

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
18 de agosto de 2020

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

Linda Tapia
Analyst
linda.tapia@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

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

Resumen

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). Del mismo modo, Moody's Local mantiene bajo presión la calificación asignada producto del deterioro del entorno operativo en el que se desenvuelve el Grupo, a raíz de las medidas adoptadas por el Gobierno para hacer frente a la propagación de la pandemia.

La calificación asignada se sustenta en 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, así como el respaldo de los accionistas con el Grupo. En ese sentido es importante mencionar, la decisión de no distribuir dividendos durante el 2020 y suspender temporalmente la recompra de acciones (esta decisión será revisada trimestralmente de acuerdo a los resultados logrados). 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 mediante la colocación de VCN's y Bonos Corporativos.

Sin perjuicio de lo antes indicado, la calificación se encuentra limitada por el entorno operativo desafiante, el cual impactará el crecimiento de diversos sectores económicos del país, entre ellos las actividades de construcción, restaurantes y hoteles en los que se desenvuelve el Grupo, esto a su vez considerando la correlación de dichos sectores en los ciclos económicos. En ese contexto, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) estima una recesión entre -8% y -9% de la economía panameña para el 2020. Si bien se ha venido dando una reapertura gradual de la economía (seis bloques de los cuales, a la fecha, se han activado los dos primeros y parcialmente el tercero; mientras que para el resto, aún no se tiene fecha estimada) y dependerá de las nuevas cifras de contagio. En ese sentido a partir del 17 de agosto se reactivarán parcialmente algunas actividades del bloque 3, incluyendo la construcción pública y proyectos privados con gran avance. En el Bloque 3 se ubica SUCASA, principal subsidiaria de UNESA. A esto se suma que UNESA venía mostrando una desaceleración en su generación debido al menor performance 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 y factores externos que incidieron negativamente en la entrega de viviendas (retrasos en los permisos de ocupación, mayores exigencias bancarias, entre otros). Lo anterior se plasmó en un ajuste importante en el Flujo de Caja Operativo (FCO) consolidado anualizado de UNESA, y en menor medida del EBITDA. Esto último afectó de manera importante el indicador de cobertura del Servicio de Deuda (intereses + parte corriente de la deuda de largo plazo) con el FCO, el mismo que se situó en 0.57x, desde 1.98x en el 2018. Al mismo tiempo, la Palanca Financiera (Deuda Financiera/EBITDA) se incrementó a 4.14x, desde 2.71x al cierre de 2018, lo cual recoge la menor generación durante el 2019, así como un aumento en las obligaciones financieras. Lo señalado anteriormente se espera se acentúe durante

el presente ejercicio, toda vez que, desde la declaratoria del Estado de Emergencia, los negocios que desarrolla han estado cerrados u operando al mínimo. En ese sentido y, de acuerdo a información más reciente enviada por UNESA, estiman una caída en sus ingresos operativos consolidados y una reducción en la utilidad neta consolidada para fines del 2020, en comparación con las cifras reportadas para el cierre de 2019. Asimismo y, según proyecciones actualizadas del Emisor, se estima una menor generación de EBITDA y Flujo de Caja Operativo (FCO), ajustando aún más la cobertura del servicio de deuda para el año fiscal 2020, para lo cual el Grupo tendría que recurrir a recursos líquidos para afrontar parte de las obligaciones financieras. 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. Se debe indicar que, las estimaciones podrían variar en función de las medidas del Gobierno para la apertura de los sectores, basados en el comportamiento de los contagios. Además de la menor expectativa del crecimiento de la Compañía, se suma 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 reperfilear los vencimientos de corto plazo, a lo cual se suma el encarecimiento evidenciado en el costo de fondeo producto del mayor riesgo. Es importante mencionar que, como parte de la revisión del impacto en los distintos sectores de la economía a raíz de las medidas dictadas por el Gobierno para contener la propagación de la pandemia COVID-19, el 3 de junio de 2020, Moody's Local bajó la calificación referida anteriormente.

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-20 LTM	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Activos (US\$/Miles)	448,878	455,331	428,219	427,529	372,506
Ingresos (US\$/Miles)	125,018	137,317	158,629	128,544	153,364
EBITDA (US\$/Miles)	23,795	28,214	38,189	33,493	41,970
Deuda Financiera / EBITDA	4.96x	4.14x	2.71x	3.77x	3.09x
EBITDA / Gastos Financieros	11.38x	13.44x	15.48x	13.20x	16.59x
FCO + interés Pagado / (PCDLP + interés Pagado)	0.51x	0.57x	1.98x	0.80x	1.31x

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

Producto del efecto de la Pandemia, el Gobierno decretó una serie de medidas para frenar la propagación del COVID-19, entre las que se encuentran la declaratoria del Estado de Emergencia Nacional el 13 de marzo, el cierre de las fronteras el 22 de marzo y la cuarentena total a partir del 25 de marzo, todas las cuales se encuentran vigentes a la fecha, a pesar de que gradualmente está permitiendo la reactivación de distintos sectores de la economía. Lo anterior afectará a la economía panameña en el 2020, estimándose un PIB negativo entre -8% y -9% según el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), lo cual dependerá del tiempo en que se prolonguen las medidas para contener la propagación del COVID-19. En ese sentido, el Gobierno panameño estableció el mecanismo de reactivación económica desde mediados de mayo de 2020 de manera gradual (seis bloques de los cuales, a la fecha, se han activado los dos primeros y parcialmente el tercero; mientras que para el resto, aún no se tiene fecha estimada) y dependerá de las nuevas cifras de contagio. En ese sentido a partir del 17 de agosto se reactivarán parcialmente algunas actividades del bloque 3, incluyendo la construcción pública y proyectos privados con gran avance. Todo lo antes señalando viene afectando 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 cierre de las fronteras y la cancelación de vuelos internacionales de las principales aerolíneas. Así también, la medida del Gobierno de ordenar el cierre de establecimientos comerciales (con excepción de supermercados y farmacias, centros médicos y empresas de servicios esenciales) y la posterior cuarentena establecida trae como consecuencia una disminución significativa en el flujo de personas, lo cual genera un alto impacto en los Centros Comerciales, Comercios y Restaurantes. 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, toda vez que, mientras dure la propagación de la COVID-19 y las reuniones presenciales se mantengan restringidas, se espera 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, indica que con el propósito de fortalecer la liquidez del grupo, decidieron no declarar dividendos y suspender temporalmente el programa de recompra de acciones. Esta decisión se revisará trimestralmente dependiendo de los resultados financieros logrados. Es importante mencionar que en octubre de 2019, UNESA comunicó la recompra de acciones comunes tipo A y B del capital social hasta por un monto de US\$5 millones, para lo cual existen ciertos parámetros básicos: i) solo podrá recomprarse hasta US\$200 mil durante un mes calendario, ii) las compras se harán a través de la BVP, iii) serán a opción de UNESA y estarán sujetas a las condiciones del mercado, entre otros. Existen 5,153,412 acciones tipo A y 480,000 tipo B, de los cuales a junio de 2020 se han recomprado US\$575,929 que representa 13,115 acciones (precio promedio de US\$43.91).

El Grupo adoptó la NIIF 16 desde el 1 de enero de 2019 utilizando el enfoque retrospectivo modificado y, por lo tanto, la información comparativa no se ha reexpresado y continúa informándose de conformidad con la NIC 17 y la CINIIF 4. Dicha adopción conllevó al registro de activos y pasivos por arrendamiento en el balance, así como también el reconocimiento en resultados de los intereses sobre pasivos por arrendamiento y gastos relacionados con arrendamientos de corto plazo.

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

Activos y Liquidez

AUMENTO EN ACTIVOS CORRIENTES FORTALECE SU POSICIÓN DE LIQUIDEZ

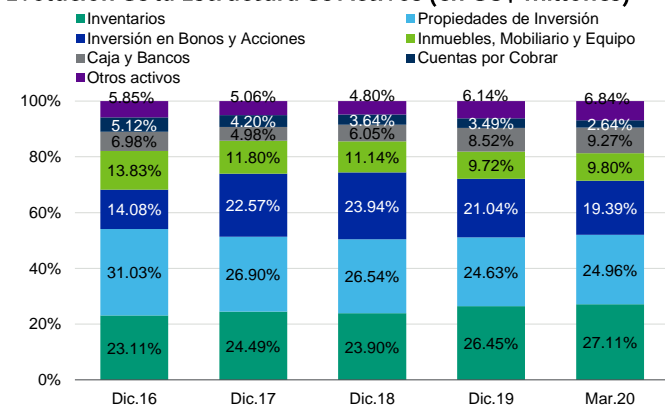
Al 31 de diciembre de 2019, los activos del Grupo mostraron un crecimiento de 6.33% entre ejercicios como resultado principalmente de: i) mayores montos de inventario (+17.68%) por aumento en construcciones en proceso de proyectos existentes y nuevos; ii) mayor nivel de saldos en la caja y bancos producto de efectivo por US\$11.7 millones de la venta de las acciones del Grupo Centenario de Inversiones, S.A.; y, por iii) la implementación de la NIIF 16 de arrendamientos, lo cual resultó en el reconocimiento de US\$6.9 millones por derecho de uso correspondiente a propiedades arrendadas a largo plazo. Lo anterior se vio en parte contrarrestado por la reducción en la inversión en Bonos y Acciones de 6.52% con respecto a diciembre de 2018, asociado a la venta de acciones antes comentada. Es importante mencionar que, el inventario se constituye como la partida más importante de la Compañía con el 26.45% del activo a diciembre de 2019, seguido por las propiedades de inversión con 24.63%, lo que se explica por el perfil de negocios del Grupo.

Respecto a la liquidez, destaca el adecuado manejo de sus indicadores permitiendo hacer frente a sus obligaciones corrientes, lo cual se ve reflejado en un capital de trabajo consistentemente positivo y con tendencia creciente. De acuerdo a lo comentado con anterioridad, mayores inventarios y efectivo explican el incremento en la porción circulante del activo (22.16%), logrando mejorar la posición de liquidez del Grupo. No obstante, por su naturaleza, el 61.10% de los activos del Grupo se concentran partidas no corrientes compuestas principalmente por propiedades de inversión, las cuales disminuyen anualmente en 1.30%, producto de la depreciación del periodo. Otro activo no corriente de relevancia son las inversiones en acciones, la cual comprende principalmente las acciones de la Empresa General de Inversiones (US\$86.1 millones), la cual es una empresa relacionada. Estas inversiones se mantienen a valor razonable con cambios en otros resultados integrales, dada la intención de mantenerlas hasta su vencimiento. El Grupo también podría utilizar dichas inversiones 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.

Al 31 de marzo de 2020, los inventarios ganan participación dentro del balance producto de los menores volúmenes vendidos durante el periodo, el cual incorpora el efecto inicial de la pandemia. Por el lado de la liquidez, la misma se mantiene adecuada, aunque se observó un menor ritmo de crecimiento. Los activos corrientes proporcionan una cobertura de 2.29 veces a sus obligaciones corrientes, lo que proporciona una buena posición dentro del contexto actual. La prioridad del Grupo es priorizar sus niveles de liquidez, por lo que para el periodo interanual el efectivo y depósitos en bancos incrementa 7.22% con respecto a lo reportado para el cierre de 2019.

Gráfico 1

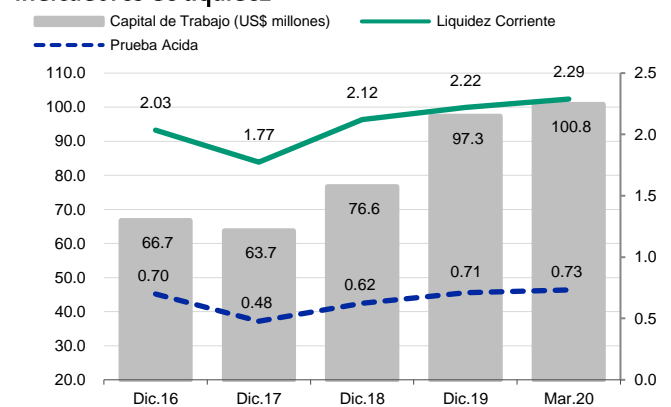
Evolución de la Estructura de Activos (en US\$ millones)



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 E INCREMENTO DE DEUDA FINANCIERA

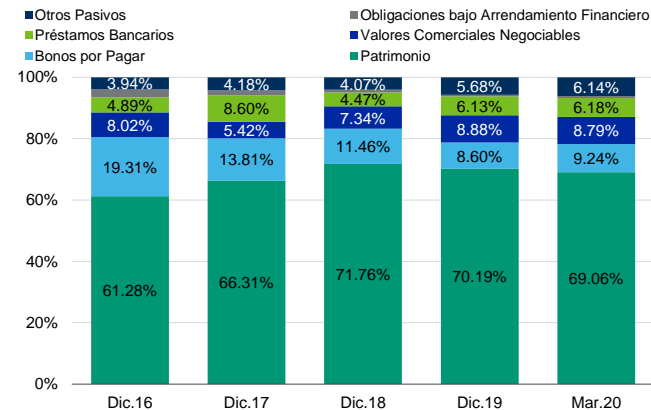
Al cierre del ejercicio 2019, UNESA financia sus activos principalmente mediante el patrimonio de sus accionistas (70.19%), así como a través de la colocación en el mercado de valores de Bonos (8.60% de los activos) y Valores Comerciales Negociables – VCN's (8.88%). Los pasivos de UNESA incrementan 12.26% con respecto a diciembre de 2018, principalmente por el registro del pasivo de arrendamiento por US\$6.9 millones, así como mayor deuda financiera principalmente de las obligaciones por pagar (préstamos bancarios y VCN's), las cuales aumentaron US\$17.8 millones registrados en el periodo anterior; contrarrestando en parte por la reducción de US\$9.9 millones de los bonos por pagar. El comportamiento de los bonos se encuentra explicado por la baja inversión en terrenos y activos fijos, 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.

En lo que respecta al patrimonio neto, el mismo aumenta 4.00% entre periodos anuales producto de la retención parcial de las utilidades, así como el registro de otro resultado integral del año por US\$3.8 millones producto de la revalorización de inversiones. El Grupo reporta para el periodo un pago de dividendos de US\$10.6 millones lo cual representa el 38.63% de la utilidad del cierre fiscal. La importante participación del patrimonio dentro del balance explica el bajo apalancamiento contable (Pasivo / Patrimonio) de 0.42x, mientras que la palanca financiera (Deuda Financiera / EBITDA LTM) incrementa a 4.14x en diciembre de 2019 de 2.71x en diciembre de 2018, derivado de la menor generación de EBITDA, así como por el incremento en la deuda financiera. Es importante mencionar que el patrimonio se encuentra conformado principalmente por utilidades retenidas, 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.

Gráfico 3

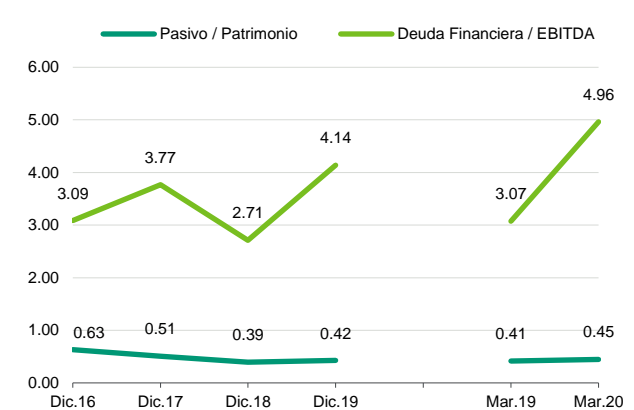
Evolución de la Estructura de Fondo



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 4

Evolución de los Indicadores de Endeudamiento



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

Rentabilidad y Eficiencia

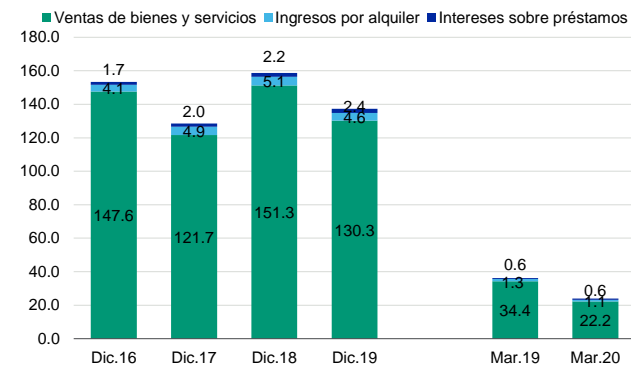
MARGENES SE AJUSTAN DE MANERA IMPORTANTE DURANTE EL PRIMER TRIMESTRE DEL 2020 PRODUCTO DEL EFECTO INICIAL DE LA PANDEMIA

Al 31 de diciembre de 2019, los ingresos consolidados reducen 13.44% con respecto al cierre de 2018, derivado principalmente de menores ingresos de bienes y servicios (-13.86%) como resultado de menores ventas de viviendas producto de: a) la desaceleración económica; c) atrasos en el proceso de obtención de los permisos de ocupación; y e) reducción en los precios de ventas para tratar de incrementar el nivel de unidades vendidas. Asimismo, los costos de ventas disminuyen 16.24%, no obstante no fue suficiente para contener la caída en el margen bruto, el cual pasa a 33.66% desde 34.78% en los periodos revisados. En lo que respecta a la carga operativa, se observa una leve incremento en los gastos generales y administrativos (0.66%), lo que afectó el margen operativo, el cual cae a 14.96% desde 18.89% a diciembre de 2018. Por otro lado, los gastos financieros disminuyen en 14.88%, a pesar del incremento de la deuda financiera, esto en parte está asociado al mayor volumen en deuda de corto plazo cuyas tasas de intereses son menores. Todo lo antes mencionado dio como resultado una utilidad neta menor (-29.80%) a la del periodo anterior, impactando negativamente la rentabilidad promedio anualizada sobre activos (ROAA) y sobre el patrimonio (ROAE) a 4.36% y 6.14%, respectivamente (6.41% y 9.28% para el 2018, respectivamente).

Al 31 de marzo de 2020, el Grupo reportó una disminución en sus ingresos consolidados de 13.44% respecto a lo observado en el 2018, tras reducirse el nivel de ventas de viviendas por el efecto inicial de COVID-19 en las operaciones del Grupo. En vista de ello, los costos de ventas también se reducen, aunque no en igual proporción, permitiendo contener el deterioro en el margen bruto, el cual se mantuvo relativamente estable. Lo anterior conllevó a que la utilidad operativa retrocediera 37.22%, totalizando US\$7.9 millones para el corte trimestral. Lo antes comentado, dio como resultado que la utilidad neta alcanzara US\$2.3 millones, 60.73% por debajo de la reportada para el mismo periodo del año anterior. De acuerdo a información más reciente enviada por UNESA, estiman una caída en sus ingresos operativos consolidados de 42.47% y una reducción en la utilidad neta consolidada de 74.13% para fines del 2020, en comparación con las cifras reportadas para el cierre de 2019.

Gráfico 5

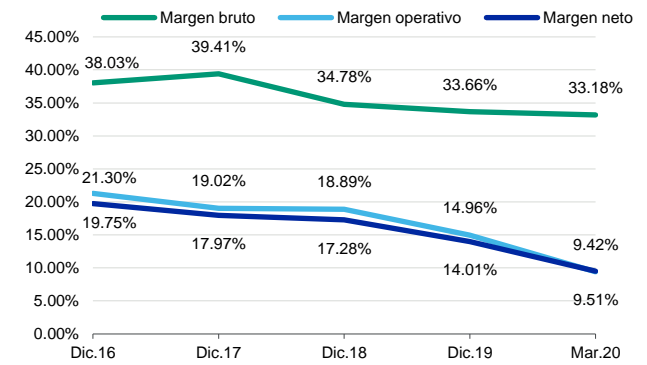
Ingresos por Rubro



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 6

Evolución de los Márgenes



Fuente: UNESA / Elaboración: Moody's Local

Generación y Capacidad de Pago

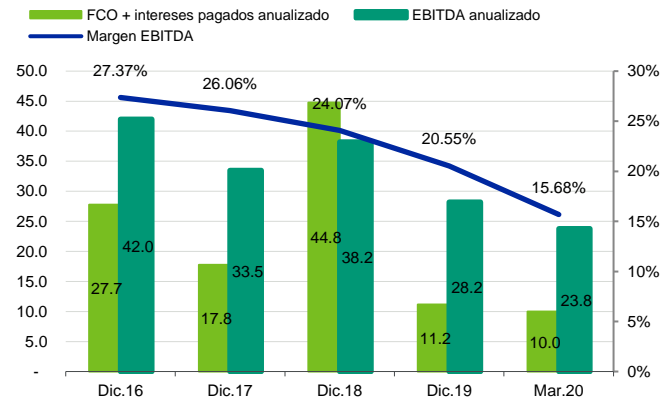
MENOR GENERACION IMPACTA LA CAPACIDAD DE PAGO, CONLLEVANDO AL AJUSTE DE LAS COBERTURAS POR DEBAJO DE UNA VEZ

Con respecto a la generación consolidada de UNESA, la menor generación de EBITDA del periodo, producto de las menores ventas realizadas durante el periodo, impacta negativamente el indicador de cobertura del Servicio de Deuda (EBITDA / Parte corriente de la deuda de largo plazo + Gastos financieros LTM) al situarse en 1.81 veces a diciembre de 2019, desde 2.01 veces a diciembre de 2018; no obstante, el mismo sigue siendo adecuado. Al incorporar los VCNs, la cobertura disminuye a 0.61 veces, por lo que existe el riesgo de refinanciamiento de estas operaciones. Por su parte, el Flujo de Caja Operativo (FCO) del cierre de 2019 se reduce fuertemente (-86.29%) afectados por los mayores inventarios del periodo; que al ser anualizado igualmente refleja una importante caída, impactando la cobertura sobre el servicio de deuda hasta 0.57 veces y de incluir los VCNs, la cobertura se ajustaría hasta situarse en 0.19 veces, evidenciando nuevamente la necesidad de refinanciar los mismos a su vencimiento.

Al 31 de marzo de 2020, se sigue observando un ajuste tanto en el EBITDA como en el FCO, en línea con la reducción de los ingresos por ventas. De esta manera, el EBITDA LTM retrocedió a US\$23.8 millones, desde US\$28.2 millones de diciembre de 2019, al igual que el FCO LTM que disminuye derivado de mayores inventarios por menores entregas de vivienda. De este modo, las coberturas del Servicio de Deuda con el EBITDA LTM y el FCO LTM se ajustan aún más con respecto a lo exhibido al cierre del 2019. Lo anterior espera poder ser mitigado para la adecuada disponibilidad de financiamiento bancario (54% de disponibilidad) así como el acceso al mercado de capitales. Al 30 de junio de 2020, el Grupo maneja efectivo y depósitos por US\$37 millones, lo que brinda un colchón adicional ante la necesidad de hacer frente a sus obligaciones de así ser requerido.

Gráfico 7

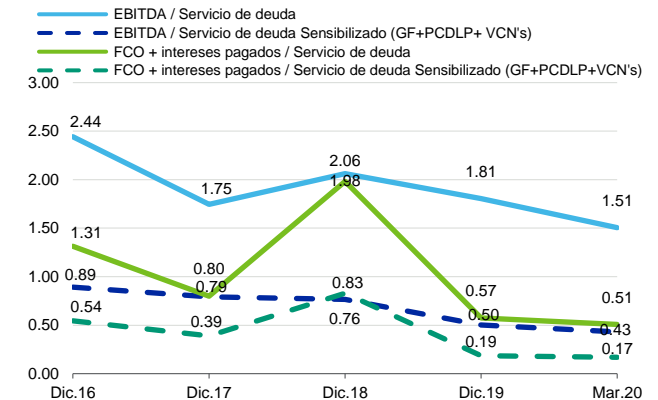
Evolución de la Generación



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-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
TOTAL ACTIVO	448,878	455,331	439,018	428,219	427,529	372,506
Efectivo y Depósitos en Bancos	41,596	38,796	28,983	25,891	21,276	25,983
Cuentas por Cobrar, Netas	11,852	15,909	13,164	15,600	17,957	19,086
Inventario	121,674	120,439	105,032	102,342	104,704	86,104
Activo Corriente	178,943	177,138	149,113	145,004	145,866	131,172
Propiedades de Inversión	112,037	112,155	112,355	113,628	115,025	115,591
Inmuebles, Mobiliario y Equipo, neto	43,990	44,242	46,819	47,688	50,435	51,527
Otras cuentas por cobrar	14,577	13,784	12,291	11,828	10,095	9,026
Inversión en Bonos y Acciones	87,031	95,817	102,433	102,503	96,487	52,440
Activo No Corriente	269,934	278,192	289,905	283,215	281,663	241,334
TOTAL PASIVO	138,872	135,754	128,311	120,931	144,043	144,218
Obligaciones Financieras	4,250	6,373	2,486	3,497	24,498	5,276
Valores Comerciales Negociables	39,445	40,445	31,944	31,427	23,181	29,881
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	947	947	1,645	1,645	935	665
Bonos por Pagar	10,766	11,058	11,221	11,882	11,450	9,923
Cuentas por pagar	9,845	10,296	8,567	8,878	10,086	6,540
Pasivo Corriente	78,190	79,821	68,364	68,378	82,214	64,497
Obligaciones Financieras	22,565	20,602	16,033	13,980	11,324	12,291
Bonos por Pagar	30,701	28,110	35,319	37,197	47,600	61,996
Pasivo No Corriente	60,683	55,932	59,946	52,552	61,828	79,721
TOTAL PATRIMONIO NETO	310,006	319,577	310,707	307,288	283,486	228,289
Capital Social	25,923	26,225	26,437	26,437	26,246	18,079
Utilidades no Distribuidas	209,397	209,895	197,576	194,088	176,143	165,000

Principales Partidas del Estado Consolidado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Ingresos por Ventas	23,934	137,317	36,233	158,629	128,544	153,364
Costos Operativos	(15,993)	(91,100)	(23,585)	(103,453)	(77,883)	(95,043)
Resultado Bruto	7,941	46,217	12,649	55,177	50,661	58,322
Gastos Generales y Administrativos	(5,784)	(26,172)	(6,511)	(26,001)	(25,998)	(25,659)
Utilidad Operativa	2,256	20,541	6,225	29,005	24,454	32,663
Dividendos Ganados	663	3,508	601	3,490	2,865	2,630
Gastos Financieros	(173)	(2,100)	(181)	(2,467)	(2,538)	(2,530)
Utilidad Neta	2,277	19,242	5,798	27,409	23,099	30,285

UNIÓN NACIONAL DE EMPRESAS, S.A. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	0.45x	0.42x	0.41x	0.39x	0.51x	0.63x
Deuda Financiera / Pasivo	0.85x	0.86x	0.87x	0.86x	0.88x	0.90x
Deuda Financiera / Patrimonio	0.38x	0.37x	0.36x	0.34x	0.45x	0.57x
Pasivo / Activo	0.31x	0.30x	0.29x	0.28x	0.34x	0.39x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.56x	0.59x	0.53x	0.57x	0.57x	0.45x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.44x	0.41x	0.47x	0.43x	0.43x	0.55x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	4.96x	4.14x	3.07x	2.78x	3.77x	3.09x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	2.29x	2.22x	2.18x	2.12x	1.77x	2.03x
Prueba Ácida ¹	0.73x	0.71x	0.64x	0.62x	0.48x	0.70x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.53x	0.49x	0.42x	0.38x	0.26x	0.40x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	100,754	97,317	80,748	76,625	63,652	66,676
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	23.75%	18.70%	17.73%	16.50%	20.39%	16.73%
Gastos Financieros / Ingresos	0.96%	1.19%	1.11%	1.48%	1.94%	1.50%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	56	41	34	38	52	49
Ciclo de Conversión	688	450	403	365	462	340
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	33.18%	33.66%	34.91%	34.78%	39.41%	38.03%
Margen Operativo	9.42%	14.96%	17.18%	18.28%	19.02%	21.30%
Margen Neto	9.51%	14.01%	16.00%	17.28%	17.97%	19.75%
ROAA (*)	3.54%	4.36%	6.30%	6.41%	5.77%	8.36%
ROAE (*)	5.07%	6.14%	9.35%	9.28%	9.03%	14.18%
GENERACIÓN						
FCO (US\$ Miles)	4,516	5,239	5,721	38,220	12,138	21,270
FCO LTM (US\$ Miles)	4,033	5,239	39,925	38,220	12,138	21,270
FCO + Intereses Pagados (US\$ Miles)	5,759	11,181	6,960	44,767	17,758	27,749
FCO + Intereses Pagados anualizado (US\$ Miles)	9,980	11,181	38,917	44,767	17,758	27,749
EBITDA (US\$ Miles)	3,753	28,214	8,171	37,232	33,493	41,970
EBITDA LTM (US\$ Miles)	23,795	28,214	36,191	37,232	33,493	41,970
Margen EBITDA	15.68%	20.55%	22.55%	23.47%	26.06%	27.37%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	11.38x	13.44x	17.95x	15.09x	13.20x	16.59x
EBITDA / (GF + PCDLP) (*)	1.51x	1.81x	2.02x	2.01x	1.75x	2.44x
EBITDA / (GF + PCDLP + VCN's) (*)	0.43x	0.50x	0.73x	0.75x	0.79x	0.89x
FCO + Interés Pagado / Interés Pagado (*)	1.68x	1.88x	6.31x	6.84x	3.16x	4.28x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP) (*)	0.51x	0.57x	1.76x	1.98x	0.80x	1.31x
FCO + Interés Pagado / (Interés Pagado + PCDLP + VCN's) (*)	0.17x	0.19x	0.72x	0.83x	0.39x	0.54x

*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 31.12.19)*	Calificación Actual (con información 31.12.19 y 31.03.20)	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 3 de junio de 2020, con información financiera no auditada al 31 de diciembre de 2019.

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 la empresa (<http://www.moodylocal.com>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva, las categorías de calificación de Panamá y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Consolidados Auditados al 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018 y 2019, así como Estados Financieros no Auditados al 31 de marzo de 2019 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.

© 2020 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 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 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 para 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 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. ("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 JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

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