



Equilibrium  
Calificadora de Riesgo S.A.

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

Ciudad de Panamá, Panamá

### Informe de Calificación

Sesión de Comité: 10 de julio de 2018

#### Contacto:

(507) 214 3790

Ana Lorena Carrizo  
Jefe de Análisis de Riesgo  
[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 la categoría otorgada remitirse al Anexo I.

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) donde se 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 Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA) 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 31/07/2017.

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

La calificación de UNESA se sustenta en la fortaleza operativa que muestra el Grupo, toda vez que participa en diversos sectores económicos, principalmente en el sector construcción a través de la venta de viviendas y locales comerciales, lo cual le ha permitido ser uno de los principales jugadores en dicho sector. Cabe mencionar, que este segmento de negocio ha respaldado el desarrollo de sus activos productivos así como sus indicadores de rentabilidad. En línea con lo anterior, el Emisor se ha destacado a lo largo de los últimos años por mantener moderados indicadores de endeudamiento (Pasivo / Patrimonio) y de palanca financiera (Deuda financiera / EBITDA). De igual manera, ponderó favorablemente que UNESA ha podido mantener una generación constante de EBITDA, el cual ha sido suficiente para cubrir tanto el pago de sus intereses como el del Servicio de Deuda (porción corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros). En este sentido también se reconoce la adecuada cobertura al Servicio de Deuda que brinda el Flujo de Caja Operativo, a pesar de que el mismo se ha ralentizado debido a un menor ritmo de salida de sus inventarios. No menos importante, destaca que el Emisor

### Instrumento

### Calificación\*

Entidad

A.pa

Perspectiva

Estable

cuenta con fuentes de financiamiento diversificadas, toda vez que incluye préstamos bancarios, y la emisión de Valores Comerciales Negociables y Bonos Corporativos, estos últimos le permiten mantener un menor costo de financiamiento, lo cual se refleja en la baja participación que tienen los gastos financieros sobre los ingresos operativos del Grupo.

No obstante lo anterior, restringe a UNESA poder contar con una mayor calificación la relativa concentración de sus ingresos en actividades asociadas al sector construcción y vivienda, los cuales tienden a sensibilizarse ante cambios desfavorables en las condiciones económicas del país y/o en la normativa que regula al sector. Esto último se observa a la fecha de análisis, toda vez que, según lo manifestado por el Emisor, la entrega de viviendas viene siendo afectada por los trámites administrativos que se realizan en instituciones y agencias estatales, lo cual afecta el devengo de los ingresos operativos de Sociedad Urbanizadora del Caribe S.A. (SUCASA), principal empresa del Grupo, y por lo tanto ajustan sus indicadores de rentabilidad. A lo anterior se le suma el hecho de que sus clientes se beneficiarían con menores tasas de interés preferencial, siempre y cuando sus inmuebles se entregaran en 2018.

Como hecho relevante, se tiene que SUCASA tomó la decisión de ejercer la redención anticipada parcial sobre la Serie E de los Bonos Corporativos Rotativos por US\$4.3 millones, los cuales forman parte de la oferta de Bonos

Corporativos de hasta US\$45.0 millones. La redención se realizó el 15 de enero de 2017. Finalmente, Equilibrium continuará monitoreando el riesgo global de UNESA, a fin de que la calificación

otorgada refleje adecuadamente el perfil de riesgo de la Compañía.

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

- Una mayor participación de las acciones comunes dentro de la estructura patrimonial, de la mano de un indicador de palanca contable que se ubique dentro de rangos adecuados.
- Mejora de la cobertura del servicio de deuda estresado (que incluye los VCN's) tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo, acompañado de un indicador de palanca financiera adecuado.

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

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

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

- Ninguna.

## DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

### Desarrollos Recientes y Hechos de Importancia

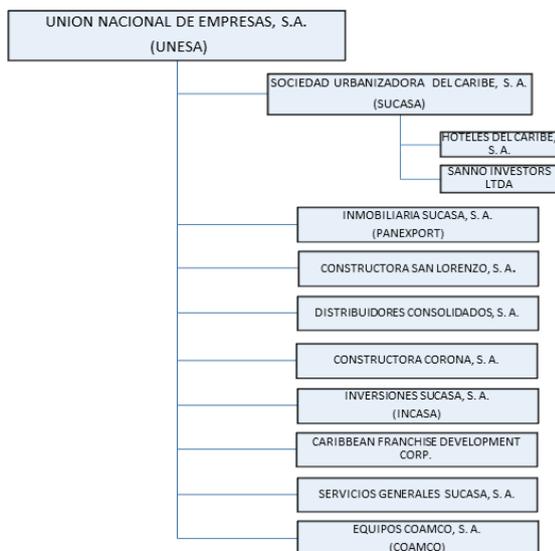
Unión Nacional de Empresas, S.A., es un grupo empresarial con domicilio en la República de Panamá, que cuenta con más de 50 años de existencia. La venta de viviendas para familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo es su principal línea de negocios y es desarrollada por Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA). El Grupo integra varias unidades de negocios adicionales, pertenecientes a las siguientes industrias: hotelería, servicios financieros, alquiler y venta de equipo, administración de galeras y construcción de centros comerciales. La Empresa mantiene prácticas de gestión centralizadas apoyadas en procesos y tecnología de comercialización diferenciadas.

### Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El accionariado, Directorio y plana gerencial de UNESA se presentan en el Anexo II. Dicha composición se mantiene sin cambios al corte de análisis.

### Grupo Económico

En el siguiente gráfico se muestra la estructura del Grupo:



Fuente: UNESA

### Operaciones Productivas

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

1. **Viviendas:** SUCASA desarrolla y comercializa proyectos de vivienda, principalmente en el área metropolitana, los cuales se enfocan a un nivel socio-económico medio y bajo. También incluye la venta de inmuebles comerciales. Es la unidad de negocio con mayor antigüedad en el Grupo y la que le aporta los mayores ingresos.
2. **Restaurantes:** Operan bajo las franquicias T.G.I. Friday's desde julio de 1995.
3. **Equipos:** Venta y alquiler de equipo liviano, mediano y pesado bajo la marca COAMCO, desde 1990.
4. **Hoteles:** Negocio de hotelería a través de las marcas Country Inn & Suite desde noviembre de 1997 y Hotel Playa Tortuga desde junio de 2008.

5. **Locales Comerciales:** Centros comerciales de pequeño tamaño en el área metropolitana.
6. **Zona Procesadora:** Alquiler de bodegas dentro de la zona franca para la exportación, bajo la marca PANEXPORT.
7. **Financiera:** Otorgamiento de préstamos de consumo, principalmente del sector privado, gubernamental y jubilados a través de la Central de Préstamos INCASA.
8. **Otras Operaciones:** Venta de terrenos, dividendos recibidos por inversiones, entre otros ingresos.

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

### Activos y Liquidez

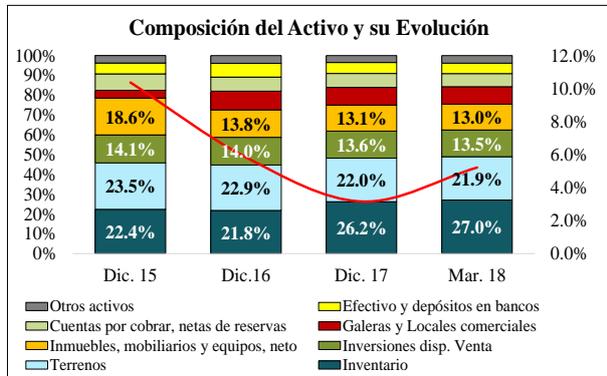
Al 31 de diciembre de 2017, UNESA cuenta con activos por US\$384.3 millones, un incremento de 3.2% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. Dicho comportamiento se explica por el crecimiento de los inventarios específicamente por el costo de construcciones en proceso y unidades de viviendas terminadas. Durante el 2017, el Grupo experimentó una menor salida de sus inventarios, toda vez que en la actualidad, las empresas del sector inmobiliario requieren un mayor plazo para la entrega de las viviendas como resultado de mayores trámites administrativos en entidades estatales. A lo anterior también se le suma el hecho que, de acuerdo a las modificaciones en la política de interés preferencial, los compradores de viviendas se beneficiarían siempre y cuando las unidades se entregasen después de 2017. Cabe señalar que, a marzo de 2018, los activos aumentaron con respecto al mismo periodo del año anterior en 5.2% y su saldo asciende a US\$385.0 millones.

Por la naturaleza de negocio, los activos del Grupo se concentran mayormente (61.2%) en partidas no corrientes, registrando como principal rubro los terrenos, valores disponibles para la venta y el propio activo fijo. La partida de terrenos tiene un participación importante en los activos (22.0%), debido a que estos tienen como objetivo el ser utilizados en el futuro para desarrollar proyectos inmobiliarios. De acuerdo con lo manifestado por la gerencia, dichos terrenos no se desarrollarían en el corto plazo y no se encuentran disponibles para la venta en el curso normal del negocio. Por su parte, las inversiones en instrumentos por US\$52.5 millones, se mantienen en el activo a fin de enfrentar escenarios de estrés financiero, toda vez que estos instrumentos corresponden a empresas relacionadas como Empresa General de Inversiones, S.A. y Banco Panamá.

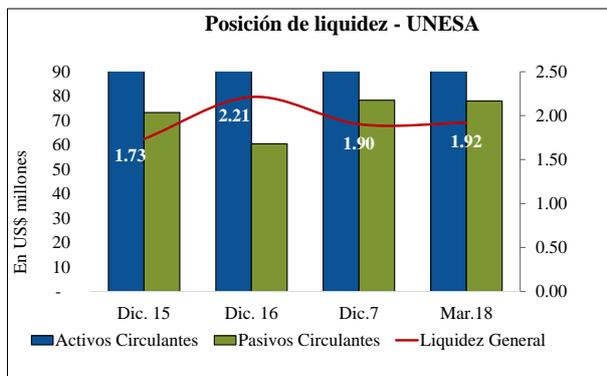
Las partidas corrientes del activo al 31 de diciembre de 2017 representan 38.8% del activo, destacando sus inventarios, en especial el componente de construcciones en proceso con 51.9% de los activos corrientes porcentaje que se incrementa a 55.2% a marzo 2018. Cabe mencionar, que las cuentas por cobrar representan 18.1% de los activos corrientes y se originan por las ventas de viviendas terminadas, las que a su vez responden a casas entregadas que se encuentran a la espera de que los bancos realicen los desembolsos correspondientes a los préstamos hipotecarios, para lo cual dichos compradores realizaron la correspondiente firma de los contratos de compra-venta, el pago del abono inicial y firmar una carta de compromiso

bancaria, aspectos que mitigan parcialmente la exposición al riesgo de crédito.

La composición de los activos de UNESA al 31 de diciembre de 2017 y marzo 2018 se presenta a continuación:



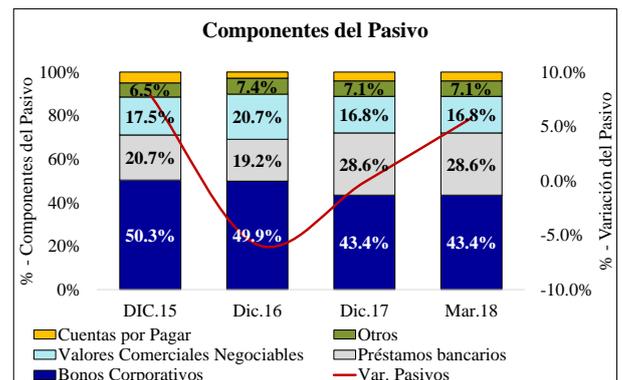
Si bien históricamente el Grupo ha mostrado un índice de liquidez corriente holgado (mayor a 1.0 veces y con superávit en capital de trabajo), el mismo ha presentado una ligera disminución en los últimos meses, al haber sus pasivos corrientes experimentado un mayor crecimiento que la parte activa debido al aumento en la utilización de líneas de crédito. Cabe mencionar que el activo corriente está compuesto principalmente por inventarios (67.6%). De esta manera, al cierre de diciembre de 2017, el ratio de liquidez corriente se sitúa en 1.90 veces, inferior al reportado en diciembre 2016 (2.21 veces). Al corte de marzo 2018, este indicador se encuentra en 1.92 veces. A continuación, se presenta la evolución del indicador de liquidez corriente del Grupo:



### Estructura Financiera y Solvencia

Los pasivos de UNESA, a diciembre 2017, ascienden a US\$144.0 millones, saldo que no presenta diferencias con respecto al período anterior (US\$144.2 millones). Sin embargo, los pasivos presentan cambios en su composición, toda vez que el Emisor ha utilizado en mayor medida sobregiros y líneas de crédito hasta alcanzar un saldo de US\$24.5 millones, (diciembre 2016: US\$5.3 millones), como resultado de tomar financiamientos para el desarrollo de sus proyectos residenciales. Cabe mencionar que el ciclo de construcción de viviendas es de corto plazo, por lo que se requiere de manera regular fondos líquidos para la ejecución de proyectos. Asimismo, UNESA ha utilizado crédito de proveedores, el cual pasa de US\$4.0 millones a US\$6.4 millones.

Los pasivos de largo plazo muestran cierta reducción debido a la amortización de Bonos Corporativos cuyo saldo desciende hasta US\$59.1 millones (diciembre 2016: US\$71.9 millones). Asimismo, sus obligaciones con entidades bancarias se encuentran en US\$43.9 millones (diciembre 2016: US\$25.1 millones) como resultado de la mayor utilización de líneas y sobregiros; mientras que sus VCN descienden y pasan de US\$29.9 millones a US\$23.2 millones. A marzo 2018, sus pasivos descienden 2.6% frente a los registrados en diciembre 2017 hasta totalizar US\$140.3 millones, como resultado de la amortización progresiva que experimenta la deuda financiera. A continuación, se muestra la evolución de las principales partidas del pasivo del Grupo:



Las emisiones de instrumentos financieros son el principal componente de los pasivos, destacando la emisión de Bonos Corporativos por parte de SUCASA, la cual asciende a US\$59.1 millones a diciembre de 2017, representando 15.4% del activo y 41.0% del total de pasivos. Estas colocaciones son utilizadas principalmente para la compra de terrenos que posteriormente serán destinados al desarrollo de proyectos residenciales. Cabe mencionar que los Programas evaluados por Equilibrium cuentan con garantías tangibles y fianzas solidarias de UNESA, toda vez que las mismas las realiza SUCASA. Cabe indicar que 97.8% de la deuda financiera corresponde a esta empresa del Grupo. A continuación, se muestra la relación de instrumentos financieros registrados a nivel consolidado por UNESA:

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
VQN'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

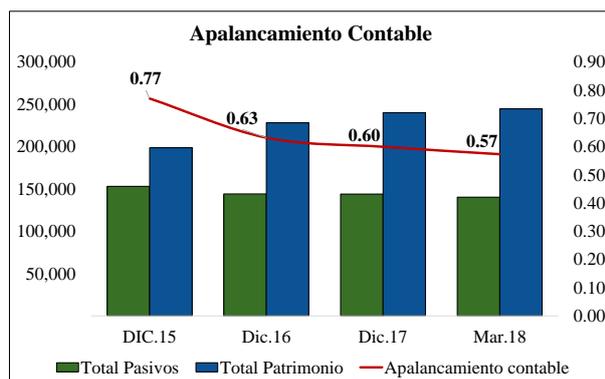
Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

A continuación, se presentan los resguardos financieros.

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

El Emisor ha mostrado históricamente bajos niveles de endeudamiento. La palanca contable, medida a través del indicador Pasivo/Patrimonio, refleja un nivel de 0.60 veces al 31 de diciembre de 2017, con una tendencia a la baja. A marzo 2018 se ubica en 0.57 veces, tal y como se muestra en el siguiente gráfico:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Por otra parte, la palanca financiera (Deuda Financiera Total/EBITDA) exhibe un ligero incremento, como resultado de menores resultados operativos que la ubica en 3.0 veces, sin embargo, esta se reduce en marzo 2018 hasta 2.90 veces.

El patrimonio del Grupo asciende al 31 de diciembre de 2017 a US\$240.2 millones (+5.2% de lo alcanzado a diciembre 2016) como resultado de la acumulación de utilidades, partida que representa 73.6% de los fondos patrimoniales. El patrimonio también cuenta con acciones nominativas tipo B por US\$14.2 millones, las mismas que no tienen valor nominal y no dan derecho a voto; pero, confieren a los tenedores los mismos derechos económicos y reciben los mismos dividendos a pagarse a los accionistas comunes tipo A. Las acciones comunes tipo A ascienden a US\$12.8 millones.

### Generación, Eficiencia y Rentabilidad

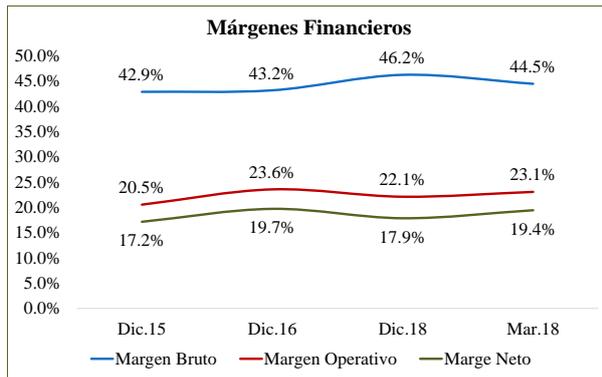
La generación de ingresos de UNESA disminuye 15.8% hasta llegar a US\$129.4 millones, como resultados de un menor nivel de ventas de viviendas, su principal línea de negocios. Lo anterior recoge la demora en la entrega final de los inmuebles producto de los trámites administrativos que deben realizar las entidades previo a la entrega del bien, así como también los cambios en la política de interés preferencial. Las demás unidades de negocio registraron un buen desempeño, toda vez que los ingresos por concepto de alquileres aumentaron 19.8% y los intereses ganados por financiamientos lo hicieron en 18.5%. Al corte de marzo 2018, sus ingresos presentan una mejora con respecto al período anterior (+15.7%) totalizando US\$37.2 millones. UNESA reporta ingresos no operativos por US\$3.3 millones como resultado, principalmente, de los dividendos que ha obtenido a lo largo del 2017, los mismos que ascienden a US\$2.9 millones (+8.9%). Dichos ingresos son recurrentes; pero no son significativos dentro de la estructura de ingresos del Grupo

A pesar de disminución de ingresos mostrada por SUCASA, el margen bruto del Grupo no se ve afectado, toda vez que el costo de venta desciende en 20.3% situándose en US\$69.6 millones, con lo cual el margen se incrementa a 46.2% (diciembre 2016: 43.2%).

Los gastos operativos, representados por los gastos generales y administrativos, reflejan un aumento de 5.8% hasta totalizar US\$25.5 millones (19.7% de los ingresos frente a 15.7% en el 2016). A marzo 2018, sus gastos generales ascendieron a US\$6.4 millones (diciembre 2016: US\$6.0 millones).

Los gastos por concepto de depreciación ascienden a US\$9.0 millones (-2.9%), representando 7.0% de los ingresos operativos del periodo. A diciembre 2017, su margen operativo se ajusta pasando de 23.6% a 22.1% y al corte de marzo 2018 se encuentra en 23.1%

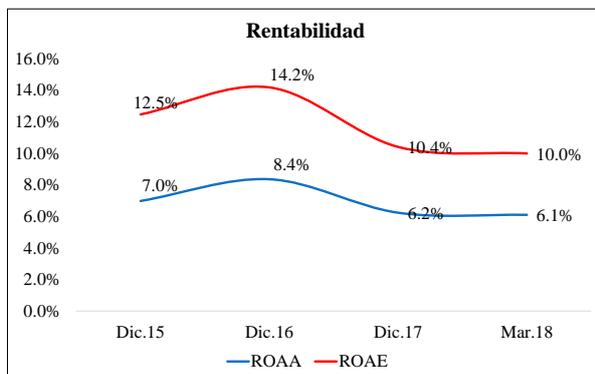
Los márgenes del negocio de UNESA registran un comportamiento relativamente estable tal como puede observarse en el gráfico siguiente:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

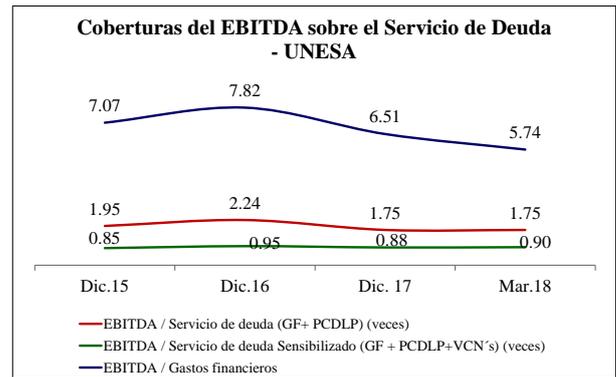
Los gastos financieros se encuentran en US\$2.8 millones, saldo que es similar al reportado durante el período anterior (US\$2.8 millones), toda vez que el Emisor ha mantenido a lo largo de los años un manejo moderado de su deuda financiera. Al cierre 2017, el resultado neto del Grupo asciende a US\$23.1 millones, el mismo que se ajusta en 23.7% entre ejercicios, producto principalmente del ajuste en los ingresos operativos de UNESA. Cabe señalar, que al corte de marzo 2018, su utilidad mejora, como resultado en parte de una mayor generación, por lo que su utilidad se encuentra en US\$7.2 millones (+3.5% con respecto a marzo 2017).

Dada la menor utilidad registrada, los indicadores de rentabilidad mostraron ajustes durante el período analizado. Tanto la rentabilidad promedio de los activos como del patrimonio se ubicaron en 6.2% y 10.4%, respectivamente (diciembre 2016: 8.4% y 14.2%, respectivamente). A marzo 2018, dichos indicadores se encuentran en 6.1% y 10.0%, respectivamente tal como se puede observar en el gráfico siguiente.



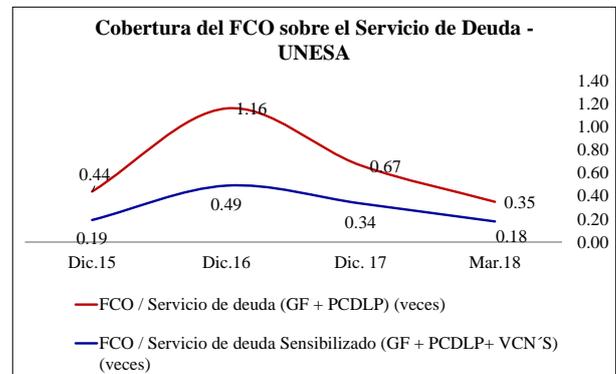
Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

El Emisor ha generado US\$41.1 millones de EBITDA durante el año 2017 (-16.0%); sin embargo, aún mantiene una cobertura adecuada con respecto a los intereses financieros de 6.5 veces (diciembre 2016: 7.8 veces), y de 1.75 veces con respecto al Servicio de Deuda (diciembre 2016: 2.2 veces). Es importante mencionar, que si se incorpora al mes de marzo 2018 la partida de los VCN al Servicio de Deuda, el Emisor presentaría una cobertura ajustada (0.9 veces). El gráfico siguiente presenta el comportamiento del EBITDA con respecto al Servicio de la Deuda en los últimos cuatro períodos de análisis.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Por su parte, el Flujo de Caja Operativo a diciembre 2017 (US\$15.7 millones) es notablemente menor al de diciembre 2016 (US\$25.4 millones). La generación de caja se vio afectada por la acumulación de inventarios de viviendas terminadas por las razones expuestas anteriormente. A continuación se presenta la cobertura histórica del EBITDA con respecto al Servicio de deuda.



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

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

**UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, 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	4,675	11,216	6,544	6,325	4,876
Depósitos a plazo fijo	14,364	14,767	17,190	14,951	15,236
<b>Total de efectivo, depósitos en bancos y valores</b>	<b>19,039</b>	<b>25,983</b>	<b>23,734</b>	<b>21,276</b>	<b>20,112</b>
<b>Cuentas por cobrar corrientes:</b>					
Cuentas por cobrar clientes de vivienda	19,944	15,765	9,062	14,683	12,709
Alquileres	411	526	569	495	374
Hipotecas	7,476	9,067	9,240	10,489	10,747
Préstamos comerciales	7				
Préstamos personales, neto de comisiones e intereses no devenga	2,556	2,146	2,317	2,412	2,660
Menos: reserva para cuentas incobrables	(1,057)	(1,024)	(1,079)	(1,049)	(1,094)
<b>Cuentas por cobrar corrientes, neta de reservas</b>	<b>29,337</b>	<b>26,480</b>	<b>20,109</b>	<b>27,029</b>	<b>25,395</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	62,582	66,525	65,183	77,372	82,610
Materiales, equipos y repuestos	6,798	4,405	4,268	3,567	2,988
Viveres y bebidas	255	255	202	213	229
Otros	504	457	441	388	399
<b>Total de inventarios corrientes</b>	<b>78,768</b>	<b>81,290</b>	<b>83,363</b>	<b>100,821</b>	<b>104,125</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>127,145</b>	<b>133,753</b>	<b>127,206</b>	<b>149,126</b>	<b>149,631</b>
Valores disponibles para la venta	49,596	52,248	52,248	52,352	52,015
Valores mantenidos al vencimiento	218	193	183	170	153
Inversiones en asociadas	2,207	2,179	2,176	2,156	2,121
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	339	372	379	371	444
Cuentas por cobrar varias	1,017	1,259	1,687	1,355	1,819
Terrenos	82,573	85,274	100,022	84,614	84,330
Galeras y Locales comerciales	13,850	35,132	19,884	34,293	34,073
Equipos en arrendamiento, neto	3,078	3,986	3,539	2,612	2,301
Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto	65,422	51,527	50,864	50,435	50,104
Franquicias, neto de amortización acumulada	206	181	176	160	154
Otros activos	6,318	6,403	7,584	6,622	7,890
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>224,825</b>	<b>238,753</b>	<b>238,741</b>	<b>235,141</b>	<b>235,404</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>351,970</b>	<b>372,506</b>	<b>365,947</b>	<b>384,268</b>	<b>385,036</b>
<b>PASIVOS</b>					
Sobregiros y préstamos bancarios	18,650	5,276	3,313	24,498	24,672
Valores Comerciales Negociables Rotativos	26,756	29,881	29,006	23,181	23,139
Porción corriente de la deuda a largo plazo	1,246	665	698	935	1,171
Bonos por pagar, porción de corto plazo	10,000	10,219	10,245	11,690	11,521
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	3,744	4,694	3,535	4,553	4,153
Cuentas por pagar proveedores	7,600	4,037	3,798	6,432	5,922
Cuentas por pagar otras	2,307	2,503	2,105	3,655	3,536
Intereses acumulados por pagar sobre bonos	213	162	308	270	296
Impuesto sobre la renta por pagar	80	130	105	32	84
Gastos acumulados por pagar	2,690	2,886	3,209	3,118	3,498
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>73,287</b>	<b>60,454</b>	<b>56,323</b>	<b>78,363</b>	<b>77,992</b>
Préstamos bancarios, porción de largo plazo	3,681	12,291	12,084	11,324	10,913
Bonos por pagar, porción de largo plazo	67,123	61,699	54,385	47,360	44,962
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	4,458	4,806	5,471	2,615	2,474
Depósitos de clientes	4,434	4,867	4,275	4,276	3,856
Ingresos diferidos	213	101	103	104	98
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>79,910</b>	<b>83,764</b>	<b>76,318</b>	<b>65,680</b>	<b>62,303</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>153,196</b>	<b>144,218</b>	<b>132,640</b>	<b>144,043</b>	<b>140,296</b>
<b>PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>					
Acciones nominativas tipo A	12,815	12,815	12,815	12,815	12,815
Acciones nominativas tipo B	6,005	14,173	14,173	14,173	14,173
Acciones en tesorería	(741)	(741)	(741)	(654)	(654)
Utilidades capitalizadas por subsidiaria	687	687	687	687	687
Ganancia no realizada sobre inversiones	36,280	36,280	36,280	36,280	36,097
Utilidad no distribuidas	120,237	134,718	163,031	153,750	181,544
Utilidad del ejercicio	23,419	30,282	6,985	23,096	
Participación no controladora	72	76	78	78	78
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>198,774</b>	<b>228,289</b>	<b>233,307</b>	<b>240,225</b>	<b>244,740</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>351,970</b>	<b>372,506</b>	<b>365,947</b>	<b>384,268</b>	<b>385,036</b>

**UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, 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>136,542</b>	<b>153,634</b>	<b>32,147</b>	<b>129,389</b>	<b>37,209</b>
Ventas de bienes y servicios	131,176	147,603	29,644	121,667	35,101
Ingresos por alquiler	3,716	4,056	1,223	4,857	1,218
Intereses ganados en financiamiento	1,539	1,705	468	2,020	555
Otros ingresos operacionales	111	270	812	845	335
<b>Costo de ventas</b>	<b>78,003</b>	<b>87,310</b>	<b>16,242</b>	<b>69,569</b>	<b>20,668</b>
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>58,538</b>	<b>66,324</b>	<b>15,905</b>	<b>59,821</b>	<b>16,542</b>
<b>Gastos de ventas, generales y administrativos</b>	<b>24,074</b>	<b>24,084</b>	<b>5,982</b>	<b>25,483</b>	<b>6,372</b>
<b>Otros ingresos, neto</b>	<b>2,917</b>	<b>3,276</b>	<b>585</b>	<b>3,307</b>	<b>615</b>
Ganancia (pérdida) en la venta de terreno	(43)	0	0	0	
Intereses ganados en depósitos a plazo fijo	509	503	80	325	88
Dividendos ganados	2,406	2,630	509	2,865	562
Participación patrimonial en asociadas	45	143	(3)	118	(35)
<b>UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN</b>	<b>37,382</b>	<b>45,516</b>	<b>10,509</b>	<b>37,645</b>	<b>10,784</b>
Depreciación y Amortización	9,331	9,308	2,314	9,039	2,201
<b>UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS</b>	<b>28,051</b>	<b>36,208</b>	<b>8,196</b>	<b>28,606</b>	<b>8,583</b>
<b>Gastos de financiamiento</b>	<b>2,759</b>	<b>2,802</b>	<b>654</b>	<b>2,825</b>	<b>717</b>
Intereses pagados en financiamientos bancarios	1,060	1,155	204	930	258
Intereses pagados sobre bonos	1,408	1,375	413	1,608	374
Amortización de costos de emisión de bonos	291	272	38	287	86
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA</b>	<b>25,292</b>	<b>33,406</b>	<b>7,541</b>	<b>25,781</b>	<b>7,865</b>
Impuesto sobre la renta, neto	1,873	3,121	554	2,683	633
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>23,419</b>	<b>30,285</b>	<b>6,987</b>	<b>23,099</b>	<b>7,233</b>

## UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS

(En miles de dólares)

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.15	Dic.16	Mar.16	Dic.17	Mar.18
<b>Solvencia</b>					
Pasivos / Patrimonio (veces)	0.77	0.63	0.57	0.60	0.57
Deuda financiera / Pasivos	88.6%	89.8%	89.5%	87.6%	87.7%
Deuda financiera / Patrimonio (veces)	0.68	0.57	0.51	0.53	0.50
Pasivo / Activo	43.5%	38.7%	36.2%	37.5%	36.4%
Pasivos corrientes / Pasivos totales	47.8%	41.9%	42.5%	54.4%	55.6%
Pasivos no corrientes / Pasivos totales	52.2%	58.1%	57.5%	45.6%	44.4%
Deuda financiera / EBITDA (veces) anualizado	3.36	2.64	2.36	3.07	2.90
<b>Liquidez</b>					
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.73	2.21	2.26	1.90	1.92
(Activos corrientes - Inventario - Gastos anticipados) / Pasivos corrientes	0.66	0.87	0.78	0.62	0.58
Efectivo / Pasivo Corriente	0.15	0.19	0.19	0.14	0.13
Capital de trabajo	53,858	73,299	70,883	70,763	71,639
<b>Gestión</b>					
Gastos operativos / Ingresos operativos	17.6%	15.7%	18.6%	19.7%	17.1%
Gastos financieros / Ingresos operativos	4.2%	4.1%	5.9%	4.9%	8.0%
Utilidad operativa / Ingresos operativos	20.5%	23.6%	25.5%	22.1%	23.1%
Días promedio de cuentas por cobrar (días) <sup>1</sup>	80.52	68.06	66.56	75.31	59.27
Días Promedio de inventario corriente (días) <sup>2</sup>	343.53	329.98	458.22	473.08	408.22
Días promedio de cuentas por pagar (días) <sup>3</sup>	10.63	9.92	11.33	14.59	12.28
Ciclo de efectivo	413.42	388.13	513.44	533.80	455.21
<b>Rentabilidad</b>					
Margen Bruto	42.9%	43.2%	49.5%	46.2%	44.5%
Margen Operativo	20.5%	23.6%	25.5%	22.1%	23.1%
Margen Neto	17.2%	19.7%	21.7%	17.9%	19.4%
ROAA <sup>4</sup>	7.0%	8.4%	8.6%	6.2%	6.1%
ROAE <sup>5</sup>	12.5%	14.2%	14.2%	10.4%	10.0%
<b>Generación</b>					
Flujo de caja operativo (FCO) al corte	9,095	25,394	12,193	15,683	4,999
Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles) 12 meses	9,095	25,394	28,791	15,683	8,489
EBITDA <sup>6</sup>	40,329	48,979	11,745	41,143	13,029
EBITDA Anualizado	40,329	48,979	50,255	41,143	42,427
Margen EBITDA	27.4%	29.6%	32.7%	29.1%	29.0%
<b>Coberturas</b>					
EBITDA / Gastos financieros (veces)	7.07	7.82	7.79	6.51	5.74
EBITDA / Servicio de deuda (GF+ PCDLP) (veces)	1.95	2.24	2.40	1.75	1.75
EBITDA / Servicio de deuda Sensibilizado (GF + PCDLP+VCN's) (veces)	0.85	0.95	1.01	0.88	0.90
FCO / Gastos financieros (veces)	1.59	4.05	4.46	2.48	1.15
FCO / Servicio de deuda (GF + PCDLP) (veces)	0.44	1.16	1.38	0.67	0.35
FCO / Servicio de deuda Sensibilizado (GF + PCDLP+ VCN'S) (veces)	0.19	0.49	0.58	0.34	0.18

## ANEXO I

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

Instrumento	Calificación Anterior (Al 30.09.17) *	Calificación Actual (Al 31.12.17 y 31.03.18)	Definición de Categoría Actual
Entidad	A.pa	A.pa	Refleja alta capacidad de pagar del capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

\*Informe Publicado el 1 de marzo de 2018

## ANEXO II

## Accionistas al 31.03.2018

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

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

## Directorio al 31.03.2018

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: UNESA / Elaboración: Equilibrium

## Plana Gerencial al 31.03.2018

Nombre	Cargo
Guillermo E. Quijano Castillo	Gerente General
Guillermo E Quijano Durán	VP Hospitalidad
Francisco J. linares Brin	VP Financiero y Administración
Diego E. Quijano Durán	VP Desarrollo e Investigación
Carlos Fonseca	Gerente de Ventas - Vivienda
Martha Rodríguez	Gerente Recursos Humanos
José Raúl Varela	Gerente de Compras
Mónica Quijano de Martínez	Gerente de Relaciones Públicas
José María Moreno	Asesor Legal
Abraham De La Barrera	Gerente de Producción
Adalberto Ferrer	Gerente de Restaurantes
Fernando Machado	Gerente de Hoteles
José Quijano	Gerente Alquiler y Venta de Equipos
Raúl de la Barrera	Gerente de Crédito y Cobro
Aida de Maduro	Gerente Centros Comerciales
Eric Herrera	Gerente Administrativo
Victor Espinosa	Gerente Financiero
Arisema de González	Gerente de Sistemas
Paola Ochy	Gerente de Mercadeo
Kristy Grau	Oficial de Cumplimiento

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

© 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.