Equilibrium

Panamá, 23 de febrero de 2018.

Señores
Bolsa de Valores de Panamá
Ciudad de Panamá

Atención: Licda. Olga Cantillo
Vicepresidenta Ejecutiva y Gerente General

Estimados Señores:

Por este medio, hacemos de su conocimiento según información financiera interina al 30 de septiembre de 2017, que el Comité de Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A., decidió mantener la calificación **A+.pa** otorgada a las emisiones contempladas dentro del Primer, Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos emitidos por **Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias (SUCASA).** Asimismo, Equilibrium asigna la categoría EQL2+.pa a los Programas Rotativos de Valores Comerciales Negociables de hasta US$25.0 millones y US$10.0millones. La perspectiva de la calificación es *Estable.*

A su vez, se adjunta el informe de calificación de riesgo con los fundamentos del rating, disponible también en nuestra página web: www.equilibrium.com.pa.

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA Hasta por US$12 millones	A+.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA Hasta por US$20 millones	A+.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos de SUCASA Hasta por US$45 millones	A+.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Programa de Valores Comerciales Negociables de SUCASA Hasta por US$25 millones	*(nueva) EQL2+.pa*	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados
Programa de Valores Comerciales Negociables de SUCASA Hasta por US$10 millones	*(nueva) EQL2+.pa*	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados
Perspectiva	*Estable*	

La extensión ".pa" indica que está referida a una calificación local (Panamá); es decir, comparable con otras entidades panameñas. Por su parte, los signos "+" y "–" se emplean" para expresar menor o mayor riesgo relativo dentro de una misma categoría. La perspectiva indica el escenario más probable de la calificación a futuro.

Atentamente,

Reynaldo Coto
Gerente Panamá

Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.
Calle 50 y 54 Este, Edificio Frontenac, Oficina 5-A
Bella Vista - Panamá
Tel: (507) 214.3790 (507) 214.7931
E-mail: equilibrium@equilibrium.com.pa

BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ, S.A.
Recibido por:
Fecha: 23/Feb/18

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: 22 de febrero de 2018

Contacto:
(507) 214 3790

Eugenio Ledezma
Analista
eledezma@equilibrium.com.pa

Tomás Riley
Analista
triley@equilibrium.com.pa

Instrumento	Calificación*
Bonos Corporativos	A+.pa
Valores Comerciales Negociables	*(nueva)* EQL 2+.pa
Perspectiva	***Estable***

**Para mayor información sobre las categorías otorgadas 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 2013, 2014, 2015 y 2016 de Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA) y Subsidiarias, así como Estados Financieros No Auditados al 30 de septiembre de 2016 y 2017. 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 20/01/2017.

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 otorgar la calificación EQL 2+.pa a los Programas de Valores Comerciales Negociables (VCNs) de hasta US$25.0 millones y US$10.0 millones, respectivamente. La perspectiva se mantiene Estable.

Lo señalado anteriormente se sustenta en el *expertise* de SUCASA en el desarrollo del sector inmobiliario dentro de la República de Panamá, lo cual le permite ostentar una importante posición de mercado. Lo anterior se complementa con los adecuados indicadores de rentabilidad que mantiene la Compañía, los mismos que si bien se ajustan en relación al ejercicio 2016, todavía se posicionan en niveles adecuados y recogen una menor dinámica del sector. Esto último se complementa con los indicadores de solvencia y endeudamiento, los mismos que se mantienen dentro de un nivel que resulta acorde con las calificaciones asignadas a los distintos Programas de Bonos Corporativos Rotativos. Cabe señalar igualmente que el Emisor mantiene acceso a distintas fuentes de financiamiento, entre las que se encuentran los préstamos con entidades financieras, la emisión de Bonos Corporativos y Valores Comerciales Negociables, lo cual el permite un mejor manejo del costo de financiamiento.

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 un apalancamiento financiero y reparto de dividendos máximo. Es importante señalar que, a la fecha del presente informe, UNESA cuenta con una calificación de riesgo A.pa otorgada por Equilibrium como Entidad.

Respecto a los VCN's, al ser instrumentos a corto plazo, la evaluación 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. Limita igualmente los ajustados indicadores de liquidez que ostenta el Emisor, manteniendo a lo largo de los últimos ejercicios evaluados déficit de capital de trabajo, comportamiento que se sustenta en el giro miso del negocio de la Compañía, toda vez que el ciclo de conversión de efectivo es largo. Otra limitación relevante resulta de la composición del patrimonio, toda vez que el 86.3% del mismo se encuentra conformado por resultados acumulados producto de la utilidad generada en ejercicios anteriores, lo cual no brinda estabilidad al mismo al ejercer las acciones comunes poca participación.

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

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

- El 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.
- La mejora sostenida en los indicadores de liquidez.
- Una mayor participación de las acciones comunes dentro de la estructura patrimonial.

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

- 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.
- Un marcado y progresivo ajuste en la cobertura del servicio de deuda con el EBITDA y el Flujo de Caja Operativo.
- Un aumento en la deuda financiera que conlleve a que la palanca se incremente de manera importante.
- El retiro de mejoradores dentro de la estructura de los Programas de Bonos Corporativos calificados.
- Un cambio normativo que impacte de manera negativa en la adquisición de viviendas por parte de su segmento objetivo y/o en los permisos ocupacionales.

Limitaciones Encontradas en el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

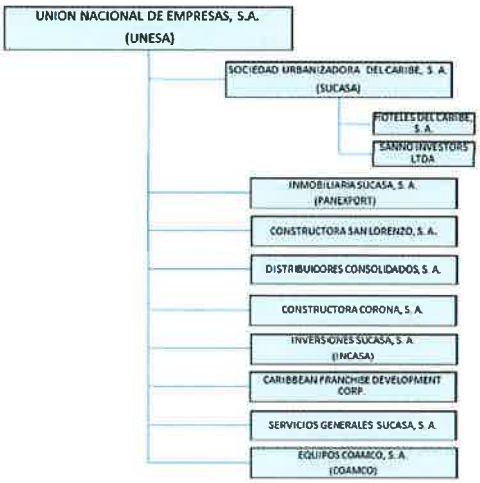
Desarrollos Recientes y Hechos de Importancia
Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. y Subsidiarias se constituyó en Panamá el 28 de octubre de 1966, siendo la empresa más antigua del Grupo Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA). Se dedica principalmente al desarrollo de proyectos de vivienda en la 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. En adición, también incluye la línea de negocio de construcción de centros comerciales para alquiler.

En cuanto a su estrategia de negocio, SUCASA se enfoca principalmente en la construcción y venta de viviendas, en donde su principal característica es que dichos proyectos están dirigidos hacia propiedades que oscilan entre los US$40 mil y US$120 mil; es decir, corresponden a viviendas que cuentan con el beneficio del interés preferencial subsidiado por el Estado Panameño. Lo anterior brinda un panorama acerca del perfil del cliente del Emisor, 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 de la plaza. En efecto, la estrategia general del Emisor gira en torno a este tipo de residencia, unifamiliares y cuyo rango de precio coincide con el subsidio de interés preferencial.

No obstante lo señalado en el párrafo 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 continúe incrementándose mediante una mezcla ligeramente más diversificada. Es relevante señalar que SUCASA tampoco 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, tal como es la figura en el caso de los programas patrocinados por el Ministerio de Vivienda y Ordenamiento Territorial (MIVIOT).

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial
El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de la Compañía se presentan en el Anexo II del presente informe. En este sentido, 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 originan de acuerdo a la siguiente segmentación:

- Viviendas: Constituido por el 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: Lo constituye propiamente el negocio hotelero.
- Locales Comerciales: Corresponde al alquiler de locales comerciales en el área metropolitana.

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

Activos y Liquidez
Al 30 de septiembre de 2017, SUCASA reporta dentro de su estructura de balance activos por US$265.5 millones, los cuales superan en 3.4% al saldo registrado al cierre del ejercicio 2016. La tendencia a lo largo de los últimos años es positiva, aunque al medir la posición al cierre del tercer trimestre de 2017 respecto al mismo periodo de 2016 se muestra un ajuste de 2.2% producto de una menor tenencia de depósitos a plazo en bancos y reducción en las cuentas por cobrar a clientes de viviendas terminadas.

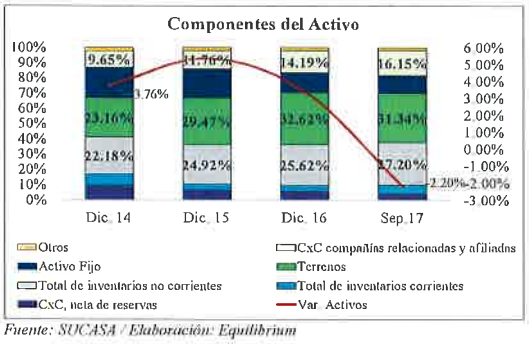
En línea con lo anterior, al 30 de septiembre de 2017, el activo corriente de SUCASA retrocede en 15.8% respecto al mismo periodo de 2016, sustentado principalmente en la cancelación de depósitos a plazo que le ajusta el total de efectivo en 33.6% al situarse en US$6.2 millones, mientras que las cuentas por cobrar corrientes retroceden en 31.8% al ubicarse en US$10.8 millones, producto principalmente del ajuste en las unidades de viviendas terminadas, según se señaló en el párrafo anterior. Lo anterior se compensó parcialmente con un aumento en los inventarios corrientes de 17.0% al totalizar US$14.9 millones, a razón de un aumento en las unidades de viviendas terminadas y locales comerciales.

Cabe señalar que las cuentas por cobrar a clientes de viviendas terminadas por US$10.9 millones señaladas en el párrafo anterior, corresponden en 94.0% a las ventas de viviendas terminadas, las cuales están respaldadas por cartas promesas bancarias, mientras que el 6.0% 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 por parte de los bancos de las respectivas hipotecas. 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.

Los activos no corrientes no registran mayor variación a lo largo de los últimos 12 meses, al situarse en US$233.7 millones. En este sentido, los inventarios no corrientes crecen en 8.2% producto del aumento en los costos de construcción en proceso. Asimismo, se muestra un aumento de 43.3% en las cuentas por cobrar a compañías relacionadas al pasar de US$29.9 millones a US$42.9 millones entre ejercicios. Es de indicar que si bien a septiembre de 2016 la Compañía contaba con inmuebles y locales comerciales (propiedades de inversión) por US$14.4 millones, los mismos corresponden a una reclasificación de terrenos, inmuebles y locales comerciales, específicamente por el Centro Comercial Plaza del Lago, que posteriormente salió de los activos de SUCASA como consecuencia de una escisión a fin de pasar a conformar parte de los activos de otra empresa del Grupo, la misma que a su vez consolida con UNESA.

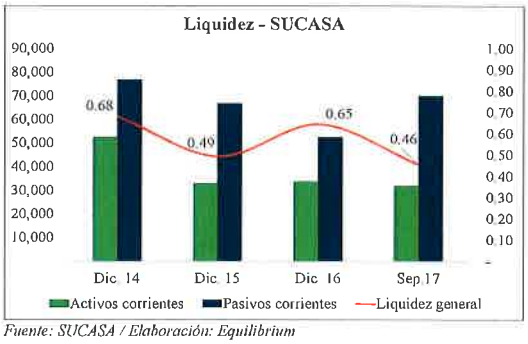
Es importante mencionar que, siendo el rubro de Terrenos un apartado relevante dentro de la estructura de los activos, los mismos cumplen con el objetivo de ser utilizados por el Emisor para el desarrollo de su actividad inmobiliaria. En este sentido, dichos terrenos son empleados dependiendo de su requerimiento en el tiempo. Asimismo, los terrenos registrados como propiedad de inversión 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.

Al analizar la composición del balance a través de las líneas de negocio, se muestra que el 89.7% del mismo corresponde a actividades relacionadas al desarrollo y venta de viviendas, 7.8% corresponde al segmento hotelero, mientras que el 2.5% lo constituye el alquiler de locales comerciales.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Respecto a los indicadores de liquidez de SUCASA, si bien se muestran niveles ajustados reflejados históricamente en un déficit de capital de trabajo (déficit de US$38.1 millones al 30 de septiembre de 2017), el mismo que refleja la necesidad del Emisor de realizar inversiones en activos fijos que luego serán desarrollados para ser puestos a la venta, en línea con el ciclo en la construcción de complejos residenciales y locales comerciales. La necesidad de capital de trabajo es cubierta por la Compañía con la emisión de VCN's y utilización de líneas de crédito.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

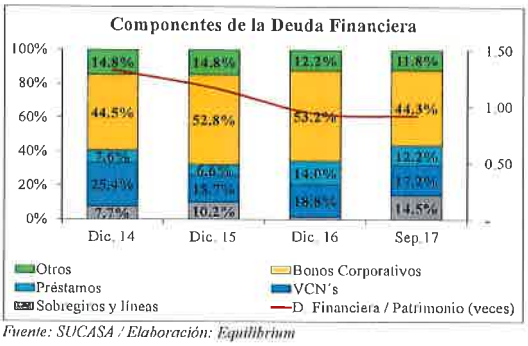
Estructura Financiera y Solvencia

Al 30 de septiembre de 2017, SUCASA registra pasivos por US$135.6 millones, los mismos que financian el 51.1% de los activos (57.7% en el mismo periodo de 2016). La principal fuente de financiamiento de la Compañía lo constituyen los pasivos corrientes con una participación de 26.4%, los cuales aumentan en 0.3% al totalizar US$70.0 millones.

Dentro de los pasivos corrientes de la Compañía, la principal fuente de fondeo lo constituye la emisión de VCNs, los mismos que totalizan US$23.3 millones al 30 de septiembre de 2017, registrando a su vez una variación interanual negativa de 3.4%. Otra partida de financiamiento de SUCASA que toma relevancia al tercer trimestre de 2017 corresponde a préstamos bancarios y sobregiros, los mismos que pasan de US$13.2 millones a US$19.7 millones entre ejercicios, lo que se explica por su naturaleza misma del negocio, la cual requiere en el corto plazo de fondos para sus operaciones de capital de trabajo.

Con referencia al pasivo no corriente, el mismo financia el 24.7% del activo al 30 de septiembre de 2017, indicador que disminuye respecto al 31.4% mostrado en el mismo periodo de 2016 producto de la mayor participación que toma el fondeo corriente a razón del aumento en los sobregiros y préstamos bancarios detallado en el párrafo anterior. La partida más significativa dentro de los pasivos fijos corresponde a la toma de fondeo a través de la emisión de Bonos Corporativos, los mismos que ascienden a US$48.8 millones (porción no corriente), retrocediendo en 22.2% respecto al mismo periodo de 2016 producto del vencimiento de algunas Series emitidas. Esto último ha conllevado a que los compromisos globales de SUCASA presenten una disminución de 12.5% con respecto al mismo período del ejercicio anterior. Cabe señalar igualmente que la porción de largo plazo de los préstamos bancarios retroceden en 8.8%, lo cual, aunado al fuerte incremento de la porción corriente, conlleva a que la participación en el balance de esta fuente de financiamiento pase de 4.8% a 7.4% entre ejercicios.

Cabe indicar que, por la naturaleza misma del negocio, el Emisor toma deuda financiera (US$119.6 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. Por lo anterior, la deuda financiera explica el 88.2% de los compromisos totales de SUCASA.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Al 30 de septiembre de 2017, el fondo a través de la emisión de Bonos Corporativos representa el 50.2% de la deuda financiera de la Compañía con un saldo total de US$60.1 millones, convirtiéndose en su principal fuente de fondeo. El Emisor toma este fondeo de largo plazo principalmente para la adquisición de bienes inmuebles que puedan ser desarrollados tanto en el corto como en el largo plazo. Los Bonos Corporativos emitidos cuentan con garantías tangibles y fianza solidaria del Grupo, además de incluir seguros sobre las mejoras y dinero en efectivo. A continuación, se enlistan los diferentes Programas de Bonos Corporativos y Valores Comerciales Negociables del Emisor:

INSTRUMENTOS CALIFICADOS POR EQUILIBRIUM				
Instrumentos	Valor Autorizado US$ MM	Valor emitido Sep. 17 US$ MM	Garantía Adicional	Bienes en Garantía
Bonos - Tercer Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US$45.0 millones: 2012	45.0	21.2	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
Bonos - Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US$20.0 millones: 2010	20.0	15.9	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
Bonos - Primer Programa de Bonos Corporativos Rotativos Hasta por US$12.0 millones: 2006	12.0	9.6	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
VCN's Programas Rotativos por US$25.0 y US$10.0 millones	35.0	23.3	Fianza solidaria UNESA	N/T
INSTRUMENTOS NO CALIFICADOS POR EQUILIBRIUM				
Programa de Bonos Corporativos Rotativos hasta por US$10 millones: 2011	10.0	6.1	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
Programa de Bonos Corporativos Rotativos hasta por US$40 millones: 2007	40.0	7.3	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

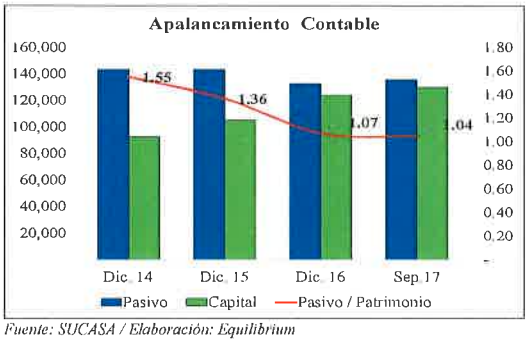
Los programas de Bonos Corporativos incluyen igualmente una serie de resguardos financieros que el Emisor y su accionista (UNESA) deben cumplir. Cabe indicar que, al 30 de septiembre de 2017, el Emisor cumple con dichos resguardos, según se detalla a continuación:

Covenants	Dic. 16	Sep17	Valor	Cumplimiento
Primer programa rotativo:				
Deuda Financiera / Capital Pagado (UNESA) en veces	0.68	0.61	<=1.45x	No mayor a 1.45x
Primer programa rotativo y Primera emisión no rotativa por US$ 10.0 millones				
Dividendos / Utilidad neta (UNESA)	29.5%	N/A	<=40%	No mayor a 40%
Segundo y Tercer Programa Rotativos				
Deuda Financiera / Patrimonio (SUCASA)	0.94	0.92	<=2.0x	No mayor a 2.0x
Segundo y Tercer Programa Rotativos y Segunda emisión no rotativa por US$40.0 millones				
Dividendos / Utilidad neta (SUCASA)	28.6%	N/A	<=40%	No mayor a 40%
Primera emisión No rotativa por US$10.0 millones				
Deuda financiera neta / Patrimonio (UNESA)	0.52	0.47	<=1.75x	No mayor a 1.75x
Segunda emisión No rotativa por US$40.0 millones				
Deuda Financiera / Patrimonio (UNESA) en veces	0.57	0.51	<=1.5x	No mayor a 1.5x

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Cabe señalar que, por motivos estratégicos del Grupo, para tener una sola compañía que se encargue de adquirir la deuda financiera del *holding*, se utiliza a SUCASA, toda vez que es la que genera el mayor volumen de flujos.

Por su parte, SUCASA registra una Palanca Contable (Pasivo / Patrimonio) que históricamente se ha ubicado en un nivel adecuado e inclusive con una tendencia a la baja, situándose, al 30 de septiembre de 2017, en 1.04 veces (1.33 veces al mismo periodo de 2016), lo cual recoge igualmente el crecimiento del patrimonio neto de la Compañía. En este sentido, al 30 de septiembre de 2017, el patrimonio neto de SUCASA asciende a US$129.9 millones, registrando una variación de 11.5% respecto al mismo periodo de 2016, representando a su vez el 48.9% de las fuentes de financiamiento. Es de señalar que dentro de la composición patrimonial el 86.3% corresponde a las utilidades acumuladas de ejercicios anteriores con US$112.2 millones, mientras que las acciones nominativas tipo A ascienden apenas a US$840.0 mil, lo cual resta estabilidad al patrimonio como fuente de fondeo. No obstante, lo anterior se mitiga en parte con el resguardo establecido respecto al porcentaje máximo permitido para el reparto de dividendos, lo cual aplica tanto a SUCASA como a UNESA. Cabe indicar que, durante los primeros nueve meses del 2017, el Emisor ha realizado la distribución de dividendos por US$9.0 millones.



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Resulta relevante mencionar la evolución de la Palanca Financiera del Emisor (Deuda Financiera Total / EBITDA LTM). En este sentido, al 30 de septiembre de 2017, se observa un aumento en la Palanca Financiera al situarse en 3.19 veces (3.17 veces al 30 de septiembre de 2016 y 2.80

veces al cierre del ejercicio 2016), la misma que refleja principalmente el ajuste en el EBITDA de los últimos 12 meses, toda vez que la deuda financiera total del Emisor retrocede inclusive en 7.5% respecto al mismo periodo de 2016.

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

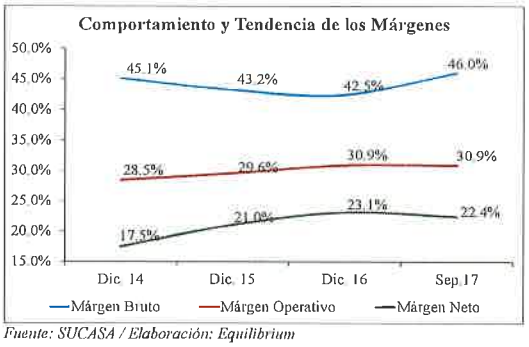
Al 30 de septiembre de 2017, los ingresos operativos de SUCASA ascienden a US$77.8 millones, registrando un retroceso de 13.2% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. La principal partida dentro de los ingresos operativos de la Compañía corresponde a la venta de bienes y servicios, la misma que asciende a US$76.5 millones, mostrando un ajuste de 13.9% respecto al 30 de septiembre de 2016. De acuerdo con lo manifestado por el Emisor, dicho ajuste se debe a componentes externos asociados a trámites administrativos que deben realizar las entidades previo a la entrega del bien, los mismos que vienen tomando más tiempo respecto a periodos anteriores, retrasando el reconocimiento de los ingresos.

El ajuste en los ingresos operativos señalado en el párrafo anterior se mitiga en parte con el retroceso de 17.8% en el costo de venta, lo cual se sustenta en las ventas de viviendas, conllevando a que la utilidad bruta solo se ajuste en términos absolutos (-7.1%) al situarse en US$42.1 millones, mientras que en términos relativos la misma que pasa de 42.9% a 46.0% entre ejercicios. Cabe señalar, que en septiembre 2016 se realizó la entrega continua de viviendas en el proyecto Colinas del Lago, motivo por el cual en dicho período se observa que sus costos de ventas fueron mayor a los cortes de septiembre de años anteriores, inclusive que a septiembre 2017.

Respecto a los gastos generales y administrativos, los mismos aumentan durante el ejercicio en 7.9% al totalizar US$11.8 millones, absorbiendo el 15.1% de los ingresos operativos del periodo (12.2% al 30 de septiembre de 2016). Esto último es reflejo del ajuste registrado por el Emisor en los ingresos de operación, toda vez que la tendencia de los últimos ejercicios muestra una mejora en los indicadores de eficiencia de la Compañía.

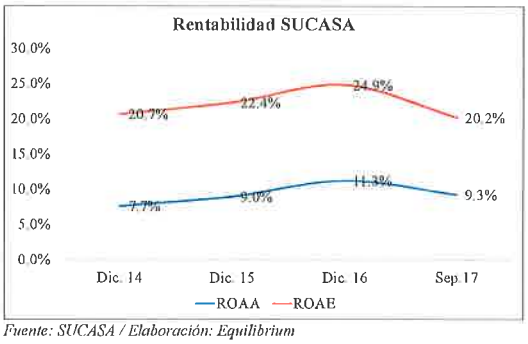
Lo anterior ha permitido a SUCASA cerrar el 30 de septiembre de 2017 con un resultado operativo (luego de amortización y depreciación) de US$20.2 millones, el mismo que se ajusta en 15.2% producto del menor devengue de ingresos operativos, según se señaló anteriormente. Al medir la generación misma de la Compañía (a través del EBITDA), se evidencia un retroceso de 13.2% respecto al mismo periodo de 2016 al situarse la misma en US$26.6 millones (US$37.5 millones de tomar los últimos 12 meses).

Lo anterior se compensa parcialmente con un ajuste de 13.8% en los gastos financieros respecto al mismo periodo de 2016, al situarse los mismos en US$1.2 millones, lo cual recoge principalmente un menor gasto por la toma de financiamiento bancario. De esta manera, el Emisor cierra el tercer trimestre de 2017 con un resultado neto de US$17.4 millones, 16.9% por debajo de la utilidad registrada al 30 de septiembre de 2016. A continuación, se muestra la evolución de los márgenes de la Compañía a lo largo de los últimos ejercicios:



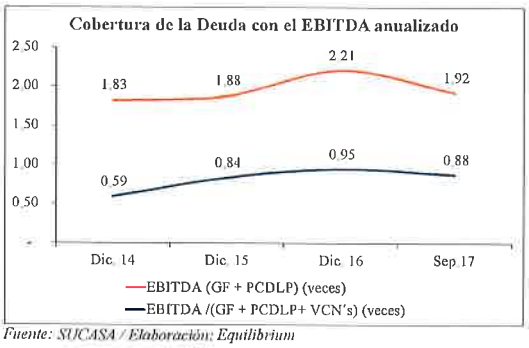
Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

El menor resultado del periodo se ve reflejado en un ajuste en los indicadores de rentabilidad de la Compañía. En este sentido, el retorno promedio anualizado del accionista (ROAE) pasa de 26.6% a 20.2% entre ejercicios, mientras que el retronó promedio anualizado de los activos (ROAA) de 10.9% A 9.3%, según se detalla:



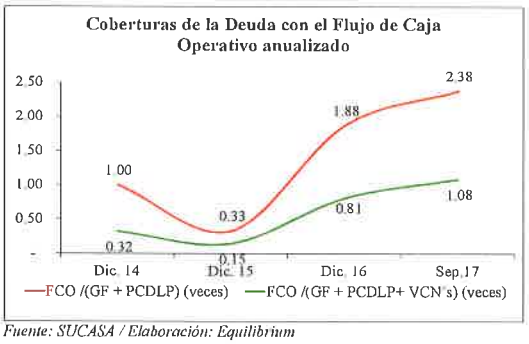
Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Respecto a la cobertura tanto de los intereses como del servicio de deuda del Emisor con el EBITDA, se muestra un ajuste en relación con el mismo periodo de 2016, asociado principalmente al retroceso en 8.05% del EBITDA de los últimos 12 meses, aunque la misma todavía se sitúa en un nivel adecuado. En este sentido, la cobertura de los gastos financieros pasa de 8.15 a 7.84 veces entre ejercicios, indicador que recoge el ajuste en el EBITDA señalado anteriormente, lo cual no pudo ser compensado con los menores gastos financieros del periodo. Con referencia a la cobertura del servicio de deuda (parte corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros) con el EBITDA de los últimos 12 meses, la misma se ajusta igualmente al pasar de 2.41 a 1.92 veces entre ejercicios. Es importante señalar que, de incluir el vencimiento de los VCNs dentro del servicio de deuda, la cobertura sería ajustada al ubicarse en 0.88 veces (0.99 veces al 30 de septiembre de 2016).



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Con respecto al Flujo de Caja Operativo del Emisor, al 30 de septiembre de 2017 se muestra una mejora de 184.4% al situarse en US$17.1 millones debido al manejo moderado en el desarrollo del inventario de las construcciones en proceso, lo cual permite un fortalecimiento en los indicadores de cobertura. En este sentido, al 30 de septiembre de 2017, el Flujo de Caja Operativo cubre los gastos financieros en 9.68 veces, (2.24 veces en el mismo periodo de 2016), mientras que la cobertura del servicio de deuda se sitúa en 2.38 veces, mejorando respecto a la cobertura de 0.66 veces registrada al 30 de septiembre de 2016. Es de indicar que el aumento en el Flujo de Caja Operativo ha permitido igualmente al Emisor lograr una cobertura de 1.08 veces al servicio de deuda incluyendo los vencimientos de los VCNs, según se detalla a continuación:



Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

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.
Respaldos 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] ≤ 1.45 veces. Aplicable a UNESA.
b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal ≤ 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.
Respaldos y Garantía: Crédito general de SUCASA. Fianza Solidaria constituida por UNESA y sus Subsidiarias. Fideicomiso de Garantía conformado por primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles del Emisor y/o de terceros, 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 ≤ 2.0 veces (SUCASA)
b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal ≤ 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.
Respaldos y Garantía: Crédito general de SUCASA. Fianza Solidaria constituida por UNESA y sus Subsidiarias. Fideicomiso de Garantía conformado por primeras hipotecas y anticresis sobre bienes inmuebles del Emisor y/o de terceros, 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 ≤ 2.0 veces (SUCASA).
b) Dividendos pagados / Utilidad Neta del último ejercicio fiscal ≤ 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 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.

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

	Dic. 14	Dic. 15	Sept.16	Dic. 16	Sep.17
ACTIVOS					
Efectivo y equivalentes de efectivo	6,180	3,211	5,222	8,601	6,202
Depósitos a plazo fijo	9,977	5,036	4,118	1,461	0
Total de efectivo, depósitos en bancos y valores	**16,157**	**8,247**	**9,340**	**10,062**	**6,202**
Cuentas por cobrar corrientes:					
Cuentas por cobrar clientes de viviendas terminadas (con cartas promesas)	20,969	15,880	15,879	13,877	10,871
Hipotecas	5	2	1		
Menos: reserva para cuentas incobrables	(870)	(86)	(93)	(87)	(96)
Cuentas por cobrar corrientes, neta de reservas	**20,104**	**15,796**	**15,787**	**13,790**	**10,775**
Inventarios corrientes:					
Unidades de viviendas terminadas y locales comerciales	9,768	8,629	12,406	9,649	14,435
Materiales, equipos y repuestos	6,434	320	307	334	437
Víveres y bebidas	0				0
Total de inventarios corrientes	**16,202**	**8,949**	**12,713**	**9,983**	**14,872**
ACTIVOS CORRIENTES	**52,463**	**32,992**	**37,840**	**33,836**	**31,849**
Inventarios no corrientes:					
Costos de construcción en proceso	51,935	61,577	66,452	65,517	71,987
Otros	343	315	277	257	246
Total de inventarios no corrientes	**52,278**	**61,892**	**66,729**	**65,774**	**72,232**
Valores mantenidos al vencimiento	208	208	193	193	170
Gastos pagados por adelantado	2,830	2,173	2,365	2,107	1,824
Cuentas por cobrar compañías relacionadas y afiliadas	22,756	29,207	29,927	36,427	42,891
Cuentas por cobrar varias	1,008	1,008	902	726	958
Terrenos	54,581	73,166	84,401	83,746	83,234
Inmuebles y Locales comerciales	860	816	14,424	0	0
Equipos en arrendamiento, neto	4,171	0	0	0	0
Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto	43,373	45,631	33,105	32,320	30,667
Depósitos en garantía	243	424	703	703	711
Otros activos	941	825	914	939	1,005
ACTIVOS NO CORRIENTES	**183,249**	**215,371**	**233,664**	**222,937**	**233,693**
TOTAL DE ACTIVOS	**235,712**	**248,363**	**271,504**	**256,773**	**265,542**
PASIVOS					
Sobregiros y préstamos bancarios	11,057	14,550	13,168	2,200	19,712
Valores Comerciales Negociables Rotativos	36,366	22,466	24,106	25,006	23,281
Porción Corriente de Prestamo de Largo Plazo	1,021	1,246	789	665	698
Bonos por pagar, porción de corto plazo	7,421	9,816	9,816	10,035	11,276
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	3,813	1,836	1,336	2,830	2,734
Cuentas por pagar otras	1,213	1,069	340	1,052	570
Cuentas por pagar proveedores	5,070	4,925	4,296	2,568	4,471
Cuentas por pagar compañías afiliadas	9,312	9,432	10,644	5,216	1,648
Dividendos por pagar	351	48	3,967	1,390	3,922
Intereses acumulados por pagar sobre bonos	253	203	15	154	194
Impuesto sobre la renta por pagar	15	71	0	7	0
Gastos acumulados por pagar	1,037	1,205	1,327	1,316	1,477
PASIVOS CORRIENTES	**76,928**	**66,867**	**69,806**	**52,43**	**69,982**
Préstamos bancarios, porción de largo plazo	744	3,681	12,607	12,291	11,499
Bonos por pagar, porción de largo plazo	56,392	65,667	62,761	60,637	48,807
Obligaciones bajo arrendamiento financiero, porción de largo plazo	5,289	2,642	4,727	2,832	1,612
Depósitos de clientes	3,684	4,192	5,051	4,502	3,650
Ingresos e impuesto sobre la renta diferidos	261	51	48	47	45
PASIVOS NO CORRIENTES	**66,370**	**76,454**	**85,194**	**80,309**	**65,613**
TOTAL DE PASIVOS	**143,298**	**143,321**	**155,000**	**132,748**	**135,594**
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS					
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	75,031	83,017	95,198	95,198	112,161
Utilidad del ejercicio	17,792	21,681	20,962	28,483	17,423
Escisión en la inversión	(1,266)	(533)	(533)	(533)	(533)
TOTAL PATRIMONIO	**92,414**	**105,042**	**116,504**	**124,025**	**129,948**
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	**235,712**	**248,363**	**271,504**	**256,773**	**265,542**

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

	Dic. 14	Dic. 15	Sept.16	Dic. 16	Sep.17
INGRESOS OPERATIVOS	**101,419**	**103,025**	**89,696**	**123,279**	**77,030**
Ventas de bienes y servicios	100,199	101,347	88,837	122,021	76,469
Ingresos por alquiler	144	155	133	91	71
Ingresos por servicios afiliados	966	1,523	370	1,167	443
Otros ingresos operacionales, neto	111	0	356	0	846
Costo de ventas	**56,691**	**58,526**	**51,192**	**70,906**	**42,059**
UTILIDAD BRUTA	**45,728**	**44,499**	**38,504**	**52,373**	**35,771**
Gastos de ventas, generales y administrativos	**18,352**	**14,637**	**10,899**	**14,884**	**11,756**
Otros ingresos, neto	**1,509**	**612**	**154**	**606**	**18**
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN	**28,886**	**30,474**	**27,760**	**38,094**	**24,033**
Depreciación y Amortización	7,204	5,444	3,968	5,233	3,851
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	**21,682**	**25,030**	**23,792**	**32,862**	**20,182**
Gastos de financiamiento	**2,253**	**1,760**	**1,370**	**1,821**	**1,181**
Intereses pagados en financiamientos bancarios	1,184	675	633	815	384
Intereses pagados sobre bonos	837	797	533	737	592
Amortización de costos de emisión de bonos	232	288	203	269	204
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	**19,429**	**23,270**	**22,423**	**31,040**	**19,001**
Impuesto sobre la renta, neto	1,637	1,589	1,461	2,558	1,578
UTILIDAD NETA	**17,792**	**21,681**	**20,962**	**28,483**	**17,423**

INDICADORES FINANCIEROS	Dic. 14	Dic. 15	Sept.16	Dic. 16	Sep.17
Solvencia					
Pasivos / Patrimonio (veces)	1,55	1,36	1,33	1,07	1,04
Deuda Financiera / Pasivo	85,2%	85,2%	83,4%	87,8%	88,2%
Deuda Financiera / Patrimonio (veces)	1,32	1,16	1,11	0,94	0,92
Pasivo / Activo	60,8%	57,7%	57,1%	51,7%	51,1%
Pasivo Corriente / Pasivo Total	53,7%	46,7%	45,0%	39,5%	51,6%
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	46,3%	53,3%	55,0%	60,5%	48,4%
Deuda Financiera / EBITDA (veces) - 12 meses	3,84	3,62	3,17	2,80	3,19
Liquidez					
Activo Corriente / Pasivo Corriente	0,68	0,49	0,54	0,65	0,46
(Activo Corriente - Inventario - Gastos Anticipados) / Pasivo Corriente	0,47	0,36	0,36	0,45	0,24
Efectivo / Pasivo Corriente	0,21	0,12	0,13	0,19	0,09
Capital de trabajo	-24,464	-33,875	-31,966	-18,603	-38,133
Gestión					
Gastos Operativos / Ingresos	18,1%	14,2%	12,2%	12,1%	15,1%
Gastos Financieros / Ingresos	5,1%	4,9%	4,7%	4,3%	4,8%
Días promedio de Cuentas por Cobrar (días)[1]	62,65	62,72	41,93	43,19	42,61
Días promedio de Inventario Corriente (días)[2]	113,54	77,35	56,17	57,62	79,78
Días Promedio de cuentas por pagar (días)[3]	39,13	30,74	24,51	19,02	28,14
Ciclo de conversión de efectivo	137,07	109,34	73,58	81,78	94,25
Rentabilidad					
Margen Bruto	45,1%	43,2%	42,9%	42,5%	46,0%
Margen Operativo	27,0%	29,0%	30,8%	30,4%	30,9%
Margen Neto	17,5%	21,0%	23,4%	23,1%	22,4%
ROAA[4]	7,7%	9,0%	10,9%	11,3%	9,3%
ROAE[5]	20,7%	22,4%	26,6%	24,9%	20,2%
Generación					
Flujo de caja operativo (FCO) al corte	17,384	5,932	6,060	35,309	17,116
Flujo de Caja Operativo (FCO) (en US$ miles) - 12 meses	17,384	5,932	11,233	35,309	46,365
EBITDA[6]	31,773	33,721	30,642	41,558	26,607
EBITDA (En US$ miles) - 12 meses	31,773	33,721	40,808	41,558	37,523
Margen EBITDA	31,3%	32,7%	30,9%	33,7%	30,9%
Coberturas					
EBITDA / Gastos Financieros (veces)	6,18	6,73	8,15	7,86	7,84
EBITDA / Servicio de Deuda (Gastos Financieros + PCDLP) (veces)	1,83	1,88	2,41	2,21	1,92
FCO / Gastos Financieros (veces)	3,38	1,18	2,24	6,68	9,68
FCO / Servicio de Deuda (Gastos Financieros + PCDLP) (veces)	1,00	0,33	0,66	1,88	2,38
FCO / Servicio de Deuda Sensibilizado (Gastos Financieros + PCDLP+ VCN´s) (veces)	0,32	0,15	0,27	0,81	1,08

COVENANTS ORIGINADOR	Dic. 14	Dic. 15	Sept.16	Dic. 16	Sep.17
A) Deuda financiera neta / Patrimonio (UNESA)	67,6%	65,9%	57,3%	51,8%	47,3%
B) Dividendos / U. Neta (UNESA)	30,0%	31,8%	N/A	29,5%	N/A
C) Deuda Financiera / Capital Primario (UNESA) en veces	90,6%	84,0%	76,3%	67,8%	60,6%
D) Deuda Financiera / Patrimonio (UNESA) en veces	71,6%	68,2%	63,5%	56,7%	51,2%
E) Deuda Financiera / Patrimonio (SUCASA)	132,1%	116,3%	111,0%	93,9%	92,1%
F) Dividendos / Utilidad neta (SUCASA)	41,4%	39,4%	N/A	28,6%	N/A

[1] Días promedio de Cuentas por Cobrar (días) = (Cuentas por cobrar promedio / Ventas) * días de análisis

[2] Días promedio de inventario corriente (días) = (Inventarios promedios / Costo de ventas) * días de análisis

[3] Días promedio de cuentas por pagar (días) = (Cuenta por pagar promedio / Costo de ventas) * días de análisis

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

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

[6] EBITDA (Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization)

ANEXO I
HISTORIA DE CALIFICACIÓN
SOCIEDAD URBANIZADORA DEL CARIBE, S.A. Y SUBSIDIARIAS (SUCASA)

Instrumento	Calificación Anterior (Al 31.03.17) *	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	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	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados.

**Informe Publicado el 12 de septiembre de 2017*

ANEXO II

Accionistas al 30.09.2017

Accionistas	Participación
Unión Nacional de Empresas, S.A.	100%
Total	100%

Fuente: SUCASA / Elaboración: Equilibrium

Directorio al 30.09.2017

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 30.09.2017

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)

Programa de Bonos Corporativos Rotativos

	Primer Programa	Segundo Programa	Tercer Programa
Emisión	2006	2010	2012
Monto Máximo por Emisión	US$12.0 MM	US$20.0 MM	US$45.0 MM
Monto Colocado	US$10.1 MM	US$17.1 MM	US$22.1 MM
Plazo	10 años	10 años	12 años
Tasa	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)
Fecha de Colocación	Noviembre 2016	Diciembre 2010	Agosto 212
Período de Gracia	2 años	36 meses	36 meses
Amortización	Trimestral	Trimestral	Trimestral

Programa de Valores Comerciales Negociables

	Programa por US$10MM	Programa por US$25MM
Emisor	SUCASA	SUCASA
Monto Máximo por Emisión	US$10.0 MM	US$25.0 MM
Monto Colocado	US$10.1 MM	US$22.1 MM
Plazo	360 días	360 días
Tasa	Por el Emisor y será fija	Por el Emisor y será fija o variable (Margen emisor + Libor 3 meses)
Pago de Intereses	Trimestrales	Trimestrales
Pago del Capital	Al vencimiento	Al vencimiento
Respaldo y Garantías	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, COMERCIABILIDAD O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.