene históricamente indicadores (activos corrientes / pasivos corrientes) que superan 1.0 veces. A diciembre 2017 alcanza 1.47 veces.

Este nivel se encuentra soportado por la participación relevante de sus inventarios, toda vez que los mismos representan 85.5% de los activos corrientes. Si bien se observa una ligera reducción en el indicador de marzo 2018 con respecto al período anterior, el mismo obedece a la mayor utilización de financiamientos de corto plazo, lo que produjo un aumento notable en sus pasivos corrientes (+ 46.1%) mientras que los activos corrientes aumentaron en 13.4%. Si se descuentan los inventarios del activo corriente, el indicador es menor a 1.0 veces (0.17 veces).

A continuación, se presenta el comportamiento y el componente de la liquidez.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

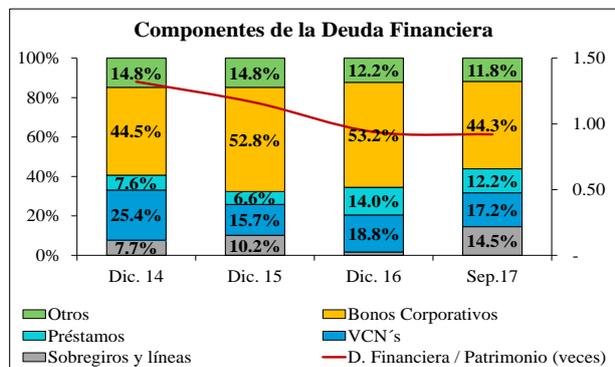
### Estructura Financiera y Solvencia

Al cierre de del ejercicio 2017, los pasivos aumentaron en 5.9%, totalizando US\$140.6 millones, financiando 51.5% del activo (diciembre 2016: 51.7%). Dicho comportamiento se explica principalmente por la utilización de los financiamientos de corto plazo, toda vez que los mismos se utilizan para realizar inversiones en capital de trabajo, considerando que el ciclo de construcción de las residencias no pasa de un año, por lo que estos financiamientos son de carácter rotativo. Los financiamientos de corto plazo (líneas de crédito) presentan un saldo de US\$24.5 millones (diciembre 2016: US\$2.2 millones). Lo anterior sumado a la existencia de emisiones en mercados de capitales hace que su deuda financiera sea considerada el principal rubro de los pasivos con una participación de 87.7%. Cabe mencionar que, al corte de marzo de 2018, los pasivos aumentaron 2.5% como resultado de un mayor saldo de dividendos por pagar (US\$7.0 millones).

Al cierre 2017, los pasivos corrientes (US\$76.6 millones) aumentaron 46.1% y participan con 54.5% del total de pasivos. Dichos pasivos se componen principalmente por sobregiros y préstamos bancarios por US\$24.5 millones (diciembre 2016: US\$2.2 millones) y VCN con un saldo de US\$23.2 millones (diciembre 2016: US\$25.0 millones). Es importante mencionar, que en el corto plazo se encuentra la porción corriente de los Bonos, la cual debe ser pagada en el transcurso de un año, representando 15.3% del pasivo corriente. De igual manera, existen cuentas con menores niveles de participación como las cuentas por pagar proveedores (6.7%), cuentas por pagar afiliadas (5.0%), mientras que el resto de los rubros que componen el pasivo corriente reportan participaciones menores al 5.0%.

Los pasivos de largo plazo ascienden a US\$64.0 millones que equivalen a 45.5% del total de pasivos compuestos

principalmente por emisiones de Bonos Corporativos con un saldo de US\$47.4 millones, convirtiéndolos en la cuenta de mayor relevancia dentro de la deuda financiera al representar 38.4% del total. Cabe indicar que, por la naturaleza misma del negocio, el Emisor toma deuda financiera (US\$123.4 millones) para la adquisición de propiedades para su posterior desarrollo en proyectos de viviendas, realizar mejoras en el activo fijo y la cancelación de compromisos con entidades bancarias, lo cual se observa en la siguiente gráfica.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Los Bonos Corporativos<sup>2</sup> emitidos cuentan con garantías tangibles y fianza solidarias del Grupo, además de incluir seguros sobre las mejoras y dinero en efectivo. A continuación, se detallan los diferentes Programas de Bonos Corporativos y Valores Comerciales Negociables del Emisor:

INSTRUMENTOS CALIFICADOS POR EQUILIBRIUM				
Instrumentos	Valor Autorizado US\$ MM	Valor emitido Mar. 2018 US\$ MM	Garantía Adicional	Bienes en Garantía
Bonos - Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$45.0 millones: 2012	45.0	20.9	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
Bonos - Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$20.0 millones: 2010	20.0	15.4	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
Bonos - Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US\$12.0 millones: 2006	12.0	10.7	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
VCN's Programas Rotativos por US\$25.0, US\$10.0 millones y US\$5.0 millones	40.0	23.2	Fianza solidaria UNESA	NT
INSTRUMENTOS NO CALIFICADOS POR EQUILIBRIUM				
Programa de Bonos Corporativos Rotativos hasta por US\$10 millones: 2011	10.0	5.8	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
Programa de Bonos Corporativos Rotativos hasta por US\$40 millones: 2007	40.0	6.5	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Los programas de Bonos Corporativos incluyen igualmente una serie de resguardos financieros que el Emisor y su accionista (UNESA) deben cumplir. A continuación, se presentan dichos indicadores.

Covenants	Dic. 16	Dic.17	Valor	Cumplimiento
<b>Primer programa rotativo</b>				
Deuda Financiera / Capital Primario (UNESA) en veces	0.68	0.62	<=1.45x	No mayor a 1.45x
<b>Primer programa rotativo y Primera emisión no rotativa por US\$ 10.0 millones</b>				
Dividendos / Utilidad neta (UNESA)	38.2%	37.1%	<=40%	No mayor a 40%
<b>Segundo y Tercer Programa Rotativos</b>				
Deuda Financiera / Patrimonio (SUCASA)	0.94	0.93	<=2.0x	No mayor a 2.0x
<b>Primera emisión No rotativa por US\$10.0 millones</b>				
Deuda financiera neta / Patrimonio (UNESA)	0.52	0.50	<=1.75x	No mayor a 1.75x
<b>Segunda emisión No rotativa por US\$40.0 millones</b>				
Deuda Financiera / Patrimonio (UNESA) en veces	0.57	0.53	<=1.5x	No mayor a 1.5x

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

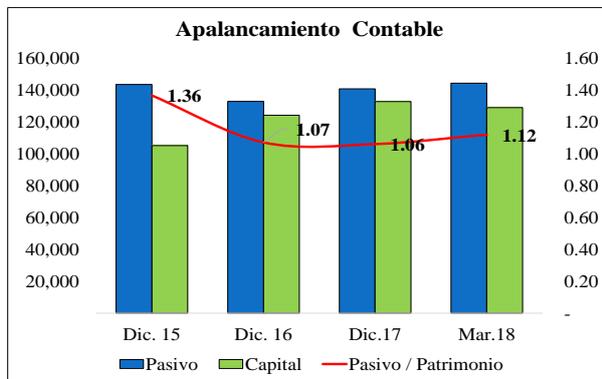
A pesar de que por el giro del negocio se requiere de inyecciones de fondos de manera constante, SUCASA se ha caracterizado por mantener moderados niveles de endeudamiento, toda vez que la razón Pasivo / Patrimonio al cierre 2017 es de 1.06 veces, por debajo de su promedio de los últimos años. En línea con lo anterior, se observa que la empresa mantiene su nivel de endeudamiento al corte de marzo 2018 en 1.12 veces, que aún es considerado aceptable.

El patrimonio de SUCASA asciende a US\$132.7 millones, lo que representa un aumento de 7.0% con respecto al período anterior, financiando de este modo el 48.5% de los activos. Su componente de mayor relevancia corresponde a las utilidades retenidas (US\$112.2 millones); mientras que sus acciones comunes reportan un menor nivel (US\$840.0 mil). Durante el 2017, SUCASA repartió dividendos por US\$12.4 millones. De igual manera se tiene que al corte de

<sup>2</sup> Cabe señalar que, por motivos estratégicos, SUCASA se encarga de adquirir la totalidad de la deuda financiera del holding, toda vez que es la que genera el mayor volumen de flujos.

marzo 2018, el patrimonio aumentó 7.0% para totalizar US\$128.8 millones.

A continuación, se presenta la composición de los pasivos de SUCASA.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Es importante mencionar que la palanca financiera medida a través del indicador Deuda financiera / EBITDA, presenta cierta volatilidad debido a la generación operativa de la empresa. En este sentido, dicha palanca financiera aumentó principalmente por la reducción del EBITDA frente a la adquisición de mayores compromisos financieros, lo cual arroja un resultado de 3.79 veces (diciembre 2016: 2.71 veces). A marzo de 2018, la palanca financiera disminuyó ligeramente, aunque se sigue manteniendo elevada (3.71 veces).

### Generación, Eficiencia y Rentabilidad

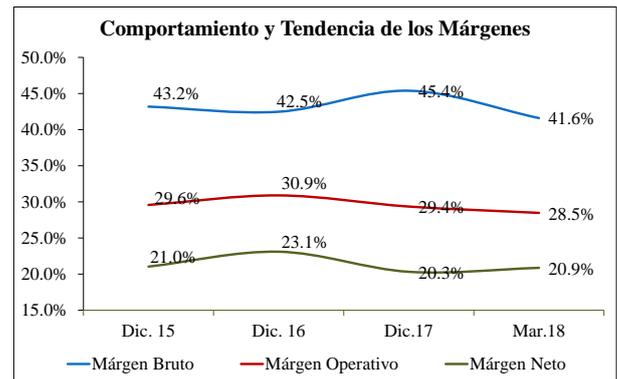
Los ingresos de SUCASA descendieron 19.6% al cierre 2017, totalizando US\$99.1 millones. La generación de los ingresos proviene en mayor medida por la venta de viviendas, la cual se vio afectada por la realización de trámites administrativos en entidades estatales, los cuales requieren de un mayor tiempo, haciendo que el registro de los ingresos se realice meses después. Asimismo, se suma el efecto que ocasiona el cambio en la política de interés preferencial, toda vez que la misma beneficiaría a sus clientes si la entrega de sus inmuebles se realizaba después de 2017. El margen bruto pasa de 42.5% a 45.5%, como resultado de un menor costo de venta el mismo que disminuye de 57.5% a 54.6% interanualmente y se origina por a un menor volumen de venta de viviendas. Al primer trimestre de 2018 se observa un mayor nivel de ingresos US\$29.6 millones (+23.7), lo cual guarda cierta relación con las viviendas que debieron ser entregadas durante la gestión de 2017.

Los gastos generales y administrativos aumentan durante el ejercicio en 9.8% alcanzando los US\$16.3 millones, representando de este modo el 16.5% de los ingresos operativos del periodo (12.2% al 30 de marzo de 2018), principalmente por los gastos de personal, gastos de promociones y por reparaciones y mantenimientos.

Lo anterior hizo que SUCASA cierre el 2017 con un resultado operativo (luego de amortización y depreciación) de US\$24.0 millones, una reducción de 27.0% producto del menor devengue de ingresos operativos. Al medir la generación misma de la Compañía (a través del EBITDA), se evidencia un retroceso de 21.6% respecto al mismo periodo de 2016 situándose en US\$32.6 millones. De

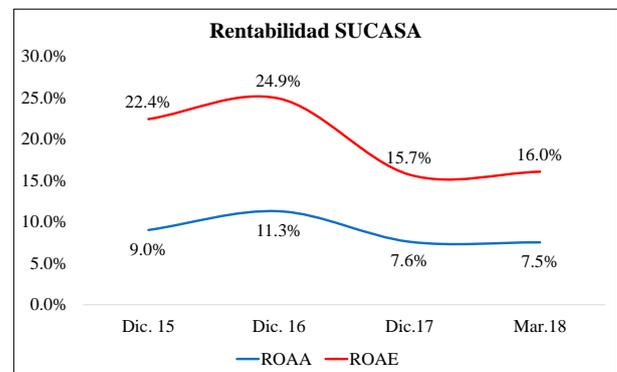
igual manera, el resultado operativo de marzo 2018 aún es menor al reportado en el mismo mes de 2017 (24.2% frente a 30.3%)

Los gastos financieros descienden por la realización de amortizaciones a la deuda financiera ascendiendo a US\$1.6 millones (-2.4%). De esta manera, el Emisor cierra el año 2017 con un resultado neto de US\$20.1 millones, 29.3% por debajo de la utilidad registrada en el periodo anterior. A continuación, se muestra la evolución de los márgenes de la Compañía a lo largo de los últimos ejercicios:



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

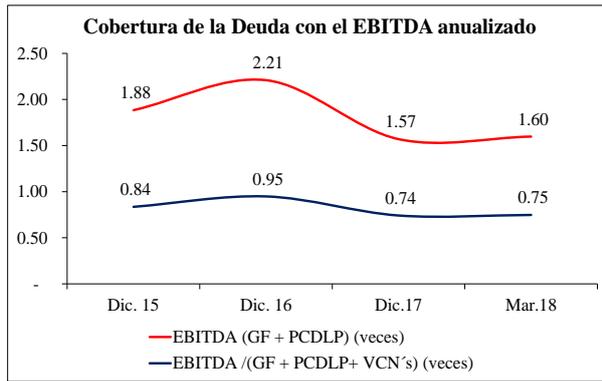
El menor resultado del periodo se ve reflejado en un ajuste en los indicadores de rentabilidad de la Compañía. El retorno promedio anualizado del accionista (ROAE) pasa de 24.9% a 15.7% entre ejercicios, mientras que el retorno promedio anualizado de los activos (ROAA) de 11.3% a 7.6%, según se detalla en el gráfico siguiente:



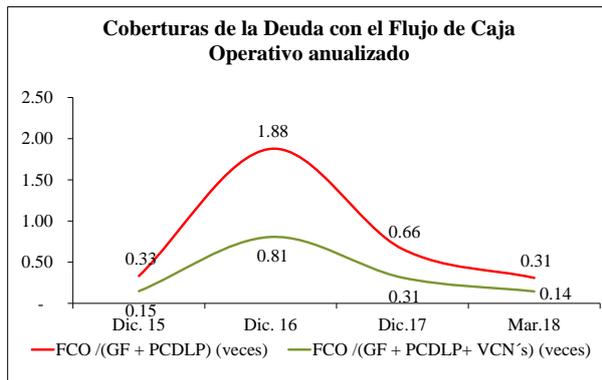
Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

La cobertura del Servicio de Deuda medida a través del EBITDA, presenta un ajuste con respecto al mismo periodo de 2016, toda vez que el EBITDA de los últimos 12 meses disminuye 21.6%, aunque dicha cobertura se sitúa en 1.57 veces, nivel que aún se considera adecuado (diciembre 2016: 2.21 veces), mientras que a marzo 2018 se encuentra en 1.6 veces. Es importante señalar que, de incluir el vencimiento de los VCNs dentro del servicio de deuda, la cobertura se ajustaría al ubicarse en 0.74 veces (diciembre de 2016: 0.95), mientras que a marzo 2018 se encontraba en 0.75 veces.

A continuación, se presenta el comportamiento de la cobertura que proporciona el EBITDA sobre el Servicio de la Deuda



El Flujo de Caja Operativo al 31 de diciembre de 2017 muestra una disminución (-61.1%) al situarse en US\$13.7 millones debido a la acumulación del inventario de las construcciones en proceso, lo cual afecta los niveles de cobertura. En este sentido, el Flujo de Caja Operativo cubre el servicio de deuda en 0.66 veces (diciembre 2016: 1.88 veces), mientras que al corte interino de marzo 2018 desciende aún más hasta 0.31 veces. Es de indicar que, si al servicio de deuda se le incluye el vencimiento de los VCNs, su indicador se contrae notablemente, tal y como se muestra a continuación:



Si bien se observa, que el Emisor reporta una baja cobertura del Servicio de Deuda, hay que mencionar, que dicho flujo se incrementaría una vez empiecen a reducirse los inventarios de viviendas que retrasaron su entrega durante 2017.

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

	Dic. 15	Dic. 16	Mar.17	Dic. 17	Mar.18
<b>ACTIVOS</b>					
Efectivo y equivalentes de efectivo	3,211	8,601	6,341	4,247	3,413
Depósitos a plazo fijo	5,036	1,461	229	0	0
<b>Total de efectivo, depósitos en bancos y valores</b>	<b>8,247</b>	<b>10,062</b>	<b>6,570</b>	<b>4,247</b>	<b>3,413</b>
<b>Cuentas por cobrar corrientes:</b>					
Cuentas por cobrar clientes de viviendas terminadas (con cartas pro	15,880	13,877	6,490	12,240	10,397
Hipotecas	2				
Menos: reserva para cuentas incobrables	(86)	(87)	(90)	(97)	(102)
<b>Cuentas por cobrar corrientes, neta de reservas</b>	<b>15,796</b>	<b>13,790</b>	<b>6,400</b>	<b>12,144</b>	<b>10,295</b>
<b>Inventarios corrientes:</b>					
Unidades de viviendas terminadas y locales comerciales	8,629	9,649	13,270	19,280	17,898
Costos de construcción en proceso	61,577	65,517	64,175	75,956	81,194
Materiales, equipos y repuestos	320	334	822	1,084	618
Viveres y bebidas		0	0	0	
Otros	315	257	259	267	271
<b>Total de inventarios corrientes</b>	<b>70,841</b>	<b>75,758</b>	<b>78,525</b>	<b>96,586</b>	<b>99,981</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>94,884</b>	<b>99,610</b>	<b>91,495</b>	<b>112,977</b>	<b>113,689</b>
Valores mantenidos al vencimiento	208	193	183	170	153
Gastos pagados por adelantado	2,173	2,107	2,063	2,016	2,339
Cuentas por cobrar compañías relacionadas y afiliadas	29,207	36,427	44,094	41,710	40,898
Cuentas por cobrar varias	1,008	726	760	825	839
Terrenos	73,186	83,748	83,430	83,065	82,781
Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto	45,631	32,320	31,779	30,795	30,553
Depósitos en garantía	424	703	703	711	711
Otros activos	825	939	957	988	997
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>153,479</b>	<b>157,163</b>	<b>163,970</b>	<b>160,280</b>	<b>159,273</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>248,363</b>	<b>256,773</b>	<b>255,465</b>	<b>273,257</b>	<b>272,962</b>
<b>PASIVOS</b>					
Sobregiros y préstamos bancarios	14,550	2,200	3,132	24,498	24,648
Valores Comerciales Negociables Rotativos	22,466	25,006	29,006	23,181	23,139
Porción Corriente de Prestamo de Largo Plazo	1,246	665	698	935	1,171
Bonos por pagar, porción de corto plazo	9,816	10,035	10,245	11,690	11,521
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	1,836	2,830	2,175	2,997	2,351
Cuentas por pagar otras	1,069	1,052	710	1,973	1,957
Cuentas por pagar proveedores	4,925	2,568	2,689	5,162	4,814
Cuentas por pagar compañías afiliadas	9,432	5,216	2,774	3,866	4,343
Dividendos por pagar	48	1,390	9,722	531	7,000
Intereses acumulados por pagar sobre bonos	203	154	286	183	207
Impuesto sobre la renta por pagar	71	7	7	0	0
Gastos acumulados por pagar	1,205	1,316	1,448	1,593	1,706
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>66,867</b>	<b>52,439</b>	<b>62,893</b>	<b>76,608</b>	<b>82,856</b>
Préstamos bancarios, porción de largo plazo	3,681	12,291	12,084	11,324	10,913
Bonos por pagar, porción de largo plazo	65,887	60,637	54,386	47,360	44,962
Obligaciones bajo arrendamiento financiero, porción de largo plazo	2,642	2,832	3,149	1,373	1,845
Depósitos de clientes	4,192	4,502	3,950	3,891	3,512
Ingresos e impuesto sobre la renta diferidos	51	47	47	44	43
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>76,454</b>	<b>80,309</b>	<b>73,616</b>	<b>63,992</b>	<b>61,276</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>143,321</b>	<b>132,748</b>	<b>136,510</b>	<b>140,600</b>	<b>144,132</b>
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>					
Acciones nominativas tipo A	840	840	840	840	840
Acciones en tesorería	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)
Capital adicional pagado	72	72	72	72	72
Utilidad no distribuidas	83,017	95,198	112,181	112,181	122,312
Utilidad del ejercicio	21,681	28,483	6,430	20,132	6,173
Escisión en la inversión	(533)	(533)	(533)	(533)	(533)
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>105,042</b>	<b>124,025</b>	<b>118,955</b>	<b>132,657</b>	<b>128,830</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>248,363</b>	<b>256,773</b>	<b>255,465</b>	<b>273,257</b>	<b>272,962</b>

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

	Dic. 15	Dic. 16	Mar.17	Dic. 17	Mar.18
<b>INGRESOS OPERATIVOS</b>	<b>103,025</b>	<b>123,279</b>	<b>23,911</b>	<b>99,060</b>	<b>29,579</b>
Ventas de bienes y servicios	101,347	122,021	23,769	97,735	29,579
Ingresos por alquiler	155	91	24	96	0
Ingresos por servicios afiliados	1,523	1,167	118	1,229	0
Otros ingresos operacionales, neto	0	0	0	0	0
<b>Costo de ventas</b>	<b>58,525</b>	<b>70,906</b>	<b>12,413</b>	<b>54,095</b>	<b>17,272</b>
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>44,499</b>	<b>52,373</b>	<b>11,498</b>	<b>44,965</b>	<b>12,306</b>
<b>Gastos de ventas, generales y administrativos</b>	<b>14,637</b>	<b>14,884</b>	<b>3,762</b>	<b>16,346</b>	<b>4,092</b>
<b>Otros ingresos, neto</b>	<b>612</b>	<b>605</b>	<b>808</b>	<b>463</b>	<b>209</b>
<b>UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN</b>	<b>30,474</b>	<b>38,094</b>	<b>8,545</b>	<b>29,082</b>	<b>8,424</b>
Depreciación y Amortización	5,444	5,233	1,305	5,106	1,255
<b>UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS</b>	<b>25,030</b>	<b>32,862</b>	<b>7,239</b>	<b>23,975</b>	<b>7,169</b>
<b>Gastos de financiamiento</b>	<b>1,760</b>	<b>1,821</b>	<b>325</b>	<b>1,641</b>	<b>446</b>
Intereses pagados en financiamientos bancarios	675	815	89	548	175
Intereses pagados sobre bonos	797	737	199	810	187
Amortización de costos de emisión de bonos	288	269	37	284	85
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA</b>	<b>23,270</b>	<b>31,040</b>	<b>6,914</b>	<b>22,334</b>	<b>6,722</b>
Impuesto sobre la renta, neto	1,589	2,558	484	2,203	549
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>21,681</b>	<b>28,483</b>	<b>6,430</b>	<b>20,132</b>	<b>6,173</b>

INDICADORES FINANCIEROS	Dic. 15	Dic. 16	Mar.17	Dic.17	Mar.18
<b>Solvencia</b>					
Pasivos / Patrimonio (veces)	1.36	1.07	1.15	1.06	1.12
Deuda Financiera / Pasivo	85.2%	87.8%	84.2%	87.7%	83.6%
Deuda Financiera / Patrimonio (veces)	1.16	0.94	0.97	0.93	0.94
Pasivo / Activo	57.7%	51.7%	53.4%	51.5%	52.8%
Pasivo Corriente / Pasivo Total	46.7%	39.5%	46.1%	54.5%	57.5%
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	53.3%	60.5%	53.9%	45.5%	42.5%
Deuda Financiera / EBITDA (veces) - 12 meses	3.62	2.80	2.71	3.79	3.71
<b>Liquidez</b>					
Activo Corriente / Pasivo Corriente	1.42	1.90	1.45	1.47	1.37
(Activo Corriente - Inventario - Gastos Anticipados) / Pasivo Corriente	0.36	0.45	0.21	0.21	0.17
Efectivo / Pasivo Corriente	0.12	0.19	0.10	0.06	0.04
Capital de trabajo	28,017	47,171	28,602	36,368	30,833
<b>Gestión</b>					
Gastos Operativos / Ingresos	14.2%	12.1%	15.7%	16.5%	13.8%
Gastos Financieros / Ingresos	4.9%	4.3%	4.6%	5.2%	4.3%
Días promedio de Cuentas por Cobrar (días)	62.72	43.19	41.76	41.64	32.05
Días promedio de Inventario Corriente (días)	428	372	559	573	465
Días Promedio de cuentas por pagar (días)	30.74	19.02	64.42	25.72	72.14
Ciclo de conversión de efectivo	460.48	396.31	536.00	589.40	424.98
<b>Rentabilidad</b>					
Margen Bruto	43.2%	42.5%	48.1%	45.4%	41.6%
Margen Operativo	29.6%	30.9%	32.4%	29.4%	28.5%
Margen Neto	21.0%	23.1%	26.9%	20.3%	20.9%
ROAA	9.0%	11.3%	11.6%	7.6%	7.5%
ROAE	22.4%	24.9%	26.7%	15.7%	16.0%
<b>Generación</b>					
Flujo de caja operativo (FCO) al corte	5,932	35,309	12,926	13,682	5,523
Flujo de Caja Operativo (FCO) (en US\$ miles) - 12 meses	5,932	35,309	39,461	13,682	6,278
EBITDA	33,721	41,558	9,311	32,579	9,237
EBITDA (En US\$ miles) - 12 meses	33,721	41,558	42,328	32,579	32,505
Margen EBITDA	32.7%	33.7%	35.7%	32.9%	28.5%
<b>Coberturas</b>					
EBITDA / Gastos Financieros (veces)	6.73	7.86	8.48	6.34	6.13
EBITDA / Servicio de Deuda (Gastos Financieros + PCDLP) (veces)	1.88	2.21	2.34	1.57	1.60
EBITDA / Servicio de Deuda Sensibilizado (Gastos Financieros + PCDLP+ VCN's) (veces)	0.84	0.95	0.90	0.74	0.75
FCO / Gastos Financieros (veces)	1.18	6.68	7.91	2.66	1.18
FCO / Servicio de Deuda (Gastos Financieros + PCDLP) (veces)	0.33	1.88	2.18	0.66	0.31
FCO / Servicio de Deuda Sensibilizado (Gastos Financieros + PCDLP+ VCN's) (veces)	0.15	0.81	0.84	0.31	0.14
<b>Covenants</b>					
A) Deuda financiera neta / Patrimonio (UNESA)	0.66	0.52	0.48	0.50	0.48
B) Dividendos / U. Neta (UNESA)	33.14%	38.17%	28.18%	37.15%	36.28%
C) Deuda Financiera / Capital Primario (UNESA) en veces	0.84	0.68	0.61	0.62	0.59
D) Deuda Financiera / Patrimonio (UNESA) en veces	0.68	0.57	0.51	0.53	0.50
E) Deuda Financiera / Patrimonio (SUCASA)	1.16	0.94	0.97	0.93	0.94

## ANEXO I

## HISTORIA DE CALIFICACIÓN

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

Instrumento	Calificación Anterior (Al 30.09.17) *	Calificación Actual	Definición de Categoría Actual
Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA (Hasta por US\$12 millones)	A+.pa	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	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	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.
Emisión de Valores Comerciales Negociables (hasta por US\$10 millones)	(nueva) EQL 2+.pa	EQL 2+.pa	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados.
Emisión de Valores Comerciales Negociables (hasta por US\$25 millones)	(nueva) EQL 2+.pa	EQL 2+.pa	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados.
Emisión de Valores Comerciales Negociables (hasta por US\$5 millones)	-	(nueva) EQL 2+.pa	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados.

\*Informe Publicado el 22 de febrero de 2018

## ANEXO II

## Accionistas al 31.03.2018

Accionistas	Participación
Unión Nacional de Empresas, S.A.	100%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

## Directorio al 31.03.18

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

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

## Plana Gerencial al 31.08.18

Nombre	Cargo
Guillermo Quijano Jr.	Presidente
Francisco J. Linares B.	Vicepresidente
Guillermo Quijano Durán	Vicepresidente
Diego Quijano Durán	Vicepresidente de Proyectos Especiales
Carlos Fonseca	Gerente de Ventas - Vivienda
Abraham De La Barrera	Gerente de Producción
José R. Varela	Gerente de Compras
Fernando Machado	Gerente de Hoteles
Martha Rodríguez	Gerente de Recursos Humanos
Raúl de la Barrera	Gerente de Crédito y Cobro
Melanie Liao	Gerente de Mantenimiento
Eric Herrera	Gerente Administrativo
Victor Espinosa	Gerente Financiero
Arisema de González	Gerente de Sistemas
Paola Ochy	Gerente de Mercadeo
Kristy Grau	Oficial de Cumplimiento
Mónica Quijano de Martínez	Gerente de Relaciones públicas

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

## ANEXO III

**DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS  
SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. Y SUBSIDIARIAS (SUCASA)**

**DESCRIPCIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS CALIFICADOS**

**Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos  
Hasta por US\$12.0 millones:**

Emisor: SUCASA y Subsidiarias.

Tipo de Instrumento: Bonos Corporativos Rotativos.

Fecha de la Oferta: Noviembre de 2006.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

Monto Autorizado: No podrá exceder en ningún momento US\$12.0 millones.

Tasa de Interés: Determinada por el emisor y podrá ser Fija o Variable (LIBOR 3 meses + 2.75% anual).

Frecuencia de Pago de Intereses: Trimestral.

Plazo: 10 años, contados a partir de la fecha de colocación 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.

Respaldo y Garantía: Crédito general de SUCASA. Fianza Solidaria constituida por UNESA y Subsidiarias. Fideicomiso de Garantía conformado por primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles del Emisor y/o de terceros, cuyo valor monetario no será menor al 125% del saldo de 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.

**Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos  
Hasta por US\$20.0 millones:**

Emisor: SUCASA y Subsidiarias.

Tipo de Instrumento: Bonos Corporativos Rotativos.

Fecha de la Oferta: Diciembre de 2010.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

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

Tasa de Interés: Determinada por el emisor y podrá ser Fija o Variable (Margen del emisor + Libor 3 meses).

Frecuencia de Pago de Intereses: Trimestral.

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 de 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  $\leq$  2.0 veces (SUCASA)
- b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal  $\leq$  40% (UNESA)

Fuente de Repago: Recursos generales del Emisor.

**Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos  
Hasta por US\$45.0 millones:**

Emisor: SUCASA y Subsidiarias.

Tipo de Instrumento: Bonos Corporativos Rotativos.

Fecha de la Oferta: Agosto de 2012.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

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

Tasa de Interés: Determinada por el emisor y podrá ser fija o variable (Margen del emisor + Libor 3 meses)

Frecuencia de Pago de Intereses: Trimestral.

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 de capital de los Bonos en circulación.

Agente Fiduciario: MMG Trust, S.A.

Uso de los Fondos: Financiar una compra 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  $\leq$  2.0 veces (SUCASA).
- b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal  $\leq$  40% (UNESA).

Fuente de Repago: Recursos generales del Emisor.

**Emisión de Valores Comerciales Negociables****Hasta por US\$10.0 millones:**

Emisor: SUCASA y Subsidiarias.

Tipo de Instrumento: Valores Comerciales Negociables.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

Monto Autorizado: No podrán exceder en ningún momento los US\$10 millones.

Tasa de Interés: Determinada por el Emisor y será fija.

Frecuencia de Pago de Intereses: Trimestral.

Plazo: hasta 360 días.

Pago de capital: Al vencimiento del VCN correspondiente.

Respaldos y Garantía: Crédito general del Emisor.

Uso de los Fondos: Los fondos recaudados con las Series emitidas serán utilizados para capital de trabajo.

**Emisión de Valores Comerciales Negociables****Hasta por US\$25.0 millones:**

Emisor: SUCASA y Subsidiarias.

Tipo de Instrumento: Valores Comerciales Negociables.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

Monto Autorizado: No podrán exceder en ningún momento los US\$25 millones.

Tasa de Interés: Determinada por el Emisor y pueden ser fija o variable (Margen del emisor + Libor 3 meses).

Frecuencia de Pago de Intereses: Trimestral.

Plazo: hasta 360 días.

Pago de capital: Al vencimiento.

Respaldos y Garantía: Crédito general del Emisor

Uso de los Fondos: Los fondos recaudados con las Series emitidas serán utilizados para capital de trabajo.

**Emisión de Valores Comerciales Negociables****Hasta por US\$5.0 millones:**

Emisor: SUCASA y Subsidiarias.

Tipo de Instrumento: Valores Comerciales Negociables.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

Monto Autorizado: No podrán exceder en ningún momento los US\$5 millones.

Tasa de Interés: Determinada por el Emisor

Frecuencia de Pago de Intereses: Mensualmente.

Plazo: hasta 360 días.

Pago de capital: Al vencimiento.

Respaldos y Garantía: Crédito general del Emisor

Uso de los Fondos: Los fondos recaudados con las Series emitidas serán utilizados para capital de trabajo, refinarci-  
ciar deuda.

**Programa de Bonos Corporativos Rotativos**

	Primer Programa	Segundo Programa	Tercer Programa
<b>Emisión</b>	2006	2010	2012
<b>Monto Máximo por Emisión</b>	US\$12.0 MM	US\$20.0 MM	US\$45.0 MM
<b>Monto Colocado</b>	US\$10.1 MM	US\$17.1 MM	US\$22.1 MM
<b>Plazo</b>	10 años	10 años	12 años
<b>Tasa</b>	Fija o Variable según emisor (Libor 3 meses + 2.75%)	Fija o variable según emisor (Margen del emisor + Libor 3 meses)	Fija o variable según emisor (Margen del emisor + Libor 3 meses)
<b>Fecha de Colocación</b>	Noviembre 2016	Diciembre 2010	Agosto 2012
<b>Período de Gracia</b>	2 años	36 meses	36 meses
<b>Amortización</b>	Trimestral	Trimestral	Trimestral

**Programa de Valores Comerciales Negociables**

	Programa por US\$10MM	Programa por US\$25MM	Programa por US\$5MM
<b>Emisor</b>	SUCASA	SUCASA	SUCASA
<b>Monto Máximo por Emisión</b>	US\$10.0 MM	US\$25.0 MM	US\$5.0MM
<b>Monto Colocado</b>	US\$10.1 MM	US\$22.1 MM	-
<b>Plazo</b>	360 días	360 días	360 días
<b>Tasa</b>	Por el Emisor y será fija	Por el Emisor y será fija o variable (Margen emisor + Libor 3 meses)	Fijada en la emisión
<b>Pago de Intereses</b>	Trimestrales	Trimestrales	Mensualmente
<b>Pago del Capital</b>	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento
<b>Respaldo y Garantías</b>	Crédito General del Emisor	Crédito general del Emisor	Crédito general del Emisor

© 2018 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

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 CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.