Equilibrium

Panamá, 5 de marzo 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 la decisión del Comité de Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A., de ratificar la categoría de riesgo de **A.pa** asignada a **Unión Nacional de Empresas, S.A. y Subsidiarias (UNESA)**, luego de la evaluación efectuada con información interina al 30 de septiembre de 2017. La perspectiva de la calificación es *Estable.*

El informe de calificación de riesgo, el cual muestra los fundamentos del rating, se encuentra disponible en nuestra página web: www.equilibrium.com.pa.

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Entidad	A.pa	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Perspectiva	*Estable*	

La 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 General

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: 5 Marzo 2018

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: 1 de marzo de 2018

Instrumento	Calificación*
Entidad	A.pa
Perspectiva	*Estable*

Contacto:
(507) 214 3790

Eugenio Ledezma
Analista
eledezma@equilibrium.com.pa

Tomás Riley
Analista Junior
triley@equilibrium.com.pa

**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 2013, 2014, 2015 y 2016 de Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA) 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 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, el Grupo o el Conglomerado). La perspectiva se mantiene Estable.

La calificación de UNESA se sustenta en la fortaleza operativa que muestra el Conglomerado, lo cual a su vez se plasma en la participación que mantiene en distintos sectores de la economía local, destacando la construcción y la venta de viviendas. Asimismo, se pondera que el Grupo registre una moderada palanca financiera, lo cual se refleja a su vez en una adecuada cobertura tanto de los gastos financieros como del servicio de deuda (porción corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros) por parte del EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) y del Flujo de Caja Operativo. Pondera igualmente de manera positiva el hecho que UNESA acceda a una fuente diversificada de fondeo, la misma que incluye la emisión de Bonos, Valores Comerciales Negociables (VCNs), préstamos bancarios, entre otros, lo que permite un mejor manejo del costo de financiamiento, lo cual se refleja en la baja participación que tienen los gastos financieros sobre los ingresos operativos del Grupo, a pesar del ajuste registrado al corte de análisis.

No obstante lo anterior, restringe a UNESA poder contar con una mayor calificación la relativa concentración de flujos provenientes de 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 los bienes viene siendo afectada por la larga espera en los trámites administrativos que se realizan en las 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 ajustando los indicadores de rentabilidad del Conglomerado. A esto se suma que una de las unidades de negocio del Grupo continúa registrando pérdidas al corte de evaluación. Otro factor que limita la calificación corresponde a la participación relativa de las inversiones en acciones registradas como disponibles para la venta respecto al total de activos corrientes, toda vez que las mismas que no se consideran un activo de rápida realización, situación que sensibiliza el indicador de liquidez del Grupo.

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 a raíz del reparto de dividendos.
- 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:

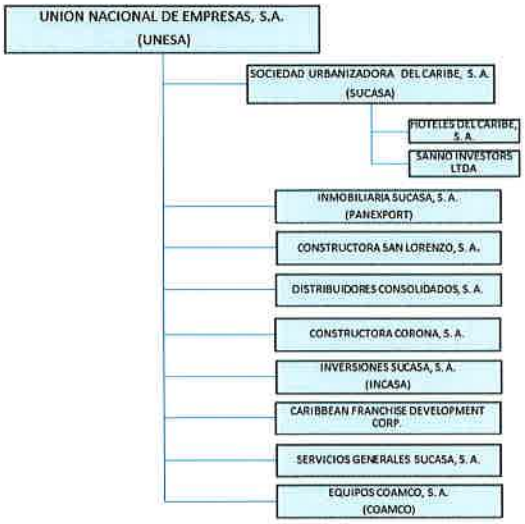
- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Desarrollos Recientes y Hechos de Importancia
Unión Nacional de Empresas, S.A., es un conglomerado de empresas con domicilio en la República de Panamá, que cuenta con más de 50 años de existencia en su principal línea de negocios ejecutada por Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA), que consiste en la venta de viviendas para familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo. La Entidad integra 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 se apega a 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 del presente informe. En este sentido, es de mencionar que dicha composición se mantiene sin cambios al corte de análisis.

Grupo Económico
En el siguiente cuadro proporcionado por el Emisor, 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 se 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 30 de septiembre de 2017, UNESA registra activos por US$378.3 millones, mostrando un ligero retroceso de 0.5% respecto al mismo periodo del ejercicio 2016. En cuanto a la maduración del activo, la naturaleza del Grupo hace que el 81.6% del balance esté conformado por activos no corrientes, los mismos que registran los terrenos, inventarios no corrientes, valores disponibles para la venta, las construcciones en proceso y el propio activo fijo. En este sentido, destaca la partida de terrenos con una participación relativa, al 30 de septiembre de 2017, de 26.4% sobre el total de activos (24.8% al mismo periodo de 2016). Estas propiedades se mantienen en cartera a fin de desarrollarlas en un futuro. 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.

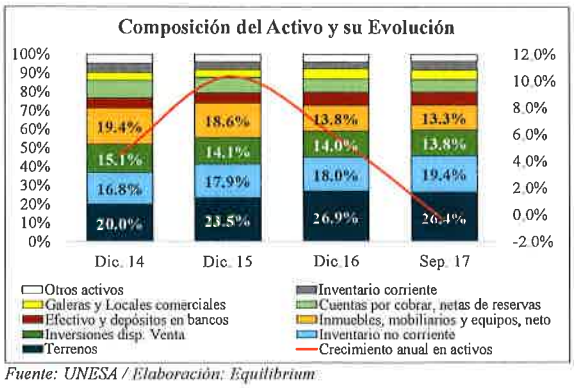
Respecto a los inventarios (24.2% del total de los activos entre corriente y no corriente), al corte de análisis ascienden a US$91.6 millones y corresponden principalmente a construcciones en proceso (no corrientes), mientras que dentro de los activos corrientes corresponden a unidades de viviendas y locales comerciales terminados.

Con referencia a las partidas corrientes del balance, al 30 de septiembre de 2017, las mismas financian el 18.4% del activo, destacando el efectivo y depósitos a plazo, las cuentas por cobrar corrientes y las unidades de viviendas terminadas (inventarios). En este sentido, una de las principales partidas corresponde a las cuentas por cobrar corrientes, las mismas que ascienden a US$25.3 millones, neto de reserva, y reflejan principalmente 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 debieron realizar 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.

Adicionalmente a los rubros antes enlistados, UNESA cuenta con inversiones disponibles para la venta por US$52.3 millones, partida conformada principalmente por acciones comunes de empresas locales, las que provienen en un 92.9% de empresas relacionadas como Empresa

General de Inversiones, S.A. y Banco Panamá, S.A. Hasta diciembre de 2010, el valor razonable de las acciones comunes fue actualizado y sus cambios se contabilizaron en el patrimonio; sin embargo, en 2011, como estas inversiones no tuvieron una negociación activa en el mercado, la Administración consideró mantener el último valor actualizado el cual no presenta evidencia de deterioro. Estos instrumentos se consideran de baja realización dado que dichas inversiones corresponden a participaciones directas sobre estas compañías, junto con la baja actividad que presenta la Bolsa de Valores local.

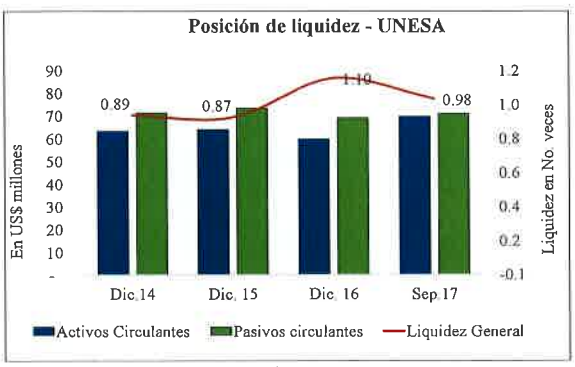
A continuación, se presenta la composición de los activos de UNESA al 30 de septiembre de 2017:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Al medir los indicadores de liquidez del Grupo, si bien históricamente se ha mostrado un índice de liquidez corriente ajustado (por debajo de una vez, exhibiendo un déficit de capital de trabajo), el mismo se explica en la naturaleza misma del principal negocio que desarrolla que es el inmobiliario, el cual requiere de un tiempo mayor para la realización de sus inventarios, incluyendo el proceso de trámites administrativos previo a la entrega de los inmuebles. De esta manera, al 30 de septiembre de 2017, el ratio de liquidez corriente se sitúa en 0.98 veces, retrocediendo respecto al 1.83 veces registrado en el mismo periodo del ejercicio previo. Lo anterior responde al mayor crecimiento de los pasivos corrientes respecto de los activos circulantes, principalmente por los mayores sobregiros y préstamos bancarios del periodo.

A continuación se presenta la evolución del indicador de liquidez corriente del Grupo:

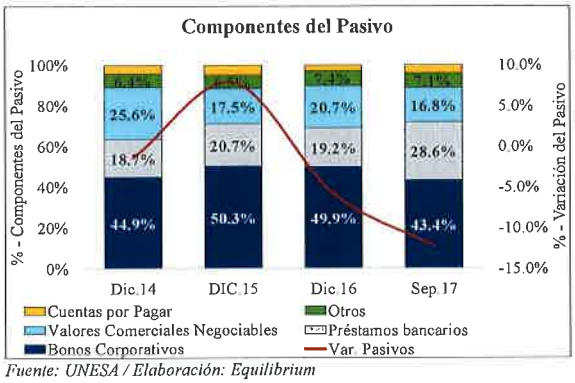


Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Estructura Financiera y Solvencia

Al 30 de septiembre de 2017, los pasivos de UNESA ascienden a US$138.3 millones, financiando el 36.6% del activo. En ese sentido, se observa que el nivel de endeudamiento con terceros por parte del Grupo retrocede en 12.2% al pasar de US$157.5 millones a US$138.3 millones entre ejercicios, lo cual recoge principalmente la disminución del pasivo no corriente (-25.2% interanual) producto de la amortización de Series de Bonos Corporativos (principal fuente de fondeo) emitidos por SUCASA, que pasan de US$73.9 millones a US$60.1 millones a nivel global, es decir considerando la porción corriente y no corriente. Otra partida que igualmente contribuye al retroceso del pasivo del Grupo corresponde a la posición vigente en Valores Comerciales Negociables (VCNs), los mismos que se ajustan en 16.8% entre ejercicios y que son emitidos por parte de SUCASA. Cabe indicar a su vez que las obligaciones de arrendamiento financiero también muestran un retroceso de 63.2% dentro del pasivo de largo plazo y un incremento de 136.1% en la parte circulante de dichas obligaciones al estar próximo el vencimiento de los mismos.

A continuación, se muestra la evolución de las principales partidas del pasivo del Grupo:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Con relación a la emisión de instrumentos financieros de deuda, la principal partida corresponde a la emisión de Bonos Corporativos por parte de SUCASA, fondeo que asciende a US$60.1 millones al 30 de septiembre de 2017, representando el 15.9% de los activos y el 43.4% del total de pasivos. Estas colocaciones mantienen como objetivo ser 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. En este sentido, cabe indicar que el 96.8% de la deuda financiera corresponde a SUCASA.

A continuación se muestra la relación de instrumentos financieros registrados a nivel consolidado por el Grupo:

INSTRUMENTOS CALIFICADOS POR EQUILIBRIUM				
Instrumentos	Valor Autorizado US$ MM	Valor emitido Mar. 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 Rotaticos hasta por US$10 millones: 2011	10.0	6.1	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis
Programa de Bonos Corporativos Rotaticos hasta por US$40 millones: 2007	40.0	7.3	Fianza solidaria UNESA	Primera Hipoteca y Anticresis

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

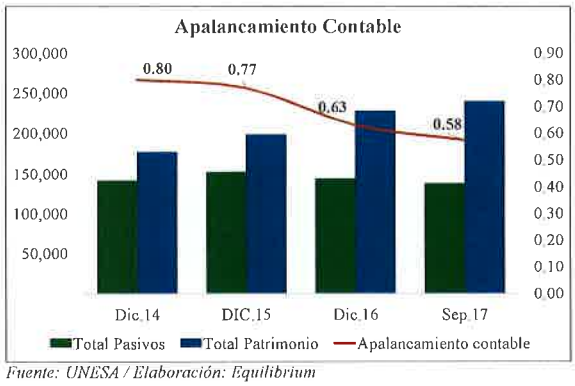
Es de señalar que el Grupo mantiene parámetros para el uso de la deuda financiera a nivel interno, toda vez que cada unidad de negocio debe responder por los intereses y capital por pagar a SUCASA (entidad emisora de los instrumentos financieros de deuda), de modo tal que ésta repague las obligaciones emitidas.

A continuación, se presentan los resguardos financieros correspondientes a los Bonos Corporativos emitidos por SUCASA, los cuales se vienen cumpliendo al 31 de diciembre de 2016 y 30 de septiembre de 2017:

Covenants	Dic. 16	Sept17	Valor	Cumplimiento
Primer programa rotativo				
Deuda Financiera / Capital Primario (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 rotativo 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

Según su estructura de fondeo, el Emisor ha mostrado históricamente niveles moderados de endeudamiento, reflejado en una palanca contable (Pasivo/Patrimonio) de 0.58 veces al 30 de septiembre de 2017, con una tendencia a la baja, tal y como se muestra en el siguiente gráfico:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Con relación a la palanca financiera (Deuda Financiera Total/EBITDA LTM) la misma exhibe una reducción en relación al mismo periodo de 2016 al pasar de 2.95 a 2.69 veces.

Respecto al patrimonio del Grupo, al 30 de septiembre de 2017, el mismo asciende a US$240.0 millones, registrando un crecimiento de 7.9% en relación a similar período del ejercicio previo, explicado principalmente por las mayores utilidades acumuladas de ejercicios anteriores, partida que representa el 65.5% de los fondos patrimoniales. Cabe señalar que 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; asimismo, confieren a los tenedores los mismos derechos económicos y reciben los mismos dividendos a pagarse a los accionistas comunes tipo A. Cabe indicar que las acciones comunes tipo A ascienden a US$12.8 millones al 30 de septiembre de 2017.

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

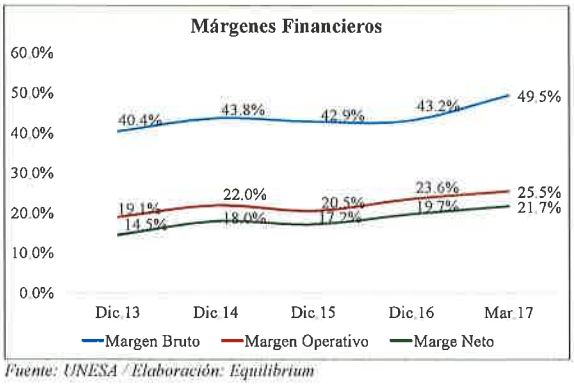
Si bien el Grupo mantiene diversas líneas de negocio que aportan a la generación de ingresos, la mayor parte de los mismos (93.8%) se originan por la venta de bienes y servicios. De esta manera, al 30 de septiembre de 2017, los ingresos operativos totales de UNESA ascienden a US$100.4 millones, registrando una disminución de 11.3% en relación al mismo periodo de 2016, comportamiento que lo sustenta la unidad de venta de bienes y servicios señalada anteriormente (-13.3% interanual), lo cual recoge la demora en la entrega final de los inmuebles (traspaso del riesgo) producto de los trámites administrativos que deben realizar las entidades previo a la entrega del bien. Es de indicar que los mismos que vienen tomando más tiempo respecto a periodos anteriores, retrasando por lo tanto el reconocimiento de los ingresos. Contrario a esto, las demás unidades de negocio registraron un buen desempeño, siendo que los ingresos por alquileres aumentaron en 23.6%, mientras que los intereses ganados en financiamiento mostraron igualmente una evolución favorable al incrementarse en 16.4%, entre otros menores.

A pesar de lo anterior, el margen bruto del Grupo no se ve afectado, toda vez que el costo de venta retrocede en 16.3% al situarse en US$53.4 millones, con lo cual el margen pasa de 43.7% a 46.8% entre ejercicios.

Con relación a los gastos operativos, los mismos registran un aumento de 3.5% al totalizar US$18.4 millones, absorbiendo 18.3% de los ingresos operativos al 30 de septiembre de 2017.

UNESA, a lo largo de los últimos ejercicios, cuenta con ingresos no operativos que, si bien no tienen un peso relevante sobre los ingresos operativos, los mismos son de carácter recurrente. En este sentido, el global de otros ingresos asciende a US$1.9 millones al 30 de septiembre de 2017, representando 1.9% de los ingresos del periodo, siendo la partida más relevante los dividendos ganados (US$1.5 millones), seguido por intereses por depósitos a plazo (US$215.0 mil) y participación patrimonial en asociadas (US$143.0 mil). No menos importante, resultan los gastos por el concepto de depreciación, los cuales ascienden a US$7.0 millones, representando el 6.9% de los ingresos operativos del periodo.

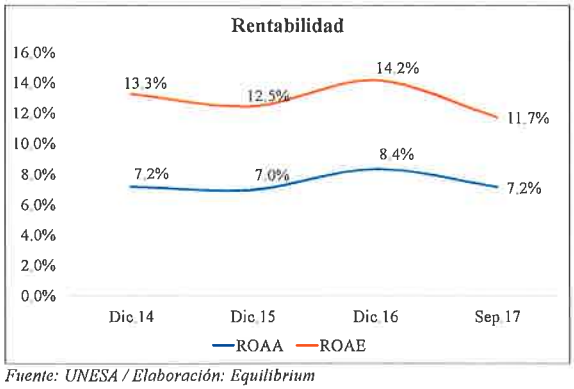
Según se muestra en el siguiente gráfico, los márgenes del negocio de UNESA registran un comportamiento relativamente estable, según se detalla:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

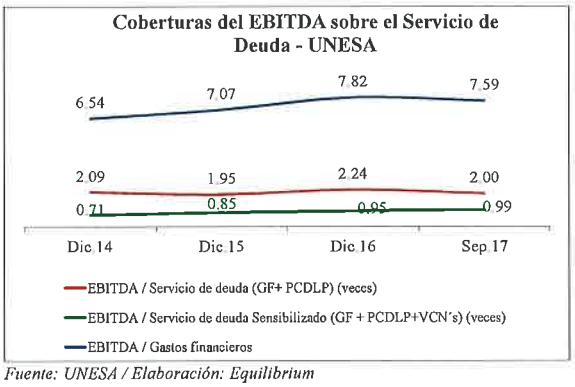
Debido al moderado peso de la deuda financiera sobre la generación de UNESA, los gastos financieros al 30 de septiembre de 2017 ascienden a US$2.1 millones, los mismos que registran una variación interanual de 1.6% y no ejercen mayor presión sobre el resultado neto. De esta manera, al cierre del tercer trimestre de 2017, el resultado neto del Grupo asciende a US$19.6 millones, la misma que se ajusta en 13.8% entre ejercicios, producto principalmente, según se señaló anteriormente, del ajuste en los ingresos operativos de UNESA.

Con relación a los indicadores de rentabilidad, la menor utilidad neta lograda en el periodo ajustó tanto la rentabilidad promedio anualizada de los activos como del patrimonio, indicadores que se ubicaron en 7.2% y 11.4%, respectivamente (8.5% y 14.8%, respectivamente, al 30 de septiembre de 2016).



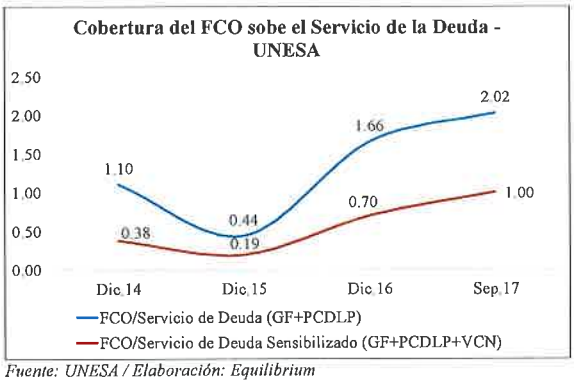
Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Con respecto a la generación misma del Grupo (reflejada a través del EBITDA), la misma se sitúa en US$33.5 millones al 30 de septiembre de 2017, retrocediendo en 9.0% respecto al mismo periodo del año anterior. Al calcular la cobertura que el EBITDA de los últimos 12 meses brinda al Servicio de Deuda (parte corriente de la deuda de largo plazo + los gastos financieros últimos 12 meses) se muestra una cobertura que continúa situándose en un nivel adecuado, aunque muestra cierto ajuste al incorporar al Servicio de Deuda los VCNs, según se detalla:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Por su parte, el Flujo de Caja Operativo también maneja adecuados niveles de coberturas, los que se mantienen en el tiempo, según se muestra a continuación:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

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

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Sept.16	Dic.16	Sep.17
ACTIVOS						
Efectivo y equivalentes de efectivo	7,528	7,148	4,675	13,917	11,216	9,369
Depósitos a plazo fijo	8,398	9,977	14,364	10,996	14,767	16,842
Total de efectivo, depósitos en bancos y valores	**15,926**	**17,125**	**19,039**	**24,913**	**25,983**	**26,210**
Cuentas por cobrar corrientes:						
Cuentas por cobrar clientes de vivienda	16,131	21,093	19,944	18,124	15,765	13,587
Alquileres	446	254	411	341	526	415
Hipotecas	6,254	6,618	7,476	8,723	9,067	10,150
Préstamos comerciales	119	39	7	0		
Préstamos personales, neto de comisiones e intereses no devengados	2,796	2,871	2,556	2,197	2,146	2,314
Menos: reserva para cuentas incobrables	(1,231)	(1,248)	(1,057)	(1,098)	(1,024)	(1,181)
Cuentas por cobrar corrientes, neta de reservas	**24,515**	**29,627**	**29,337**	**28,287**	**26,486**	**26,286**
Inventarios corrientes:						
Unidades de viviendas terminadas y locales comerciales	11,749	9,768	8,629	12,406	9,649	14,435
Materiales, equipos y repuestos	7,178	6,434	6,798	5,021	4,405	3,515
Víveres y bebidas	324	258	255	231	255	209
Total de inventarios corrientes	**19,251**	**16,460**	**15,682**	**17,658**	**14,308**	**18,159**
ACTIVOS CORRIENTES	**59,692**	**63,212**	**64,058**	**70,858**	**66,771**	**69,655**
Inventarios no corrientes:						
Costos de construcción en proceso	46,277	53,080	62,582	67,458	66,525	72,994
Otros	643	560	504	480	457	378
Total de inventarios no corrientes	**46,920**	**53,640**	**63,087**	**67,938**	**66,982**	**73,373**
Valores disponibles para la venta	47,369	48,311	49,596	52,440	52,248	52,333
Valores mantenidos al vencimiento	222	218	218	0	193	170
Inversiones en asociadas	2,442	2,246	2,207	2,186	2,179	2,163
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	442	593	339	351	372	356
Cuentas por cobrar varias	1,962	1,098	1,017	1,548	1,259	864
Terrenos	60,138	63,766	82,573	94,114	100,339	99,901
Galeras y Locales comerciales	12,054	13,470	13,850	26,981	20,066	19,412
Equipos en arrendamiento, neto	3,931	4,171	3,078	4,294	3,986	3,009
Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto	64,201	61,727	65,422	52,289	51,527	50,319
Franquicias, nelo de amortización acumulada	593	139	206	186	181	165
Otros activos	5,197	6,310	6,318	6,865	6,403	6,553
ACTIVOS NO CORRIENTES	**245,471**	**256,689**	**287,912**	**309,172**	**305,736**	**308,618**
TOTAL DE ACTIVOS	**305,163**	**319,901**	**351,970**	**380,031**	**372,506**	**378,274**
PASIVOS						
Sobregiros y préstamos bancarios	0	11,057	18,650	15,943	5,276	19,515
Valores Comerciales Negociables Rotativos	42,879	36,366	26,756	27,981	29,681	23,261
Porción corriente de la deuda a largo plazo	1,288	1,530	1,246	789	665	935
Bonos por pagar, porción de corto plazo	8,523	7,421	10,000	10,000	10,219	11,276
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	3,474	3,852	3,744	1,942	4,694	4,584
Cuentas por pagar proveedores	8,145	6,158	7,600	6,046	4,037	5,602
Cuentas por pagar otras	2,195	2,299	2,307	1,603	2,503	2,220
Intereses acumulados por pagar sobre bonos	212	253	213	23	162	267
Impuesto sobre la renta por pagar	71	25	80	176	130	42
Gastos acumulados por pagar	2,162	2,329	2,690	2,918	2,866	3,196
PASIVOS CORRIENTES	**69,948**	**71,290**	**73,287**	**67,422**	**60,454**	**70,919**
Préstamos bancarios, porción de largo plazo	6,369	4,761	3,881	12,607	12,291	11,499
Bonos por pagar, porción de largo plazo	60,701	56,376	67,123	63,935	61,899	48,807
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	4,425	5,317	4,458	8,149	4,806	2,998
Depósitos de clientes	3,338	3,905	4,434	5,316	4,667	3,960
Ingresos diferidos	152	322	213	96	101	101
PASIVOS NO CORRIENTES	**74,985**	**70,680**	**79,910**	**80,103**	**83,764**	**67,364**
TOTAL DE PASIVOS	**143,934**	**141,970**	**153,196**	**157,524**	**144,218**	**138,284**
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS						
Acciones nominativas tipo A	12,815	12,815	12,815	12,815	12,815	12,815
Acciones nominativas tipo B	0	0	6,005	13,168	14,173	14,173
Acciones en tesorería	(741)	(741)	(741)	(741)	(741)	(741)
Utilidades capitalizadas por subsidiaria	687	687	687	687	687	687
Ganancia no realizada sobre inversiones	36,280	36,280	36,280	36,280	36,280	36,280
Utilidad no distribuidas	93,357	105,379	120,237	137,523	134,718	157,128
Utilidad del ejercicio	18,765	22,442	23,419	22,700	30,282	19,571
Participación no controladora	67	69	72	75	76	78
TOTAL PATRIMONIO	**161,230**	**176,931**	**198,774**	**222,507**	**228,289**	**239,990**
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	**305,163**	**318,901**	**351,970**	**380,031**	**372,506**	**378,274**

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

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Sept.16	Dic.16	Sep.17
INGRESOS OPERATIVOS	**129,292**	**124,888**	**136,542**	**113,286**	**153,634**	**100,429**
Ventas de bienes y servicios	123,884	119,560	131,176	108,722	147,603	94,240
Ingresos por alquiler	3,127	3,324	3,716	2,945	4,056	3,641
Intereses ganados en financiamiento	1,521	1,495	1,539	1,276	1,705	1,485
Otros ingresos operacionales	760	499	111	324	270	1,063
Costo de ventas	**77,020**	**70,250**	**78,003**	**63,787**	**87,310**	**53,393**
UTILIDAD BRUTA	**52,272**	**54,649**	**58,538**	**49,480**	**66,324**	**47,036**
Gastos de ventas, generales y administrativos	**22,337**	**23,476**	**24,074**	**17,769**	**24,084**	**18,394**
Otros ingresos, neto	**3,449**	**5,191**	**2,917**	**1,842**	**3,276**	**1,859**
Ganancia (pérdida) en la venta de terreno	1,468	2,363	(43)	0	0	0
Intereses ganados en depósitos a plazo fijo	108	363	509	340	503	215
Dividendos ganados	1,945	2,382	2,406	1,398	2,630	1,518
Participación patrimonial en asociadas	(72)	63	45	105	143	126
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN	**33,384**	**36,364**	**37,382**	**33,553**	**45,516**	**30,501**
Depreciación y Amortización	8,750	8,904	9,331	6,874	9,308	6,961
UTILIDAD OPERATIVA ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	**24,634**	**27,459**	**28,051**	**26,680**	**36,208**	**23,539**
Gastos de financiamiento	**3,926**	**3,116**	**2,759**	**2,058**	**2,802**	**2,075**
Intereses pagados en financiamientos bancarios	2,255	1,483	1,060	899	1,155	696
Intereses pagados sobre bonos	1,473	1,397	1,408	953	1,375	1,172
Amortización de costos de emisión de bonos	197	235	291	206	272	207
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	**20,708**	**24,346**	**25,292**	**24,622**	**33,406**	**21,464**
Impuesto sobre la renta, neto	1,943	1,902	1,873	1,922	3,121	1,893
UTILIDAD NETA	**18,765**	**22,442**	**23,419**	**22,700**	**30,285**	**19,571**

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS

(En miles de dólares)

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Sept.16	Dic.16	Sep.17
Solvencia						
Pasivos / Patrimonio (veces)	0,89	0,80	0,77	0,71	0,63	0,58
Deuda financiera / Pasivos	88,7%	89,2%	88,6%	89,7%	89,8%	88,9%
Deuda financiera / Patrimonio (veces)	0,79	0,72	0,68	0,64	0,57	0,51
Pasivo / Activo	47,2%	44,5%	43,5%	41,5%	38,7%	36,6%
Pasivos corrientes / Pasivos totales	47,9%	50,2%	47,8%	42,8%	41,9%	51,3%
Pasivos no corrientes / Pasivos totales	52,1%	49,8%	52,2%	57,2%	58,1%	48,7%
Deuda financiera / EBITDA (veces) anualizado	3,56	3,23	3,36	2,95	2,64	2,69
Liquidez						
Activos corrientes / Pasivos corrientes	0,87	0,89	0,87	1,83	1,10	0,98
(Activos corrientes - Inventario - Gastos anticipados) / Pasivos corrientes	0,56	0,63	0,66	1,56	0,87	0,73
Efectivo / Pasivo Corriente	0,27	0,27	0,30	0,27	0,39	0,38
Capital de trabajo	-9,256	-8,078	-9,228	-9,256	6,317	-1,265
Gestión						
Gastos operativos / Ingresos operativos	17,3%	18,8%	17,6%	15,7%	15,7%	18,3%
Gastos financieros / Ingresos operativos	5,0%	4,8%	4,2%	4,7%	4,1%	5,0%
Utilidad operativa / Ingresos operativos	19,1%	22,0%	20,5%	23,6%	23,6%	23,4%
Dias promedio de cuentas por cobrar (días)[1]	70,08	82,44	80,52	89,00	68,06	75,26
Días Promedio de inventario corriente (días)[2]	99,34	91,50	74,17	65,28	61,83	90,56
Días promedio de cuentas por pagar (días)[3]	10,16	11,52	10,63	32,24	9,92	9,67
Ciclo de efectivo	159,25	162,43	144,06	122,03	119,97	156,15
Rentabilidad						
Margen Bruto	40,4%	43,8%	42,9%	43,7%	43,2%	46,8%
Margen Operativo	23,2%	25,0%	25,2%	28,0%	27,5%	28,5%
Margen Neto	14,5%	18,0%	17,2%	20,0%	19,7%	19,5%
ROAA[4]	6,2%	7,2%	7,0%	8,5%	8,4%	7,2%
ROAE[5]	12,2%	13,3%	12,5%	14,8%	14,2%	11,7%
Generación						
Flujo de caja operativo (FCO) al corte	29,220	20,776	9,095	9,963	36,169	19,960
Flujo de caja operativo (FCO) (en US$ miles) 12 meses	29,220	20,776	9,095	14,372	36,169	46,167
EBITDA[6]	35,873	39,250	40,329	36,770	48,979	33,450
EBITDA Anualizado	35,873	39,250	40,329	47,846	48,979	45,659
Margen EBITDA	25,8%	29,1%	27,4%	42,2%	29,6%	30,4%
Coberturas						
EBITDA / Gastos financieros (veces)	5,59	6,54	7,07	8,48	7,82	7,59
EBITDA / Servicio de deuda (GF+ PCDLP) (veces)	1,82	2,09	1,95	2,60	2,24	2,00
EBITDA / Servicio de deuda Sensibilizado (GF + PCDLP+VCN´s) (veces)	0,57	0,71	0,85	1,03	0,95	0,99
FCO / Gastos financieros (veces)	4,56	3,46	1,59	2,55	5,77	7,68
FCO / Servicio de deuda (GF + PCDLP) (veces)	1,48	1,10	0,44	0,78	1,66	2,02
FCO / Servicio de deuda Sensibilizado (GF + PCDLP+ VCN´S) (veces)	0,47	0,38	0,19	0,31	0,70	1,00

[1] Rotación de Cuentas por Cobrar (días) = 360/(Ventas / Cuentas por cobrar)

[2] Rotación de inventario corriente (días) = 360/(Costo de ventas / Inventarios corrientes)

[3] Rotación de cuentas por pagar (días) = 360/(Costo de ventas / Cuentas por pagar)

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

Instrumento	Calificación Anterior (Al 31.03.17) *	Calificación Actual	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 12 deseptiembre de 2017*

ANEXO II

Accionistas al 30.09.2017

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%
TOTAL	100%

Fuente: UNESA / 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: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Plana Gerencial al 30.09.2017

Nombre	Cargo
Guillermo E. Quijano Castillo	Gerente General
Guillermo E Quijano Durán	VP Hospitalidad
Francisco J. linares Brim	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, COMERCIABILIDAD O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.