

**RATINGS****Calificadora  
de Riesgo**

# INFORME DE CALIFICACIÓN

Emisor:

## URBAN DEVELOPMENT GROUP, S.A.

**Sesión de Comité:** 26 de marzo de 2025

**Instrumento:** Bonos Corporativos

**Calificación otorgada:** B (pa)

(calificación local en Panamá)

**Significado de la calificación:**

“Posee una reducida capacidad de pago para cumplir sus obligaciones financieras”.

**Perspectiva:** Estable

**Historia de la calificación:** B (pa) otorgada el 18 de noviembre de 2020 (calificación inicial)

Sin modificaciones hasta la fecha.

**Analista:** Ernesto Bazán [ernesto@ernestobazan.com](mailto:ernesto@ernestobazan.com)

### Aspectos favorables en la evaluación

- Cobertura de garantías tangibles (1.87x saldo de la deuda a valor de mercado).
- Cobertura de capacidad de pago creciente y mecanismos de cancelación anticipada, incluyendo el uso de excedentes de flujo de caja libre.
- Cuenta de reserva por un cupón semestral (intereses).

### Aspectos desfavorables en la evaluación

- Insuficiente capacidad de pago con los flujos actuales regulares (fuente primaria de pago).
- Sector inmobiliario con relativa incertidumbre en niveles de precios y ocupación.

### Descripción de la estructura

Urban Development Group, S.A. es el emisor de la Serie A de un Programa de Bonos Corporativos, inicialmente emitidos el 16 de diciembre de 2020 por US\$ 14,917,000 a un plazo de 5 años, con intereses semestrales (fechas de pago 30 junio y 30 de diciembre) al 5.5% anual y pago del principal al vencimiento (16 de diciembre de 2025). Actúan como garantes hipotecarios Paramount Development (con 12 apartamentos) e Inmobiliaria Cavalier (con 26 locales comerciales en la Plaza Comercial Caminos de Centennial). El propósito de la emisión de bonos fue sustituir la deuda bancaria que mantenían los garantes con Global Bank Corporation, quien a su vez es el estructurador de la emisión y fue el acreedor inicial de bonos en forma íntegra.

Al 31 de diciembre de 2024, el emisor reflejó en sus estados financieros auditados, activos totales por US\$ 21.76 millones, patrimonio neto por US\$ 1.71 millones y utilidad del ejercicio por US\$ 0.40 millones. Sin embargo, para fines del análisis de la capacidad de pago de los bonos, la fuente de pago de principal e intereses son los flujos provenientes del equivalente al 80% de las ventas y/o alquiler de 12 apartamentos hipotecados, el 100% del alquiler o ventas de los 26 locales comerciales (neto de gastos de transacción) y el 50% de flujos provenientes de 5 apartamentos propios. La emisión también cuenta con el endoso de las pólizas de seguro de los proyectos y mejoras a las propiedades. Adicionalmente, la estructura contempla una cuenta de reserva por el equivalente a una cuota semestral de intereses.



La estructura de emisión establece que –durante el periodo de vigencia de bonos– el valor de venta rápida de las propiedades represente al menos 130% del saldo de deuda y que el índice de cobertura de intereses sea superior a 1. Asimismo, se establece que el íntegro del flujo de caja libre proveniente de los ingresos por ventas o alquileres deben ser destinados obligatoriamente a una cuenta de redención anticipada.

Como parte de la estructura de financiamiento, el emisor suscribió el cumplimiento de condiciones habituales (covenants), destacando:

- 1) La venta de por lo menos 6 apartamentos antes de finalizar el tercer año o el aporte de capital por US\$ 2 millones para amortizar la deuda (el 27 de noviembre de 2023 se completó el aporte mencionado, dentro del plazo establecido).
- 2) No otorgar garantías (*negative pledge*) ni avales a terceros.
- 3) No reducir capital ni proveer fondos a parte relacionadas (excepto en transacciones normales de negocios).
- 4) No incurrir en endeudamiento adicional (excepto en transacciones normales de negocios).

En comunicación con fecha 15 de marzo de 2025, el emisor ha comunicado a EB RATINGS el cumplimiento de sus Obligaciones Financieras estipuladas en la emisión, así como de sus Obligaciones de Hacer y sus Obligaciones de no Hacer en dicha estructura.

### Análisis de la Capacidad de Pago del Emisor

La primera fuente principal de ingresos para el repago de los bonos es aquella que proviene de los 24 arriendos, de un total de 26 locales comerciales que se encuentran ubicados en la Plaza Comercial Caminos de Centennial. Totalizando 3,696.29 m<sup>2</sup> de 24 locales actualmente arrendados y 397.86 m<sup>2</sup> de 2 locales disponibles. El flujo de alquileres cobrados durante el 2024 fue de US\$ 737,706 (versus US\$ 739,700 en el 2023). La diferencia se explica principalmente por diferencias temporales entre terminaciones de contratos e inicio de nuevos arrendamientos. Para el año 2024 se esperaba un incremento entre un 5% y 10% en dicho flujo, debido a que se materializaría el alquiler de año completo para los nuevos arrendamientos y a que también habría incremento en precios de alquileres previamente pactados.

La segunda fuente principal de ingresos para el repago de los bonos es la que proviene de los alquileres de 6 apartamentos (de un total de 17) ubicados en Costa del Este (Paramount Development), totalizando un flujo de US\$ 195,946 cobrados en 2024 (versus US\$ 209,379 en 2023). Este componente de flujos ha sido una importante mejora en la capacidad de generar recursos por parte de la emisión, debido a que inicialmente las proyecciones de la calificación solamente habían contemplado la venta de los mencionados apartamentos. Por otro lado, en el 2022 se realizó la venta de uno de los apartamentos, lo que permitió amortizar la deuda en US\$ 480,000, debido a la condición preestablecida de uso de dichos fondos para realizar una cancelación anticipada.

El 27 de noviembre 2023 el emisor realizó una segunda redención parcial anticipada, por US\$1.52 millones, mediante aporte de accionistas, en conformidad con el Prospecto de Emisión del Programa de Bonos. Previamente, en abril de 2022, la empresa había realizado una redención parcial de bonos por un monto de US\$ 480,000 (venta de un apartamento). Ambas operaciones redujeron el saldo a capital a US\$ 12,917,000 y así los intereses semestrales disminuyeron en aproximadamente US\$ 55,000.

Aún con la mejora de los flujos proyectados de alquileres de la Plaza Comercial Caminos de Centennial y la del edificio residencial Paramount Development, la capacidad de cubrir los intereses a través de los flujos actuales de alquileres regulares sigue siendo todavía reducida y requiere flujos adicionales a los garantizados que fueron establecidos en la estructura de financiamiento.



Con relación al pago del principal, este será bajo la modalidad “bullet”, es decir, al vencimiento. Desde el inicio de la emisión, la fuente de pago prevista para ello fue fundamentalmente la venta de los apartamentos valorizados en US\$ 13.01 millones (17 actualmente, 12 en hipoteca y 5 de propiedad del emisor no hipotecados), así como de 26 locales comerciales avaluados en US\$ 11.20 millones. En ambos casos valorizados a valor de mercado de marzo del 2025. La cobertura de garantías (a valor de mercado) versus saldo deudor resulta 1.87x.

El programa de emisión contempla la amortización anticipada de los bonos si las propiedades se venden antes del vencimiento. Debido a los pocos meses que faltan para el pago del principal (16 de diciembre de 2025), EB RATINGS considera que el escenario más probable para una emisión es un refinanciamiento del principal a través de una próxima serie del programa de bonos, de un refinanciamiento bancario o de alguna modalidad similar.

En consecuencia, el flujo de caja proyectado --específico de la estructura-- todavía resulta deficitario bajo el escenario base, en caso no se produzcan ventas de apartamentos o propiedades.

| Proyección de la Generación de Flujo de Caja de la Estructura                      |                 |                  |                  |                 |                    |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|------------------|------------------|-----------------|--------------------|
|                                                                                    | 2021            | 2022             | 2023             | 2024            | 2025 (Proyectado)  |
| Flujo de Ingresos                                                                  |                 |                  |                  |                 |                    |
| Alquileres(*)                                                                      | 466,551         | 696,076          | 949,079          | 933,652         | 980,335            |
| Gastos Operativos(**)                                                              | 460,981         | 474,811          | 489,055          | 503,727         | 518,838            |
| <b>Flujo de Ingresos y Gastos Operativos</b>                                       | <b>5,570</b>    | <b>221,265</b>   | <b>460,024</b>   | <b>429,925</b>  | <b>461,496</b>     |
| Aporte de Capital para amortización de deuda                                       | 0               | 480,000          | 1,520,000        | 0               | 0                  |
| Servicio de Deuda                                                                  |                 |                  |                  |                 |                    |
| Intereses                                                                          | 866,015         | 818,410          | 805,063          | 722,276         | 720,302            |
| Principal                                                                          | -               | 480,000          | 1,520,000        | -               | 12,917,000         |
| <b>Flujo de Financiamiento</b>                                                     | <b>866,015</b>  | <b>1,298,410</b> | <b>2,325,063</b> | <b>722,276</b>  | <b>13,637,302</b>  |
| <b>Necesidad de incorporar flujos adicionales a la fuente primaria (**)</b>        | <b>860,445</b>  | <b>597,145</b>   | <b>345,039</b>   | <b>292,350</b>  | <b>258,806</b>     |
| <b>Flujo de Caja Neto</b>                                                          | <b>-860,445</b> | <b>-597,145</b>  | <b>-345,039</b>  | <b>-292,350</b> | <b>-13,175,806</b> |
| <b>Necesidad de venta de propiedades, aporte de accionistas o refinanciamiento</b> | <b>860,445</b>  | <b>597,145</b>   | <b>345,039</b>   | <b>292,350</b>  | <b>13,175,806</b>  |
| <b>Flujo disponible de la utilidad neta(***)</b>                                   | <b>145,123</b>  | <b>228,990</b>   | <b>474,328</b>   | <b>604,152</b>  | <b>634,360</b>     |

(\*) solo se refiere a los inmuebles que garantizan la estructura (no incluye otros rubros corporativos)

(\*\*) puede ser flujos corporativos, de empresas vinculadas o de accionistas

(\*\*\*) utilidad neta + depreciación y amortización + impuestos diferidos

cifras en US\$

La proyección actual indica que el 2025 se requeriría de un estimado de US\$ 226,075 en aportes adicionales a la fuente primaria de pago. Ello resultaría factible a través de los recursos corporativos, considerando que la utilidad neta del emisor en el 2024 fue de US\$ 402,117.

A la fecha del presente informe, la empresa ha cumplido con todos sus pagos de cupones semestrales, para lo cual ha usado recursos corporativos o de su grupo empresarial. Es importante destacar que, al 31 de enero de 2025, Urban Development Group contaba con una cuenta de reserva con saldo de US\$ 362,417.73, monto superior al equivalente de un cupón semestral (US\$ 355,217.50).

Como resultado del análisis, resulta evidente que la capacidad de pago primaria de los bonos depende del alquiler y venta de los apartamentos, así como también de los locales comerciales que forman parte de la estructura. Esto representa un desafío importante para el emisor, considerando la desaceleración económica en Panamá y sus consecuencias en las decisiones de consumo e inversión, tanto a nivel empresarial como en los consumidores finales.

En opinión de la calificadora, el principal riesgo que afronta el emisor para el pago de los bonos es el de refinanciamiento del principal. Esta situación ya estaba contemplada desde el otorgamiento de la primera calificación (en noviembre de 2020) a la emisión.



Como aspecto favorable para su capacidad de pago, debe tenerse en cuenta la evolución positiva de sus ingresos operativos, que pasaron de US\$ 704,332 en el 2020 a US\$ 2,775,591 en el 2024, así como la mejora de su resultado neto, que pasó de pérdida por US\$ 22,946 a utilidad por US\$ 402,117 en el mismo periodo. No obstante, a finales del año 2024, el emisor presenta deuda corporativa por US\$ 5.88 millones adicionales a los US\$ 12.92 millones que corresponden a los bonos en circulación.

|                           | dic-20     | dic-21     | dic-22     | dic-23     | dic-24     |
|---------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Ingresos Operativos(*)    | 704,332    | 1,903,238  | 2,046,602  | 2,028,471  | 2,775,592  |
| Utilidad Operativa(*)     | -41,612    | 782,218    | 411,248    | 439,461    | 818,952    |
| EBITDA(*)                 | -1,771     | 811,474    | 445,033    | 626,753    | 991,373    |
| Utilidad Neta(*)          | -62,787    | 61,549     | 119,215    | 64,464     | 402,117    |
| Deuda Financiera(*)       | 14,695,788 | 21,240,031 | 20,804,273 | 19,242,785 | 18,750,768 |
| EBITDA/Gastos financieros | -0.06      | 0.77       | 0.35       | 0.49       | 0.84       |
| Deuda financiera/EBITDA   | -8,298     | 26.17      | 46.75      | 30.70      | 5.93       |

(\*) Cifras en US\$

Por su parte, el EBITDA de la empresa (US\$ 991,373 en el 2024) aún no alcanza a cubrir los gastos financieros (por la deuda de bonos y préstamos bancarios), situando su índice de cobertura de intereses (EBITDA/gastos financieros) en 0.84x a finales de diciembre 2024. Por su parte, la deuda financiera (US\$ 18,750,768) representó 5.93x el EBITDA anual, a diciembre 2024.

En consecuencia, a pesar de la mejora en ingresos y resultados, la mayor deuda asumida todavía sigue representando un importante reto, además del riesgo financiero por el muy probable refinanciamiento que afrontará la emisión.



## ANEXO 1

BALANCE GENERAL  
URBAN DEVELOPMENT GROUP, S.A.

| BALANCE GENERAL                                        | dic-20            | dic-21            | dic-22            | dic-23            | dic-24            |
|--------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>ACTIVOS</b>                                         |                   |                   |                   |                   |                   |
| <b>Activos Corrientes</b>                              |                   |                   |                   |                   |                   |
| Efectivo                                               | 46,565            | 432,167           | 196,346           | 149,892           | 141,970           |
| Cuentas por Cobrar                                     | 4,976             | 19,866            | 27,406            | 107,314           | 170,682           |
| Cuentas por Cobrar - Partes Relacionadas               | 347,072           | 85,908            | 657,865           | 144,325           | 167,007           |
| Impuestos Pagados por Anticipado                       | 114,278           | 87,817            | 45,612            | 10,332            | -                 |
| Gastos Pagados por Anticipado                          | 6,268             | 9,269             | 27,979            | 24,947            | 33,324            |
|                                                        | <b>519,159</b>    | <b>635,027</b>    | <b>955,208</b>    | <b>436,810</b>    | <b>512,983</b>    |
| <b>Activos No Corrientes</b>                           |                   |                   |                   |                   |                   |
| Mobiliario y Equipo, neto                              | 33,615            | 32,044            | 27,703            | 25,053            | 38,236            |
| Activo por derecho de uso                              | -                 | -                 | -                 | 476,061           | 333,243           |
| Propiedad de Inversión, neto                           | 150,739           | 141,872           | 133,005           | 124,137           | 115,270           |
| Construcción en Proceso                                | 494,534           | 494,534           | -                 | -                 | -                 |
| Préstamos por cobrar - partes relacionadas             | 14,626,108        | 20,255,545        | 18,959,499        | 17,818,252        | 18,451,428        |
| Cuentas por cobrar - partes relacionadas, no corriente | -                 | 689,139           | 1,434,465         | 1,358,953         | 1,170,192         |
| Otros activos                                          | 656,237           | 831,603           | 1,030,452         | 1,591,913         | 1,063,553         |
| Impuesto diferido                                      | 27,533            | 16,018            | 9,260             | 6,173             | 3,086             |
| Fondo de cesantía                                      | 56,352            | 63,941            | 65,384            | 67,295            | 76,453            |
|                                                        | <b>16,045,118</b> | <b>22,524,696</b> | <b>21,659,768</b> | <b>21,467,837</b> | <b>21,251,461</b> |
|                                                        | <b>16,564,277</b> | <b>23,159,723</b> | <b>22,614,976</b> | <b>21,904,647</b> | <b>21,764,444</b> |
| <b>PASIVOS Y PATRIMONIO</b>                            |                   |                   |                   |                   |                   |
| <b>Pasivos Corrientes</b>                              |                   |                   |                   |                   |                   |
| Préstamos bancarios por pagar                          | -                 | 130,883           | 393,271           | 536,260           | 576,880           |
| Intereses por pagar                                    | -                 | 30,333            | 32,517            | 427,878           | 29,404            |
| Pasivo por arrendamiento                               | -                 | -                 | -                 | 137,032           | 145,254           |
| Bonos por pagar (al costo amortizado)                  | -                 | -                 | -                 | -                 | 12,872,758        |
| Cuentas por pagar - proveedores                        | 13,292            | 11,675            | 9,798             | 24,958            | 38,683            |
| Cuentas por pagar - partes relacionadas                | 23,000            | -                 | 321,000           | 101,188           | 383,287           |
| Gastos e impuestos acumulados por pagar                | 91,307            | 150,486           | 140,670           | 233,917           | 421,384           |
|                                                        | <b>127,599</b>    | <b>323,377</b>    | <b>897,256</b>    | <b>1,461,233</b>  | <b>14,467,650</b> |
| <b>Pasivos No Corrientes</b>                           |                   |                   |                   |                   |                   |
| Préstamos bancarios por pagar, no corriente            | -                 | 6,369,117         | 6,106,729         | 5,878,010         | 5,301,130         |
| Pasivo por arrendamiento, parte no corriente           | -                 | -                 | -                 | 352,572           | 207,318           |
| Bonos por pagar (al costo amortizado)                  | 14,695,788        | 14,740,031        | 14,304,273        | 12,828,515        | -                 |
| Cuentas por pagar - accionistas                        | 283,895           | 24,826            | -                 | 7,338             | 4,680             |
| Cuentas por pagar - partes relacionadas, no corriente  | 334,200           | 521,476           | -                 | -                 | -                 |
| Prima de antigüedad por pagar                          | 43,518            | 39,688            | 48,017            | 57,843            | 65,515            |
| Impuesto Diferido                                      | 9,861             | 10,243            | 10,472            | 10,549            | 10,626            |
|                                                        | <b>15,367,262</b> | <b>21,705,381</b> | <b>20,469,491</b> | <b>19,134,827</b> | <b>5,589,269</b>  |
| <b>TOTAL PASIVOS</b>                                   | <b>15,494,861</b> | <b>22,028,758</b> | <b>21,366,747</b> | <b>20,596,060</b> | <b>20,056,919</b> |
| <b>PATRIMONIO</b>                                      |                   |                   |                   |                   |                   |
| Capital en acciones                                    | 10,000            | 10,000            | 10,000            | 10,000            | 10,000            |
| Capital adicional pagado                               | 20,000            | 20,000            | 20,000            | 20,000            | 20,000            |
| Impuesto complementario                                | -44,125           | -44,125           | -46,076           | -50,182           | -53,361           |
| Ganancias acumuladas                                   | 1,083,541         | 1,145,090         | 1,264,305         | 1,328,769         | 1,730,886         |
| <b>Total Patrimonio</b>                                | <b>1,069,416</b>  | <b>1,130,965</b>  | <b>1,248,229</b>  | <b>1,308,587</b>  | <b>1,707,525</b>  |
| <b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO</b>                      | <b>16,564,277</b> | <b>23,159,723</b> | <b>22,614,976</b> | <b>21,904,647</b> | <b>21,764,444</b> |

(\*) Cifras en US\$



## ANEXO 2

ESTADO DE RESULTADOS  
URBAN DEVELOPMENT GROUP, S.A.

| ESTADO DE RESULTADOS                | dic-20         | dic-21            | dic-22            | dic-23            | dic-24            |
|-------------------------------------|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Ingresos de Operación</b>        | <b>704,332</b> | <b>1,903,238</b>  | <b>2,046,602</b>  | <b>2,028,471</b>  | <b>2,775,592</b>  |
| <b>Gastos de Operación</b>          |                |                   |                   |                   |                   |
| Gastos de personal                  | -412,535       | -746,584          | -820,848          | -814,765          | -905,231          |
| Depreciación & Amortización         | -39,841        | -29,256           | -33,785           | -187,292          | -172,421          |
| Gastos generales y administrativos  | -293,568       | -345,180          | -780,721          | -586,953          | -878,988          |
| <b>Utilidad Operativa</b>           | <b>-41,612</b> | <b>782,218</b>    | <b>411,248</b>    | <b>439,461</b>    | <b>818,952</b>    |
| <b>EBITDA</b>                       | <b>-1,771</b>  | <b>811,474</b>    | <b>445,033</b>    | <b>626,753</b>    | <b>991,373</b>    |
| <b>Gastos financieros</b>           | <b>-31,906</b> | <b>-1,057,694</b> | <b>-1,277,514</b> | <b>-1,290,888</b> | <b>-1,183,971</b> |
| Amortización gasto emisión de bonos | 0              | 0                 | -44,242           | -44,242           | -44,542           |
| Intereses ganados                   | 2,904          | 5,547             | 5,039             | 5,210             | 7,107             |
| Otros ingresos                      | 1,357          | 368,437           | 1,073,876         | 993,367           | 941,615           |
| <b>Utilidad antes de Impuestos</b>  | <b>-69,257</b> | <b>98,508</b>     | <b>168,407</b>    | <b>102,908</b>    | <b>539,161</b>    |
| <b>Impuesto a la renta</b>          |                |                   |                   |                   |                   |
| Diferido                            | 6,470          | -11,897           | -6,987            | -3,164            | -3,164            |
| Corriente                           | 0              | -25,062           | -42,205           | -35,280           | -133,880          |
| <b>Utilidad neta</b>                | <b>-62,787</b> | <b>61,549</b>     | <b>119,215</b>    | <b>64,464</b>     | <b>402,117</b>    |

(\*) Cifras en US\$



## ANEXO 3

## CALIFICACIÓN OTORGADA

| Emisor                        | Instrumento                                                              | Calificación <sup>(*)</sup> | Significado de la Calificación                                                   | Perspectiva <sup>(**)</sup> |
|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|
| Urban Development Group, S.A. | Serie A del Programa de Bonos Corporativos por US\$ 14,917,000<br>(****) | B (pa)                      | “Posee una reducida capacidad de pago para cumplir sus obligaciones financieras” | Estable <sup>(***)</sup>    |

(\*) La nomenclatura (pa) se usa para indicar que trata de una calificación emitida en Panamá, comparable únicamente con otras calificaciones de emisores locales con la misma nomenclatura (pa).

(\*\*) Se refiere a la perspectiva de la calificación.

(\*\*\*) A futuro, es más probable que la calificación se mantenga en la misma escala, a que se modifique.

(\*\*\*\*) La emisión ha tenido amortizaciones anticipadas por US\$ 2,000,000.

## DISCLAIMER

La calificación de riesgo es una opinión basada en un análisis independiente sobre la capacidad de pago del emisor, de acuerdo con los términos y condiciones pactados en la emisión y no representa una recomendación de comprar, vender o invertir en instrumentos representativos de deuda vinculados a la emisión. EB RATINGS no realiza auditoría ni asesoría a los emisores de deuda que califica. EB RATINGS no audita la información que recibe de parte del emisor, la misma que viene en forma de declaración de veracidad por parte del mismo. EB RATINGS no es responsable por las decisiones que pudieran tomar inversionistas sobre los instrumentos que resultan como producto de la emisión, por lo que sus opiniones no son vinculantes sino referenciales para las decisiones que toman los agentes económicos bajo su propia responsabilidad.