

Panamá, 08 de octubre de 2019

Lic.
Olga Cantillo
Vicepresidente Ejecutiva y Gerente General
BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ
Ciudad

Referencia: Asignación de Calificación.

Estimada Lic. Cantillo:

Por este medio le informamos que la agencia Pacific Credit Rating ratificó la calificación (pa) A- con perspectiva Estable al programa Rotativo de Bonos Corporativos de Top & Selected Properties, S.A., con estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2018.

Atentamente.



José Ramón Mena M.
Representante Legal

c.c. Bolsa de Valores de Panamá
c.c. Central Latinoamericana de Valores

**Top & Selected Properties, S.A.
Programa de Bonos Corporativos Rotativos**

Comité No. 52/2019	
Informe con EEFF auditados a diciembre 2018	Fecha de comité: 02 de agosto de 2019
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Inmobiliario/Panamá
Equipo de Análisis	
Giancarlo Rocco grocco@ratingspcr.com	Iolanda Montuori imontuori@ratingspcr.com (502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES		
Fecha de información	dic-17	dic-18
Fecha de comité	09/07/2018	02/08/2019
Programa de Bonos Corporativos Rotativos	PA ^A -	PA ^A -
Perspectiva	Estable	Estable

Significado de la calificación

Categoría A: Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.

Con el propósito de diferenciar las calificaciones domésticas de las internacionales, se ha agregado una (PA) a la calificación para indicar que se refiere sólo a emisores/emisiones de carácter doméstico a efectuarse en el mercado panameño. Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B.

La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. La calificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago de este; ni estabilidad de su precio 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.

Racionalidad

La calificación se fundamenta en el respaldo que la Holding ofrece a la Compañía, proporcionándoles con el financiamiento necesario para hacer frente a sus obligaciones financieras. La calificación considera, además, los niveles adecuados de cobertura de EBITDA sobre gastos financieros total.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

La calificación de riesgo otorgada al Programa de Bonos Corporativos Rotativos de Top & Selected Properties, S.A. se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

- **Ajustada cobertura sobre la deuda.** Top & Selected Properties, S.A. realizó proyecciones financieras para un período de 10 años donde la cobertura de EBITDA sobre gastos financieros total es de 1.5 veces, siendo suficiente para cubrir con el pago de sus intereses. Sin embargo, la cobertura sobre el servicio de la deuda total es de 0.5, por lo que la Empresa no cuenta con la capacidad suficiente para cubrir con sus obligaciones financieras. Asimismo, el emisor mantiene arrendamientos y subarrendamientos con empresas de su Grupo, por lo que el pago de intereses y capital de la emisión dependen de los ingresos que reciba de sus arrendadores.
- **Activos disponibles para la venta.** Al 31 de diciembre, la Empresa mantiene una participación fiduciaria en el Fideicomiso de una planta de energía eléctrica por B/. 2 millones y una provisión de activo mantenido para la venta de B/. 1.7 millones.
- **Respaldo de Uni B&T Holding, Inc.** Como parte del respaldo de su accionista, Uni B&T Holdings realizó una aportación de capital por B/. 2 millones a Top & Selected Properties para otorgar a la compañía del equilibrio necesario y los recursos financieros para su funcionamiento. Además, Unibank, otra de las subsidiarias del Grupo, adquirió el total de la primera emisión por US\$ 2.5 millones, siendo el tenedor legítimo y titular de dicha serie.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Calificación de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (Panamá) con fecha 9 de noviembre de 2017.

Información utilizada para la calificación

- **Información financiera:** Estados financieros consolidados de Top & Selected Properties, S.A. de diciembre 2013 a diciembre 2015, auditados a diciembre 2016 y 2018; Estados Financieros consolidados de diciembre 2013 a diciembre de 2017 de Uni B&T Holding, Inc. y estados financieros auditados a junio 2018.
- **Proyecciones financieras:** Proyecciones financieras de 2017 a 2027 elaboradas por Top & Selected Properties.
- **Emisión.** Prospecto Informativo de Bonos Corporativos Rotativos.

Hechos de Importancia

- La emisión por US\$ 2.5 millones fue comprada por Unibank, S.A. en su totalidad.
- Durante el 2017, se incrementó el capital de Top & Selected Properties, S.A. en US\$ 2 millones.
- La Compañía mantiene un contrato de arrendamiento donde alquila a Unibank, S.A. un local ubicado en el Edificio Grand Bay Tower con vigencia hasta enero 2030.
- Top & Selected Properties mantiene una participación fiduciaria en el Fideicomiso Valley Rise por la suma de B/. 2 millones, clasificado como un activo disponible para la venta, que se espera vender en el menor plazo posible.

Contexto Económico

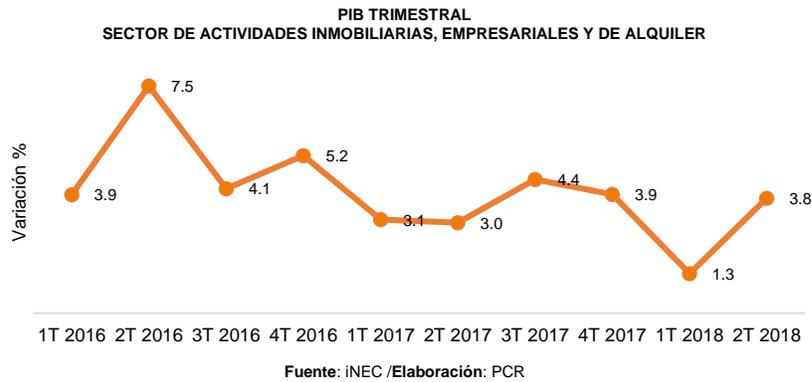
A diciembre de 2018, el crecimiento proyectado de América Latina y el Caribe según lo indicado por el Fondo Monetario Internacional para el 2018 era de 2%. Por su lado, el crecimiento en la actividad económica en Panamá se ubica en 3.7%, inferior a lo proyectado en junio 2018 por el Fondo Monetario Internacional (4.3%), y a la variación registrada en el mismo período de 2017 (5.4%). A pesar de la disminución del ritmo de crecimiento en la economía panameña, esta continúa siendo una de las más dinámicas de la región; la desaceleración se presentó en los sectores claves de la economía especialmente la construcción, afectada por la huelga que el sector mantuvo en los meses de abril y mayo del 2018. El comportamiento de la economía lo determinaron principalmente las actividades del Canal, el transporte, la minería y las telecomunicaciones. Mientras que la tasa de desempleo se incrementó marginalmente en 0.2% producto del bajo dinamismo anteriormente mencionado por la economía en este periodo.

En Panamá, el saldo de la deuda pública total a diciembre de 2018 ascendió a \$ 25.687 millones que representó un aumento del 9.9% en comparación al 2017 (US\$ 23.374 millones). El alza en la deuda pública se refleja como el producto de la aceleración en la ejecución presupuestaria con el fin de amparar los niveles de decrecimiento en economía panameña. La deuda pública externa para el cierre del año 2018 representó el 79% del total de la deuda pública, en tanto que la deuda pública interna el 21%; comparado con el cierre del año 2017, que representaron el 81% y 19% respectivamente. Panamá maneja una política monetaria al par con el dólar, no obstante, el alza internacional de los precios del combustible y los comestibles, registraron una inflación de 0.2 puntos porcentuales mayor a lo registrado en 2017.

Por su parte, las exportaciones FOB (libre a bordo) de Panamá en el año 2018 reflejaron un crecimiento de 1.9 %, principalmente por el incremento en la exportación de desechos de acero, cobre y aluminio (19%), harina y aceite de pescado (22%), madera (13.5%) y banano (5.2%); contrarrestado por la caída en las exportaciones de pescado y camarón, que disminuyeron 15% y 20% respectivamente. Las importaciones CIF (costo, seguro y flete) tuvieron un crecimiento interanual de 4% (US\$13.233 millones), principalmente por el incremento de los bienes de consumo (9.2%), manteniendo una balanza comercial negativa. Panamá cuenta con una calificación de riesgo soberano en BBB con perspectiva Positiva para Standard & Poor's a raíz del consistente crecimiento económico experimentado medido a través de la formulación de políticas soberanas efectivas, el manejo fiscal reciente, las acciones tomadas para mejorar la transparencia y la creciente supervisión del sistema financiero.

Contexto del Sector

Desde mediados del 2016, el mercado inmobiliario en Panamá se encuentra en expansión como consecuencia de una evolución general del mercado y la aparición constante de nuevos desarrollos. A diciembre 2018, la categoría de actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler mostró un crecimiento anual en su valor agregado bruto de 3.7%, debido a la mayor actividad inmobiliaria de uso final propio, la cual creció en 3.5%, favorecida por la oferta de edificaciones residenciales construidas en años previos. En general, el sector mostró un desempeño dinámico con tasas de crecimiento trimestrales por arriba de 1.3%, siendo esta tasa de crecimiento al cierre del segundo trimestre de 2018 de 3.8%. Asimismo, esta categoría representó el 8.7% del PIB a la fecha de análisis.



El mercado de bienes raíces de Panamá, está compuesto de tres sectores, los cuales son segregados dependiendo de la utilización final de los inmuebles:

- Residencial: El sector de bienes raíces residenciales se caracteriza principalmente por la venta y alquiler de casas y apartamentos.
- Comercial: El sector de bienes raíces comercial, está vinculado a la venta y alquiler de locales comerciales y de oficinas.
- Industrial: El sector de bienes raíces industrial, está compuesto principalmente de fábricas plantas productoras, procesadoras y galeras, entre otros.

Top & Selected Properties participa en el sector comercial de bienes raíces, ya que se dedica al alquiler de locales comerciales.

Análisis de la institución

Reseña

Top & Selected Properties, S.A., es una sociedad anónima organizada y existente de conformidad con las leyes de la República de Panamá constituida en el Registro Público en la sección mercantil con la ficha No. 687764 y documento No. 1707124, del 8 de enero de 2010. Dicha compañía se dedica principalmente a administrar o arrendar las propiedades inmobiliarias del Grupo.

La compañía es 100% subsidiaria de Uni B&T Holdings Inc., que está constituida bajo regulación panameña, en el Registro Público en la sección mercantil con ficha No. 682912 y documento No. 1712451 del 15 de enero de 2010. Uni B&T Holdings, Inc. no registra operaciones y su única actividad es la relacionada a la inversión en acciones que mantiene sobre las compañías afiliadas, Unibank, S.A. y Top & Selected Properties, S.A., de la cual es tenedora del 100% de las acciones con derecho a voto.

La mayor parte de los ingresos por alquiler de Top & Selected Properties son con Unibank, S.A., y además cuenta con el respaldo financiero de su casa matriz. El domicilio comercial se encuentra en Marbella, Avenida Balboa Edificio P.H. Grand Bay Tower, apartamento 1, Panamá, República de Panamá.

Gobierno Corporativo

Top & Selected Properties, S.A. es una persona jurídica bajo la denominación de Sociedad Anónima. Desde el 2010, el capital social de la compañía era de B/. 10,000, dividido en 100 acciones con un valor nominal de B/. 100 cada una; sin embargo, a partir de diciembre 2017 se procedió a aumentar el capital por B/. 2 millones por parte de Uni B&T Holding, con el objetivo de dotar a la compañía del equilibrio patrimonial necesario y los recursos financieros para su funcionamiento. Por lo tanto, actualmente el capital autorizado está representado por 20,100 acciones comunes nominativas con un valor de B/. 100 cada una. Asimismo, Top & Selected Properties cuenta con un único accionista, Uni B&T Holding, Inc., quien posee el 100% de las acciones. La estructura accionaria actual se muestra en la siguiente tabla.

Accionista	Participación
Uni B&T Holdings Inc.	100%
Total	100%

Fuente: Uni B&T Holdings./Elaboración: PCR

La Junta General de Accionistas constituye el poder supremo de la sociedad, pero en ningún caso podrá por un voto de mayoría, privar a los accionistas de sus derechos adquiridos. En este sentido, la Asamblea General de Accionistas se reúne en sesión ordinaria, por lo menos una vez al año y podrán realizarse reuniones extraordinarias para tocar temas específicos. Además, las resoluciones de la Asamblea de Accionistas, ya sea ordinaria o extraordinaria, serán adoptadas por la mayoría simple de la totalidad de las acciones emitidas y en circulación.

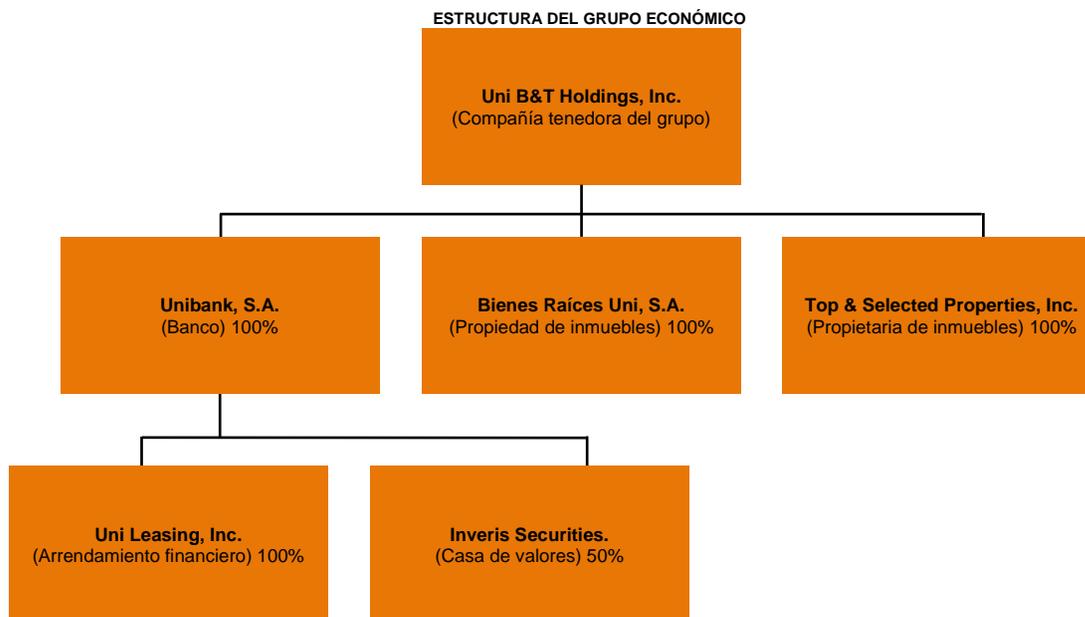
Por su parte, en lo referente a los negocios de la sociedad, estos serán administrados y dirigidos por la Junta Directiva, la cual contará con no menos de tres (3) ni más de cinco (5) directores, pero el número de miembros podrá ser aumentado por la Junta General de Accionistas. A la fecha, la Junta Directiva está integrada por nueve (9) miembros, los cuales son nombrados por el Directorio, con la ratificación por parte de la mayoría de los miembros de la Asamblea de Accionistas en reunión ordinaria o extraordinaria. En este sentido, los Dignatarios serán un presidente, un secretario y un tesorero, quienes son nombrados por la Junta Directiva, no obstante, la entidad podrá tener cualesquiera otros dignatarios que la Junta Directiva determine. A continuación, se presenta la estructura del Directorio:

DIRECTORIO	
Nombre	Puesto
José Ramón Mena	Presidente
Mayer Miro Yohoros	Secretario
Ziad Issa	Tesorero
Moussa Attie	Director
Moderchai Ashkenazi	Director
Sión Cohen	Director
Moisés Azrak	Director
David Btsh	Director
Ezra Ofer Benzion	Director

Fuente: Top & Selected Properties, S.A./Elaboración: PCR

Grupo Económico

Uni B&T Holdings, Inc. es tenedora del 100% de las acciones de sus subsidiarias, Unibank, S.A., dedicada al negocio de la banca y Top & Selected Properties, S.A., la administradora de inmuebles del Grupo. La Holding no registra operaciones y su única actividad está relacionada a la inversión en acciones que mantiene sobre las compañías afiliadas.



Fuente: Unibank, S.A./Elaboración: PCR

Operaciones y Estrategias

Operaciones

Según el Capítulo II del Pacto Social, el objeto principal de la sociedad es el de dedicarse en la República de Panamá o en cualquier otro país, a comprar, vender, transferir, disponer, negociar, financiar, permutar, poseer, dar o tomar en comisión, hipoteca, prenda, arrendamiento, uso, usufructo, o anticresis, toda clase de bienes, sean muebles o inmuebles. Top & Selected Properties, S.A. se dedica principalmente a la administración o arrendamiento, y compraventa de propiedades muebles o inmuebles del Grupo Uni B&T Holdings, Inc.

Estrategias corporativas

La compañía se financia única y exclusivamente a través de su propio Grupo. Además, en mayo de 2016, Top & Selected Properties adquirió un bien inmueble ubicado en Albrook Mall, a través de un préstamo que le otorgó Unibank, S.A. En este sentido, con los fondos de la primera emisión de Bonos Corporativos se canceló dicho préstamo.

La empresa tiene un contrato de arrendamiento con el dueño del edificio Grand Bay Tower, donde alquila cuatro pisos y estacionamientos. En el cuarto piso tiene dos locales, uno alquilado por Inveris Securities, S.A. y el otro por un tercero y

los otros tres pisos están siendo alquilados por Unibank, S.A. Además, alquila varios estacionamientos en el mismo edificio. Con lo que respecta al local en Albrook Mall, fue alquilado por una empresa que no pertenece al Grupo.

Posición competitiva

Las actividades de Top & Selected Properties pertenecen a la industria inmobiliaria, sector de la economía panameña con altas perspectivas de crecimiento sostenido para los próximos años. A la fecha, se encuentran 1,265 personas jurídicas registradas como corredores de bienes raíces, lo cual evidencia que la industria es altamente competitiva. En este sentido, Top & Selected Properties planea posicionarse a través de locales comerciales en ubicaciones y zonas estratégicas con perspectivas de alto crecimiento.

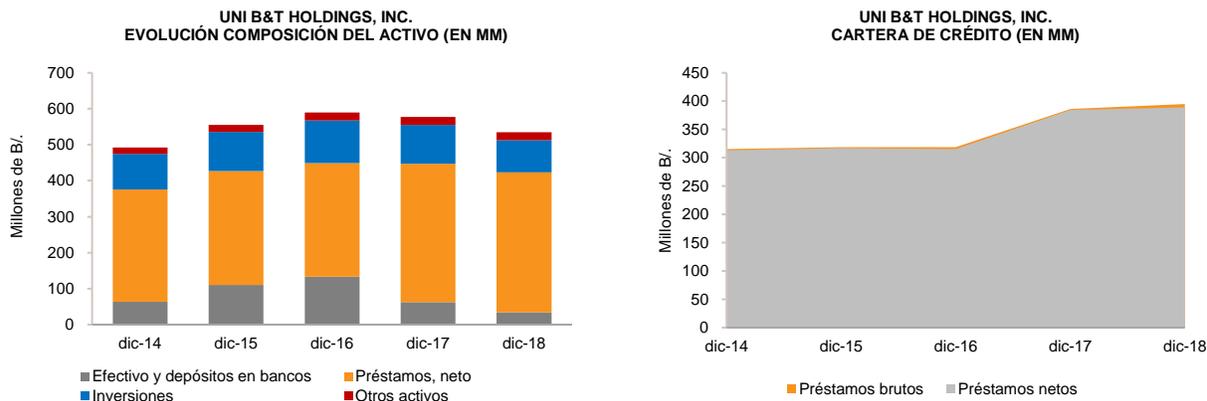
Análisis Financiero

Uni B&T Holdings

Activos

A la fecha de análisis, los activos de Uni B&T Holdings, Inc. presentaron un decrecimiento de 6.6%, como resultado de menores depósitos en bancos (-45.8%) e inversiones (-16.9%), producto de mayores colocaciones, con el fin de rentabilizar sus activos líquidos. En este sentido, la cartera de créditos bruta reflejó un incremento (+2.3%), con una tendencia al alza, debido a que el crecimiento promedio de los últimos cinco años ha sido de 10.6%.

Como consecuencia de menores disponibilidades, la liquidez inmediata de la Holding se situó en 7.9%, mostrándose inferior al indicador registrado a diciembre 2017 (13.2%). Asimismo, la liquidez mediana se ubicó en 28.8%, siendo menor al compararse con el año anterior (diciembre 2017: 36%). A pesar de esto, la entidad mantiene adecuados niveles de liquidez y la reducción en sus activos líquidos se deriva de la diversificación en sus activos productivos con el fin de obtener una mayor rentabilidad.

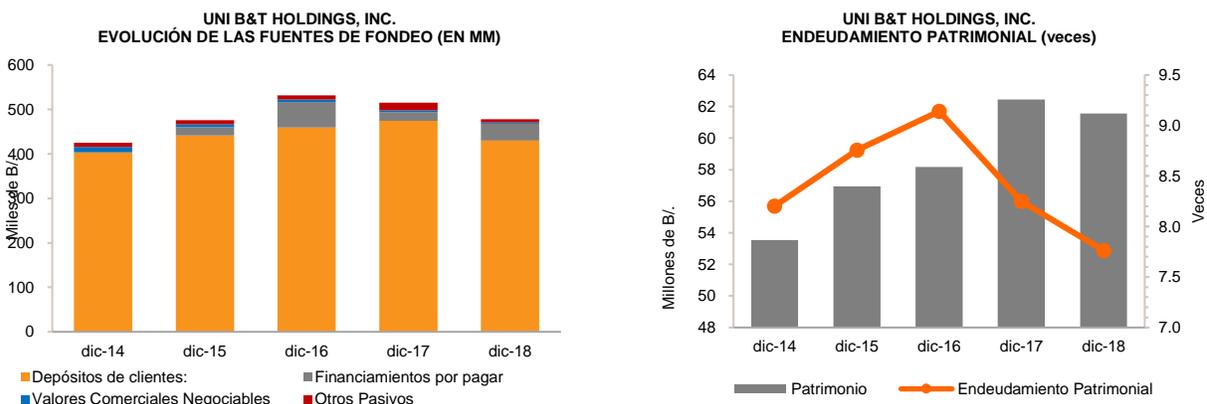


Fuente: Uni B&T Holdings, Inc. / Elaboración: PCR

Pasivos y Patrimonio

En lo referente a los pasivos, a diciembre 2018, las obligaciones depositarias representaron el 90% del total de pasivos y registraron un decremento de 9.3% respecto al año anterior. Por su parte, los financiamientos por pagar registraron un incremento de 99.5%, por lo que los pasivos totales se situaron en B/. 477.9 millones, disminuyendo interanualmente en 7.2%.

Por otro lado, el patrimonio de la Holding mostró un decremento de 1.4% comparado con el año anterior, derivado del aumento en el déficit acumulado, así como una mayor pérdida no realizada en valores disponibles para la venta. En este sentido, el endeudamiento patrimonial se ubicó en 7.8 veces, mejorando levemente comparado con el año anterior.

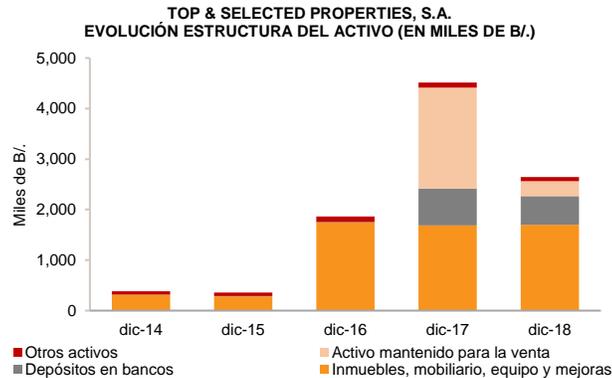


Fuente: Uni B&T Holdings, Inc. / Elaboración: PCR

Top & Selected Properties

Activos

Los activos de Top & Selected Properties presentaron un decrecimiento interanual de 28%, debido a la disminución del activo mantenido para la venta en B/. 1.7 millones, monto que pertenece a una provisión por deterioro de la participación que mantiene la Empresa en un Fideicomiso de energía eléctrica por B/. 2 millones. Adicionalmente, los activos de la Compañía están compuesto por inmuebles, mobiliario, equipo, mejoras y propiedad de inversión en 52.3%, seguido cuentas por cobrar a compañías relacionadas en 18.6%, depósitos en bancos 17.4%, activos mantenidos para la venta 9.2% y en menor proporción, otros activos 2.5%.

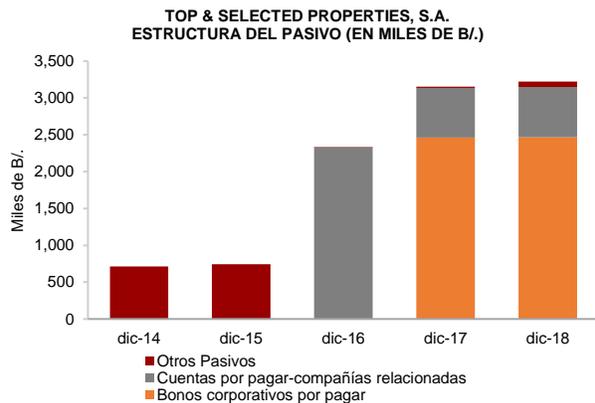


Fuente: Top & Selected Properties, S.A. / Elaboración: PCR

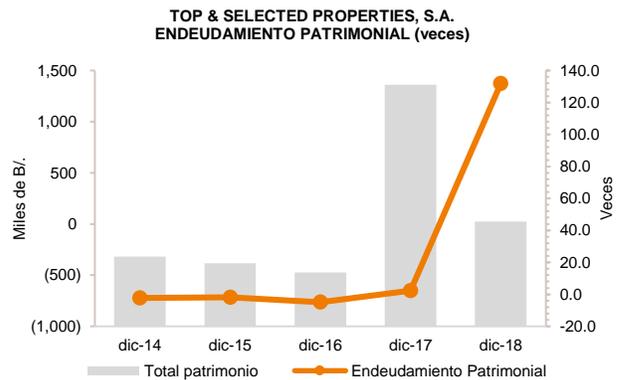
Pasivos y Patrimonio

A diciembre de 2018, los pasivos de Top & Selected Properties se incrementaron 2.2% interanualmente, derivado de incremento en el impuesto por pagar en B/. 56.4 miles. En este sentido, los pasivos estuvieron conformados principalmente por Bonos Corporativos (76.5%), cuentas por pagar a compañías relacionadas (21.1%) y en una menor proporción por otros pasivos (2.4%).

Por su parte, del año 2013 a mediados del 2017, el patrimonio de la compañía tuvo un saldo negativo, resultado del déficit acumulado durante los últimos años. Sin embargo, en diciembre 2017, Uni B&T Holdings realizó una aportación de capital por B/. 2 millones, con el fin de otorgar a la compañía del equilibrio patrimonial necesario y los recursos financieros para su funcionamiento. Sin embargo, a diciembre 2018, el déficit acumulado aumentó nuevamente en 2.1 veces, causando que el patrimonio totalizara en B/. 24.5 miles. Dicho esto, el endeudamiento patrimonial se situó en 131.8 veces.



Fuente: Top & Selected Properties, S.A. / Elaboración: PCR



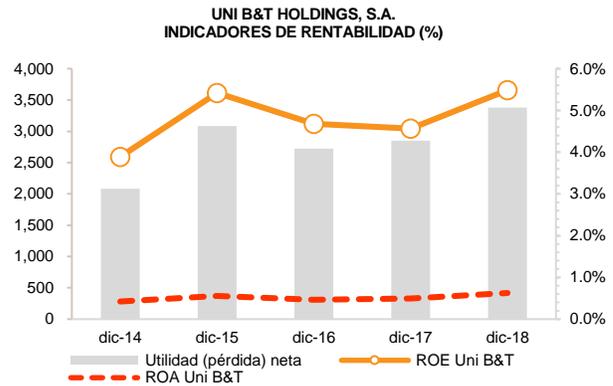
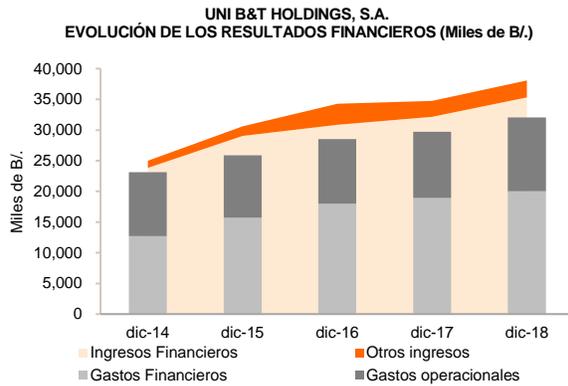
Resultados Financieros

Uni B&T Holdings

A la fecha de análisis, los ingresos financieros de Uni B&T Holdings presentaron un crecimiento interanual de 9.9%, como resultado de mayores colocaciones (+1.6%) y mayores comisiones sobre préstamos (+1.2 veces). Por otro lado, los gastos financieros aumentaron en 5.7%, debido al aumento presentado en las comisiones de 6.7 veces (+B/.893.2 miles). Derivado de lo anterior, el margen financiero bruto se ubicó en B/.15.3 millones (+15.8%). Adicionalmente, las provisiones disminuyeron en B/. 345.4 miles, por lo que el margen financiero neto mostró un incremento de 22.7%.

No obstante, se registró una reducción en los ingresos por ganancias en instrumentos financieros (-98.3%), como consecuencia de menores inversiones, especialmente en los títulos de deuda privada de 5 a 10 años. Por su parte, los gastos operacionales se incrementaron en 11.4%, debido a mayores gastos de salarios (+21.9%), resultando en un margen operacional neto por un total de B/. 3.9 millones (+55.2%). Derivado de lo anterior, la utilidad neta se ubicó en B/. 3.4 millones, presentando un crecimiento de 18.4% comparado con el año anterior, producto de mayores ingresos

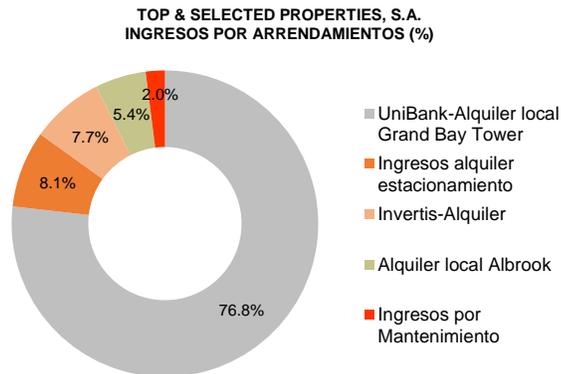
financieros derivado de la estrategia de rentabilizar sus activos líquidos a través de mayores colocaciones. En este sentido, la Empresa reflejó indicadores de rentabilidad ROE: 5.5% y ROA: 0.6%, los cuales mostraron una mejora respecto al año anterior (diciembre 2017: ROE: 4.6% y ROA: 0.5%).



Fuente: Uni B&T Holdings, Inc. / Elaboración: PCR

Top & Selected Properties

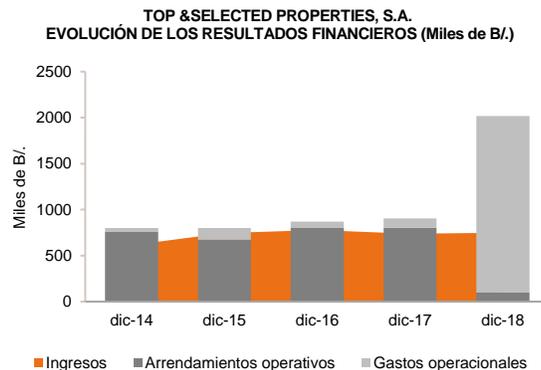
Según las proyecciones financieras para el 2018, los ingresos de Top & Selected están conformados por el alquiler a Unibank (76.8%), alquileres de estacionamientos (8.1%), el local que le alquila a Invertis (7.7%), el alquiler del local en Albrook Mall (5.4%) y el 2% restante por ingresos por mantenimiento.



Fuente: Top & Selected Properties, S.A. / Elaboración: PCR

A diciembre de 2018, los ingresos por arrendamientos de Top & Selected Properties, S.A. se ubicaron en B/. 97.8 miles, mostrando un decrecimiento interanual de 87.9% (diciembre 2017: B/. 808.2 miles). Por su lado, los gastos operativos incrementaron interanualmente en 1.2 veces, principalmente por las provisiones de activos mantenidos para la venta de B/. 1.7 millones, las cuales representó el 84.3% del total de los gastos operativos.

Derivado de lo anterior, Top & Selected Properties presentó una pérdida por B/. 1.3 millones, siendo superior a la reflejada el período anterior (diciembre 2017: -B/. 166.1 miles), debido al aumento en los gastos operacionales de la compañía. Como resultado de lo anterior, se registraron indicadores de rentabilidad negativos ROE: 55 veces y ROA: 41.1%, los cuales demostraron una desmejora respecto al período anterior (diciembre 2017: ROE: -12.2% y ROA: -3.7%), debido al aumento de los gastos operacionales y a la provisión de activo mantenido para la venta.



Fuente: Top & Selected Properties, S.A. / Elaboración: PCR

Instrumento calificado

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN

Características	
Emisor:	Top & Selected Properties, S.A.
Tipo de instrumento:	Bonos Corporativos Rotativos
Series:	Múltiples series, según lo establezca el Emisor.
Moneda:	Dólares de los Estados Unidos de América US\$
Monto autorizado:	US\$ 5,000,000
Fecha de oferta inicial:	12 de diciembre de 2017
Fecha de emisión:	Será notificada por el Emisor a la Superintendencia del Mercado de Valores, mediante el Prospecto Informativo con al menos tres días hábiles antes de la fecha de oferta respectiva.
Fecha de vencimiento:	Los Bonos tendrán plazos de pagos a capital determinados por el Emisor antes de la oferta pública de cada serie.
Plazo:	Se determinará antes de la oferta de la emisión.
Redención anticipada:	El Emisor se reserva el derecho de redimir anticipadamente los Bonos al 100% de su valor nominal, ya sea parcial o totalmente en una fecha de pago de interés.
Denominación y forma:	Los Bonos serán emitidos en títulos nominativos, registrados y sin cupones, en denominaciones de US\$ 1,000 y sus múltiplos.
Tasa de interés:	Los Bonos de cada serie devengarán una tasa de interés anual, la cual podrá ser fija o variable, determinada por el Emisor.
Base de cálculo:	La base para el cálculo de intereses será días calendarios/360
Periodicidad de pago de intereses:	Para cada Serie, la fecha de pago de intereses será notificada por el Emisor en la fecha de oferta inicial, hasta su respectiva fecha de vencimiento. Los intereses serán pagaderos semestralmente los días 14 de junio y de diciembre de cada año.
Pago de capital:	El valor nominal de cada Bono se pagará mediante un solo pago a capital en su respectiva fecha de vencimiento o redención anticipada.
Uso de los fondos:	El producto neto de la venta de los Bonos luego de descontar los gastos, están programados para ser invertidos para cancelar cuenta por pagar que mantiene el Emisor con el suscriptor y para financiar en el futuro la compra de activos productivos.
Garantías y Respaldo:	La presente emisión no cuenta con garantías. Sin embargo, el pago de las obligaciones derivadas de los Bonos provendrá de los recursos financieros generales del Emisor el cual guarda una estrecha relación con el suscriptor inicial de los Bonos, considerando que ambos son 100% subsidiarias de Uni B&T Holdings, Inc. Actualmente el suscriptor inicial, Unibank, S.A., mantiene un registro de préstamo otorgado al Emisor, pagos que a la fecha ha efectuado producto de sus alquileres a empresas del Grupo.
Agente estructurador, de Pago, Registro y Transferencia:	Invertis Securities, S.A.
Casa de valores y puesto de bolsa:	Invertis Securities, S.A.
Central de Custodia:	Central Latinoamericana de Valores, S.A. (Latin Clear)

Fuente: Top & Selected Properties, S.A. / Elaboración: PCR

El instrumento calificado es el Programa de Bonos Corporativos Rotativos, por un total de hasta US\$ 5 millones. La principal fuente de ingresos del emisor proviene del arrendamiento de sus activos y subarrendamiento de locales, por lo que el pago de intereses y capital de esta emisión depende de los ingresos que reciba de sus arrendadores. No obstante, los bienes inmuebles que componen los activos del emisor están sujetos a fluctuaciones en sus precios, producto de condiciones económicas y del mercado inmobiliario.

Unibank, S.A. como suscriptor inicial

Unibank, S.A. suscribió de manera inicial la totalidad de la primera serie por un total de US\$ 2.5 millones, por lo que Top & Selected Properties le pagará una comisión sobre el monto de la emisión de los bonos. En el siguiente cuadro se detallan las principales características de la Serie emitida y en circulación:

Bonos Corporativos – junio 2018	
Serie:	A
Monto:	US\$ 2,500,000
Tasa:	4%
Frecuencia de pago de intereses:	Semestral
Frecuencia de pago de capital:	Al final del plazo
Año base:	360
Fecha de vencimiento:	14 de diciembre de 2027
Fecha de emisión:	14 de diciembre de 2017

Fuente: Top & Selected Properties, S.A. / Elaboración: PCR

Garantía y Respaldo

La emisión no cuenta con ningún tipo de garantía real para el pago de capital e intereses de los bonos. Sin embargo, el pago de las obligaciones derivadas de los Bonos está respaldado por los recursos financieros generales del Emisor, quien tiene una estrecha relación con el suscriptor inicial (Unibank, S.A.) considerando que ambos son 100% subsidiarias de Uni B&T Holdings, Inc.

Destino de los Recursos

Unibank, S.A. mantenía un registro de préstamo otorgado a Top & Selected Properties, cuyos pagos se efectuaron a través de sus alquileres a empresas del Grupo. Por lo tanto, el producto de la venta de los Bonos después de gastos, fueron utilizados para cancelar dicho préstamo y, en un futuro, para financiar la compra de activos productivos. No obstante, le corresponde a la administración del Emisor decidir sobre el uso de los fondos, según las condiciones de negocio y necesidades financieras de la empresa, así como cambios en las condiciones de los mercados de capitales.

Endeudamiento

A la fecha de análisis, el valor nominal de la presente emisión representa 101 veces el patrimonio y 1.2 veces el capital pagado del emisor. A diciembre 2018, Top & Selected Properties, S.A. registró un nivel de endeudamiento (Pasivos Totales/ Total Patrimonio) de 131.3 veces, aumentando 129.5 interanualmente debido a la disminución del patrimonio causado por el decremento del déficit acumulado.

Proyecciones Financieras

Top & Selected Properties, S.A. realizó proyecciones financieras para un período de 10 años, en el cual se estima que los ingresos procederán del alquiler de locales a empresas que pertenecen al Grupo, alquileres de estacionamiento y del local en Albrook Mall, así como ingresos por mantenimiento. Los ingresos por alquileres conforman el 98% del total de los ingresos y el 2% restante están compuestos por mantenimiento y otros ingresos.

Por su parte, con respecto a los gastos, estos están conformados principalmente por arrendamientos operativos, los cuales representan el 80.6% del total de los egresos, y en menores proporciones por gastos financieros (10.5%) y otros gastos operacionales (7%).

A lo largo de las proyecciones, se observan los resultados operativos tomando en cuenta la primera emisión por US\$ 2.5 millones. Se presenta un resultado operativo negativo en los primeros tres años, debido a que los egresos son mayores que los ingresos totales de Top & Selected Properties. No obstante, a partir del cuarto año, se evidencian resultados positivos, derivado principalmente del aumento de los ingresos por actividades ordinarias, como consecuencia del aumento en los precios de alquiler. Con respecto a la ganancia antes de intereses, impuestos y depreciaciones (EBITDA), demuestra un flujo positivo desde el primer año de la emisión.

PROYECCIONES FINANCIERAS (Cifras en B/.)										
Ingresos	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	Totales
UniBank-Alquiler local Grand Bay Tower	688,971	723,420	759,591	835,550	877,327	921,194	967,253	967,253	967,253	7,707,812
Ingresos por Mantenimiento	18,052	18,955	19,902	21,893	22,987	24,137	25,344	25,344	25,344	201,957
Alquiler local Albrook	48,400	50,820	53,361	58,697	61,632	64,714	67,949	67,949	67,949	541,471
Invertis-Alquiler	68,905	72,350	75,967	83,564	87,742	92,129	96,736	96,736	96,736	770,864
Ingresos alquiler estacionamiento	72,792	76,432	80,253	88,279	92,693	97,327	102,194	102,194	102,194	814,358
Otros ingresos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Ingresos	897,120	941,976	989,075	1,087,982	1,142,381	1,199,501	1,259,476	1,259,476	1,259,476	10,036,462
Egresos										
Gasto Intereses financiamiento	102,500	102,500	102,500	102,500	102,500	102,500	102,500	102,500	102,500	922,499
Gasto de Publicidad	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gasto de Amortización de bonos	11,139	11,139	11,139	11,139	11,139	11,139	11,139	11,139	11,139	100,248
Gasto I.T.B.M.S.	771	771	771	771	771	771	771	771	771	6,936
Gasto de TIMBRES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aviso de Operación/Lic. Comer.	100	100	100	100	100	100	100	100	100	900
Gatos Notaria Registro Publico	270	270	270	270	270	270	270	270	270	2,430
Cargos Bancarios	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gasto de Depreciación	60,804	60,804	60,804	60,804	60,804	60,804	60,804	60,804	60,804	547,235
Cuotas y Suscripciones	130	130	130	130	130	130	130	130	130	1,170
Gasto de Seguro	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Legales y Honorarios Prof.	11,272	11,272	11,272	11,272	11,272	11,272	11,272	11,272	11,272	101,452
Energia Electrica	3,052	3,052	3,052	3,052	3,052	3,052	3,052	3,052	3,052	27,472
Mantenim. y Reparaciones	6,240	6,240	6,240	6,240	6,240	6,240	6,240	6,240	6,240	56,158
Mant. Eq. Rodante	3,634	3,634	3,634	3,634	3,634	3,634	3,634	3,634	3,634	32,706
Mant. Unibank / Albrook	10,335	10,335	10,335	10,335	10,335	10,335	10,335	10,335	10,335	93,014
Otros Impuestos	118	118	118	118	118	118	118	118	118	1,065
Alq. Grand Bay Tower/Lemy Pma	746,688	746,688	746,688	784,022	784,022	784,022	823,223	823,223	823,223	7,061,798
Alq. Estac. S1 / Guberpan, S.A	92,081	92,081	92,081	92,081	92,081	92,081	92,081	92,081	92,081	828,727
Otros Gastos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Gastos	1,049,133	1,049,133	1,049,133	1,086,468	1,086,468	1,086,468	1,125,669	1,125,669	1,125,669	9,783,810
Flujo Operativo	(152,013)	(107,157)	(60,059)	1,515	55,914	113,033	133,807	133,807	133,807	252,652
(+) Gastos por intereses, impuestos y depreciación	174,442	174,442	174,442	174,442	174,442	174,442	174,442	174,442	174,442	1,569,982
EBITDA	22,429	67,285	114,384	175,957	230,356	287,475	308,249	308,249	308,249	1,822,634

Fuente: Top & Selected Properties, S.A. / Elaboración: PCR

En la evaluación del EBITDA sobre los gastos financieros, Top & Selected Properties presenta una cobertura ajustada en los primeros años, sin embargo, este comportamiento se revierte a partir del 2021 en donde el emisor empieza a tener mejor capacidad para cubrir el pago de intereses. Por lo tanto, a lo largo de la emisión, el promedio de cobertura sobre los gastos financieros es de 1.8 veces. Por su parte, la cobertura de servicio sobre la deuda es de 0.5 veces, por lo que existe el riesgo que el emisor no tenga la suficiente capacidad para pagar el capital al final del plazo. Derivado de lo anterior, se espera readecuar la deuda o vender uno de sus activos para garantizar el pago de capital en el décimo año.

INDICADORES DE COBERTURA

Indicadores de Cobertura	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	Totales
EBITDA	22.43	67.29	114.38	175.96	230.36	287.48	308.25	308.25	308.25	1,823
Gastos Financieros	114	114	114	114	114	114	114	114	114	1,023
Amortización										2,500
Deuda Neta	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
EBITDA/Gastos Financieros	0.2	0.6	1.0	1.5	2.0	2.5	2.7	2.7	2.7	1.8
Cobertura de Servicio sobre la Deuda	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5
Deuda Neta/EBIT	111.5	37.2	21.9	14.2	10.9	8.7	8.1	8.1	8.1	1.4

Fuente: Top & Selected Properties, S.A. / Elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información.

Anexos

Balance General Top & Selected Properties, S.A. (cifras en miles de B./)	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18
Activos					
Depósitos en bancos	0.1	6.2	9	728	565
Inmuebles, mobiliario, equipo y mejoras	320	286	1,744	1,687	1,699
Activo mantenido para la venta	0	0	0	2,000	300
Otros activos	63	67	108	98	79
Total Activos	383	359	1,862	4,513	3,248
Pasivos					
Bonos corporativos por pagar	0	0	0	2,462	2,467
Cuentas por pagar-compañías relacionadas	0	0	2,334	674	681
Otros Pasivos	713	743	2	17	76
Total pasivos	713	743	2,336	3,153	3,223
Patrimonio					
Acciones comunes	10	10	10	2,010	2,010
Déficit acumulado	(330)	(394)	(484)	(650)	(1,986)
Total patrimonio	(320)	(384)	(474)	1,360	24
Pasivos+patrimonio	393	359	1,862	4,513	3,248
Estado de Ganancias y Pérdidas					
Ingresos	613	746	778	737	747
Ingresos de actividades ordinarias	613	746	775	735	702
Otros ingresos	0	0	4	3	44.9
Gastos	801	801	868	903	2,016
Arrendamientos operativos	761	673	799	803	97
Honorarios profesionales	4	8	7	14	15
Depreciación y amortizaciones	32	32	45	57	34
Gastos de intereses	0	0	0	5	101
Otros gastos	5	88	17	24	68
Ganancia/Pérdida Neta	(188)	(54)	(90)	(166)	(1,335)

Fuente: Top & Selected Properties, S.A. / Elaboración: PCR

Indicadores Financieros Top & Selected Properties	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18
Solvencia					
Pasivo total/Patrimonio (veces)	-2.2	-1.9	-4.9	2.3	131.8
Pasivo total/Activo total (veces)	1.9	2.1	1.3	0.7	99.2%
Patrimonio/Pasivos	-44.9%	-51.7%	-20.3%	43.1%	0.8%
Patrimonio/Activos	-83.5%	-107.0%	-25.5%	30.1%	0.8%
Rentabilidad					
ROAE	-81.3%	-15.4%	-21.0%	-37.5%	-213.1%
ROAA	-53.4%	-14.6%	-8.1%	-5.2%	-34.9%
ROA	-49.0%	-15.1%	-4.8%	-3.7%	-41.1%
ROE	-58.7%	-14.1%	-19.0%	-12.2%	-5461.0%
Eficiencia	130.6%	107.3%	111.6%	122.5%	269.8%
Liquidez					
Activos corrientes/ Pasivos corrientes			0.4%	108.0%	83.0%
Deuda Financiera/ Patrimonio				1.8	100.9

Fuente: Top & Selected Properties, S.A. / Elaboración: PCR

Balance General Uni B&T Holdings, Inc. (cifras en miles de B/.)	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18
Activos					
Efectivo y depósitos en bancos	63,241	110,091	133,317	62,485	33,964
Inversiones	99,066	108,529	118,707	108,350	89,989
Préstamos, neto	312,800	316,841	315,520	384,700	389,017
Inversiones asociadas	1,624	1,824	2,285	2,153	0
Mobiliario, equipo y mejoras	5,143	4,975	5,391	4,984	3,301
Activos mantenidos para la venta	4,200	3,080	2,640	2,000	5,445
Otros activos	3,685	7,064	12,111	13,032	13,066
Total Activos	492,615	555,551	589,971	577,704	539,494
Pasivos					
Depósitos de clientes	403,564	441,242	459,088	474,659	430,296
Financiamientos por pagar	0	18,684	57,371	18,966	37,838
Valores vendidos bajo acuerdo de recompra	14,041	22,884	0	0	0
Valores Comerciales Negociables	12,403	6,489	5,817	4,492	2,997
Otros Pasivos	9,076	9,305	9,514	17,136	6,795
Total Pasivos	439,084	498,605	531,790	515,254	477,926
Patrimonio					
Acciones comunes	60,025	60,025	60,025	59,855	63,025
Reserva regulatoria	2,809	3,914	3,905	5,239	5,524
Pérdida no realizada en valores disponibles para la venta	(2,370)	(2,041)	(3,527)	(2,001)	(4,603)
Déficit acumulado	(6,933)	(4,952)	(2,222)	(643)	(3,255)
Total Patrimonio	53,531	56,946	58,181	62,450	61,568
Pasivo+Patrimonio	492,615	555,551	589,971	577,704	539,494
Estado de Ganancias y Pérdidas					
Ingresos por intereses y comisiones	23,838	29,023	30,854	32,157	35,333
Gastos por intereses y comisiones	12,710	15,737	17,984	18,913	20,000
Margen financiero bruto	11,128	13,285	12,870	13,244	15,334
Provisiones	(258)	1,671	3,301	2,538	2,193
Margen financiero neto	11,386	11,614	9,569	10,706	13,141
Otros ingresos	1,156	1,590	3,406	2,582	2,751
Margen operacional bruto	12,542	13,204	12,975	13,288	15,892
Gastos operacionales	10,445	10,144	10,523	10,798	12,029
Salarios y otras remuneraciones	5,947	5,142	5,623	5,671	6,911
Alquileres	860	781	988	987	330
Publicidad y promoción	225	152	0	0	0
Honorarios y servicios profesionales	470	491	603	631	660
Depreciación y amortización	494	511	750	896	839
Otros	2,449	3,066	2,558	2,613	3,289
Margen operacional neto	2,097	3,061	2,452	2,490	3,863
Participación patrimonial en asociada	0	200	461	552	(0)
Utilidad (pérdida) neta antes de ISR	2,097	3,261	2,913	3,042	3,863
Impuesto sobre la renta	15	174	191	189	485
Utilidad (Pérdida) Neta	2,082	3,086	2,722	2,853	3,378

Fuente: Top & Selected Properties, S.A. / Elaboración: PCR

Indicadores Financieros Uni B&T Holding, Inc.	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18
Solvencia					
Pasivo total/Patrimonio (veces)	8.2	8.8	9.1	8.3	7.8
Pasivo total/Activo total	89.1%	89.7%	90.1%	89.2%	88.6%
Patrimonio/Pasivos	12.2%	11.4%	10.9%	12.1%	12.9%
Patrimonio/Activos	10.9%	10.3%	9.9%	10.8%	11.4%
Patrimonio/Préstamos	17.1%	18.0%	18.4%	16.2%	15.8%
Patrimonio/Captaciones	13.3%	12.9%	12.7%	13.2%	14.3%
Rentabilidad					
ROAE	4.0%	5.6%	4.7%	4.7%	11.2%
ROAA	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	1.2%
ROA	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%
ROE	3.9%	5.4%	4.7%	4.6%	5.5%
Eficiencia	83.3%	76.8%	81.1%	81.3%	75.7%
Liquidez					
Liquidez inmediata	15.7%	25.0%	29.0%	13.2%	7.9%
Liquidez mediata	40.2%	49.5%	54.9%	36.0%	28.8%
Márgenes de Rentabilidad					
Margen financiero bruto	46.7%	45.8%	41.7%	41.2%	43.4%
Margen financiero neto	47.8%	40.0%	31.0%	33.3%	37.2%
Margen operacional bruto	52.6%	45.5%	42.1%	41.3%	45.0%
Margen operacional neto	8.8%	10.5%	7.9%	7.7%	10.9%
Margen neto	8.7%	10.6%	8.8%	8.9%	9.6%

Fuente: Top & Selected Properties, S.A. / Elaboración: PCR