



EQPA19/032

Panamá, 22 de enero de 2019.

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 auditada al 31 de diciembre de 2017 e interina al 30 de septiembre de 2018. La perspectiva de la calificación se mantiene *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	<i>Estable</i>	

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,


Ana Lorena Carrizo
Jefe de Análisis de Riesgo

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: 20 ENE 2019

11:36 A.H



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: 22 de enero de 2019

Contacto:
(507) 214 3790

Linda Tapia
Analista Asociado
etapia@equilibrium.com.pa

Ana Lorena Carrizo
Jefe de Análisis de Riesgo
acarrizo@equilibrium.com.pa

Instrumento

Calificación*

Emisor

A.pa

Perspectiva

Estable

(*) Para mayor detalle sobre la definición de la clasificación asignada ver Anexo I en la última sección del informe.

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015, 2016 y 2017 de Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA) y Subsidiarias, así como Estados Financieros No Auditados al 30 de septiembre de 2017 y 2018. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 31/07/2017.

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

La calificación otorgada se sustenta en la fortaleza operativa que muestra el Grupo, el mismo que participa en diversos sectores de la economía panameña, principalmente en construcción a través de su subsidiaria Sociedad Urbanizadora del Caribe S.A. (en adelante, SUCASA), quien desarrolla la venta de viviendas y locales comerciales, posicionándose como una de las principales empresas del sector. A lo anterior se suma la baja Palanca Contable (pasivo / patrimonio) que ostenta a nivel consolidado UNESA, toda vez que el patrimonio financia el 65.87% de los activos, aunque se observa dentro de la estructura patrimonial el fuerte componente de los resultados acumulados de ejercicios anteriores dentro de la estructura. Se pondera igualmente los adecuados indicadores de cobertura del Servicio de Deuda (parte corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros LTM) tanto con el EBITDA como con el FCO, los mismos que todavía son adecuados a pesar del ajuste exhibido en ambos indicadores de generación al corte de análisis y durante el ejercicio 2017 producto de atrasos en la venta de viviendas ante factores externos que afectaron al sector durante el 2017 y primer trimestre de 2018. No menos

importante resulta que, a nivel consolidado, UNESA registra fuentes de fondeo diversificadas, siendo un participante importante en el mercado de capitales panameño a través de la colocación de Valores Comerciales Negociables (VCNs) y Bonos Corporativos a través de su subsidiaria SUCASA.

No obstante lo anterior, restringe a UNESA poder contar con una mayor calificación la relativa concentración de sus ingresos en actividades asociadas al sector construcción y vivienda (a través de SUCASA), los cuales tienden a sensibilizarse ante cambios desfavorables en las condiciones económicas del país y/o en la normativa que regula al sector. En el 2017 la entrega de viviendas se vio afectada por los retrasos en el trámite de los permisos de ocupación, así como cambios normativos relacionados a la Ley de Interés Preferencial, a lo cual se suma en el 2018 una huelga en el sector construcción, todo lo cual ajustó sus indicadores de rentabilidad y generación durante el 2017 y al corte de análisis. Se pondera igualmente de forma desfavorable el riesgo de refinanciación que existe en respecto de los VCNs emitidos por SUCASA, toda vez que, de incorporar los mismos a los indicadores de cobertura del Servicio de Deuda tanto con el EBTIDA como con el FCO, la misma resulta insuficiente. No menos importante resulta la evolución de la Palanca Financiera (deuda financiera total / EBTIDA LTM) a lo largo de los últimos dos ejercicios, indicador que se ha visto afectado producto del menor

EBITDA registrado a raíz de los sustentos señalados anteriormente.

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 en los indicadores de cobertura del Servicio de Deuda incluyendo los VCN's, tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo, acompañado de un indicador de Palanca Financiera menor al exhibido al corte de análisis.

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 producto de una política activa de reparto de dividendos.
- Deterioro pronunciado en sus indicadores de liquidez.
- Incumplimiento de alguno de los resguardos establecidos en los Programas de Bonos Corporativos calificados asociados a UNESA.
- Desaceleración de la economía panameña y/o cambios en la regulación que impacten en el crecimiento del negocio de SUCASA y consecuentemente afecte sus indicadores de rentabilidad.

Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Desarrollos Recientes y Hechos de Importancia

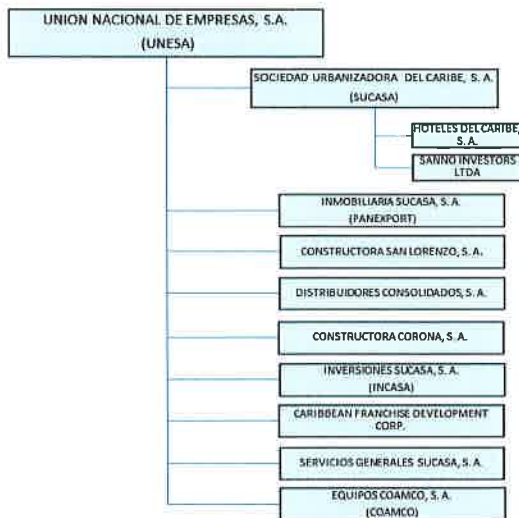
Unión Nacional de Empresas, S.A., es un grupo empresarial con domicilio en la República de Panamá, que cuenta con más de 50 años de existencia. La venta de viviendas para familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo es su principal línea de negocio, la misma que es desarrollada por Sociedad Urbanizadora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

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de UNESA se muestran en el Anexo II del presente informe. Con respecto a los cambios, es de señalar que, a finales del 2018, el señor Juan Ventura Durán falleció no habiéndose designado todavía a su reemplazo. El resto de la Junta Directiva se mantiene sin cambios. Con relación a la Plana Gerencial, se eliminó la Gerencia de Mercadeo luego de la reestructuración del área, ahora cada unidad de negocio tiene su ejecutivo de mercadeo el cual reporta al Gerente de la Unidad de Negocio.

Grupo Económico

A continuación, se muestra la estructura del Grupo Económico:



Fuente: UNESA

Operaciones Productivas

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

1. **Viviendas:** SUCASA desarrolla y vende proyectos residenciales, principalmente en el área metropolitana y algunos sectores del interior del país. 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, en el año 2018 decidieron no renovar la franquicia de Country Inn & Suite y a filiar el Hotel de Amador a la marca RADISSON. En el caso del Hotel en El Dorado decidieron afiliarse a la franquicia Best Western. En Bocas del Toro el "Hotel Playa Tortuga" opera 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 2018, los activos de UNESA totalizan US\$381.8 millones, no registrando mayor variación respecto al mismo periodo de 2017 (+0.92%), lo cual recoge el efecto combinado del retraso en el ciclo de construcción de viviendas de SUCASA producto de la huelga de 30 días de los trabajadores del sector construcción acontecida durante el período de abril-mayo de 2018, al igual que por los atrasos en el proceso de obtención de los permisos de ocupación, cuyos trámites también se han visto afectados e inciden igualmente en la entrega de las viviendas terminadas.

En línea con lo anterior, al 30 de septiembre de 2018, los inventarios corrientes sumaron US\$99.9 millones, aumentando en 9.12% con respecto al mismo periodo del año anterior, de los cuales el 61.66% corresponde a construcciones en proceso y 33.66% a las unidades de viviendas terminadas. Asimismo, la partida relacionada a las unidades de viviendas terminadas pasa de US\$19.3 millones al cierre de 2017 a US\$33.6 millones al corte de análisis, en desmedro de un ajuste en los costos de construcción en proceso que pasan de US\$77.4 millones a US\$61.6 millones en el mismo rango de tiempo.

Por su naturaleza, el 60.65% de los activos del Grupo se concentran partidas no corrientes, las mismas que corresponden principalmente a terrenos (22.35% del total de activos), valores disponibles para la venta (13.71%) e inmuebles, mobiliario y equipo (12.58%). En el caso de los terrenos, dicha partida ascendió a US\$85.3 millones y comprende los activos adquiridos para ser utilizados en el futuro para desarrollar proyectos inmobiliarios. De acuerdo con lo manifestado por la Gerencia, dichos terrenos no se desarrollarían en el corto plazo. Por su parte, los valores disponibles para la venta ascendieron a US\$52.5 millones y corresponden a inversiones que se mantienen en el activo fijo ya que su fin no es salir de ellas en un corto plazo, sin más bien tomarlas como garantía para hacer frente ante algún escenario de estrés de liquidez. A la fecha, dichas

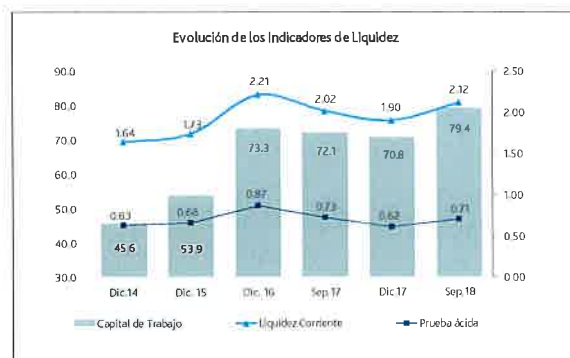
inversiones corresponden a acciones en Empresa General de Inversiones, S.A. y Banco Panamá (ambas relacionadas).

Al 30 de septiembre de 2018, las cuentas por cobrar representan 16.02% del total de activos corrientes (17.68% en el mismo periodo de 2017), retrocediendo en 4.83% respecto a septiembre de 2017. Dicha partida recoge 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 realizaron la correspondiente firma de los contratos de compra-venta, el pago del abono inicial y firmaron una carta de compromiso bancaria, aspectos que mitigan parcialmente la exposición al riesgo de crédito en el caso de la SUCASA, subsidiaria que desarrolla dicho negocio.

Con relación a los indicadores de liquidez de UNESA, la razón corriente se sitúa en 2.12 veces al corte de análisis, no mostrando mayor variación respecto al mismo periodo del ejercicio 2017 (2.02 veces). Al desagregar los activos líquidos dentro de las partidas corrientes, el efectivo y depósitos en bancos se sitúan en US\$26.3 millones, con una variación interanual casi nula (+0.27%). Si bien las partidas corrientes se incrementan en 5.03% respecto al mismo periodo de 2017 al situarse en US\$150.2 millones, el principal sustento lo dan las unidades de viviendas terminadas dentro del total de inventarios.

Respecto a las partidas corrientes del pasivo, las mismas en conjunto no muestran mayor variación respecto a septiembre de 2017 al totalizar US\$70.9 millones, dentro de las cuales el principal rubro lo constituyen los Valores Comerciales Negociables (US\$30.2 millones), los mismos que participan con el 42.65% del total de los pasivos corrientes y aumentan en 29.84% respecto al mismo periodo del ejercicio previo, esto último explicado en la menor utilización de financiamiento bancario en la búsqueda de reducir el costo de fondos. De esta manera, en vista que la principal partida dentro de los pasivos corrientes corresponde al vencimiento de VCNs dentro de los siguientes 12 meses, existe un riesgo de refinanciamiento de dichos títulos por parte del Emisor, lo cual se recoge igualmente en la prueba ácida que se sitúa en 0.71 veces al corte de análisis.

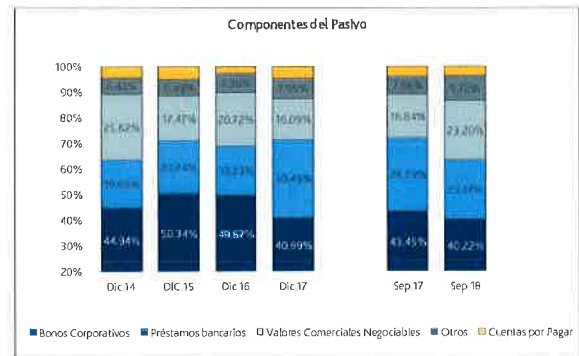
A continuación, se presenta la evolución de los indicadores de liquidez de UNESA:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Estructura Financiera y Solvencia

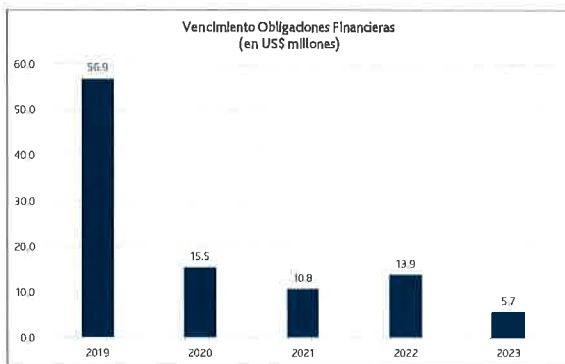
Al 30 de septiembre de 2018, los pasivos de UNESA ascendieron a US\$130.3 millones, retrocediendo en 5.77% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, lo cual recoge principalmente una menor toma de financiamiento bancario (-43.03% al situarse en US\$11.1 millones), la disminución en obligaciones corrientes de arrendamiento financiero (-34.75% al situarse en US\$3.0 millones) y un ajuste en las cuentas por pagar a proveedores (-14.09%, totalizando US\$4.8 millones). De esta manera, al 30 de septiembre de 2018, la deuda financiera total se situó en US\$112.8 millones, retrocediendo en 8.19% respecto al mismo periodo de 2017. A continuación, se muestra la evolución de las principales partidas del pasivo a lo largo de los últimos ejercicios:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Al corte de análisis, las emisiones de instrumentos financieros en el mercado de capitales se constituyen como el principal componente de los pasivos, destacando la emisión de Bonos Corporativos por parte de SUCASA, los mismos que ascendieron a US\$52.6 millones al 30 de septiembre de 2018, representando el 40.22% del total de los pasivos. Dichas colocaciones son utilizadas principalmente para la compra de terrenos que posteriormente son destinados al desarrollo de proyectos residenciales. Cabe mencionar que los distintos Programas de Bonos Corporativos de SUCASA cuentan con garantías tangibles y la fianza solidaria de UNESA. Asimismo, al corte de análisis Equilibrium califica el Primer, Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos de SUCASA, asignando una calificación A+.pa, así como también los Programas de Valores Comerciales Negociables, los mismos que ostentan una categoría EQL 2+.pa. La perspectiva de SUCASA es estable.

Al 30 de septiembre de 2018, el vencimiento de las obligaciones financieras es el siguiente:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

La evolución del Apalancamiento Financiero (deuda financiera total / EBITDA LTM) en los últimos periodos revisados se ha visto afectada por la menor generación de EBITDA, reportando una relación de 3.36 veces al 30 de septiembre de 2018 (3.14 veces en el mismo periodo de 2017). El menor EBITDA recoge principalmente el aumento del costo de ventas asociado a los retrasos en la entrega de viviendas comentado en párrafos anteriores.

Al 30 de septiembre de 2018, el patrimonio neto de UNESA asciende a US\$251.4 millones, mostrando un incremento de 4.78% con respecto al mismo periodo de 2017, el mismo que se sustenta principalmente en la acumulación de utilidades de ejercicios anteriores, partida que representa 74.92% de los fondos patrimoniales. El patrimonio también incluye acciones nominativas tipo B por US\$14.2 millones, las mismas que no tienen valor nominal y no dan derecho a voto, aunque confieren a los tenedores los mismos derechos económicos y reciben los mismos dividendos que los accionistas comunes tipo A (US\$12.8 millones al corte de análisis).

Si bien el patrimonio neto consolidado de UNESA financia el 65.87% de los activos al corte de análisis, lo cual a su vez le permite registrar una baja Palanca Contable (pasivo / patrimonio) al situarse en 0.52 veces al 30 de septiembre de 2018 (0.58 veces en el mismo periodo de 2017), el hecho que el mismo esté conformado principalmente por utilidades retenidas no le brinda estabilidad y le genera riesgo a dicho indicador.

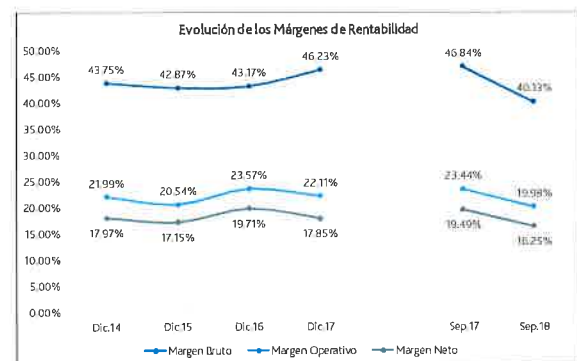
Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Luego de registrar un ajuste al cierre del ejercicio 2017 en los ingresos operativos producto de los cambios en la Ley Preferencial, al 30 de septiembre de 2018, se muestra una recuperación en dicha partida al totalizar US\$115.1 millones, 14.56% mayor a la exhibida en el mismo periodo del ejercicio previo.

En línea con lo anterior, al 30 de septiembre de 2018, los ingresos por venta de bienes y servicios -principal línea de negocio- aumentan en 15.37% al totalizar US\$108.7 millones, contribuyendo de esta manera con el aumento de los ingresos operativos. No obstante, el margen bruto de UNESA se vio afectado producto del incremento en el costo de ventas (+29.02% al totalizar US\$68.9 millones) producto del impacto de la huelga en el sector construcción, así como por los retrasos en los trámites relacionados a los permisos de ocupación y los cambios en la Ley de Interés Preferencial,

conllevar a que la utilidad bruta retroceda en 1.85% al totalizar US\$46.2 millones, mientras que a nivel de margen bruto el mismo pasa de 46.84% a 40.13% entre ejercicios.

Los gastos generales y administrativos no exhiben mayor variación respecto al ejercicio previo al retroceder en 0.71%, situándose en US\$18.3 millones. Si bien esto permite registrar una eficiencia operativa dado que los mismos pasaron de absorber el 18.32% de los ingresos operativos a septiembre de 2017 a 15.87% al corte de análisis, lo anterior no fue suficiente para atenuar el efecto del incremento del costo de ventas, producto de lo cual el resultado operativo se ve afectado al ajustarse en 0.71% respecto al mismo periodo de 2017, totalizando US\$27.9 millones. Así también, el margen operativo se contrajo al pasar de 28.52% a 24.25% entre ejercicios. A continuación, se muestra la evolución de los márgenes de UNESA a lo largo de los últimos ejercicios evaluados:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

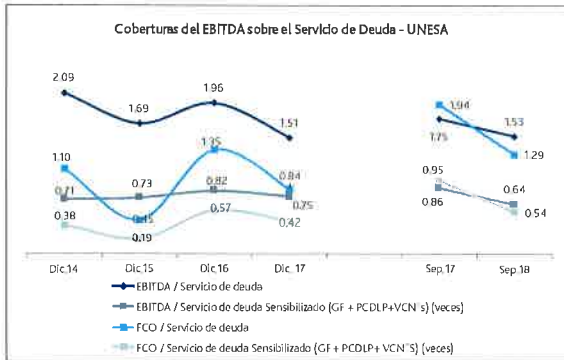
Al 30 de septiembre de 2018, los gastos financieros consolidados de UNESA totalizaron US\$2.1 millones, mostrando un crecimiento de 1.89% respecto al mismo periodo del ejercicio previo, asociado principalmente a mayores intereses pagado por la toma de financiamiento bancario, dado el aumento en las tasas activas de la plaza.

De esta manera, al 30 de septiembre de 2018, el resultado neto retrocede en 4.45% respecto al tercer trimestre de 2017, totalizando US\$18.7 millones, afectados principalmente por el aumento en el costo de ventas detallado anteriormente. La menor utilidad neta afectó los indicadores de rentabilidad consolidados de UNESA, toda vez que el retorno promedio anualizado del accionista (ROEA) pasó de 11.74% a 9.05% entre ejercicios, mientras que el retorno promedio anualizado de los activos pasó de 7.16% a 5.85% en el mismo rango de tiempo.

Con referencia a la generación consolidada de UNESA, al 30 de septiembre de 2018, el EBITDA totalizó US\$27.9 millones, 2.57% menor al registrado en el mismo periodo de 2017, mientras que, de considerar el EBITDA de los últimos 12 meses (LTM), el mismo se ubica en US\$33.6 millones, siendo igualmente menor en 14.22% respecto al estimado a septiembre de 2017. Lo anterior conllevó a que el indicador de cobertura del Servicio de Deuda (parte corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros LTM) se ajuste entre ejercicios al situarse en 1.53 veces (1.75 veces a septiembre de 2017), aunque dicha cobertura todavía se considera adecuada de no incorporar los VCNs, toda vez que

los mismos vienen siendo refinanciados al vencimiento (la cobertura del Servicio de Deuda incluyendo los VCNs ascendería a 0.64 veces).

A continuación, se muestra la cobertura que el EBITDA LTM brindó al Servicio de la Deuda a lo largo de los últimos ejercicios:



Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Por su parte, el Flujo de Caja Operativo (FCO) del periodo se ubicó en US\$33.4 millones, siendo mayor en 38.44% respecto al mismo periodo de 2017, lo cual recoge la normalización de la entrega de viviendas para el 2018, luego de que a fines del 2017 se vieran afectados por cambios en la normativa de viviendas de interés preferencial (retrasando la entrega de casas), así como por los atrasos en el proceso de obtención de los permisos de ocupación. Esta situación se revirtió en el 2018, repercutiendo positivamente en el FCO consolidado de UNESA.

No obstante, al tomar el FCO de los últimos 12 meses, el mismo se sitúa en US\$28.5 millones, mostrando un retroceso de 34.26% respecto al estimado en el mismo corte de 2017, lo cual se sustenta en el importante ajuste que sufrió el FCO al cierre del ejercicio 2017.

A pesar de lo anterior, el FCO LTM otorga una cobertura de 1.29 veces al Servicio de Deuda de UNESA, la misma que si bien retrocede respecto a la cobertura de 1.94 veces exhibida en el mismo periodo de 2017, resulta adecuada de excluir el vencimiento esperado de VCNs en los siguientes 12 meses. De incluir los mismos, la cobertura sería ajustada al situarse en 0.54 veces (0.95 veces a septiembre de 2017), lo cual evidencia la necesidad de refinanciar los mismos a su vencimiento, según se muestra en la siguiente gráfica:

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

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
ACTIVOS						
Efectivo y equivalentes de efectivo	7,148	4,675	11,216	9,369	6,325	9,351
Depósitos a plazo fijo	9,977	14,364	14,767	16,042	14,951	16,929
Total de efectivo, depósitos en bancos y valores	17,125	19,039	25,983	26,210	21,276	26,280
Cuentas por cobrar corrientes:						
Cuentas por cobrar clientes de vivienda	21,093	19,944	15,765	13,507	14,603	11,032
Alquileres	254	411	526	415	495	505
Hipotecas	6,618	7,476	9,067	10,150	10,489	6,606
Préstamos comerciales	39	7				
Préstamos personales, neto de comisiones e intereses no devengados	2,871	2,556	2,146	2,314	2,412	7,123
Menos: reserva para cuentas incobrables	(1,240)	(1,057)	(1,024)	(1,181)	(1,049)	(1,200)
Cuentas por cobrar corrientes, nota de reservas	29,627	29,337	26,480	25,286	27,029	24,066
Inventarios corrientes:						
Unidades de viviendas terminadas y locales comerciales	9,768	8,629	9,649	14,435	19,280	33,624
Costos de construcción en proceso	53,080	62,582	66,525	72,994	77,372	61,590
Materiales, equipos y repuestos	6,434	6,790	4,405	3,515	3,567	4,018
Viveres y bebidas	258	255	255	209	213	212
Otros	560	504	457	378	388	439
Total de Inventarios corrientes	70,100	78,768	81,290	91,532	100,821	99,883
ACTIVOS CORRIENTES	116,852	127,145	133,753	143,028	149,126	150,229
Valores disponibles para la venta	48,311	49,596	52,248	52,333	52,352	52,320
Valores mantenidos al vencimiento	218	218	193	170	170	
Inversiones en asociadas	2,246	2,207	2,179	2,163	2,156	722
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	593	339	372	356	371	212
Cuentas por cobrar varias	1,098	1,017	1,259	864	1,355	1,682
Terrenos	63,766	82,573	85,274	99,901	84,614	85,316
Galerías y Locales comerciales	13,470	13,850	35,132	19,412	34,293	34,643
Equipos en arrendamiento, neto	4,171	3,078	3,986	3,009	2,612	1,657
Inmuebles, mobiliarios y equipos, neto	61,727	65,422	51,527	50,319	50,435	48,029
Franquicias, neto de amortización acumulada	139	206	181	165	160	223
Otros activos	6,310	6,318	6,403	6,553	6,622	6,724
ACTIVOS NO CORRIENTES	202,049	224,825	238,753	235,246	235,141	231,529
TOTAL DE ACTIVOS	318,901	351,970	372,506	378,274	384,268	381,758
PASIVOS						
Sobregiros y préstamos bancarios	11,057	18,650	5,276	19,515	24,498	11,117
Valores Comerciales Negociables Rotativos	36,366	26,756	29,881	23,281	23,181	30,227
Porción corriente de la deuda a largo plazo	1,530	1,246	665	935	985	1,645
Bonos por pagar, porción de corto plazo	7,421	10,000	10,219	11,276	11,690	11,659
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	3,852	3,744	4,694	4,584	4,553	2,991
Cuentas por pagar proveedores	6,158	7,600	4,037	5,602	6,432	4,812
Cuentas por pagar otras	2,298	2,307	2,503	2,220	3,655	4,694
Intereses acumulados por pagar sobre bonos	253	213	162	267	270	277
Impuesto sobre la renta por pagar	25	80	130	42	32	60
Gastos acumulados por pagar	2,329	2,690	2,886	3,198	3,118	3,393
PASIVOS CORRIENTES	71,290	73,287	60,454	70,919	78,363	70,874
Préstamos bancarios, porción de largo plazo	4,761	3,681	12,291	11,499	11,324	12,891
Bonos por pagar, porción de largo plazo	56,376	67,123	61,699	48,807	47,360	40,751
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	5,317	4,458	4,806	2,998	2,615	1,545
Depósitos de clientes	3,905	4,434	4,867	3,960	4,276	4,144
Ingresos diferidos	322	213	101	101	104	103
PASIVOS NO CORRIENTES	70,680	79,910	83,764	67,364	65,680	59,433
TOTAL DE PASIVOS	141,970	153,196	144,218	138,284	144,043	130,307
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	6,005	14,173	14,173	14,173	14,173
Acciones en tesorería	(741)	(741)	(741)	(741)	(654)	(654)
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	35,960
Utilidad no distribuidas	105,379	120,237	134,718	157,128	153,750	169,691
Utilidad del ejercicio	22,442	23,419	30,282	19,571	23,096	18,700
Participación no controladora	69	72	76	78	78	78
TOTAL PATRIMONIO	176,931	198,774	228,289	239,990	240,225	251,451
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	318,901	351,970	372,506	378,274	384,268	381,758

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

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
INGRESOS OPERATIVOS	124,898	136,542	153,634	100,429	129,389	115,053
Ventas de bienes y servicios	119,580	131,176	147,603	94,240	121,667	108,724
Ingresos por alquiler	3,324	3,716	4,056	3,641	4,857	3,800
Intereses ganados en financiamiento	1,495	1,539	1,705	1,485	2,020	1,690
Otros ingresos operacionales	499	111	270	1,063	845	839
Costo de ventas	70,250	78,003	87,310	53,393	69,569	68,886
UTILIDAD BRUTA	54,649	58,539	66,324	47,036	59,821	46,167
Gastos de ventas, generales y administrativos	23,476	24,074	24,084	18,394	25,483	18,263
UTILIDAD OPERATIVA	(20,152)	34,465	42,240	28,642	34,338	27,904
Otros ingresos, neto	5,191	2,917	3,276	1,859	3,307	1,364
Ganancia (pérdida) en la venta de terreno	2,369	(43)	0	0	0	0
Intereses ganados en depósitos a plazo fijo	383	509	503	215	325	279
Dividendos ganados	2,382	2,406	2,630	1,518	2,865	1,732
Participación patrimonial en asociadas	63	45	143	126	118	(647)
Depreciación y Amortización	8,904	9,331	9,308	6,961	9,039	6,280
Gastos de financiamiento	3,115	2,759	2,802	2,075	2,825	2,114
Intereses pagados en financiamientos bancarios	1,483	1,060	1,155	696	930	804
Intereses pagados sobre bonos	1,397	1,408	1,375	1,172	1,608	1,082
Amortización de costos de emisión de bonos	235	291	272	207	287	228
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	24,345	25,292	33,406	21,464	25,781	20,875
Impuesto sobre la renta, neto	1,902	1,873	3,121	1,893	2,683	2,174
UTILIDAD NETA	22,442	23,419	30,285	19,571	23,099	18,700

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

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
Solvencia						
Pasivos / Patrimonio (veces)	0.80	0.77	0.63	0.58	0.60	0.52
Deuda Financiera / Pasivo	89.2%	88.6%	89.8%	88.9%	87.6%	86.6%
Deuda Financiera / Patrimonio (veces)	0.90	0.68	0.57	0.51	0.53	0.45
Pasivo / Activo	44.5%	77.1%	63.2%	57.6%	60.0%	51.8%
Pasivo corriente / Pasivo total	50.2%	47.8%	41.9%	51.3%	54.4%	54.4%
Pasivo no corriente / Pasivo total	49.8%	52.2%	58.1%	48.7%	45.6%	45.6%
Deuda financiera / EBITDA	4.06	3.94	3.07	3.14	3.67	3.36
Liquidez						
Liquidez Corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	1.64	1.73	2.21	2.02	1.90	2.12
Prueba Acida ¹	0.63	0.66	0.87	0.73	0.62	0.71
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.15	0.26	0.43	0.37	0.27	0.37
Capital de Trabajo (Activo corriente - Pasivo corriente)	45,562	53,858	73,299	72,100	70,763	79,355
Gestión						
Gastos Operativos / Ingresos	18.8%	17.6%	15.7%	18.3%	19.7%	15.9%
Gastos financieros / Ingresos	4.8%	4.0%	3.9%	4.8%	4.3%	4.3%
Días promedio de Cuentas por Cobrar ⁵	82.4	80.5	68.1	75.3	75.3	60.9
Días promedio de Cuentas por Pagar ⁷	11.5	10.6	9.9	9.7	14.6	13.5
Días promedio de Inventarios ⁶	349.2	343.5	330.0	446.6	473.1	375.1
Ciclo de conversión de efectivo	420.1	413.4	388.1	512.2	533.8	422.5
Rentabilidad						
Margen bruto	43.8%	42.9%	43.2%	46.8%	46.2%	40.1%
Margen operativo	22.0%	20.5%	23.6%	23.4%	22.1%	20.0%
Margen neto	18.0%	17.2%	19.7%	19.5%	17.9%	16.3%
ROAA ²	7.2%	7.0%	8.4%	7.16%	6.1%	5.85%
ROAE ³	13.3%	12.5%	13.7%	11.74%	9.9%	9.05%
Generación						
FCO	20,776	9,095	29,117	24,125	19,180	33,398
FCO anualizado	20,776	9,095	29,117	43,280	19,180	28,453
EBITDA ⁴	31,172	34,465	42,240	28,642	34,338	27,904
EBITDA anualizado	31,172	34,465	42,240	39,170	34,338	33,601
Margen EBITDA	29.1%	27.4%	29.6%	30.4%	29.1%	25.4%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos financieros (veces)	6.54	6.37	7.05	7.08	6.11	5.86
EBITDA / Servicio de deuda	2.09	1.69	1.96	1.75	1.51	1.53
EBITDA / Servicio de deuda Sensibilizado (GF + PCDLP+VCN's) (veces)	0.71	0.73	0.82	0.86	0.75	0.64
FCO / Gastos financieros (veces)	3.46	1.68	4.86	7.82	3.41	4.96
FCO / Servicio de deuda	1.10	0.45	1.35	1.94	0.84	1.29
FCO / Servicio de deuda Sensibilizado (GF + PCDLP+ VCN'S) (veces)	0.38	0.19	0.57	0.95	0.42	0.54

Elaboración: Equilibrium¹ Activo corriente - Inventario - Gastos Pagados por anticipado / Pasivo corriente² ROAA (Return On Average Assets)= Utilidad neta 12 meses / ((Activo_t+ Activo_{t-1})/2)³ ROAE (Return On Average Equity)= Utilidad neta 12 meses / ((Patrimonio_t+ Patrimonio_{t-1})/2)⁴ EBITDA (Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization)⁵ Rotación de Cuentas por Cobrar (días) = 360/(Ventas / Cuentas por cobrar)⁶ Rotación de inventario corriente (días) = 360/(Costo de ventas / Inventarios corrientes)⁷ Rotación de cuentas por pagar (días) = 360/(Costo de ventas / Cuentas por pagar)

ANEXO I
HISTORIA DE CALIFICACIÓN - UNION NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. (UNESA) Y SUBSIDIARIAS

Instrumento	Calificación Anterior (Al 31.12.17 y 31.03.18) *	Calificación Actual (Al 30.09.18)	Definición de Categoría Actual
Emisor	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 10 de julio de 2018

ANEXO II
ACCIONISTAS, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL - UNION NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. (UNESA) Y SUBSIDIARIAS

Accionistas al 30.09.2018

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

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Directorio al 30.09.2018

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

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

Plana Gerencial al 30.09.2018

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

Fuente: UNESA / Elaboración: Equilibrium

© 2019 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, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada "TAL CUAL" sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.