UNESA®
Unión Nacional de Empresas, S.A.

Panamá, 16 de julio de 2013

Señor
Roberto Brenes
Bolsa de Valores de Panamá, S.A.
Ciudad.-

Estimado señor Brenes:

Por este medio le informamos que el pasado 27 de junio de 2014, la empresa Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A. culminó el proceso de evaluación de riesgo local al Grupo UNESA y subsidiarias, otorgándole por segundo año consecutivo una calificación de **A. pa** con perspectiva estable.

Adjunto encontrará, el informe final que nos entregó la empresa Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A., en donde encontrará los detalles de la calificación otorgada.

Sin otro particular por el momento, nos despedimos de usted.

Muy atentamente,

UNION NACIONAL DE EMPRESAS, S.A.

Víctor Israel Espinosa P.
Gerente Financiero

Adj. Lo indicado

/viep

Apartado Postal 0823-05416 Panamá, Rep. de Panamá · Tel.: 302-5466 · Fax: 263-6547 · E-mail: tesoreria@gruposucasa.com

Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A.
Informe de Calificación
Contacto:
Fernando Arroyo
farroyo@equilibrium.com.pa
Raúl Castellón
rcastellon@equilibrium.com.pa
(507) 214-3790

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

Ciudad de Panamá, Panamá

27 de junio de 2014

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

"La presente calificación no es una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión o de la solvencia de la entidad calificada".

	Millones de US$				
	Mar.14	Dic.13		Mar.14	Dic.13
Activos:	301.9	305.2	U. Neta:	2.8	18.8
Pasivos:	139.0	143.9	ROAA:	6.0%	6.2%
Patrimonio:	162.9	161.2	ROAE:	11.2%	12.2%

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

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados de UNESA y Subsidiarias al 31 de diciembre de 2010, 2011, 2012 y 2013, así como información adicional proporcionada por la Entidad.

Fundamento: Luego de la evaluación efectuada con información a diciembre 2013 y actualizada a marzo 2014, el Comité de Calificación de Equilibrium ratifica la calificación A.pa a Unión Nacional de Empresas, S.A. y Subsidiarias (UNESA). La perspectiva es Estable.

La calificación se fundamenta en la destacada trayectoria de las empresas que conforman el Conglomerado dentro del mercado local, además del posicionamiento de su franquicia, lo que ha facilitado el crecimiento anual de sus ingresos operativos provenientes de una base amplia de clientes, así como el buen acceso a deuda financiera bancaria y de mercado a bajo costo. La Entidad también ha mantenido consistencia en la proporción de sus costos y gastos operativos, lo cual ha beneficiado su nivel de EBITDA[1] a través de los últimos años, y a su vez, permite reflejar alta cobertura de los gastos financieros anuales. Se valoran las políticas dirigidas a mantener bajo nivel de apalancamiento, al mismo tiempo que la participación del patrimonio neto sobre la estructura de capital (pasivos + patrimonio) ha promediado 51.0% en los últimos 4 años, como consecuencia de la retención de utilidades. También se considera la elevada participación de activos con opción de reapreciación que pudiesen ser utilizados en escenarios de tensión, dígase inventarios de muy largo plazo e inversiones disponibles para la venta.

Dado que la industria de la construcción es cíclica por naturaleza y que la unidad de viviendas registra una escala operativa menor en comparación con algunas empresas desarrolladoras en Latinoamérica, se pondera la sensibilidad ante ajustes en la demanda por cambios económicos que redunden en reacomodos en la proyección de ingresos, así como la sensibilidad al incremento en el costo de insumos o recursos financieros. Esta condición es compensada por el buen posicionamiento de la unidad de venta de viviendas, la cual está representada por Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA), dentro de la provincia de Panamá y al desarrollo de terrenos para ventas futuras de viviendas en el largo plazo. Esto se acompaña por la alta proporción de deuda financiera sobre EBITDA en relación a entidades en su categoría de riesgo, aunque también se toma en cuenta la dinámica de utilización de recursos de largo plazo para financiar los terrenos y de corto plazo para apoyar a las necesidades de capital de trabajo. Por lo tanto, la cobertura de los flujos sobre el servicio de deuda[2] es ajustada, aunque también se dispone de activos líquidos que permiten atender los compromisos ante posibles escenarios de estrés. Por otro lado, la Entidad registra concentración de utilidades provenientes de su principal línea de negocio.

La estructura de activos consolidados integra 7 unidades de negocio cuyas actividades son: venta de viviendas, restaurantes, hotelería, venta y alquiler de equipos, construcción y venta de locales comerciales, alquiler de bodegas de almacenamiento y otorgamiento de préstamos.

Los activos más representativos dentro del balance son las partidas de inventario de largo plazo para el desarrollo de proyectos de vivienda, las cuales están conformadas por el costo de los terrenos y costos de construcción en proceso, cuya participación conjunta ha promediado 34% del total de activos en los últimos años.

El Conglomerado redujo el monto de su deuda financiera desde US$133.5 millones al cierre de 2012, hasta US$115.0 millones a marzo 2014, principalmente la deuda con vencimiento menor de 1 año (de corto plazo), lo cual coincide con un menor requerimiento de compra de inventarios y de activo fijo, lo cual a su vez, explica la desaceleración del crecimiento del activo consolidado durante este periodo.

La deuda de corto plazo representó 42.8% del total a marzo 2014, cuyo propósito es financiar requerimientos puntuales de capital de trabajo para las diferentes compañías de UNESA, y que en su mayoría está conformada por líneas

[1] EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*) = Ingresos operativos – Costo de ventas – Gastos generales + Depreciación y Amortización.

[2] Gastos financieros + Porción de Deuda financiera de corto plazo.

de crédito revolventes otorgadas por bancos y Valores Comerciales Negociables (VCN). Por su parte, la deuda financiera con vencimiento a más de 1 año está conformada -en buena medida- por bonos corporativos de muy largo plazo colocados en el mercado local y cuyos fondos se utilizan primordialmente para financiar la compra de terrenos para su posterior desarrollo, así como de activos fijos, en concordancia con la estrategia utilizada para la amortización de estos instrumentos mediante el flujo de las operaciones provenientes de la venta futura de los proyectos en marcha.

La deuda financiera registrada en UNESA es solicitada por medio de SUCASA, quien juega el rol de emisor y deudor ante el mercado, con el objetivo que esta compañía financie sus operaciones, y además, otorgue flujos al resto de las unidades, en caso de ser requerido.

En cuanto al desempeño, el Grupo registró utilidad neta por la suma de US$18.8 millones durante el 2013, el cual ha sido el máximo monto en su historia corporativa.

El EBITDA proveniente de la unidad de viviendas explicó 72.0% del monto consolidado, debido al buen desempeño de sus ventas, las cuales crecieron US$15.7 millones de un año a otro, ó 23.2% en términos relativos, lo cual también se acompañó de menores proporciones en costos y gastos operativos en relación al ingreso operativo.

Las demás unidades de negocio incrementaron sus ventas de un año a otro, sólo con la diferencia de ventas y alquileres de equipos, aunque favorablemente, el EBITDA reflejado por cada una de estas empresas fue superior a los US$1.5 millones, exceptuándose la Financiera. Esto permite que las empresas del Grupo reflejen coberturas de EBITDA sobre servicios de deuda superiores a 1.0 veces, con excepción de la unidad de viviendas y de equipos.

Tomándose en consideración que 83.5% de la utilidad neta acumulada por el Conglomerado en los dos últimos cierres fiscales se explicó por la industria de construcción de viviendas, se estima que la utilidad del Grupo estará similar o por debajo de la reflejada durante el 2013, ya que durante el primer trimestre del 2014, la unidad de viviendas refleja un menor crecimiento en sus ventas en el comparativo interanual, debido al ciclo de estimación de entrega de 5 nuevos proyectos que comenzarán a generar ingresos en el año 2015, aunado a factores vinculados a condiciones político-económicas que atraviesa Panamá, incluida la transición del nuevo gobierno electo, retrasos en la aprobación de planos de urbanización por parte del Estado, entre otros, que a su vez presionaron la utilidad neta consolidada hacia la baja en relación a marzo 2013.

Por su parte, el resto de las empresas del Grupo aún cuentan con desafíos en el crecimiento de sus utilidades de forma sostenida para que ejerzan una mayor contribución sobre el resultado consolidado. Favorablemente, UNESA se encuentra reforzando sus empresas de forma que, a futuro, comiencen a incrementar sus utilidades.

En cuanto a la liquidez, los activos corrientes o, aquellos realizables en un período menor a 1 año, representan 1.56 veces sobre el total de pasivos corrientes o aquellos exigibles en un periodo de tiempo similar, incluyéndose la deuda financiera de corto plazo. La cobertura se beneficia por los títulos disponibles para la venta, los cuales totalizan US$47.3 millones, todos registrados a su precio razonable hasta diciembre 2010, los cuales se distribuyen en participaciones accionarias de entidades bancarias de amplio reconocimiento en el mercado local.

A nivel de flujos, el Flujo de Caja Proveniente de las Actividades de Operación totalizó US$33.1 millones, el cual ha sido el mayor de los últimos años. Asimismo, el flujo operativo al descontarse las variaciones en capital de trabajo[3] totalizó US$28.8 millones, el cual también fue el máximo monto en el registro histórico. Aunque estos montos no son suficientes para cubrir una exigencia inmediata de servicio de deuda, la calificadora reconoce que el posicionamiento y poder de negociación del Grupo le permite contar con bajo costo financiero y la posibilidad de refinanciar su deuda de corto plazo con entidades bancarias de la plaza local. Adicionalmente, la liquidación de inversiones disponibles para la venta permitiría hacer frente a los compromisos de manera oportuna, en caso de un escenario de estrés financiero. Además, el Grupo ha aprovechado las mejoras en su flujo para reducir su deuda financiera en los últimos 15 meses y constituir una reserva en efectivo hasta por US$12.0 millones durante el 2014.

El patrimonio ha crecido –en promedio- 8.9% durante el último quinquenio, cuya variación ha sido ligeramente menor al crecimiento promedio de los pasivos, lo que ha permitido disminuir aún más el nivel de apalancamiento. Además, este nivel ha sido soportado por prácticas administrativas que delimitan su accionar en el uso de sus fuentes de fondeo para financiar las operaciones normales del negocio. La Entidad decidió mantener la valoración de los títulos disponibles para la venta hasta el cierre de diciembre 2010, equivalente a US$36.3 millones, la cual se deriva de los incremento en el valor de las acciones que forman parte del portafolio.

[3] Variación anual en cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar.

Fortalezas

1. Trayectoria y posicionamiento de la franquicia en sus diferentes nichos de mercado, especialmente viviendas.
2. Bajo costo de endeudamiento financiero y coberturas holgadas sobre gastos financieros.
3. Estructura de activos permite la diversificación de ingresos y la sostenibilidad en el mediano y largo plazo.

Debilidades

1. Proporción de deuda financiera es alta respecto a los niveles generados de EBITDA y de flujo operativo, aunque también se reconoce los altos requerimientos de capital para mantener la capacidad operativa en el sector construcción.
2. Flujo de efectivo operativo ajustado que limita la cobertura del Servicio de la Deuda contractual.
3. Algunas unidades de negocio con baja consistencia en el desempeño, que pueden incidir en pérdidas en sus ejercicios.

Oportunidades

1. Potenciar ingresos de otras unidades de negocio.
2. Ampliación de plazos en deuda financiera.
3. Fortalecer procesos de seguimiento, control y divulgación para la toma de decisiones.

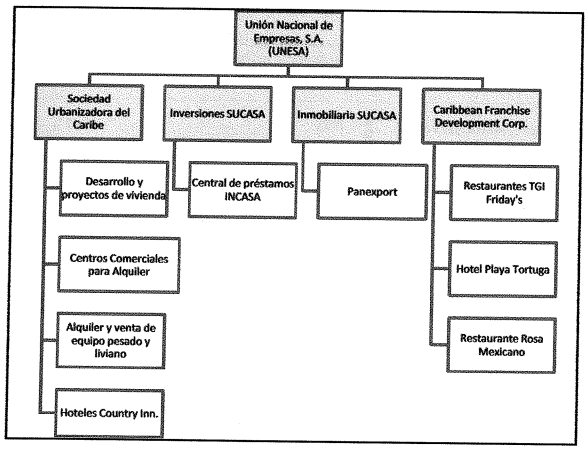
Amenazas

1. Sensibilidad ante cambios adversos en el entorno económico local e internacional.
2. Competencia incide directamente en la generación de ingresos.
3. Variaciones en las condiciones de financiamiento externo: precio, plazo, exigencia de garantías y otros.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Unión Nacional de Empresas, S.A., en adelante UNESA, es un conglomerado de empresas con domicilio en la República de Panamá, que cuenta con más de 45 años de existencia en su principal línea de negocios ejecutada por SUCASA: la venta de viviendas para familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo. La Entidad integra 5 unidades de negocio adicionales, cada una de las cuales pertenecen a las siguientes industrias: hostelería, servicios financieros, alquiler y venta de equipo, administración de galeras y construcción de centros comerciales. La empresa se apega a prácticas de gestión centralizadas apoyadas en procesos y tecnología de comercialización diferenciadas. Las unidades que integran UNESA son las siguientes:

1. Viviendas: Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A., en adelante, SUCASA, desarrolla y comercializa proyectos de vivienda, principalmente en el área metropolitana, los cuales se enfocan a niveles socio-económicos medios y bajos. También se incluye la venta de inmuebles comerciales. Es la unidad de negocio con más antigüedad y trayectoria.
2. Restaurantes: Operan bajo las franquicias T.G.I. Friday's desde julio de 1995, y Rosa Mexicano desde enero del 2012.
3. Equipos: Venta y alquiler de equipo 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 Procesadora 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.



Gobierno corporativo y estructura Gerencial

UNESA se encuentra regulada en su creación y operaciones por el marco general de funcionamiento que estipula el Ministerio de Comercio e Industria de Panamá, aunque no existe un ente fiscalizador especializado.

Para el ejercicio de decisión y seguimiento, se conforman diversos comités que ejecutan la planificación y seguimiento de las operaciones, y a nivel operativo, se ha adoptado un esquema tradicional de controles, procedimientos corporativos y prácticas de divulgación a inversionistas y al mercado, dado que la compañía ha recurrido al mercado de valores para el financiamiento del crecimiento. Los comités se resumen a continuación:

Comité	Frecuencia	Temas Tratados
Ejecutivo	Mensual	Nuevas inversiones, compra de tierra, estructura administrativa, análisis de estados financieros del Conglomerado, asuntos legales.
Finanzas, Crédito y Cobro	Mensual	Morosidades, gestión de cobros, liquidez, inversiones en títulos, políticas de crédito y tesorería.
Auditoría	Mensual	Reportes de auditoría, seguimiento a correcciones y ajustes de políticas.
Recursos Humanos	Mensual	Asuntos laborales, programas de capacitación y entrenamiento, beneficios laborales y contrataciones de alto y medio nivel.
Operaciones	Trimestral	Seguimiento a las operaciones de cada unidad, resultados y perspectivas de las unidades de negocio.

Los miembros de la Junta Directiva ejercen un importante rol en la toma de decisiones, y se distribuyen de la siguiente manera:

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

El equipo gerencial se encarga de la administración de las distintas unidades de negocio. La estructura integra 4 Vicepresidencias, cada una de las cuales dirige distintos departamentos o gerencias de las áreas funcionales, sucursales, tiendas o divisiones de cada unidad de negocio. A su vez, cada unidad de negocios tiene uno o varios gerentes que reportan directamente al Presidente Ejecutivo, quien dirige, coordina y supervisa todas las actividades productivas y de apoyo, y quien a su vez, reporta a la Junta Directiva.

DESEMPEÑO FINANCIERO DE UNESA

Estructura de Activos

Los activos consolidados de UNESA totalizaron US$301.9 millones al 31 de marzo de 2014, lo que representó un crecimiento anual de 1.4%.

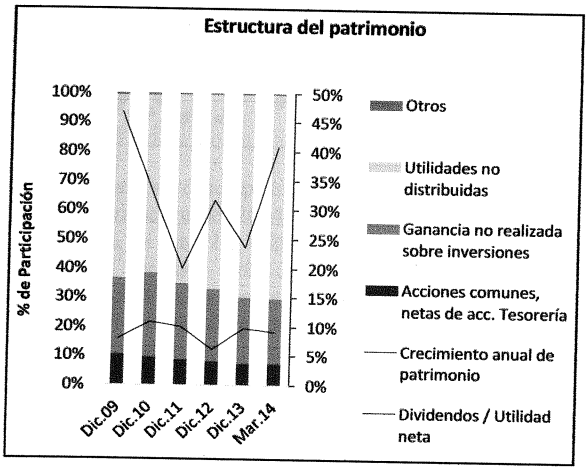
La mayor parte de los activos del Conglomerado se conforman por los inventarios y el activo fijo de las distintas compañías que administra. Por lo tanto, el crecimiento del balance se desacelera por consecuencia directa de estas dos cuentas, las cuales además habían explicado una buena parte del crecimiento durante el año 2012. Esta circunstancia obedece al ciclo de requerimiento

líneas de créditos revolventes. El Conglomerado aplica parámetros rigurosos en cuanto al nivel de deuda que solicitan sus empresas, ya que el repago de intereses y amortización hacia SUCASA proviene de los flujos que generan las unidades de negocio beneficiarias.

Los préstamos a corto plazo o circulantes son utilizados para financiar necesidades de capital de trabajo, principalmente aquellas relacionadas con el desarrollo urbanístico de los proyectos de viviendas en construcción, así como los vinculados a la adquisición de inventarios en la unidad de negocio de venta de equipos gestionada bajo la marca COAMCO. Otro uso para la deuda de corto plazo es el financiamiento interino de construcción, ampliación de instalaciones o remodelación en las unidades de restaurantes, hoteles, alquileres comerciales o galeras.

Los préstamos a largo plazo representan 57.2% de la deuda a marzo 2014 y está compuesta en gran medida por bonos emitidos en el mercado panameño. Estas fuentes pasivas se utilizan, principalmente, para financiar la compra de terrenos en los que se desarrollarán los proyectos de urbanización, además de remodelaciones, ampliaciones y adquisición de activos fijos para SUCASA y para las unidades de negocio complementarias. El plazo promedio de los bonos es entre 8 y 10 años, que le permite al Grupo contar con un margen de tiempo para repagar el bono con el flujo de operaciones que genere un proyecto o grupo de proyectos de vivienda de muy largo plazo.

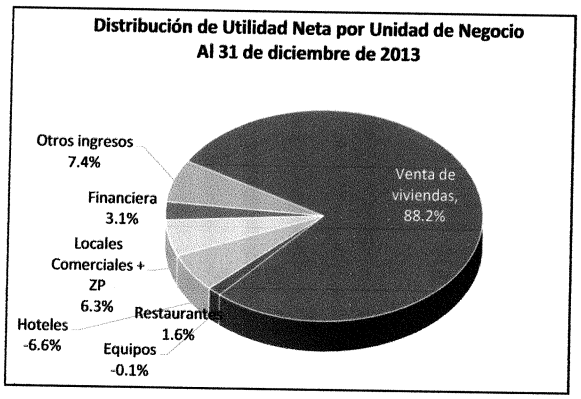
La mayor parte del patrimonio neto está conformado por las utilidades no distribuidas, lo cual ha sido un aspecto favorecedor al apalancamiento bajo. También contribuye el hecho de que se registren ganancias no realizadas por la revalorización de las inversiones disponibles para la venta (hasta diciembre 2010), ya que la posible venta de las inversiones contribuirían una ganancia representativa.



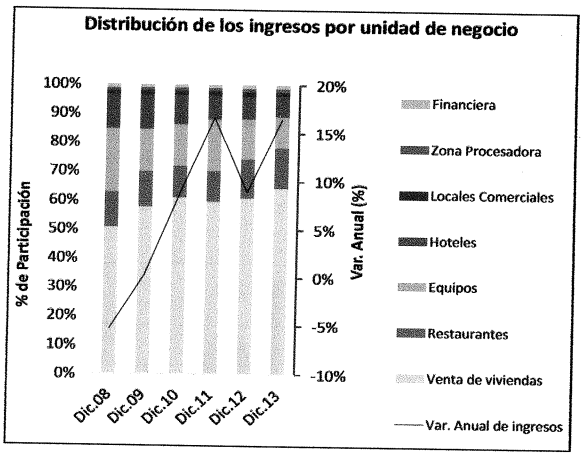
El número de acciones comunes en circulación totalizan 5,129,939 acciones, cuyo valor en libros es US$31.1 por acción. La compañía ha mantenido un promedio de dividendos pagados / utilidad neta de 31.0% durante el último quinquenio, lo cual ha permitido retener la mayor de las utilidades para contribuir al giro normal de negocio.

Resultados y Rentabilidad

La utilidad neta de UNESA totalizó US$18.8 millones, lo que representa un aumento interanual de 52.2% respecto al ejercicio previo. Esto le representó al Grupo su mayor utilidad neta histórica que fue resultado de un buen desempeño de su principal unidad de negocios (vivienda). Durante este ejercicio, las otras unidades de negocio aportaron 4.4% a la utilidad neta consolidada, mientras que los otros ingresos aportaron 7.4%. Los otros ingresos están conformados, en su mayoría, por la venta de terrenos que no son ingresos recurrentes y que tampoco forman parte del giro normal de negocio, por lo que no se consideran a la hora del presupuesto de la unidad de vivienda, y cada oferta es evaluada caso por caso.



La unidad de viviendas generó ventas por US$83.3 millones, la cual equivale un crecimiento interanual de 23.3%, el mayor de los últimos años. Esta condición le permitió incrementar su aporte de ventas al consolidado hasta 64.5% al cierre del 2013. La única unidad de negocio que no incrementó sus ventas fue la de alquiler de equipos, que de US$15.4 millones en el 2012, pasa a registrar US$13.8 millones durante el 2013.



La distribución de los ingresos se concentra en una unidad debido a la elevada trayectoria de la misma. El resto de las unidades de negocio acaparan un mercado meta más reducido, a la vez que cuentan con un máximo de 20 años de haber iniciado sus operaciones, en comparación con la unidad de viviendas (más de 45 años).