

# Fitch Assigns Unesa and Sucasa at 'A-(pan)', Outlook Stable

Fitch Ratings - San Jose - 21 Nov 2023: Fitch Ratings asignó la calificación nacional de largo plazo de 'A-(pan)' con Perspectiva Estable a Unión Nacional de Empresas, S.A. (Unesa o el Grupo). Al mismo tiempo asignó a Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A. (Sucasa) calificación nacional de 'A-(pan)' con Perspectiva Estable, calificación de 'A(pan)' a los Programas de Bonos Corporativos, y calificación de corto plazo de 'F1(pan)' a los Programas Rotativos de Valores Comerciales Negociables (VCN).

Las calificaciones de Unesa y Sucasa incorporan la posición de mercado buena dentro del sector de construcción y venta de viviendas, caracterizado por ser altamente cíclico, mitigado en parte por la diversificación de ingresos del Grupo. Unesa, además, mantiene operaciones en otros sectores que aportan cerca de 40.0% del EBITDA consolidado. Las calificaciones consideran la expectativa de Fitch de que el Grupo mantendrá un apalancamiento bruto alto durante 2023 y 2024, por encima de 6.0 veces (x), y que mejorará a partir de 2025, en un rango adecuado de entre 4.0x y 6.0x. Asimismo, incorporan la expectativa de que el Grupo mantendrá el margen EBITDA cercano a 13.5% en promedio y un flujo de fondos libre (FFL) de neutral a negativo durante el horizonte de calificación.

## FACTORES CLAVE DE CALIFICACIÓN

**Posición de Mercado Buena:** Unesa, a través de su subsidiaria Sucasa, ha logrado mantener una posición de mercado estable durante los últimos cinco años, siendo el segundo participante más importante en Panamá, en términos de unidades vendidas (cerca de 10.6% del mercado) e ingresos por venta (en torno a 6.0% del mercado). Además, es el líder en los segmentos de venta que van desde los USD50 mil hasta los USD180 mil por unidad. Fitch incorpora en su caso base que la compañía mantendrá su posición competitiva durante el horizonte de calificación.

**Diversificación de Ingresos:** Unesa cuenta con una diversificación de ingresos por unidad de negocio y por segmento de venta, que le permite atenuar ciclos adversos en la industria de vivienda (75.0% de los ingresos del grupo). Unesa mantiene operaciones en el sector de restaurantes, hoteles, bienes raíces (comercial e industrial) y financiero que, en conjunto, aportan cerca de 40.0% del EBITDA consolidado. Además, tiene diversificación de ventas por rangos de precio de viviendas, en dos segmentos principales (bajo y medio) que van desde los USD50 mil a los USD180 mil. Asimismo, el Grupo muestra una exposición alta a las regiones de Tocumen y Las Cumbres, donde se concentraron 91.0% de las ventas en 2022.

**Apalancamiento Alto:** Al 30 de junio de 2023, el apalancamiento del Grupo, medido como deuda total a EBITDA, fue de 7.7x (2022: 6.8x), considerado alto para la calificación. El incremento en el

apalancamiento se debe principalmente a márgenes operativos menores durante el primer semestre de 2023, como resultado de presiones en precios por la oferta alta de inventario inmobiliario, y costos altos de materiales de construcción. Fitch estima que el apalancamiento se mantendrá alto durante 2023 y 2024, levemente superior a 6.0x, y posteriormente mejorará a un rango acorde con la calificación, de entre 4.0x y 6.0x, conforme se estabilicen los márgenes operativos.

**FFL Neutral a Negativo:** Fitch espera que el Grupo mantenga una generación de neutral a negativa de FFL de 2023 a 2026, que incluye las inversiones de capital y pagos de dividendos. Durante este período se incorpora una mejora gradual en el margen EBITDA, que en promedio será cercano a 13.5%, y se espera que el Grupo mantenga niveles robustos de efectivo y equivalentes (incluyendo depósitos a plazo).

**Garantía de los Bonos:** Fitch considera que la existencia de fideicomisos de garantía para los bonos colocados proporciona a los tenedores de los títulos una protección mayor respecto a otros acreedores sin garantías de Sucasa. Los bonos están respaldados por la cesión de hipotecas en primer grado sobre inmuebles propiedad de Unesa y subsidiarias, lo que brinda tanto una separación de las garantías como una agilidad mayor en el proceso de ejecución. El valor de los inmuebles hipotecados debe cubrir como mínimo 125.0% del saldo del capital de los bonos emitidos y en circulación. Al 30 de junio de 2023, la cobertura representó 130.0% con respecto al saldo de capital. También, los activos libres de gravamen representaron cerca de 80.0% de los activos totales consolidados.

**Vínculo entre Matriz y Subsidiaria:** Fitch considera que existe un vínculo entre Unesa y su subsidiaria Sucasa, y que Unesa posee un perfil crediticio más fuerte. Con base en la evaluación de los factores de vinculación de Fitch, se determinó que existen incentivos legales altos entre ambas compañías dado que la matriz garantiza los bonos emitidos por la subsidiaria. Además, los incentivos estratégicos y operacionales son altos debido a que la subsidiaria aporta cerca de 75.0% de los ingresos y 68.0% del EBITDA del Grupo, y la estructura de este está completamente integrada. De esta forma, los factores de vinculación permiten igualar el perfil crediticio de Sucasa con el de su matriz Unesa.

## SENSIBILIDAD DE CALIFICACIÓN

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva/alza:

--un indicador de apalancamiento bruto consolidado, medido como deuda a EBITDA, inferior a 4.0x de forma consistente;

--un indicador de apalancamiento bruto consolidado ajustado, medido como deuda a EBITDA ajustado (excluye gasto por intereses de los costos), inferior a 3.5x de manera consistente;

--un indicador de apalancamiento neto consolidado, medido como deuda neta de efectivo y

equivalentes a EBITDA, inferior a 3.0x de forma sostenida;

--una generación positiva de FFL a lo largo del ciclo;

--márgenes operativos superiores a 15.0% de manera sostenida.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa/baja:

--un indicador de apalancamiento bruto consolidado, medido como deuda a EBITDA, superior a 6.0x de forma consistente;

--un indicador de apalancamiento bruto consolidado ajustado, medido como deuda a EBITDA ajustado (excluye gasto por intereses de los costos), superior a 5.5x de manera consistente;

--un indicador de apalancamiento neto consolidado, medido como deuda neta de efectivo y equivalentes a EBITDA, superior a 5.0x de forma sostenida;

-- pérdida de competitividad de la empresa que se refleje en un deterioro de márgenes operativos por debajo del punto de equilibrio;

--FFL negativo sostenido que debilite el perfil financiero y de liquidez.

## **DERIVACIÓN DE CALIFICACIÓN**

Las calificaciones de ambas compañías reflejan la posición de mercado buena y la diversificación de ingresos, que atenúa la exposición a un sector altamente cíclico (vivienda), así como niveles apalancamiento elevados, y una generación neutral a negativa de FFL.

En comparación con pares dentro de la categoría A(pan), como Latsons Realty Investment Company, S.A. (Latsons Realty) [A-(pan) Perspectiva Estable], Rey Holdings Corp. y Subsidiarias (Rey Holdings) [A(pan) Perspectiva Estable] y Supermercados Xtra S.A. (Xtra) [A+(pan) Perspectiva Estable], Unesa mantiene una escala de ingresos mayor que Latsons Realty, pero menor que Rey Holdings y Xtra.

Además, el apalancamiento bruto superior a 7.0x de Unesa compara negativamente con Latsons Realty, Rey Holdings y Xtra. Finalmente, la mayor parte de los ingresos de Unesa provienen de una industria considerada más riesgosa que la de sus pares de calificación, compañías que se desempeñan en bienes raíces industriales o comercio minorista de bienes esenciales, que es por naturaleza más defensiva.

## **SUPUESTOS CLAVE**

Los supuestos clave empleados por Fitch para el caso de calificación de Unesa y Sucasa son:

- los ingresos tienen un crecimiento anual compuesto de 6.7%, donde el sector vivienda representa en promedio 76.5% de los ingresos;
- el margen EBITDA promedio de 2023 a 2026 es de 13.5%;
- el apalancamiento bruto se mantiene por encima de 6.0x en 2023 y 2024, y mejora a partir de 2025 a niveles inferiores a 6.0x;
- capex de 2023 a 2026 cercano a USD27 millones;
- se pagan dividendos de 2023 a 2026 que representan 40.0% de la utilidad del año anterior.

## **LIQUIDEZ Y ESTRUCTURA DE LA DEUDA**

**Liquidez Buena:** Al 30 de junio de 2023, el Grupo tenía efectivo y equivalentes por USD10.2 millones, y depósitos a plazo (con vencimiento igual o menor que un año) por USD26.9 millones. A la misma fecha, la deuda consolidada fue de USD102.1 millones, de los cuales USD35.8 millones eran de corto plazo, conformados principalmente por VCN por USD27.7 millones; estos forman parte de programas revolventes con un valor autorizado conjunto de USD35 millones. Fitch considera que la liquidez del Grupo es buena dada la posición de efectivo y depósitos a plazo con respecto a la deuda de corto plazo. Además, mantiene programas revolventes de bonos, con un monto autorizado total de USD77 millones y una disponibilidad cercana a USD11.7 millones, además de inversiones en bonos y acciones por USD82.7 millones, que le brindan solvencia en caso de ser requerido.

## **PERFIL DEL EMISOR**

Unesa es una sociedad tenedora (*holding*) de un conglomerado de empresas que desarrollan diferentes negocios. La actividad con mayores ingresos históricos que realiza el Grupo es la de desarrollo, construcción y promoción de proyectos de viviendas dirigidos principalmente al mercado de familias de ingresos medios y bajos, los cuales son vendidos por Sucasa. También tiene operaciones en los sectores de restaurantes, hoteles, bienes raíces (comercial e industrial) y financiero.

## **PARTICIPACIÓN**

La(s) calificación(es) mencionada(s) fue(ron) requerida(s) y se asignó(aron) o se le(s) dio seguimiento por solicitud del (los) emisor(es), entidad(es) u operadora(s) calificado(s) o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

## **CRITERIOS APLICADOS EN ESCALA NACIONAL**

- Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas (Diciembre 29, 2022);
- Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria (Julio 13, 2023);

--Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (Diciembre 22, 2020).

## **INFORMACIÓN REGULATORIA**

**NOMBRE DEL EMISOR O ENTIDAD:** Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A.

**LINK DEL SIGNIFICADO DE LA CALIFICACIÓN:** Las definiciones de calificación de Panamá las pueden encontrar en el sitio <https://www.fitchratings.com/es/region/central-america> bajo el apartado de “Definiciones de Calificación de Panamá”.

**FECHA CIERTA (FECHA DE CORTE) DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA UTILIZADA**

--NO AUDITADA: 30/junio/2023

--AUDITADA: 31/diciembre/2022

**FECHA DEL ACUERDO DEL COMITÉ DE CALIFICACIÓN:** 21/noviembre/2023

**DESCRIPCIÓN DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA**

**CLASE DE TÍTULOS:**

--Bonos Corporativos Rotativos (Bonos)

--Valores Comerciales Negociables Rotativos (VCN)

**SERIES:**

--Bonos: podrán ser emitidos en múltiples series, según lo establezca el emisor de acuerdo a sus necesidades y las condiciones del mercado.

--VCN: podrán ser emitidos en múltiples series, según lo establezca el emisor de acuerdo a sus necesidades y las condiciones del mercado.

**MONEDA:** USD

**MONTO:**

--Programa de Bonos Corporativos Rotativos 2012: hasta USD45 millones;

--Programa de Bonos Corporativos Rotativos 2010: hasta USD20 millones;

--Programa de Bonos Corporativos Rotativos 2006: hasta USD12 millones;

--Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables 2008: hasta USD25 millones;

--Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables 2005: USD10 millones.

**FECHA DE VENCIMIENTO:**

--Programa de Bonos Corporativos Rotativos 2012: hasta 12 años;

--Programa de Bonos Corporativos Rotativos 2010: hasta 10 años;

--Programa de Bonos Corporativos Rotativos 2006: hasta 10 años;

--Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables 2008: hasta 1 año;

--Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables 2005: hasta 1 año

#### TASA DE INTERÉS:

--Bonos: será previamente determinada por el emisor para cada una de las series y podrá ser fija o variable.

--VCN: será fijada al momento de la emisión de cada serie y la misma podrá ser fija o variable.

#### PAGO DE INTERESES:

--Bonos: trimestralmente

--VCN: trimestralmente

#### PAGO DE CAPITAL:

--Bonos: el emisor tendrá derecho a establecer un período de gracia para el pago del capital para una o más series de bonos, el cual no podrá ser mayor de 24 meses (Programa 2006) o 36 meses (Programas 2010 y 2012) para los programas contados a partir de sus respectivas fechas de emisión. Una vez transcurrido el período de gracia, si lo hubiere, el saldo insoluto a capital de los bonos de cada serie se pagará mediante amortizaciones a capital, trimestrales e iguales.

--VCN: al vencimiento.

#### REDENCIÓN ANTICIPADA: Permitida

#### GARANTÍAS:

--Bonos: crédito general del emisor, garantizado por medio de la fianza solidaria constituida por Unesa y sus subsidiarias. El emisor podrá garantizar las obligaciones derivadas de una o más series de los bonos a ser ofrecidos, mediante la constitución de un fideicomiso de garantía. Los bienes del fideicomiso podrán consistir en i) bienes muebles como efectivo y/o valores registrados, ii) bienes inmuebles, incluyendo derechos reales de hipoteca y anticresis constituidos en favor del fideicomiso sobre bienes inmuebles del emisor y/o de terceras personas, o iii) una combinación de bienes muebles e inmuebles.

USO DE LOS FONDOS: adquisiciones, inversiones de capital y financiamiento de capital de trabajo.

“UNA CALIFICACIÓN DE RIESGO NO GARANTIZA EL REPAGO DE LA EMISIÓN”.

#### **Fecha del Comité de Clasificación Relevante**

25 October 2023

Sociedad Urbanizadora Del Caribe, S.A.

ENac LP

A-(pan) Rating Outlook Stable

Nueva Calificación

ENac CP

F1(pan)

Nueva Calificación

senior secured

ENac LP

A(pan)

Nueva Calificación

senior unsecured

ENac CP

F1(pan)

Nueva Calificación

Union Nacional de Empresas, S.A.

ENac LP

A-(pan) Rating Outlook Stable

Nueva Calificación

[View additional rating details](#)

## **Fitch Ratings Analysts**

**Eduardo Trejos**

Associate Director

Analista Líder

+506 4104 7037

[eduardo.trejos@fitchratings.com](mailto:eduardo.trejos@fitchratings.com)

Fitch Costa Rica Calificadora de Riesgo S.A.

Escazú Village, Torre Corporativa II, WeWork, piso 2, San Jose

**Oscar Alvarez**

Senior Analyst

Analista Secundario

+52 81 4161 7090

oscar.alvarez@fitchratings.com

**Alberto Moreno Arnaiz**

Senior Director

Presidente del Comité de Calificación

+52 81 4161 7033

alberto.moreno@fitchratings.com

**Media Contacts**

**Elizabeth Fogerty**

New York

+1 212 908 0526

elizabeth.fogerty@thefitchgroup.com

Información adicional disponible en [www.fitchratings.com/site/centralamerica](http://www.fitchratings.com/site/centralamerica).

**PARTICIPATION STATUS**

The rated entity (and/or its agents) or, in the case of structured finance, one or more of the transaction parties participated in the rating process except that the following issuer(s), if any, did not participate in the rating process, or provide additional information, beyond the issuer's available public disclosure.

**Applicable Criteria**

**Applicable Models**

Numbers in parentheses accompanying applicable model(s) contain hyperlinks to criteria providing description of model(s).

Corporate Monitoring & Forecasting Model (COMFORT Model), v8.1.0 ([1](#))

**Additional Disclosures**

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)**Endorsement Status**

Sociedad Urbanizadora Del Caribe, S.A.	-
Union Nacional de Empresas, S.A.	-