

INFORME DE  
CALIFICACIÓNSesión de Comité:  
04 de septiembre de 2023

## Actualización

## CALIFICACIÓN\*

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

Domicilio	Panamá
Emisor	BBB+.pa
Perspectiva	Estable

(\*) La nomenclatura ".pa" refleja riesgos solo comprobables en Panamá. Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones e instrumentos evaluados, ver Anexo I.

## CONTACTOS

Leyla Krmelj  
Ratings Manager ML  
[Leyla.Krmelj@moodys.com](mailto:Leyla.Krmelj@moodys.com)

Juan Carlos Alcalde  
Director - Credit Analyst ML  
[JuanCarlos.Alcalde@moodys.com](mailto:JuanCarlos.Alcalde@moodys.com)

Fernando Cáceres  
Associate Director - Credit Analyst ML  
[Fernando.Caceres@moodys.com](mailto:Fernando.Caceres@moodys.com)

## SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

## Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA) y Subsidiarias

## Resumen

Moody's Local afirma la calificación BBB+.pa otorgada como Emisor a Unión Nacional de Empresas, S.A. y Subsidiarias (en adelante, UNESA o el Grupo). La Perspectiva se mantiene en Estable.

Al corte de análisis, la calificación de UNESA (evaluación en base a información consolidada) pondera la trayectoria y fortaleza operativa del Grupo, siendo un importante participante en diversos sectores de la economía panameña, principalmente en construcción y venta de viviendas a personas de ingresos medios y bajos a través de su subsidiaria SUCASA, una de las principales empresas de este sector. Asimismo, se considera en la experiencia del Directorio y la Plana Gerencial en el rubro de construcción y venta de viviendas.

Del mismo modo, la calificación pondera las alternativas de liquidez con la que cuenta el Grupo para hacer frente a sus obligaciones, las cuales incluyen saldos importantes en Depósitos a Plazo Fijo, así como inversiones en instrumentos de renta variable que podrían servir como colateral para acceder a financiamiento de así requerirlo. Lo anterior se complementa con las distintas fuentes de financiamiento que poseen, siendo su subsidiaria SUCASA un importante participante del mercado de capitales panameño a través de la colocación de VCN's y Bonos Corporativos.

Sin perjuicio de lo antes indicado, la calificación se encuentra limitada por los riesgos inherentes al principal sector en que se desenvuelve el Grupo (construcción y venta de viviendas) y su correlación con los ciclos económicos del país. En este sentido, se observa una presión en los costos operativos y los precios de venta de las viviendas, considerando la alta competencia en el sector inmobiliario (oferta de viviendas).

Del mismo modo la calificación considera la elevada Palanca Financiera (Deuda Financiera/EBITDA) observada y de acuerdo con las proyecciones remitidas por el Grupo, se espera que este indicador se mantenga en niveles altos en los próximos periodos. Es importante mencionar que se mantiene el riesgo de refinanciación de los VCN's emitidos por su principal subsidiaria, SUCASA, toda vez que, de incorporar los mismos a los indicadores de cobertura del Servicio de Deuda, tanto por parte del EBITDA LTM como del FCO LTM, dichos ratios registrarían valores por debajo del 100%.

Cabe señalar que la metodología pondera la capacidad de pago del principal originador de flujos de UNESA, que en este caso corresponde a la empresa Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (SUCASA), definiéndose que la calificación de UNESA se ubique por debajo de la del principal originador producto de la subordinación natural existente. A la fecha, Moody's Local califica a SUCASA, asignándole una nota de A.pa al Primer, Segundo y Tercer Programa de Bonos Corporativos Garantizados<sup>1</sup>, así como la categoría ML A-2-.pa a los Programas de Valores Comerciales Negociables (VCNs).

Moody's Local continuará monitoreando la capacidad de pago, así como la evolución de los principales indicadores financieros y proyecciones de UNESA, comunicando oportunamente al mercado cualquier variación en la percepción de riesgo del Grupo.

<sup>1</sup> Para más información sobre las calificaciones de SUCASA, ingrese a <https://www.moodyslocal.com/country/pa/ratings/corp>.

## Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- » Mejora en la calificación de la deuda de largo plazo no garantizada o en la fortaleza financiera de SUCASA.
- » Mayor diversificación a nivel de ingresos por activo generador de mayor calidad crediticia.
- » 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 VCNs, tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo, acompañado de un menor apalancamiento.

## 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.

## Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna.

## Indicadores Clave

Tabla 1

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

	Mar-23 LTM	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Activos (US\$/Miles)	440,751	440,375	426,938	418,065	455,331
Ingresos (US\$/Miles)	109,642	108,249	112,547	69,126	137,317
EBITDA (US\$/Miles)*	15,583	16,578	21,510	13,022	31,060
Deuda Financiera / EBITDA*	6.75x	6.31x	4.53x	7.99x	3.76x
EBITDA / Gastos Financieros*	3.48x	4.21x	4.20x	2.36x	6.28x
FCO + interés Pagado / (PCDLP + interés Pagado)	0.45x	1.02x	2.71x	1.52x	0.57x

(\*) El EBITDA y los gastos financieros han sido ajustados para reflejar de mejor manera los intereses pagados por el emisor.

Fuente: UNESA / *Elaboración: Moody's Local*

## Generalidades

### Perfil de la Compañía

Unión Nacional de Empresas, S.A., es un grupo empresarial domiciliado en la República de Panamá, que cuenta con 54 años de existencia. La actividad más importante que realiza el Grupo es la venta de viviendas para familias con poder adquisitivo medio y medio-bajo, actividad 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.

### Desarrollos Recientes

El 16 de agosto de 2022, la Compañía informó que, el 15 de septiembre de 2022, se pagarían dividendos a razón de B/.0.23 por acción, a los tenedores de las acciones emitidas y en circulación de UNESA registrados hasta el 31 de marzo de 2022 (Tipo A y B).

El 17 de octubre de 2022, la Compañía informó que se encuentra en proceso de creación de la sociedad Delta Restaurant Franchise S.A. con nombre comercial Barra Brew Pub a fin de ampliar su oferta en la unidad de negocios de restaurantes.

El 14 de noviembre de 2022, la Compañía informó de la decisión de la Junta Directiva de otorgar dividendos ordinarios a razón de B/.0.23 por acción pagaderos el 15 de diciembre de dicho año para las acciones comunes Tipo A y B.

El 17 de noviembre de 2022, la Compañía informó de la decisión de la Junta Directiva de otorgar dividendos extraordinarios a razón de B/.0.02 por acción pagaderos el 15 de diciembre que se suman a los dividendos ordinarios ya declarados.

El 2 de febrero de 2023, la Compañía informó que en reunión de Junta Directiva del 1 de febrero se aprobó declarar dividendos ordinarios para todos sus accionistas comunes Tipo A y B a razón de B/0.68, pagadero trimestralmente a razón de B/0.17 por cada acción emitida y en circulación.

El 11 de abril de 2023, mediante hecho relevante, la Compañía comunicó a los Tenedores de Acciones Comunes Tipo A la convocatoria a la Asamblea General Ordinaria de Accionistas para la presentación de los Estados Financieros, el informe del presidente y la elección de miembros de la Junta Directiva la misma que se llevaría a cabo el día 18 de mayo.

El 02 de agosto de 2023, el Grupo comunicó a través de hechos relevantes, el nombramiento como Oficial de Cumplimiento Interino al Lic. Alberto Castellero Navarro.

## Análisis Financiero de Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA) y Subsidiarias

### Activos y Liquidez

PRINCIPALES RATIOS DE LIQUIDEZ MUESTRAN NIVELES ADECUADOS, NO OBSTANTE, SE HA OBSERVADO UNA TENDENCIA DECRECIENTE EN LOS ÚLTIMOS PERIODOS ANALIZADOS

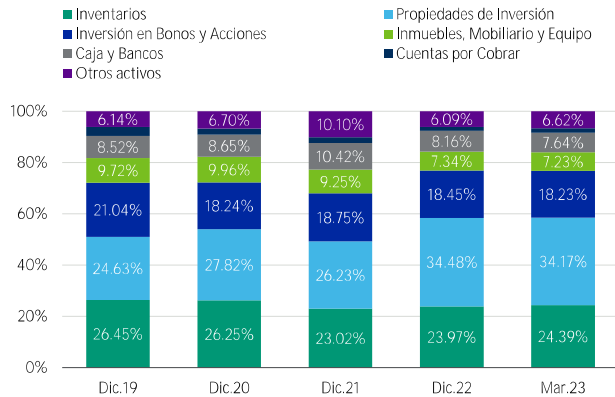
Al 31 de diciembre de 2022, los activos totales del Grupo se incrementaron 3.15% con respecto al ejercicio fiscal 2021. Ello se explicó por el aumento en 35.61% de las propiedades de inversión (principalmente de la subsidiaria SUCASA), por el efecto de las adiciones de nuevos terrenos. Asimismo, se observaron las siguientes reclasificaciones hacia esta misma cuenta: (i) desde la cuenta de adelanto para compra de terrenos, se transfirieron US\$14.9 millones por terrenos para los cuales se culminó el proceso de registro como inversión, los mismos que fueron compensado por la transferencia de US\$4.4 millones hacia existencias para su posterior venta; (ii) desde la cuenta de activo fijo, se transfirieron inmuebles, mobiliarios y equipos correspondientes al Hotel Playa Tortuga, por el cual se ha firmado un acuerdo de alquiler con opción a compra. Estas reclasificaciones explicaron en mayor parte las variaciones de las cuentas adelanto para compra de terrenos e inmuebles, maquinaria, mobiliario y equipo neto. De igual manera, los inventarios crecieron anualmente 7.43% como resultado de mayores costos de construcción en proceso producto del avance de obra de los proyectos de viviendas en cartera del Grupo, así también se observaron incrementos en los materiales, equipos y repuestos. Lo anterior, fue parcialmente mitigado por los menores saldos de efectivo, los cuales disminuyeron a causa de la adquisición de propiedades de inversión y el pago de obligaciones financieras.

Al 31 de marzo de 2023, los activos totales del Grupo se incrementaron levemente en 0.09% trimestral, ello como resultado de un mayor saldo de inventarios (+1.85% trimestral) por mayores costos de construcción en proceso, asimismo, se registraron mayores adelantos para compra de terreno por US\$1.5 millones. Lo anterior se vio contrarrestado por menores niveles de efectivo dado el pago de obligaciones financieras.

Respecto de los ratios de liquidez, al cierre del ejercicio 2022 la liquidez corriente se incrementó a 2.82x desde 2.79x al cierre de 2021, no obstante el capital de trabajo se ubicó en US\$96.8 millones desde US\$98.7 millones. De igual manera, al cierre del primer trimestre del ejercicio 2023, la liquidez corriente se ubicó en 2.72x y el capital de trabajo registró un valor de US\$95.3 millones.

Gráfico 1

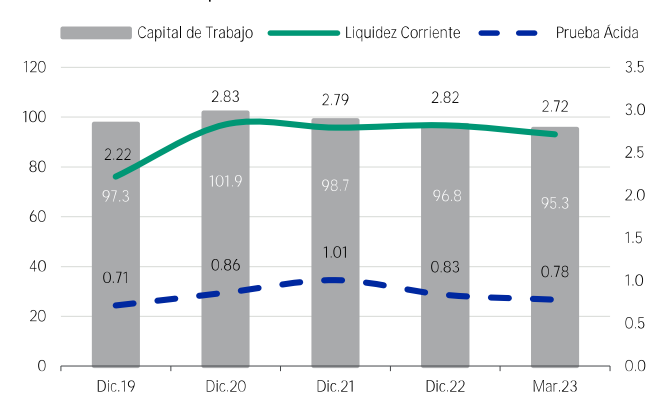
## Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 2

## Indicadores de liquidez



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

## Estructura Financiera y Solvencia

**AUMENTO IMPORTANTE DEL APALANCAMIENTO FINANCIERO, ORIGINADO PRINCIPALMENTE POR LA REDUCCIÓN OBSERVADA EN LOS NIVELES DE EBITDA DEL GRUPO**

Al 31 de diciembre de 2022, los pasivos totales del Grupo crecieron 7.58% con respecto al ejercicio 2021, ello debido al incremento registrado en los niveles de deuda financiera, principalmente por mayores obligaciones con Global Bank por US\$16.5 millones, destinadas a la compra de terrenos, y en menor medida por más obligaciones con Banco Nacional. Asimismo, durante el ejercicio 2022, los bonos por pagar se incrementaron en US\$526.3 miles. Los incrementos anteriormente señalados se vieron contrarrestados por menores obligaciones por terrenos por pagar, las cuales se redujeron anualmente en 77.96% dado el pago de estas.

Se debe mencionar que los Bonos Corporativos emitidos por la empresa subsidiaria SUCASA cuentan con garantías tangibles y fianzas solidarias de las empresas que forman parte del Grupo, e incluyen resguardos financieros asociados al emisor (SUCASA) y a su accionista (UNESA), los cuales, al corte de análisis, se encontraron en cumplimiento, así como las coberturas de las garantías sobre el saldo de los Bonos Corporativos.

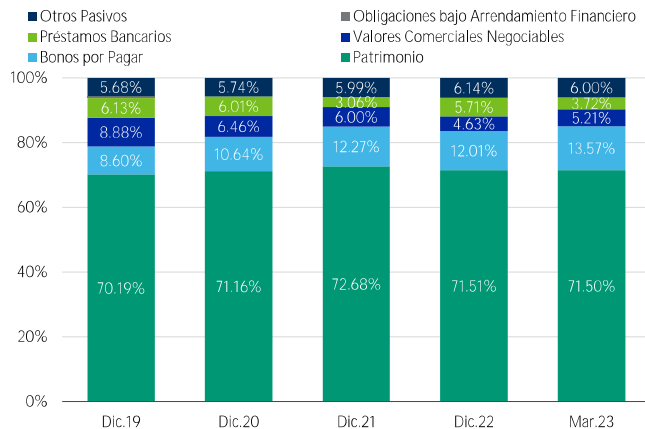
En cuanto a la estructura de fondeo, el patrimonio se mantuvo como la principal fuente de financiamiento al constituir el 71.51% del total, presentando un ligero avance anual de 1.48% producto de los resultados del periodo fiscal 2022, los cuales se vieron contrarrestados por los dividendos declarados por US\$5.2 millones durante el ejercicio 2022.

Al 31 de marzo de 2023, los pasivos totales del Grupo se incrementaron trimestralmente en 0.12%, como resultado de las variaciones en las obligaciones financieras, las cuales presentaron los siguientes movimientos: (i) mayores emisiones públicas de bonos corporativos (principalmente por bonos emitidos bajo Resolución CNV495-10) por US\$7.0 millones; (ii) emisiones de valores comerciales rotativos por en US\$3.1 millones; y (iii) cancelación de obligaciones bancarias de largo plazo por US\$9.2 millones, principalmente por obligaciones con Global Bank. Por el lado del patrimonio, este se incrementó trimestralmente 0.07% por efecto de los resultados netos registrados al cierre del primer trimestre de 2023.

Respecto de los principales ratios de solvencia, al cierre del ejercicio contable 2022, la palanca contable (Pasivo Total / Patrimonio) se incrementó anualmente a 0.40x desde 0.38x, presentando un valor de 0.40x a marzo de 2023, manteniendo niveles controlados. Por el lado de la palanca financiera (Deuda Financiera / EBITDA) este indicador avanzó anualmente a 6.31x desde 4.53x, mientras que a marzo de 2023 fue de 6.75x, este crecimiento importante se originó en mayor medida por la reducción de los niveles de EBITDA del Grupo.

Gráfico 3

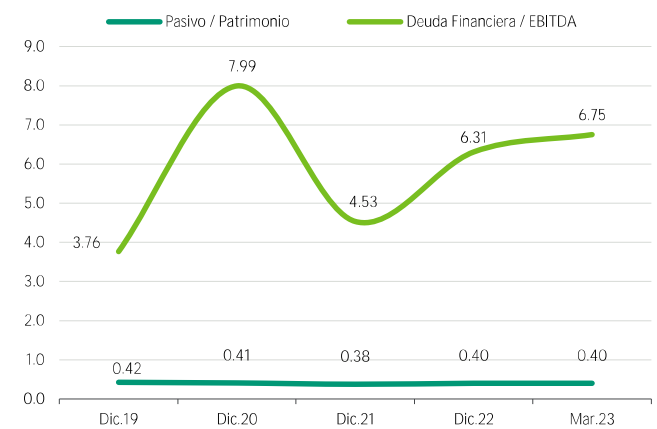
## Evolución de la Estructura de Fondo



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 4

## Evolución de los Indicadores de Endeudamiento



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

## Rentabilidad y Eficiencia

DEBILIDAD DE LA DEMANDA Y MAYORES COSTOS LABORALES Y DE MATERIALES DE CONSTRUCCIÓN HAN CONTINUADO EJERCIENDO PRESIÓN SOBRE LOS NIVELES DE RENTABILIDAD DEL PRINCIPAL NEGOCIO DEL GRUPO

Al 31 de diciembre de 2022, los ingresos totales del Grupo decrecieron anualmente en 3.82%, ello debido a la reducción de ventas presentada en la unidad de negocio de viviendas (principal negocio del Grupo), las cuales retrocedieron 10.74% en el mismo intervalo de tiempo a causa de los ajustes realizados en los precios de venta asociados al aumento de la competencia (dada la sobreoferta inmobiliaria), al ajuste en la capacidad de compra de sus clientes potenciales y a atrasos experimentados en la entrega de unidades inmobiliarias por demoras en las incorporaciones al Régimen de Propiedad Horizontal. A su vez, el margen bruto del Grupo pasó a 29.89% desde el 31.53% registrado al cierre del ejercicio 2021, influenciado por el margen bruto del segmento de viviendas el cual se redujo a 24.24% desde 26.39% ante el aumento de los costos de materiales de construcción y transporte. Cabe señalar que los demás segmentos de negocio del Grupo también presentaron, en mayor o menor medida, reducciones en sus márgenes brutos. Por el lado de los gastos operativos, estos se incrementaron anualmente en US\$2.3 millones principalmente por efecto de mayores gastos de personal, dados los mayores salarios ante incrementos pactados, de igual manera se tuvieron mayores gastos por servicios públicos y publicidad y promociones. En esa misma línea, la utilidad neta del Grupo retrocedió 23.43% respecto de la utilidad neta registrada al cierre de 2021, ello a pesar de la reducción de 23.03% observada en los gastos financieros del ejercicio, así como de los mayores dividendos ganados (+US\$1.1 millones).

Al 31 de marzo de 2023, los ingresos del Grupo se incrementaron interanualmente en 4.82%, por efecto de una mejora observada en las ventas de los segmentos restaurantes, hoteles y locales comerciales en mayor medida. No obstante, las ventas del segmento viviendas se contrajeron 3.80% ante la aun persistente afectación de la capacidad de compra de los clientes producto de la afectación del empleo en la economía panameña. A su vez, el margen bruto del Grupo se redujo interanualmente a 27.28% desde 31.92%, afectado principalmente por la rentabilidad obtenida del segmento de viviendas, cuyos márgenes se vieron reducidos como consecuencia de la presión que ejercieron sobre ellos los altos costos laborales a raíz de los incrementos previamente pactados en la convención colectiva CAPAC<sup>2</sup> – SUNTRACS<sup>3</sup>, así como el aumento significativo en los costos de materiales de construcción y la reducción de los precios de venta por la alta oferta de inventario inmobiliario. La reducción del margen bruto afectó de igual manera al margen operativo, el mismo que se redujo interanualmente a 10.41% desde 14.36%, toda vez que la proporción de los gastos operativos respecto de las ventas no presentó variaciones. Por su parte, los gastos financieros presentaron un incremento de 41.94% respecto de marzo de 2022, por lo que el margen neto también se vio impactado aunque principalmente por el deterioro del margen bruto, y así la utilidad neta se redujo interanualmente en 37.84%.

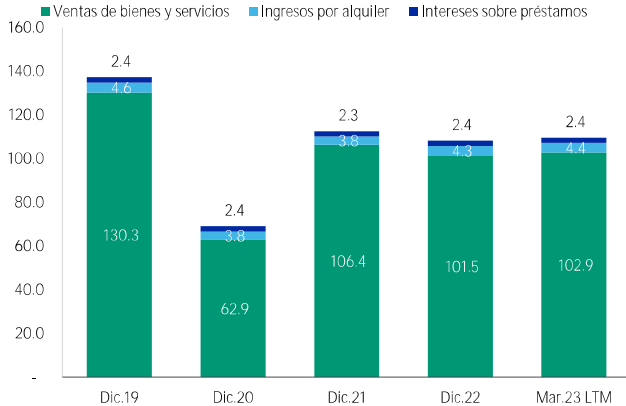
Respecto de los principales indicadores de rentabilidad, a diciembre de 2022, el retorno sobre los activos promedio (ROAA) decreció anualmente a 2.31% desde 3.10%, mientras que el retorno sobre el patrimonio promedio (ROAE) se redujo a 3.20%, desde 4.30%. Esta tendencia decreciente se mantuvo al cierre del primer trimestre de 2023, fecha a la cual el ROAA fue de 2.02% y el ROAE 2.79%.

<sup>2</sup> CAPAC: Cámara Panameña de la Construcción.

<sup>3</sup> SUNTRACS: Sindicato Unica Nacional de Trabajadores de la Industria de la Construcción y Similares.

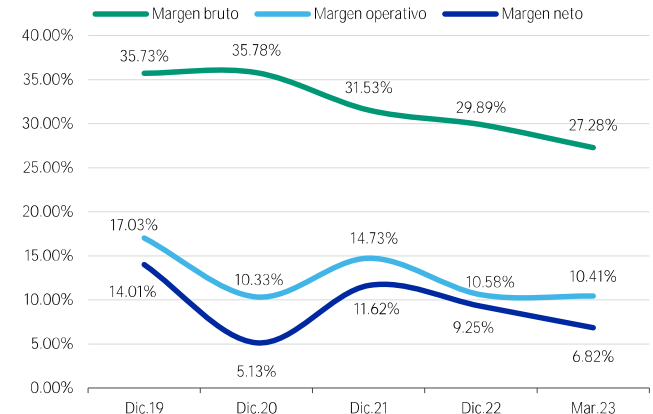


Gráfico 5  
Ingresos por Rubro



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 6  
Evolución de los Márgenes



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

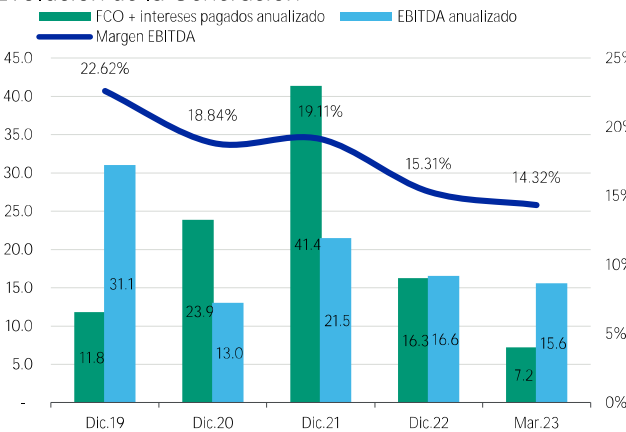
Generación y Capacidad de Pago

REDUCCIÓN DE UTILIDADES AFECTÓ LOS NIVELES DE GENERACIÓN DE CAJA DEL GRUPO Y CONSECUENTEMENTE LOS RATIOS DE COBERTURA

Al 31 de diciembre de 2022, el EBITDA del ejercicio retrocedió 22.93% respecto a diciembre de 2021 como consecuencia de la caída de los ingresos y la presión sobre los márgenes explicada en la sección previa. De igual manera, el margen EBITDA se redujo a 15.31% desde 19.11% en el mismo intervalo de tiempo. A marzo de 2023, esta afectación se mantuvo, toda vez que el EBITDA anualizado se redujo interanualmente a US\$15.6 millones desde US\$21.7 millones mientras que el margen EBITDA fue de 14.32%. Lo anterior incidió negativamente en los indicadores de cobertura de servicio de deuda con EBITDA, ratio que se redujo a 1.05x a diciembre de 2022, desde 1.42x a diciembre de 2021. De igual manera, la cobertura del servicio de deuda a marzo de 2023 fue de 0.97x.

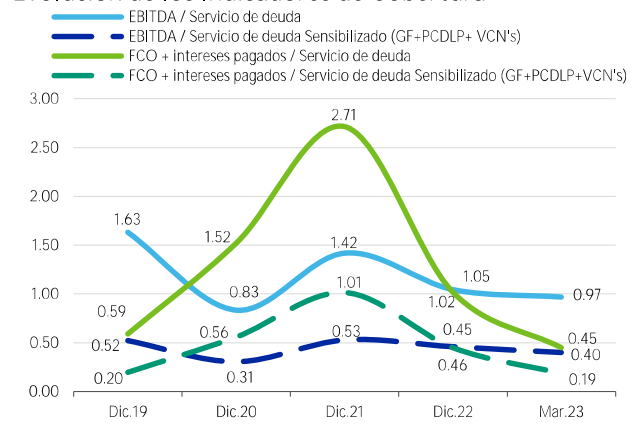
Por su parte, al cierre del ejercicio 2022, el Flujo de Caja de Operaciones (FCO) se redujo anualmente en 66.22% explicado también por los ajustes en los niveles de rentabilidad del Grupo. Cabe señalar que, durante el ejercicio 2021, se realizó inventarios por US\$22.6 millones lo cual impactó de manera importante en la generación de dicho periodo. A causa de lo señalado anteriormente, la cobertura del servicio de deuda por parte del FCO se ajustó anualmente a 1.02x desde 2.71x. Asimismo, al cierre de marzo de 2023, el FCO fue deficitario debido a que todavía persistió la afectación de las ganancias del Grupo junto con una mayor cantidad de cuentas por cobrar otorgadas, así como por el pago de cuentas por pagar; consecuentemente los ratios de cobertura presentaron un mayor ajuste al observado al cierre de diciembre 2022.

Gráfico 7  
Evolución de la Generación



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 8  
Evolución de los Indicadores de Cobertura



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

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

## Principales Partidas del Estado Consolidado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-23	Dic-22	Mar-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>440,751</b>	<b>440,375</b>	<b>424,219</b>	<b>426,938</b>	<b>418,065</b>	<b>455,331</b>
Efectivo y Depósitos en Bancos	33,654	35,922	46,078	44,491	36,159	38,796
Cuentas por Cobrar, Netas	7,633	6,687	6,873	9,585	9,982	15,909
Inventario	107,519	105,571	96,357	98,270	109,731	120,439
<b>Activo Corriente</b>	<b>150,805</b>	<b>149,968</b>	<b>151,372</b>	<b>153,753</b>	<b>157,576</b>	<b>177,138</b>
Propiedades de Inversión	150,592	151,846	111,181	111,968	116,313	112,155
Inmuebles, Mobiliario y Equipo, neto	31,852	32,304	38,807	39,482	41,627	44,242
Otras cuentas por cobrar	15,767	15,566	15,614	15,312	15,128	13,784
Inversión en Bonos y Acciones	80,328	81,232	81,487	80,031	76,245	95,817
<b>Activo No Corriente</b>	<b>289,946</b>	<b>290,407</b>	<b>272,847</b>	<b>273,185</b>	<b>260,489</b>	<b>278,192</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>125,618</b>	<b>125,462</b>	<b>110,862</b>	<b>116,624</b>	<b>120,580</b>	<b>135,754</b>
Obligaciones Financieras	23,480	20,380	23,280	25,830	29,055	46,818
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	4,178	4,178	947	947	947	947
Bonos por Pagar	6,357	6,674	8,142	8,267	7,817	11,058
Cuentas por pagar comerciales	5,555	5,784	4,110	3,741	3,525	4,467
Otras cuentas por pagar	5,695	6,036	4,980	5,227	5,451	5,830
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>55,535</b>	<b>53,185</b>	<b>52,047</b>	<b>55,046</b>	<b>55,668</b>	<b>79,821</b>
Obligaciones Financieras	11,715	20,952	5,207	11,903	22,105	20,602
Bonos por Pagar	53,442	46,231	48,332	44,112	36,650	28,110
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>70,084</b>	<b>72,277</b>	<b>58,814</b>	<b>61,579</b>	<b>64,913</b>	<b>55,932</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>315,133</b>	<b>314,913</b>	<b>313,357</b>	<b>310,314</b>	<b>297,485</b>	<b>319,577</b>
Capital Social	22,495	22,506	23,273	23,582	25,923	26,225
Utilidades no distribuidas	228,498	227,368	224,553	222,502	210,687	209,895

## Principales Partidas del Estado Consolidado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-23	Dic-22	Mar-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Ingresos por Ventas	30,305	108,249	28,912	112,547	69,126	137,317
Costos Operativos	(22,039)	(75,891)	(19,683)	(77,060)	(44,391)	(88,254)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>8,267</b>	<b>32,358</b>	<b>9,229</b>	<b>35,487</b>	<b>24,735</b>	<b>49,063</b>
Gastos Generales y Administrativos	(5,179)	(21,321)	(5,247)	(19,047)	(17,147)	(26,172)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>3,156</b>	<b>11,455</b>	<b>4,151</b>	<b>16,582</b>	<b>7,137</b>	<b>23,387</b>
Dividendos Ganados	816	4,022	736	2,957	2,542	3,508
Gastos Financieros	(1,532)	(4,060)	(1,080)	(5,212)	(5,608)	(5,943)
<b>Resultado Neto</b>	<b>2,067</b>	<b>10,015</b>	<b>3,326</b>	<b>13,079</b>	<b>3,546</b>	<b>19,242</b>

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

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-23	Dic-22	Mar-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	0.40x	0.40x	0.35x	0.38x	0.41x	0.42x
Deuda Financiera / Pasivo	0.84x	0.83x	0.83x	0.84x	0.86x	0.86x
Deuda Financiera / Patrimonio	0.33x	0.33x	0.29x	0.31x	0.35x	0.37x
Pasivo / Activo	0.29x	0.28x	0.26x	0.27x	0.29x	0.30x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.44x	0.42x	0.47x	0.47x	0.46x	0.59x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.56x	0.58x	0.53x	0.53x	0.54x	0.41x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	6.75x	6.31x	4.24x	4.53x	7.99x	3.76x
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	2.72x	2.82x	2.91x	2.79x	2.83x	2.22x
Prueba Ácida <sup>1</sup>	0.78x	0.83x	1.06x	1.01x	0.86x	0.71x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.61x	0.68x	0.89x	0.81x	0.65x	0.49x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	95,271	96,783	99,325	98,708	101,909	97,317
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos Operativos / Ingresos	16.86%	19.31%	17.57%	16.80%	25.46%	18.70%
Gastos Financieros / Ingresos	4.13%	2.88%	2.82%	3.73%	6.68%	3.26%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	22	27	20	31	67	41
Ciclo de Conversión	400	466	385	468	898	463
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen Bruto	27.28%	29.89%	31.92%	31.53%	35.78%	35.73%
Margen Operativo	10.41%	10.58%	14.36%	14.73%	10.33%	17.03%
Margen Neto	6.82%	9.25%	11.50%	11.62%	5.13%	14.01%
ROAA (*)	2.02%	2.31%	3.19%	3.10%	0.81%	4.36%
ROAE (*)	2.79%	3.20%	4.38%	4.30%	1.15%	6.14%
<b>GENERACIÓN</b>						
FCO (US\$ Miles)	-1,383	12,221	8,108	36,177	18,255	5,896
FCO LTM (US\$ Miles)	2,730	12,221	34,700	36,177	18,255	5,896
FCO + Intereses Pagados (US\$ Miles)	149	16,281	9,187	41,390	23,863	11,839
FCO + Intereses Pagados anualizado (US\$ Miles)	7,243	16,281	39,654	41,390	23,863	11,839
EBITDA (US\$ Miles)	4,341	16,578	5,335	21,510	13,022	31,060
EBITDA LTM (US\$ Miles)	15,583	16,578	21,723	21,510	13,022	31,060
Margen EBITDA	14.32%	15.31%	18.45%	19.11%	18.84%	22.62%
<b>COBERTURAS</b>						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	3.48x	4.21x	4.46x	4.20x	2.36x	6.28x
EBITDA / (GF + PCDLP) (*)	0.97x	1.05x	1.47x	1.42x	0.83x	1.63x
FCO + Interés Pagado / Interés Pagado (*)	1.60x	4.01x	8.00x	7.94x	4.26x	1.99x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP) (*)	0.45x	1.02x	2.66x	2.71x	1.52x	0.59x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP + VCN's) (*)	0.19x	0.45x	1.04x	1.01x	0.56x	0.20x

\*Indicadores anualizados

<sup>1</sup>Prueba Ácida = (Activo Corriente - Inventarios - Gastos Pagados por Anticipado) / Pasivo Corriente



## Anexo I

### Historia de Calificación

Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA) y Subsidiarias

Instrumento	Calificación Actual (al 30.09.22)*	Perspectiva Anterior	Calificación Actual (al 31.12.22 y al 31.03.23)	Perspectiva Actual	Definición de la Categoría Actual
Entidad	(modificada) BBB+.pa	Estable	BBB+.pa	Estable	Los emisores o emisiones calificados en BBB.pa cuentan con una calidad crediticia promedio en comparación con otros emisores y transacciones locales

\*Sesión de Comité del 17 de marzo de 2023.

### Declaración de Importancia

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 Moody's Local <https://www.moodylocal.com/country/pa> donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el Código de Conducta, las metodologías de calificación aplicadas por Moody's Local, las categorías de calificación de Panamá y las calificaciones vigentes. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la Metodología de Calificación de Empresas No Financieras aprobada el 14 de marzo de 2023. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Consolidados Auditados al 31 de diciembre de 2019, 2020, 2021 y 2022, así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2022 y 2023 de Unión Nacional de Empresas, S.A. (UNESA) y Subsidiarias. Moody's Local comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Moody's Local 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.

© 2023 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S Y SUS FILIALES CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN APLICABLES DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASesoramiento FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIRSE, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO. SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de las Publicaciones.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 5.000.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody.com](http://www.moody.com), bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado – Gestión Corporativa – Documentos constitutivos – Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación crediticia, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY100.000 y los JPY550.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.