

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
21 de julio de 2021

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

Resumen

Actualización

Moody's Local ratifica la categoría A-.pa otorgada como Emisor a Unión Nacional de Empresas, S.A. y Subsidiarias (en adelante, UNESA o el Grupo).

CALIFICACIÓN*

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

Domicilio	Panamá
Emisor	A-.pa

(* La nomenclatura ".pa" refleja riesgos sólo comparables en Panamá Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones asignadas, ver Anexo I.

Ana Lorena Carrizo
VP – Senior Analyst / Manager
ana.carrizo@moodys.com

Linda Tapia
Analyst
linda.tapia@moodys.com

Cecilia González
Associate Analyst
cecilia.gonzalez@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

La categoría de riesgo asignada recoge la trayectoria y fortaleza operativa del Grupo como 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, considera la experiencia del Directorio y Plana Gerencial en el rubro de construcción y venta de viviendas, y el respaldo de los accionistas con el Grupo. Del mismo modo, la calificación considera las alternativas de liquidez con la que cuenta el Grupo para hacerle 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 obtener financiamiento. 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 y bajo presión producto del entorno operativo desafiante asociado al impacto de la pandemia COVID-19¹, lo que afectó negativamente el crecimiento de diversos sectores económicos del país, entre ellos las actividades de construcción, restaurantes y hoteles en los que se desenvuelve el Grupo, dada la correlación de dichos sectores en los ciclos económicos. De acuerdo a información publicada por el Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC), durante el 2020 el producto interno bruto (PIB) de Panamá presentó una caída de 17.9%, respecto al año anterior, a causa de la crisis sanitaria. Lo anterior incidió negativamente en la actividad de UNESA mostrando una desaceleración en su generación debido al menor desempeño de los distintos negocios que maneja, aunque con énfasis en construcción por el peso relativo que tiene sobre el resto de los negocios del Grupo, debido al menor nivel de ventas de viviendas. En vista de ello, durante el 2020 y el primer trimestre de 2021 se observó un ajuste importante en el EBITDA LTM debido a la reducción de los ingresos por ventas; en tanto, el FCO LTM aumenta derivado del cambio positivo en inventarios por entregas de vivienda y reducción en el saldo de las cuentas por cobrar. De este modo, la cobertura del Servicio de Deuda (Parte corriente de la deuda de largo plazo + Gastos financieros LTM) con el EBITDA LTM se ajusta por debajo de 1.0 vez, sin embargo, el Grupo mantiene liquidez suficiente para hacer frente al pago de sus obligaciones. En lo que respecta al FCO LTM, el mismo mejora, manteniéndose muy por encima del 1.0 vez. Por otro lado, la Palanca Financiera (Deuda Financiera/EBITDA) muestra una tendencia creciente, alcanzando 10.59 veces en diciembre de 2020, desde 4.14 veces en diciembre de 2019, derivado de la menor generación de EBITDA anualizado y a pesar de la reducción de la deuda financiera. En ese sentido es importante mencionar que el Grupo mantiene una buena posición de liquidez, complementada con inversiones que podrían utilizarse para respaldo de nuevas facilidades, así como disponibilidad de líneas y acceso al mercado de capitales. Sin perjuicio de lo anterior, es importante mencionar que se mantiene el riesgo de refinanciación de los Valores Comerciales Negociables (VCN's) y Bonos Corporativos emitidos por su principal subsidiaria, Sociedad Urbanizadora del Caribe S.A. (SUCASA), toda vez que a la fecha la coyuntura genera un mayor riesgo para reperfilar los vencimientos de corto plazo, a lo cual se suma el encarecimiento evidenciado en el costo de fondeo producto del mayor riesgo.

¹ El 13 de marzo de 2020, el Gobierno declaró el Estado de Emergencia Nacional, lo cual incluyó medidas de inmovilización y aislamiento social obligatorios a nivel nacional hasta el 14 de septiembre de 2020, fecha en la cual se eliminó la restricción de movilidad por género y se eliminó la cuarentena total los días sábado en la mayoría de las provincias del país.

Moody's Local continuará monitoreando la capacidad de pago de UNESA y la evolución de sus principales indicadores financieros, toda vez que todavía no es posible determinar el efecto final ni el periodo de recuperación en su generación y flujos del negocio, los cuales a la fecha se encuentran afectados por las medidas decretadas por el Gobierno a raíz de la propagación de la pandemia COVID-19 en el país.

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 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-21 LTM	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Activos (US\$/Miles)	419,656	419,556	455,331	428,219	427,529
Ingresos (US\$/Miles)	67,177	69,126	137,317	158,629	128,544
EBITDA (US\$/Miles)	10,433	9,827	28,214	38,189	33,493
Deuda Financiera / EBITDA	9.68x	10.59x	4.14x	2.71x	3.77x
EBITDA / Gastos Financieros	4.33x	4.25x	13.44x	15.48x	13.20x
FCO + interés Pagado / (PCDLP + interés Pagado)	1.85x	1.69x	0.57x	1.98x	0.80x

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. Por otro lado, es importante mencionar los avances en materia de Gobierno Corporativo, lo que implicó el ingreso de un director independiente, y la ejecución el plan de reformas y correcciones para alcanzar mejoras en este sentido.

Desarrollos Recientes

En reunión celebrada el 29 de diciembre de 2020, se aprobó que a partir de enero de 2021, se declararán dividendos para todos los accionistas comunes tipo A y B, en base a los resultados trimestrales, manteniendo un tope de hasta el 40% de las utilidades netas. En este sentido en marzo de 2021 se pagaron dividendos por US\$563.6 mil. Adicionalmente, en febrero de 2021 se comunicó la reactivación del programa de recompra de acciones a partir del 26 de febrero de 2021. Presupuesto es de US\$5 millones y han recomprado US\$572

mil. Durante un mes se podrá recomprar hasta US\$200 mil y las mismas se harán a través de la bolsa. En este sentido, en abril de 2021, la Junta Directiva aprobó el pago de un dividendo extraordinario a razón de US\$0.125 por acción el cual fue pagado el 28 de mayo, sobre las utilidades del año 2020 de US\$3.5 millones.

El día 14 de mayo de 2021 fue nombrado como Vicepresidente de Vivienda al Licenciado Diego Enrique Quijano Durán, quien será el responsable de la gestión administrativa y de ventas de vivienda, así como de la compra de tierras y el desarrollo de las urbanizaciones y complejos y apartamentos.

La propagación de la pandemia COVID-19 y las medidas adoptadas por el Gobierno para hacer frente a la crisis sanitaria han afectado la actividad económica en el país, lo que se ha visto reflejado en una disminución de los ingresos tanto de las personas como de los negocios considerados no esenciales, de los cuales diversos sectores se mantuvieron cerrados desde el inicio del Estado de Emergencia, todo lo que se plasma en un aumento en la tasa de desempleo, la misma que se ubica en un 18.5% y según el Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC) en el 2021 podría cerrar con una tasa de desocupación entre 10% y 12%. En línea con lo anterior, durante el 2020, la producción de bienes y servicios en la economía panameña, medida a través del PIB, presentó una caída de 17.9%, respecto al año anterior, según cálculos del INEC. Lo anterior afectó el desempeño de los distintos sectores de la economía, aunque con riesgos diferenciados por tipo de empresa, lo cual depende de la naturaleza de sus operaciones y la demanda de los productos ofrecidos o servicios prestados. Si bien a la fecha no es posible determinar el impacto real frente al COVID-19 por corresponder a un evento que todavía está en curso, Moody's Local mantiene calificado como Riesgo Alto el sector de Hoteles producto del impacto que ha tenido la pandemia en este sector, a pesar de que ya se han abierto las fronteras y vuelos internacionales de las principales aerolíneas. Así también, la medida anunciada a fines del 2020 de ordenar el cierre nuevamente de establecimientos comerciales (con excepción de supermercados y farmacias, centros médicos y empresas de servicios esenciales) y la cuarentena en las principales provincias del país ha traído como consecuencia una disminución significativa en el flujo de personas, generando nuevamente afectaciones en algunos sectores durante el primer trimestre de 2021. Con respecto a las actividades de Bienes Raíces y Construcción, ambas se computan igualmente como Riesgo Alto, por haber estado con sus operaciones y transacciones paralizadas, habiendo enfocado sus acciones en disminuir los gastos operativos, cuidar la caja y dimensionar los requerimientos futuros de capital de trabajo, lo que ha generado un impacto negativo en la venta de activos inmobiliarios. Adicional a las medidas tomadas por parte de los distintos reguladores con el fin de mitigar el fuerte impacto que el COVID-19 tendrá en mayor o menor medida en los distintos sectores de la economía, también está el riesgo del costo de financiamiento, toda vez que, al aumentar el riesgo global, el costo de fondeo para ciertas empresas -en especial las de Riesgo Alto o empresas muy apalancadas y con baja liquidez- se estima aumentaría, lo cual generará una presión adicional sobre los resultados de las mismas.

En mayo de 2020, el Grupo mediante nota a la Bolsa de Valores de Panamá comunicó como un hecho de relevancia que no se acogerían al acuerdo 3-2020 ni a ninguna de las excepciones que ofreció la banca panameña para extender los plazos hasta el 31 de diciembre de 2020, ni tampoco solicitaría modificaciones a los términos y condiciones en los instrumentos emitidos. Asimismo, indicaron que, con el propósito de fortalecer la liquidez del grupo, decidieron no declarar dividendos y suspender temporalmente el programa de recompra de acciones que habían iniciado en el mes de octubre de 2019. A principios del 2021, el Grupo anunció mediante una carta a la Bolsa que a partir de esa fecha se iniciaría con el pago de dividendos establecido, de manera trimestral manteniendo un tope de hasta el 40% de las utilidades netas.

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

Activos y Liquidez

CONTRACCION EN LOS ACTIVOS PRODUCTO DE LA MENOR ACTIVIDAD DE LA CONSTRUCCIÓN. REDUCCION EN PASIVOS CORRIENTES FORTALECE SU POSICIÓN DE LIQUIDEZ

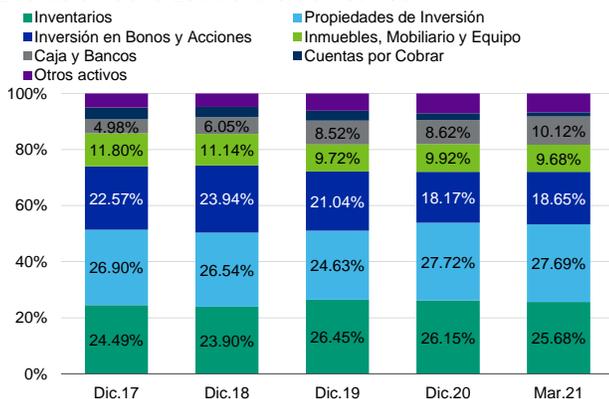
Al 31 de diciembre de 2020, los activos del Grupo retroceden 7.86% al compararlo con el cierre de diciembre de 2019, lo cual es reflejo de los efectos de la pandemia en la economía panameña, que resultó en la paralización de las operaciones del grupo durante aproximadamente 5 meses y su posterior reactivación a partir del mes de septiembre de 2020. El comportamiento de los activos se encuentra explicado principalmente por: i) reducción en las cuentas por cobrar a clientes (-37.26%) ante la culminación de trámites hipotecarios en proceso por parte de los bancos, ii) menores montos en inventarios (-8.89%), por reducción en costos de construcción y el inicio de entrega de viviendas terminadas, y iii) menores saldos en efectivo y depósitos a plazo (-6.80%) para hacer frente a los compromisos financieros. Adicionalmente, los activos se vieron afectados por la desvalorización en el valor de las acciones de Empresa General de Inversiones, S.A. por US\$19.6 millones, disminuyendo su participación dentro del balance a 18.17%, desde 21.04% en diciembre de 2019). Todo lo antes comentado no pudo ser compensado por el crecimiento en las propiedades de inversión, las cuales aumentaron US\$4.2 millones o 3.71% correspondiente a la compra de un terreno, cuyo proceso de negociación inicio en el 2019. En vista de lo anterior, las propiedades de inversión pasan a representar el principal activo, con un 27.72% de participación, lo que está en

línea con el perfil de negocios del Grupo a través del mantenimiento de inventarios de terrenos para futuros desarrollos de viviendas. La disminución en inventarios y cuentas por cobrar, indicada con anterioridad, explican la reducción en los activos corrientes de 11.04%. A pesar de lo anterior, los activos corrientes proporcionan una cobertura de 2.83 veces a las obligaciones corrientes, superior a 2.22 veces reportada a diciembre de 2019, explicado por la disminución del pasivo corriente (-30.26%), principalmente en el rubro de obligaciones financieras de corto plazo (-37.94%) y en los Bonos por Pagar (-29.31%), asociado a la menor actividad de construcción. Lo anterior, igualmente se plasma en un capital de trabajo positivo y con tendencia creciente, lo que cobra mayor relevancia dentro del contexto económico actual. Adicionalmente, es importante mencionar que la liquidez del Grupo, se favorece de la posibilidad de utilizar sus inversiones en acciones como colateral para acceder a créditos ante un escenario de estrés. Esto último, dada la coyuntura actual fue ratificado por la administración en caso de así requerirlo.

Con referencia al primer trimestre de 2021, los activos del Grupo no mostraron una variación significativa con relación al cierre del ejercicio 2020, manteniendo su estructura. Si bien el efectivo y depósitos en bancos incrementan 17.45% producto de la reactivación de la actividad, el mismo fue contrarrestado por la reducción en las cuentas por cobrar (-39.63%) y los inventarios (-1.79%) por entrega de viviendas e incremento en la construcciones de viviendas nuevas. Por el lado de la liquidez, la misma se mantiene en igual nivel, siendo que los activos corrientes proporcionan una cobertura de 2.83 veces a sus obligaciones corrientes. La prioridad del Grupo es priorizar sus niveles de liquidez, lo que refleja en el incremento del efectivo y depósitos en bancos, comentado por anterioridad.

Gráfico 1

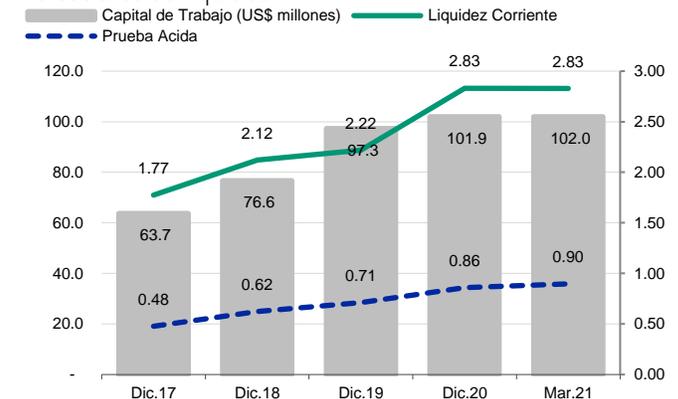
Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 2

Indicadores de liquidez



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

Estructura Financiera y Solvencia

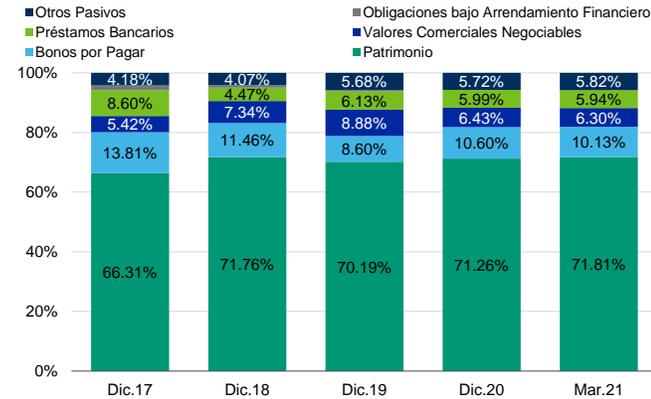
PALANCA FINANCIERA INCREMENTA POR MENOR GENERACION DE EBITDA, A PESAR DE LA REDUCCIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA

El patrimonio neto de UNESA se mantiene como la principal fuente de fondeo, al representar el 71.26% de los activos totales al 31 de diciembre de 2020. Al cierre del ejercicio fiscal, el patrimonio se reduce 6.45% afectado principalmente por el cambio neto en el valor razonable de inversiones en acciones y bonos por US\$21.1 millones, así como por los dividendos pagados por US\$2.8 millones o 14.31% del periodo 2019, lo que no pudo ser compensado con las utilidades obtenidas durante el periodo de US\$3.5 millones. La importante participación del patrimonio dentro del balance explica el bajo apalancamiento contable (Pasivo / Patrimonio) de 0.40x, mientras que la palanca financiera (Deuda Financiera / EBITDA LTM) incrementa a 10.59x en diciembre de 2020, desde 4.14x en diciembre de 2019, derivado de la menor generación de EBITDA y a pesar de la reducción de deuda financiera (-10.92%) con respecto al cierre de 2019. Es importante mencionar que el patrimonio se encuentra conformado principalmente por utilidades retenidas (70.47%), lo que sensibiliza los niveles de capitalización al pago de dividendos; no obstante, este pago no puede superar el 40% de las utilidades, tal y como lo establecen los resguardos financieros. En lo que respecta a los pasivos, estos totalizaron US\$120.6 millones, luego de contraerse 11.18% con respecto a diciembre de 2019. Esta reducción en los pasivos se debe fundamentalmente a la disminución en obligaciones financieras como consecuencia del pago de Valores Comerciales Negociables (VCN's) por US\$13.5 millones, los que fueron reemplazados por emisiones de Bonos por hasta US\$16.5 millones buscando financiamiento de más largo plazo ante la coyuntura actual. Asimismo, se hace importante mencionar que durante el año 2020 se redimieron bonos por US\$11.2 millones. Se destaca que, el Grupo financia la compra de terrenos y activos fijos con bonos, en tanto el financiamiento de corto plazo (préstamos bancarios y VCN's) es utilizado para financiar las construcciones en proceso. Cabe mencionar que los distintos Programas de Bonos Corporativos de SUCASA cuentan con garantías tangibles y la fianza solidaria de UNESA. Moody's Local 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 ML 2-.pa.

Para el primer trimestre de 2021, los pasivos disminuyen 1.88% influenciados por la reducción en la deuda financiera (-2.91%) principalmente en menores saldos en Bonos Corporativos. Por el lado del patrimonio, se mantuvo relativamente estable (+0.79%) sostenido por la retención parcial de las utilidades del periodo, así como la recuperación en el valor razonable de inversiones (US\$1.7 millones). Es importante mencionar que durante el periodo se han declarado y pagado dividendos por US\$563.5 mil, lo que representó el 15.89% de las utilidades del 2020. En lo que respecta a la palanca financiera se reduce a 9.68x, derivado de la recuperación en el EBITDA anualizado con respecto a diciembre de 2020 así como por la reducción de la deuda financiera.

Gráfico 3

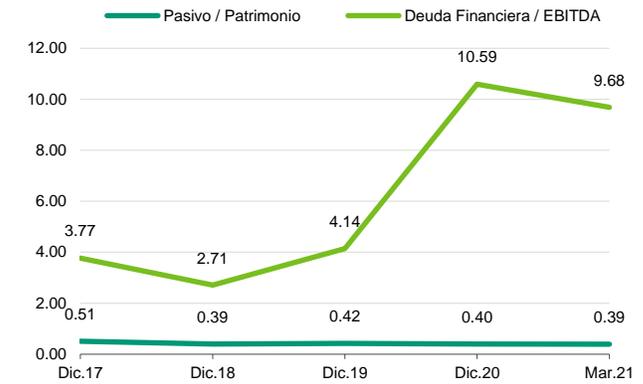
Evolución de la Estructura de Fondo



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 4

Evolución de los Indicadores de Endeudamiento



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

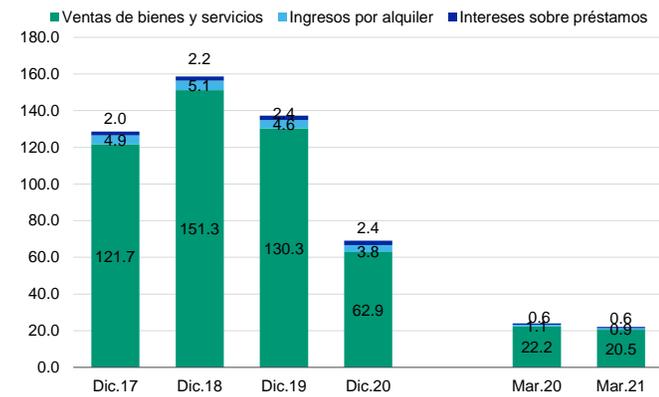
Rentabilidad y Eficiencia

MARGENES SE RECUPERAN EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2020 COMO RESULTADO DE EFICIENCIAS ALCANZADAS A NIVEL DE LOS GASTOS DE PERSONAL

En lo que se refiere a los resultados, al 31 de diciembre de 2020, los ingresos consolidados reducen 49.66% respecto a lo observado en el mismo periodo del año anterior, afectados por el menor nivel de ventas de viviendas, principal actividad del grupo, como resultado de la paralización de las operaciones del Grupo durante 5 meses en el 2020 a consecuencia de la pandemia COVID-19. Lo anterior, no pudo ser compensado por los menores costos de venta (-47.77%), resultando en la reducción del margen bruto, el cual pasa a 31.16%, desde 33.66%; y más aún del margen operativo que cae a 5.70%, desde 14.96% en el 2019, pese a las eficiencias alcanzadas a nivel de gastos operativos explicado en el hecho de que gran parte de éstos gastos son fijos. Por otro lado, los gastos financieros aumentan 10.19% asociado principalmente al reemplazo de la deuda financiera de corto plazo por deuda a mediano plazo cuyas tasas son más elevadas. Todo ello, derivó en una utilidad neta menor (-81.57%) comparada al mismo periodo del año anterior, impactando negativamente los indicadores de rentabilidad sobre activos (ROAA) y sobre el patrimonio (ROAE), los cuales se ubicaron en 0.81% y 1.15%, respectivamente.

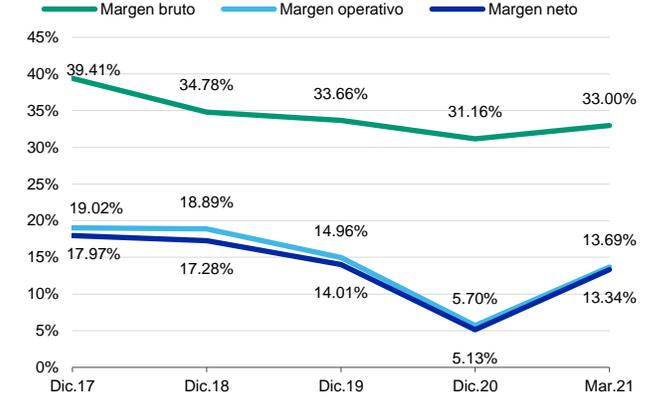
Al 31 de marzo de 2021, el Grupo reportó una disminución en sus ingresos consolidados de 8.14% respecto a lo observado en el mismo periodo del 2020, tras reducirse el nivel de ventas de viviendas por el efecto de la COVID-19 en las operaciones del Grupo. En este sentido, es importante mencionar que durante el 2021, producto del aumento en los contagios, se dieron nuevas restricciones durante los meses de enero y febrero, afectando sus actividades. Por otro lado, los costos de ventas se reducen 7.90%, permitiendo contener el deterioro en el margen bruto, el cual no mostró variaciones significativas. Lo anterior fue compensando con la contención en gastos operativos principalmente relacionados con salarios y décimo tercer mes por reducción de personal (720 empleados a marzo de 2021, desde 1,124 en 2020), el cual se reduce 28.40%, permitiendo registrar una utilidad operativa superior en 33.44% a la observada en igual periodo del año anterior. Lo antes comentado, dio como resultado que la utilidad neta alcanzara US\$2.9 millones, superando en 28.78% la reportada para el mismo periodo del año anterior.

Gráfico 5
Ingresos por Rubro



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 6
Evolución de los Márgenes



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

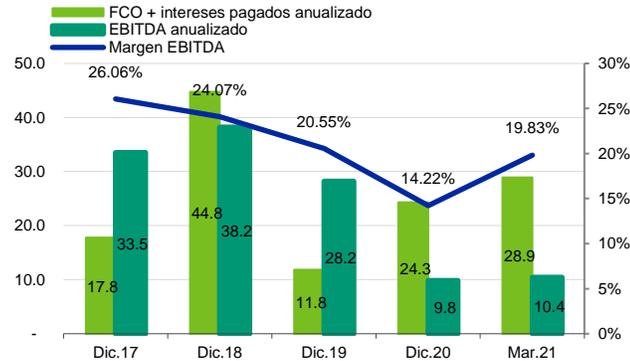
Generación y Capacidad de Pago

MENOR GENERACION DE EBITDA IMPACTA LA CAPACIDAD DE PAGO, CONLLEVANDO AL AJUSTE DE LAS COBERTURAS POR DEBAJO DE UNA VEZ

Con respecto a la generación consolidada de UNESA, durante el 2020 se observó un ajuste importante en el EBITDA debido a la reducción de los ingresos por ventas, cuya generación se reduce un 65.17% con respecto al cierre de 2019. En tanto, el FCO LTM aumenta 217.67% derivado del cambio positivo en inventarios por entregas de vivienda, producto de la reactivación de la construcción, y reducción en el saldo de las cuentas por cobrar. De este modo, la cobertura del Servicio de Deuda (Parte corriente de la deuda de largo plazo + Gastos financieros LTM) con el EBITDA LTM se ajusta a 0.89%, con lo cual el Grupo debe hacer frente a sus obligaciones con su efectivo. En lo que respecta al FCO LTM, el mismo mejora hasta brindar una cobertura de 1.69 veces el servicio de deuda. Al incorporar los VCNs, la cobertura se coloca por debajo de 1.00 vez, por lo que existe el riesgo de refinanciamiento de estas operaciones. Lo anterior se encuentra respaldado por la adecuada disponibilidad de financiamiento bancario así como el acceso al mercado de capitales.

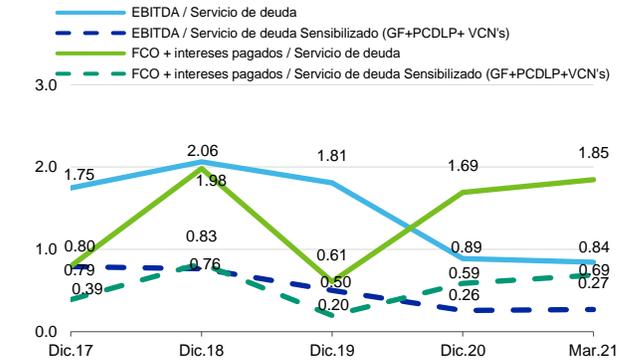
Al 31 de marzo de 2021, se sigue observando un ajuste en el EBITDA LTM, en línea con la reducción de los ingresos por ventas. De esta manera, el EBITDA LTM retrocedió a US\$10.4 millones, desde US\$23.8 millones de marzo de 2020, conllevando a que las coberturas se ajusten a 0.84 veces. Como se mencionó en el párrafo anterior, el Grupo cuenta con disponibilidad de financiamiento bancario (68% de disponibilidad a marzo de 2021) así como el acceso al mercado de capitales para hacer frente a sus obligaciones. El Grupo mantiene efectivo y depósitos por US\$42.5 millones, lo que brinda un colchón adicional ante la necesidad de hacer frente a sus obligaciones de así ser requerido. No obstante lo anterior, el FCO LTM incrementa en más de 300%, al recibirse el pago de cuentas por cobrar a clientes producto del cobro de hipotecas de viviendas entregadas, por lo que la cobertura con el FCO incrementa a 1.85 veces, desde 0.57 veces del mismo periodo del 2020.

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-21	Dic-20	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
TOTAL ACTIVO	419,656	419,556	448,878	455,331	428,219	427,529
Efectivo y Depósitos en Bancos	42,467	36,159	41,596	38,796	25,891	21,276
Cuentas por Cobrar, Netas	6,026	9,982	11,852	15,909	15,600	17,957
Inventario	107,768	109,731	121,674	120,439	102,342	104,704
Activo Corriente	157,770	157,576	178,943	177,138	145,004	145,866
Propiedades de Inversión	116,192	116,313	112,037	112,155	113,628	115,025
Inmuebles, Mobiliario y Equipo, neto	40,603	41,627	43,990	44,242	47,688	50,435
Otras cuentas por cobrar	15,070	15,128	14,577	13,784	11,828	10,095
Inversión en Bonos y Acciones	78,265	76,245	87,031	95,817	102,503	96,487
Activo No Corriente	261,886	261,980	269,934	278,192	283,215	281,663
TOTAL PASIVO	118,311	120,580	138,872	135,754	120,931	144,043
Obligaciones Financieras	2,100	2,060	4,250	6,373	3,497	24,498
Valores Comerciales Negociables	26,455	26,995	39,445	40,445	31,427	23,181
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	947	947	947	947	1,645	935
Bonos por Pagar	7,801	7,817	10,766	11,058	11,882	11,450
Cuentas por pagar	9,530	8,977	9,845	10,296	8,878	10,086
Pasivo Corriente	55,775	55,668	78,190	79,821	68,378	82,214
Obligaciones Financieras	21,869	22,105	22,565	20,602	13,980	11,324
Bonos por Pagar	34,722	36,650	30,701	28,110	37,197	47,600
Pasivo No Corriente	62,536	64,913	60,683	55,932	52,552	61,828
TOTAL PATRIMONIO NETO	301,345	298,976	310,006	319,577	307,288	283,486
Capital Social	25,725	25,923	25,923	26,225	26,437	26,246
Utilidades no Distribuidas	213,056	210,687	209,397	209,895	194,088	176,143

Principales Partidas del Estado Consolidado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-21	Dic-20	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Ingresos por Ventas	21,986	69,126	23,934	137,317	158,629	128,544
Costos Operativos	(14,730)	(47,586)	(15,993)	(91,100)	(103,453)	(77,883)
Resultado Bruto	7,256	21,540	7,941	46,217	55,177	50,661
Gastos Generales y Administrativos	(4,141)	(17,147)	(5,784)	(26,172)	(26,001)	(25,998)
Utilidad Operativa	3,010	3,943	2,256	20,541	29,005	24,454
Dividendos Ganados	653	2,542	663	3,508	3,490	2,865
Gastos Financieros	(270)	(2,313)	(173)	(2,100)	(2,467)	(2,538)
Utilidad Neta	2,932	3,546	2,277	19,242	27,409	23,099

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Mar.21	Dic-20	Mar.20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	0.39x	0.40x	0.45x	0.42x	0.39x	0.51x
Deuda Financiera / Pasivo	0.85x	0.86x	0.85x	0.86x	0.86x	0.88x
Deuda Financiera / Patrimonio	0.34x	0.35x	0.38x	0.37x	0.34x	0.45x
Pasivo / Activo	0.28x	0.29x	0.31x	0.30x	0.28x	0.34x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.47x	0.46x	0.56x	0.59x	0.57x	0.57x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.53x	0.54x	0.44x	0.41x	0.43x	0.43x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	9.68x	10.59x	4.96x	4.14x	2.78x	3.77x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	2.83x	2.83x	2.29x	2.22x	2.12x	1.77x
Prueba Ácida ¹	0.90x	0.86x	0.73x	0.71x	0.62x	0.48x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.76x	0.65x	0.53x	0.49x	0.38x	0.26x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	101,995	101,909	100,754	97,317	76,625	63,652
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	19.31%	25.46%	23.75%	18.70%	16.50%	20.39%
Gastos Financieros / Ingresos	1.51%	2.06%	0.96%	1.19%	1.48%	1.94%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	37	67	56	41	38	52
Ciclo de Conversión	-322	844	714	450	365	462
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	33.00%	31.16%	33.18%	33.66%	34.78%	39.41%
Margen Operativo	13.69%	5.70%	9.42%	14.96%	18.28%	19.02%
Margen Neto	13.34%	5.13%	9.51%	14.01%	17.28%	17.97%
ROAA (*)	0.97%	0.81%	3.54%	4.36%	6.41%	5.77%
ROAE (*)	1.37%	1.15%	5.07%	6.14%	9.28%	9.03%
GENERACIÓN						
FCO (US\$ Miles)	9,585	18,730	5,119	5,896	38,220	12,138
FCO LTM (US\$ Miles)	23,196	18,730	5,294	5,896	38,220	12,138
FCO + Intereses Pagados (US\$ Miles)	10,923	24,338	6,362	11,839	44,767	17,758
FCO + Intereses Pagados anualizado (US\$ Miles)	28,899	24,338	11,241	11,839	44,767	17,758
EBITDA (US\$ Miles)	4,359	9,827	3,753	28,214	37,232	33,493
EBITDA LTM (US\$ Miles)	10,433	9,827	23,795	28,214	37,232	33,493
Margen EBITDA	19.83%	14.22%	15.68%	20.55%	23.47%	26.06%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	4.33x	4.25x	11.38x	13.44x	15.09x	13.20x
EBITDA / (GF + PCDLP) (*)	0.84x	0.89x	1.51x	1.81x	2.01x	1.75x
EBITDA / (GF + PCDLP + VCN's) (*)	0.27x	0.26x	0.43x	0.50x	0.75x	0.79x
FCO + Interés Pagado / Interés Pagado (*)	5.07x	4.34x	1.89x	1.99x	6.84x	3.16x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP) (*)	1.85x	1.69x	0.57x	0.61x	1.98x	0.80x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP + VCN's) (*)	0.69x	0.59x	0.19x	0.20x	0.83x	0.39x

*Indicadores anualizados

¹Prueba 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 Anterior (con información al 30.9.20)*	Calificación Actual (con información 31.12.20 y 31.03.21)	Definición de Categoría Actual
Entidad	A-.pa	A-.pa	Refleja alta capacidad de pagar del capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

*Sesión de Comité del 9 de febrero de 2021.

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 calificadoradora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de Moody's Local PA <https://www.moodyslocal.com/country/pa> donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el Código de Conducta, las metodologías de calificación aplicadas por Moody's Local PA, 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 Bonos y Acciones Preferenciales vigente. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Consolidados Auditados al 31 de diciembre de 2017, 2018, 2019 y 2020, así como Estados Financieros no Auditados al 31 de marzo de 2020 y 2021 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.

© 2021 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 INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. 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 CALIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO PERO NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S 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. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS 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 DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA IRRESPONSABLE E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN 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 REPRODUCCIÓN, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, 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 DE MOODY'S 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 o en la elaboración de las publicaciones de 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 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 pero 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 pero 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, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS 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 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody's.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado – Gestión Corporativa – 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 61 003 399 657 AFSL 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, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

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