

INFORME DE  
CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:  
27 de julio de 2022

Actualización

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](mailto:ana.carrizo@moodys.com)

Linda Tapia  
Analyst  
[linda.tapia@moodys.com](mailto:linda.tapia@moodys.com)

Jesús D. Castro  
Associate Analyst  
[jesus.castro@moodys.com](mailto:jesus.castro@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 A-.pa otorgada como Emisor a Unión Nacional de Empresas, S.A. y Subsidiarias (en adelante, UNESA o el Grupo).

La calificación asignada considera 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 sustenta en 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 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. Adicionalmente, la calificación pondera la evolución favorable de los ingresos en los últimos periodos evaluados, lo cual se plasma en los resultados del cierre de 2021y durante el primer trimestre del 2022, sin embargo, aún no se encuentran a niveles pre pandemia. Es importante 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.

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 aún elevada Palanca Financiera (Deuda Financiera/EBITDA), a pesar de la tendencia favorable asociada a la mayor generación de EBITDA LTM y la reducción de la deuda financiera. En este sentido y de acuerdo a proyecciones enviadas por el Grupo, se espera que este ratio se mantenga alto en los próximos periodos. Es importante mencionar que, al 31 de marzo de 2022, las operaciones del Grupo registran una evolución favorable en la generación de EBITDA LTM producto de los mayores ingresos por ventas de viviendas; lo cual también aportó positivamente al FCO LTM, no obstante, aún se ubican muy por debajo de los niveles pre-pandemia. Sin perjuicio de lo anterior, es importante mencionar que se mantiene el riesgo de refinanciación de los Valores Comerciales Negociables (VCN's) emitidos por su principal subsidiaria, Sociedad Urbanizadora del Caribe S.A. (SUCASA), toda vez que de incorporar los mismos a los indicadores de cobertura del Servicio de Deuda tanto del EBITDA como del FCO, los niveles se ajustan. Lo anterior se encuentra respaldado por una adecuada disponibilidad de financiamiento bancario así como a través del acceso al mercado de capitales.

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.

### 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-22 LTM	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Activos (US\$/Miles)	424,219	426,938	418,065	455,331	428,219
Ingresos (US\$/Miles)	119,473	112,547	69,126	137,317	158,629
EBITDA (US\$/Miles)	19,379	18,940	9,827	28,214	38,189
Deuda Financiera / EBITDA	4.75x	5.15x	10.59x	4.14x	2.71x
EBITDA / Gastos Financieros	7.67x	7.43x	4.25x	13.44x	15.48x
FCO + interés Pagado / (PCDLP + interés Pagado)	2.66x	2.71x	1.52x	0.57x	1.98x

Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

### Desarrollos Recientes

El 19 de abril de 2022, UNESA comunica que en reunión de Junta Directiva el Sr. Raúl del Valle presentó la renuncia como director, y se aprobó como nuevo director al señor Ricardo Delvalle García de Paredes.

El 10 de marzo de 2022 el Grupo informó la firma de un acuerdo de alquiler con opción a compra para el Hotel Playa Tortuga con E. Ventures LLC que incluye una inversión económica importante en sus infraestructuras. Esta operación será manejada a través del sistema operativo de gestión desarrollado por Jurny, Inc. (empresa tecnología hotelera que impulsa las operaciones y las experiencias de los huéspedes).

En el mes de enero de 2022, UNESA aprobó declarar dividendos para todos sus accionistas Tipo A y B, a razón de un dividendo ordinario anual de B/0.92, pagadero trimestralmente a razón de B/0.23 por cada acción emitida y en circulación. Al 31 de marzo de 2022 se pagaron US\$1.3 millones.

La propagación del COVID-19 y las medidas adoptadas por el Gobierno para hacer frente a la crisis sanitaria afectaron significativamente la actividad económica, lo cual se vio reflejado en una contracción del PIB de 17.95% en el año 2020 y un aumento en la tasa de desempleo de 7% a 18.5%. Al 31 de diciembre de 2021, según información del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC), se exhibe una importante recuperación en el PIB de 15.34%, a raíz de la apertura total de la economía (sin embargo, en términos absolutos, la actividad productiva todavía se encuentra por debajo de los niveles prepandemia). Se destaca el avance de la vacunación en el país, donde más del 70% de la población ya se encuentra completamente vacunada. De acuerdo a proyecciones de Moody's Investors Service Inc., se esperaría un crecimiento del PIB de 6.5% para 2022 y 4.1% para el 2023. En ese sentido las actividades de Bienes Raíces y Construcción, se han venido recuperando gradualmente, sin embargo, las mayores tasas de interés esperadas en el mercado, como consecuencia de las medidas tomadas por la Reserva Federal para mitigar las presiones inflacionarias, podrían tener un impacto en el sector, encareciendo el costo del crédito para las personas y empresas, pudiendo afectar la demanda de vivienda.

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

### Activos y Liquidez

CRECIMIENTO DE ACTIVOS PRODUCTO DE LA COMPRA DE TERRENOS, LIQUIDEZ SE MANTIENE ESTABLE

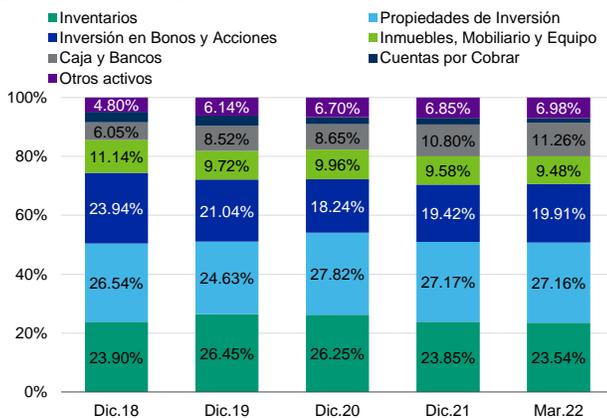
Al 31 de diciembre de 2021, los activos del Grupo incrementan 2.12% al compararlo con el cierre de diciembre de 2020, explicado principalmente por: i) el registro de adelanto a compra de terreno para futuro desarrollo de viviendas por US\$14.9 millones; monto que, una vez se complete el registro del terreno, será reclasificado como propiedades de inversión; ii) incremento del efectivo y depósitos en bancos de 23.04% asociado al mayor dinamismo de las ventas durante el periodo; iii) aumento en inversiones en Bonos y Acciones de 4.96% por revalorización de las acciones de Empresa General de Inversiones, S.A. (EGI). Lo antes comentado fue contrarrestado parcialmente por la reducción en inventarios de 10.44% correspondiente a la reducción de los costos de construcción por la finalización de la construcción y entrega de viviendas.

La estructura de activos se mantiene sin cambios, constituyéndose principalmente por las propiedades de inversión (27.17%) e inventarios (23.85%). Al cierre fiscal 2021, los indicadores de liquidez se mantienen a niveles adecuados, siendo que los activos corrientes presentan una cobertura de 2.79x sobre las obligaciones de corto plazo, manteniéndose en niveles estables con el reportado a diciembre de 2020. 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, de acuerdo a lo indicado por la Gerencia.

Para el primer trimestre de 2022, los activos del UNESA se mantienen sin cambios relevantes, al retroceder levemente (-0.64%) con respecto al cierre de 2021, como resultado de la reducción de las cuentas por cobrar (-28.30%) principalmente de cobros provenientes de la venta de viviendas de las hipotecas, así como por menores inventarios (-1.95%) de unidades de viviendas terminadas en diversos proyectos y que han sido vendidas. Lo antes comentado explica el aumento de 3.57% del efectivo y depósitos en bancos. En lo que respecta a la liquidez, se mantiene estable y con tendencia positiva para el trimestre.

Gráfico 1

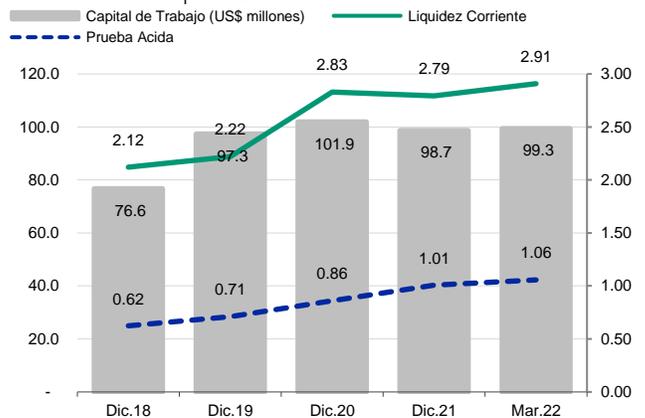
#### Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 2

#### Indicadores de liquidez



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

### Estructura Financiera y Solvencia

MEJORA SIGNIFICATIVA EN LA PALANCA FINANCIERA POR REDUCCIÓN DE DEUDA Y AUMENTO EN LA GENERACION DE EBITDA

Al 31 de diciembre de 2021, los pasivos se contraen 3.28% con respecto al cierre fiscal anterior, asociado principalmente a la reducción de obligaciones financieras relacionadas a pagos y/o cancelaciones de préstamos bancarios y Valores Comerciales Negociables (VCN's). Lo anterior fue compensado parcialmente por la emisión de bonos corporativos. 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. Los menores saldos en obligaciones financieras explican la reducción de 6.36% en la deuda financiera para el cierre de 2021. Cabe mencionar que los distintos Programas de Bonos Corporativos han sido emitidos por SUCASA y los mismos cuentan con garantías tangibles y la fianza solidaria de UNESA. En este sentido, 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.

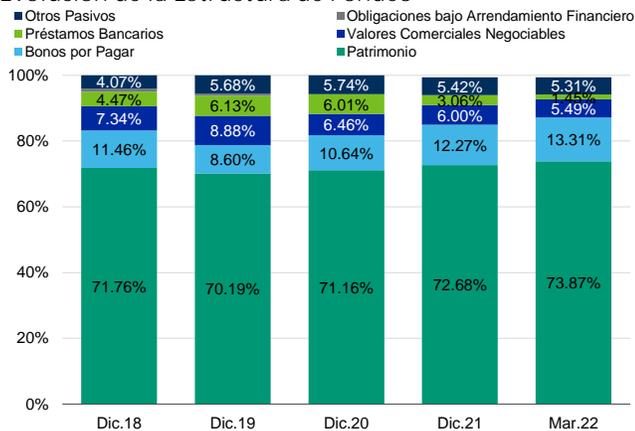
Por otro lado, el patrimonio neto de UNESA representa el 72.68% de los activos totales, incrementándose 4.31% con respecto al cierre de 2020, por acumulación de las utilidades del periodo y en menor medida por el cambio neto en el valor razonable de inversiones en acciones, que compensaron los dividendos pagados por US\$1.3 millones (35.65% de las utilidades del 2020) y la compra de acciones

para tesorería por US\$2.3 millones. Es importante mencionar que el patrimonio se encuentra compuesto principalmente por utilidades retenidas (71.72%), lo que sensibiliza los niveles de capitalización al pago de dividendos; no obstante, este pago no puede superar el 40% de las utilidades (35.65% de las utilidades del periodo 2020) tal y como lo establecen los resguardos financieros. Esta importante participación del patrimonio dentro del balance explica el bajo apalancamiento contable (Pasivo / Patrimonio) de 0.38x (0.41x a diciembre de 2020). Por otro lado, la palanca financiera (Deuda Financiera / EBITDA LTM) reduce a 5.15x en diciembre de 2021, desde 10.59x en diciembre de 2020, derivado de la recuperación de la generación de EBITDA para el periodo en estudio de 92.73% con respecto al cierre del año anterior, y por reducción en la deuda financiera, comentada con anterioridad.

Para el primer trimestre de 2022, los pasivos disminuyen 4.94% influenciados por la reducción en la deuda financiera (-5.56%) principalmente en obligaciones financieras (-23.90%) producto de abonos y/o cancelaciones de préstamos bancarios y VCN's, parcialmente compensado por el aumento en Bonos por pagar (+9.57%). Por el lado del patrimonio, reflejó un leve aumento (+0.98%) como resultado de la retención parcial de las ganancias del periodo, luego de la distribución de las utilidades del 2021. Al 31 de marzo de 2022, se declararon dividendos por US\$1.3 millones, lo que representó el 9.75% de las utilidades del 2021. En lo que respecta a la palanca financiera continua la tendencia decreciente, pasando a 4.75x, desde 5.15x del cierre de 2021, 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

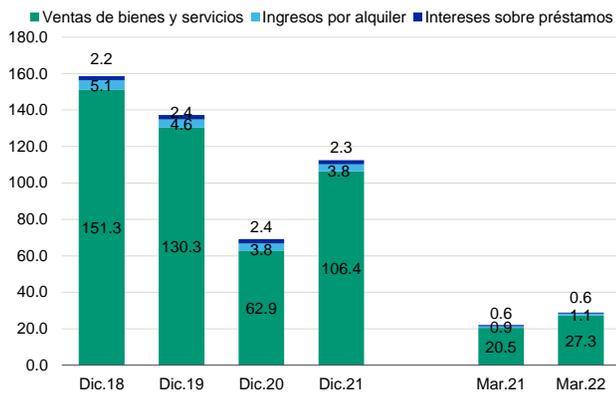
## Rentabilidad y Eficiencia

MARGEN NETO SE RECUPERA COMO RESULTADO DE EFICIENCIAS ALCANZADAS A NIVEL DE GASTOS DE PERSONAL

En lo que se refiere a los resultados, al 31 de diciembre de 2021, los ingresos consolidados aumentaron en 62.81% respecto a lo observado al cierre del año anterior, impulsados por la recuperación de las operaciones y reflejado en los mayores niveles de ventas de viviendas. El buen comportamiento de los ingresos permitió absorber el incremento en los costos de 67.34% asociados principalmente a aumentos en los precios de los materiales de construcción y transporte, no obstante, impacta negativamente el margen bruto el cual se reduce a 29.25%, desde 31.16% en diciembre de 2020. En lo que respecta a los gastos operativos, el Grupo ha logrado mantenerlos controlados, incrementando 11.08% en comparación con el cierre de 2020, principalmente relacionados con gastos de personal en línea con el aumento en el número de empleados, así como reparaciones y mantenimiento e impuestos, entre otros. Lo anterior se ve reflejado en la mejora del margen operativo, ubicándose en 12.45%, desde 5.70% en diciembre de 2020. Por otro lado, se observa incremento de 10.17% en los gastos financieros, pese a la reducción en el nivel de deuda financiera, asociado principalmente al reemplazo de la deuda financiera de corto plazo por deuda a mediano plazo cuyas tasas son más elevadas. Todo lo antes mencionado derivó en una utilidad neta de US\$13.1 millones, superior en un 268.79% a la reportada a fines del 2020, resultando de esta forma en mejoras en los indicadores de rentabilidad sobre activos (ROAA) y sobre el patrimonio (ROAE) de 3.10% y 4.30%, respectivamente.

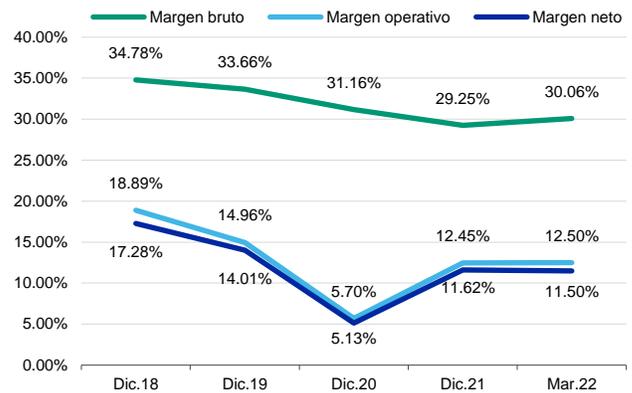
Para el primer trimestre de 2022, continuó la tendencia favorable en los ingresos consolidados, reportando un crecimiento de 31.51% respecto a lo observado en el mismo periodo del 2021, en línea con la mayor operación de los negocios de UNESA, principalmente en el nivel de ventas de viviendas, principal operación del Grupo y la cual explica el 77.59% de los ingresos. Por otro lado, los costos continúan aumentando (+37.89%) impactando negativamente el margen bruto, el cual se ubicó en 30.06% (33.00% en marzo de 2022). En lo que respecta a los gastos de ventas, generales y administrativos incrementan 26.70%, principalmente asociados a mayores gastos de personal por mayores contrataciones de empleados (791, desde 720 en marzo de 2021), no obstante, el margen operativo se mantiene sin variaciones significativas. Como resultado de lo anterior, la utilidad neta alcanza US\$3.3 millones, superando 13.41% 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

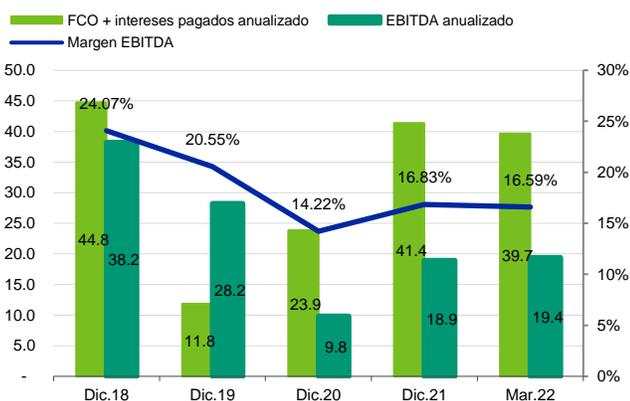
### Generación y Capacidad de Pago

#### RECUPERACION DE LA GENERACION DE EBITDA Y FCO IMPACTA POSITIVAMENTE LOS INDICADORES DE COBERTURA

Con respecto a la generación consolidada de UNESA, durante el 2021 se observó un importante incremento (+92.73%) en la generación de EBITDA debido a la recuperación de las operaciones del Grupo principalmente en los ingresos por ventas de viviendas. De la misma forma, el FCO aumenta 98.18% derivado de las mayores utilidades obtenidas para el periodo así como la reducción en inventarios por entrega de viviendas. De este modo, la cobertura del Servicio de Deuda (Parte corriente de la deuda de largo plazo + Gastos financieros LTM) con el EBITDA mejora a 1.50x, desde 0.79x en el 2021. De igual manera, la cobertura con el FCO mejora a 2.71x, desde 1.52x al servicio de deuda. Al incorporar los VCN's, la cobertura con el FCO se mantiene ajustado en 1.01x, por lo que existe el riesgo de refinanciamiento de estas operaciones. Adicionalmente, lo anterior se encuentra mitigado por la disponibilidad de financiamiento bancario así como el acceso al mercado de capitales.

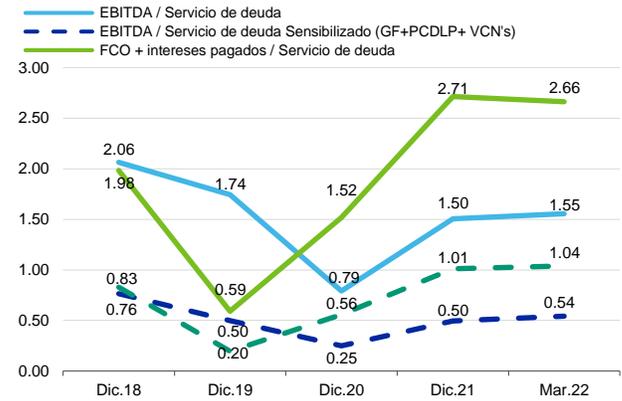
Al 31 de marzo de 2021, la evolución de la generación de EBITDA LTM es favorable, recogiendo los ingresos por ventas, conllevando a que las coberturas sobre el servicio de deuda se mantengan amplias. En cuanto al FCO, para el primer trimestre de 2022, se contrae 15.41% producto principalmente de menores cobros de cuentas con respecto a lo reportado para el mismo periodo del año anterior, no obstante, el FCO LTM incrementa en 52.72%, principalmente producto de la recuperación del 2021, por lo que la cobertura con el FCO LTM se mantiene relativamente estable con respecto a la reportado para el cierre de diciembre de 2021 (ver Gráfico 8).

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-22	Dic-21	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>424,219</b>	<b>426,938</b>	<b>419,656</b>	<b>418,065</b>	<b>455,331</b>	<b>428,219</b>
Efectivo y Depósitos en Bancos	46,078	44,491	42,467	36,159	38,796	25,891
Cuentas por Cobrar, Netas	6,873	9,585	6,026	9,982	15,909	15,600
Inventario	96,357	98,270	107,768	109,731	120,439	102,342
<b>Activo Corriente</b>	<b>151,372</b>	<b>153,753</b>	<b>157,770</b>	<b>157,576</b>	<b>177,138</b>	<b>145,004</b>
Propiedades de Inversión	111,181	111,968	116,192	116,313	112,155	113,628
Inmuebles, Mobiliario y Equipo, neto	38,807	39,482	40,603	41,627	44,242	47,688
Otras cuentas por cobrar	15,614	15,312	15,070	15,128	13,784	11,828
Inversión en Bonos y Acciones	81,487	80,031	78,265	76,245	95,817	102,503
<b>Activo No Corriente</b>	<b>272,847</b>	<b>273,185</b>	<b>261,886</b>	<b>260,489</b>	<b>278,192</b>	<b>283,215</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>110,862</b>	<b>116,624</b>	<b>118,311</b>	<b>120,580</b>	<b>135,754</b>	<b>120,931</b>
Obligaciones Financieras	-	200	2,100	2,060	6,373	3,497
Valores Comerciales Negociables	23,280	25,630	26,455	26,995	40,445	31,427
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	947	947	947	947	947	1,645
Bonos por Pagar	8,142	8,267	7,801	7,817	11,058	11,882
Cuentas por pagar	9,090	8,968	9,530	8,977	10,296	8,878
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>52,047</b>	<b>55,046</b>	<b>55,775</b>	<b>55,668</b>	<b>79,821</b>	<b>68,378</b>
Obligaciones Financieras	5,207	11,903	21,869	22,105	20,602	13,980
Bonos por Pagar	48,332	44,112	34,722	36,650	28,110	37,197
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>58,814</b>	<b>61,579</b>	<b>62,536</b>	<b>64,913</b>	<b>55,932</b>	<b>52,552</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>313,357</b>	<b>310,314</b>	<b>301,345</b>	<b>297,485</b>	<b>319,577</b>	<b>307,288</b>
Capital Social	23,279	23,582	25,725	25,923	26,225	26,437
Utilidades no Distribuidas	224,553	222,502	213,056	210,687	209,895	194,088

## Principales Partidas del Estado Consolidado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-22	Dic-21	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Ingresos por Ventas	28,912	112,547	21,986	69,126	137,317	158,629
Costos Operativos	(20,220)	(79,630)	(14,730)	(47,586)	(91,100)	(103,453)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>8,692</b>	<b>32,917</b>	<b>7,256</b>	<b>21,540</b>	<b>46,217</b>	<b>55,177</b>
Gastos Generales y Administrativos	(5,247)	(19,047)	(4,141)	(17,147)	(26,172)	(26,001)
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>3,613</b>	<b>14,012</b>	<b>3,010</b>	<b>3,943</b>	<b>20,541</b>	<b>29,963</b>
Dividendos Ganados	736	2,957	653	2,542	3,508	3,490
Gastos Financieros	(250)	(2,549)	(270)	(2,313)	(2,100)	(2,467)
<b>Utilidad Neta</b>	<b>3,326</b>	<b>13,079</b>	<b>2,932</b>	<b>3,546</b>	<b>19,242</b>	<b>27,409</b>

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

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-22	Dic-21	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
<b>SOLVENCIA</b>						
Pasivo / Patrimonio	0.35x	0.38x	0.39x	0.41x	0.42x	0.39x
Deuda Financiera / Pasivo	0.83x	0.84x	0.85x	0.86x	0.86x	0.86x
Deuda Financiera / Patrimonio	0.29x	0.31x	0.34x	0.35x	0.37x	0.34x
Pasivo / Activo	0.26x	0.27x	0.28x	0.29x	0.30x	0.28x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.47x	0.47x	0.47x	0.46x	0.59x	0.57x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.53x	0.53x	0.53x	0.54x	0.41x	0.43x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	4.75x	5.15x	9.68x	10.59x	4.14x	2.78x
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	2.91x	2.79x	2.83x	2.83x	2.22x	2.12x
Prueba Ácida <sup>1</sup>	1.06x	1.01x	0.90x	0.86x	0.71x	0.62x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.89x	0.81x	0.76x	0.65x	0.49x	0.38x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	99,325	98,708	101,995	101,909	97,317	76,625
<b>GESTIÓN</b>						
Gastos Operativos / Ingresos	17.57%	16.80%	19.31%	25.46%	18.70%	15.89%
Gastos Financieros / Ingresos	0.96%	1.44%	1.51%	2.06%	1.19%	1.48%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	20	31	37	67	41	38
Ciclo de Conversión	379	454	-322	844	450	365
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen Bruto	30.06%	29.25%	33.00%	31.16%	33.66%	34.78%
Margen Operativo	12.50%	12.45%	13.69%	5.70%	14.96%	18.89%
Margen Neto	11.50%	11.62%	13.34%	5.13%	14.01%	17.28%
ROAA (*)	3.19%	3.10%	0.97%	0.81%	4.36%	6.41%
ROAE (*)	4.38%	4.30%	1.37%	1.15%	6.14%	9.28%
<b>GENERACIÓN</b>						
FCO (US\$ Miles)	8,108	36,177	9,585	18,730	5,896	38,220
FCO LTM (US\$ Miles)	34,700	36,177	23,196	18,730	5,896	38,220
FCO + Intereses Pagados (US\$ Miles)	9,187	41,390	10,923	24,338	11,839	44,767
FCO + Intereses Pagados anualizado (US\$ Miles)	39,654	41,390	28,899	24,338	11,839	44,767
EBITDA (US\$ Miles)	4,798	18,940	4,359	9,827	28,214	38,189
EBITDA LTM (US\$ Miles)	19,379	18,940	10,433	9,827	28,214	38,189
Margen EBITDA	16.59%	16.83%	19.83%	14.22%	20.55%	24.07%
<b>COBERTURAS</b>						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	7.67x	7.43x	4.33x	4.25x	13.44x	15.48x
EBITDA / (GF + PCDLP) (*)	1.55x	1.50x	0.84x	0.79x	1.74x	2.06x
EBITDA / (GF + PCDLP + VCN's) (*)	0.54x	0.50x	0.27x	0.25x	0.50x	0.76x
FCO + Interés Pagado / Interés Pagado (*)	8.00x	7.94x	4.98x	4.26x	1.99x	6.84x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP) (*)	2.66x	2.71x	1.82x	1.52x	0.59x	1.98x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP + VCN's) (*)	1.04x	1.01x	0.68x	0.56x	0.20x	0.83x

\*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 Anterior (con información al 30.09.21)*	Calificación Actual (con información 31.12.21 y 31.03.22)	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 17 de febrero de 2022.

### 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 2018, 2019, 2020 y 2021, así como Estados Financieros no Auditados al 31 de marzo de 2021 y 2020 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.

© 2022 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 REPRODUCCION, 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](http://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. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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, MJJK 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 MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY100.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

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