



Top & Selected Properties, S.A.

Panamá, 11 de julio de 2018

Señores
Superintendencia del Mercado de Valores
Ciudad.

Estimados señores:

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 4 del Acuerdo No. 3-2008, Texto Único de 31 de marzo de 2008 y el Acuerdo No. 3-2017, de 05 de abril de 2017, que modifica el Acuerdo No. 2-2010, emitidos por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá, en relación a eventos que constituyen hechos de importancia, por este medio les notificamos que PacificCredit Rating (PCR), asignó la calificación PAA-con Perspectiva Estable a nuestro Programa de Bonos Corporativos Rotativos de **Top & Selected Properties, S.A.**, por el monto de hasta US\$5,000,000.00, autorizada por la Superintendencia del Mercado de Valores mediante Resolución SMV No.631-17 del 17 de noviembre de 2017.

Anexamos el informe emitido por PacificCredit Rating (PCR) donde se asigna la calificación arriba descrita.

Sin otro particular por el momento, quedo de ustedes.

Atentamente,

Top & Selected Properties, S.A.

Raúl Barnett
Firma Autorizada

Nicolás Saval
Firma Autorizada

Cc: Bolsa de Valores de Panamá
Cc: Central Latinoamericana de Valores

BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ, S.A.

Recibido por:

Fecha:

[Handwritten signature]
12 julio 2018.

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

Comité No 33/2018

Informe con EEFf auditados al 31 de diciembre de 2017
Periodicidad de actualización: Semestral

Fecha de comité: 9 de julio de 2018
Sector Inmobiliario/Panamá

Equipo de Análisis

Marianna Guzmán
mguzman@ratingspcr.com

Aura Contreras
acontreras@ratingspcr.com

(502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de Información	dic-17
Fecha de comité	09/07/2018
Programa de Bonos Corporativos Rotativos	PAA-
Perspectiva	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 de la emisión de Bonos Corporativos Rotativos se sustenta en la ajustada cobertura de Top & Selected Properties lo cual denota una suficiente capacidad para el pago de intereses. Asimismo, la emisión evidencia un adecuado respaldo, derivado de los ingresos por arrendamientos y subarrendamientos que mantiene con empresas del Grupo, así como activos disponibles para la venta que fortalecen su desempeño en función del cumplimiento del pago de capital. La calificación considera además el respaldo de Uni B&T Holdings.

Perspectiva

Estable.

Resumen Ejecutivo

- **Ajustada cobertura sobre la deuda.** A partir de las proyecciones, se estima una adecuada cobertura promedio de EBITDA sobre los gastos financieros de 1.6 veces, lo cual demuestra una suficiente capacidad del emisor en el cumplimiento del pago de intereses. Por su parte, la cobertura de servicio sobre la deuda es de 0.5 veces por lo que se espera realizar una readecuación de la deuda. El emisor mantiene arrendamientos y subarrendamientos con empresas del Grupo, por lo que el pago de intereses y capital de esta emisión dependen de los ingresos que reciba de sus arrendadores.
- **Respaldo de los activos disponibles para la venta.** A diciembre 2017 el emisor adquirió un activo disponible para la venta por un total de B/. 2 millones, el cual se espera vender en el momento que la compañía requiera de mayor liquidez, por lo que Top & Selected Properties posee este respaldo para el pago de capital con el fin de fortalecer su desempeño en función de su cumplimiento de pago.
- **Respaldo de Uni B&T Holdings, Inc.** Como parte del respaldo de su accionista, Uni B&T Holdings realizó una aportación capital por B/. 2 millones a Top & Selected Properties para otorgar a la compañía del equilibrio patrimonial necesario y los recursos financieros para su funcionamiento. Asimismo, Unibank 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) aprobado el 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 y auditados a diciembre 2016 y 2017; Estados Financieros consolidados de diciembre 2013 a diciembre de 2017 de Uni B&T Holding, Inc.
- **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.
- A diciembre 2017, Top & Selected Properties mantiene una cuenta por pagar a Unibank, S.A. la cual no genera intereses.
- 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, en donde cabe resaltar que tiene la intención de vender dicha participación en el menor plazo posible.

Contexto Económico

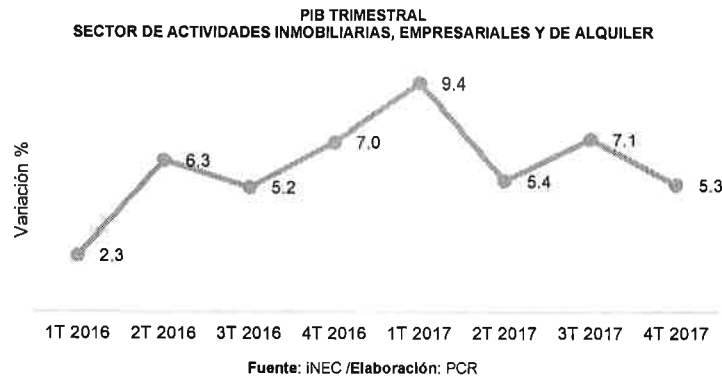
A diciembre 2017, el crecimiento económico de Panamá fue de 5.4%, siendo la mayor tasa registrada desde 2016 la cual alcanzó 5.3% e inferior al promedio de los últimos tres años, 5.6%. Panamá percibe la tasa de crecimiento más alta de la región al comparar con el promedio que oscila en 1.1% (América Latina y el Caribe). Los resultados positivos se sustentan en los proyectos de construcción de la segunda línea del metro y el tránsito, sumado por la ampliación del Canal, además del alza en las inversiones públicas. Asimismo, el sector privado se ve favorecido y con miras de crecimiento ante el progreso en áreas estratégicas como el transporte y logística, minería y servicios financieros. Para el 2018, el pronóstico del Banco Mundial se mantiene constante en 5.4%.

El saldo de la deuda pública total disminuyó en US\$1,311.4 millones (-5.7%) respecto al cierre de diciembre 2016. Durante el año se realizaron diversas aportaciones en función a la mitigación de deuda de parte de Organismos Multilaterales y del BID por US\$209.8; así como US\$85 millones correspondientes al préstamo de apoyo presupuestario para el impulso a la Modernización de la Gestión Financiera del Estado y US\$7.6 millones provenientes de programas suscritos con el Banco de Desarrollo de América Latina. Mientras que la ratio de endeudamiento se situó a diciembre 2017 en 40% del PIB, derivado de la positiva tendencia sobre la producción nacional. Respecto a la gestión fiscal, el déficit fiscal del sector Público totalizó B/. 587 millones, lo que equivale a 1% del PIB presentando una mejora interanual como resultado de una contracción en los gastos y aportación de capital.

Las exportaciones panameñas reflejaron una mejora interanual al registrar que el valor de mercadería a bordo de bienes alcanzó un crecimiento de 3.6% derivado del incremento en exportación de banano (11.3%), café (113.6%), harina y aceite de pescado (15.1%) y camarón (0.2%). De la misma forma, el valor del movimiento comercial de la Zona Libre de Colón creció en 5.3% favorecido por el aumento de las importaciones CIF (Costo, Seguro y Flete) en 6% y de las reexportaciones FOB en 5.7%. Mientras tanto, las importaciones crecieron en 8.6% interanualmente, sobrepasando los bienes de consumo no duraderos (10.9%) y los bienes intermedios (8.1%), manteniendo el déficit en cuenta corriente. Las Reservas internacionales netas totalizaron B/. 4,337.6 millones, lo cual representó un decremento interanual de B/. 432.9 miles (-9.1%).

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. En el cuarto trimestre de 2017, la categoría de actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler mostró un crecimiento anual en su valor agregado bruto de 3.4% y la actividad inmobiliaria de uso final propio creció en 3.2%. En general, el sector mostró un desempeño dinámico con tasas de crecimiento trimestrales por arriba de 2.3%, siendo esta tasa de crecimiento al cierre del cuarto trimestre de 2017 de 5.3%. Asimismo, esta categoría representó el 7.7% del PIB a diciembre 2017.



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 Holding, Inc. no registra operaciones y la 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 son con Unibank, S.A., y tiene 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. El Capital Social de la compañía era de B/. 10,000, dividido en 100 acciones de un valor nominal de B/. 100 cada una. En el 2017, se procedió a aumentar el capital por B/. 2 millones en efectivo 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 expansión. Por lo tanto, el capital autorizado en acciones actualmente está representado por 20,100 acciones comunes nominativas con un valor de B/. 100 cada una. A la fecha de análisis, cuenta con un único accionista Uni B&T Holding, Inc. con una participación del 100%. 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 la mayoría privar a los accionistas de sus derechos adquiridos. En cuanto a los negocios de la sociedad, estos serán administrados y dirigidos por la Junta Directiva, la cual contará con no menos de tres ni más de cinco directores, pero podrá ser aumentado por la Junta General de Accionistas. Actualmente, la Junta directiva está integrada por nueve miembros y los directores son nombrados por la Junta Directiva, con la ratificación por parte de la mayoría de los miembros de la Asamblea de Accionistas en reunión ordinaria o extraordinaria. Los Dignatarios de la sociedad serán un presidente, un secretario y un tesorero, quienes también son nombrados por la Junta Directiva. Dicha sociedad también podrá tener cualesquiera otros dignatarios, agentes, o representantes que la Junta Directiva determine y cualquier Dignatario podrá desempeñar más de un puesto. A continuación, se presenta la estructura del Directorio de la sociedad:

DIRECTORIO

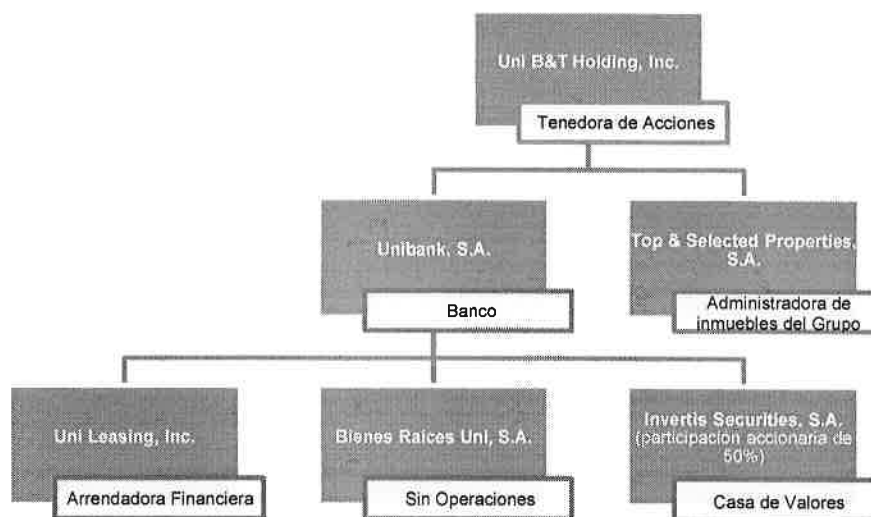
Nombre	Puesto
Mordechai Ashkenazi	Presidente
Mayer Miro Yohoros	Secretario
Imad Issa	Tesorero
Moussa Attie	Director
José Ramón Mena	Director
Sión Cohen	Director
Moisés Azrak	Director
David Btsh	Director
Ezra Ofer Benzion	Director
Raúl Barnett	Sub Gerente General de Crédito y Banca Internacional
Claudia Rangel	VP Asistente de Operaciones

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. y Top & Selected Properties, S.A. Asimismo, no registra operaciones y la única actividad es la relacionada a la inversión en acciones que mantiene sobre las compañías afiliadas. A continuación, se presenta la estructura del Grupo:

ESTRUCTURA DEL GRUPO ECONÓMICO



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, compra/venta de propiedades muebles o inmuebles del Grupo Uni B&T Holdings, Inc.

Estrategias corporativas

En mayo de 2016, Top & Selected Properties adquirió un bien inmueble ubicado en Albrook Mall. Asimismo, mantuvo como uno de sus principales gastos un préstamo que le otorgó Unibank, S.A., con el cual se han adquirido parte de sus activos, los cuales a su vez son arrendados y administrados. Dicho préstamo será cancelado con los fondos producto de la primera suscripción de la emisión de Bonos Corporativos.

La compañía se financia única y exclusivamente a través de su propio grupo bancario. Durante el ejercicio de 2017, la compañía ha tenido sin ocupar los 170 m² del local PA-30 en Albrook Mall y los 270 m² del local 4B en el PH Grand Bay Tower. No obstante, ambos locales ya han sido alquilados.

Top & Selected Properties tiene un contrato de arrendamiento con el dueño del edificio Grand Bay Tower, donde alquila cuatro pisos, la planta baja y estacionamientos. El cuarto piso tiene dos locales y uno de ellos se encuentra alquilado por un tercero, al igual que varios de los estacionamientos. Con lo que respecta al local en Albrook Mall, fue alquilado por una empresa que no pertenece al Grupo.

Posición competitiva

Las actividades del Emisor pertenecen a la industria inmobiliaria, sector de la economía panameña con altas perspectivas de crecimiento sostenido para los próximos 10 años, el cual a diciembre 2017 representó 7.7% del PIB. A la fecha se encuentran 1,265 personas jurídicas registradas como corredores de bienes raíces, lo cual evidencia que la industria de bienes raíces es altamente competitiva. En este sentido, Top & Selected Properties, S.A. pretende posicionarse con locales comerciales en ubicaciones y zonas estratégicas con perspectivas de alto crecimiento.

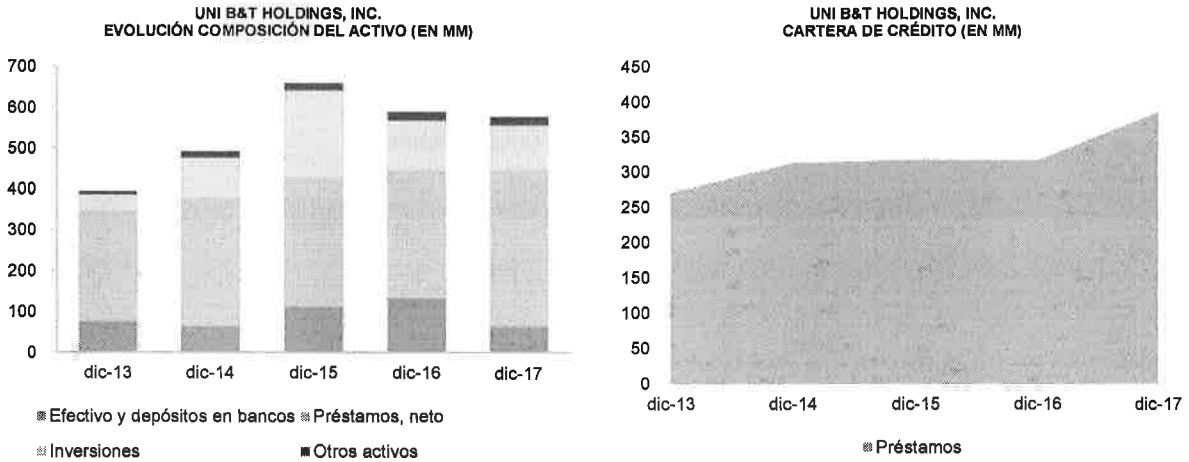
Análisis Financiero

Uni B&T Holdings

Activos

Los activos de Uni B&T Holdings, Inc. presentaron una reducción de 2.1%, principalmente como resultado de menores disponibilidades (-53.1%), y valores disponibles para la venta (-8.7%) producto de mayores colocaciones. Por otro lado, la cartera de créditos de la Holding totalizó B/. 384.7 millones y reflejó un incremento interanual de 21.9%, la cual ha tenido una tendencia al alza, ya que el crecimiento promedio de los últimos 4 años ha sido de 9.7%.

Derivado de menores disponibilidades, la liquidez inmediata de la Holding se situó en 13.2%, menor a la registrada a diciembre 2016 (29%). Asimismo, la liquidez mediata fue de 36%, reflejando una disminución con respecto al año anterior (diciembre 2016: 54.9%). A pesar de la reducción en sus disponibilidades, la Holding mantiene adecuados niveles de liquidez y dicha reducción se deriva de la diversificación en sus activos productivos con el fin de obtener una mayor rentabilidad.

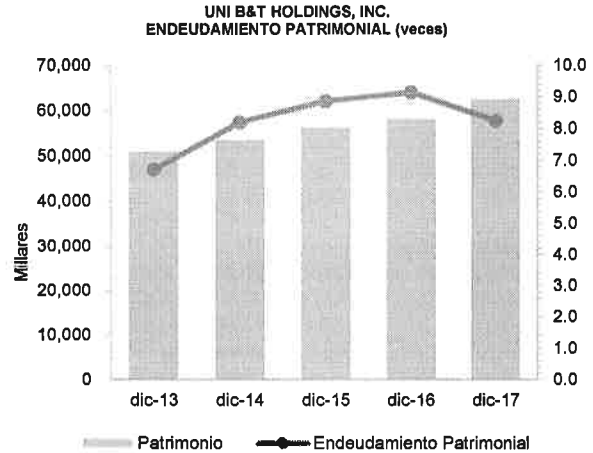
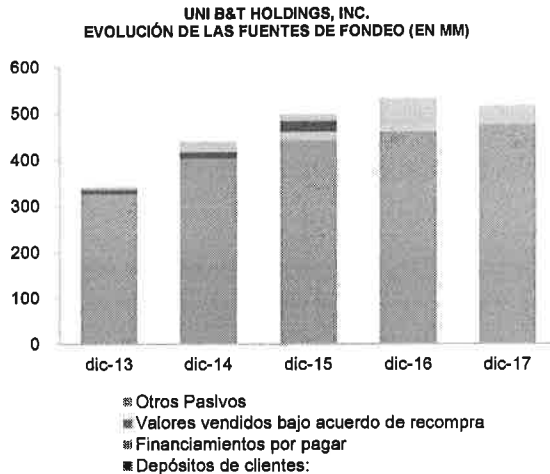


Fuente: Uni B&T Holdings, Inc. / Elaboración: PCR

Pasivos y Patrimonio

Por su parte, el total de captaciones conformaron el 92.1% del total de pasivos, situándose en B/. 474.7 millones y reflejando un aumento de 3.4% con respecto al año anterior. Sin embargo, los financiamientos por pagar se redujeron significativamente (-66.9%) y los valores comerciales negociables disminuyeron en 22.8%, por lo que los pasivos totales mostraron un decremento interanual de 3.1%.

El patrimonio de la Holding registró un aumento de 7.3% comparado con el año anterior, al ubicarse en B/. 62.5 millones, como resultado del incremento en la reserva regulatoria (+34.2%). Con respecto al endeudamiento patrimonial, se situó en 8.3 veces, menor a lo registrado a diciembre 2016 (9.1 veces), producto de menores pasivos y por el aumento en el patrimonio.



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

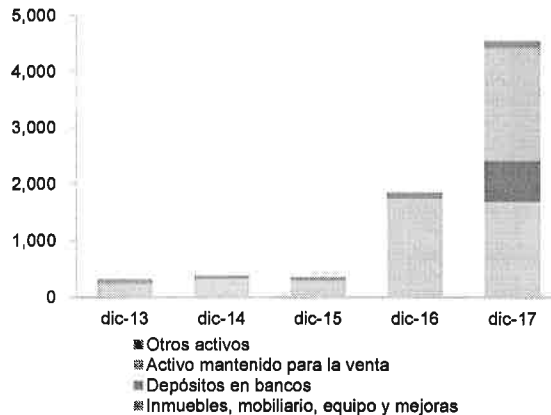
Top & Selected Properties

Activos

Los activos de Top & Selected Properties se situaron en B/. 4.6 millones, y se incrementaron interanualmente principalmente como resultado del aumento en las disponibilidades. La compañía posee una cuenta corriente depositada en Unibank, S.A. cuyo saldo a la fecha de análisis es de B/. 727.7 miles, equivalente al total de las disponibilidades de la entidad, las cuales representan el 16% de los activos.

De igual forma, mantiene una participación fiduciaria en el Fideicomiso Valley Rise, clasificado como un activo mantenido para la venta, por un total de B/. 2 millones, el cual representa el 43.9% del total de los activos. Esta participación se espera vender en el menor plazo posible con el fin de incrementar la liquidez de la empresa para cumplir con el pago de sus obligaciones. Por su parte, el mobiliario y equipo de la compañía representó el 37.1% de los activos y mostró una reducción de 3.3%, debido a la depreciación acumulada al final del periodo. Asimismo, los depósitos en garantía, impuestos pagados por anticipado y otros activos conformaron en conjunto el 3% del total.

TOP & SELECTED PROPERTIES, S.A.
EVOLUCIÓN ESTRUCTURA DEL ACTIVO (EN MILES DE B/.)



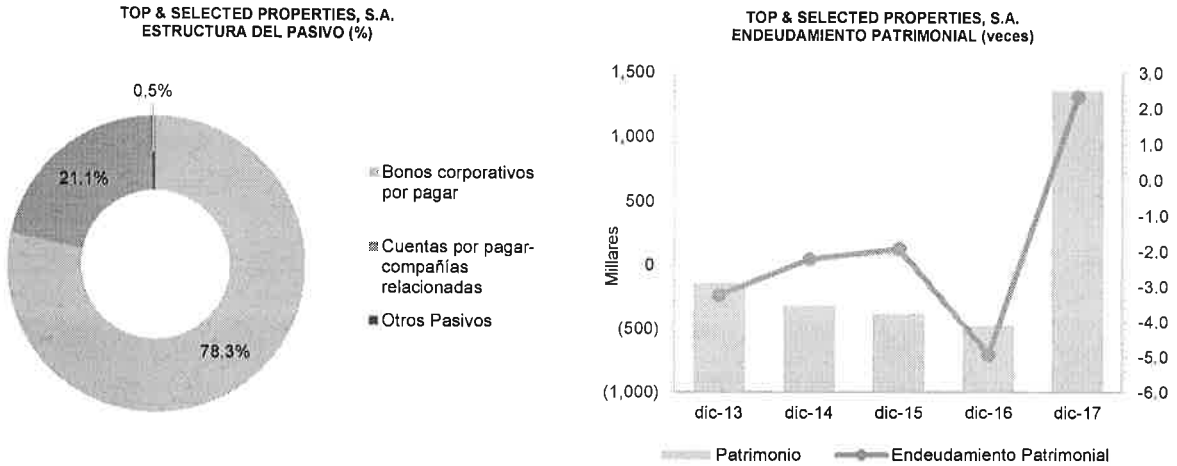
Fuente: Top & Selected Properties, S.A. / Elaboración: PCR

Pasivos y Patrimonio

A la fecha de análisis, los pasivos de la compañía aumentaron interanualmente en 36.6%, producto del crecimiento de las obligaciones por pagar, ya que mantiene bonos corporativos por pagar a Unibank por B/. 2.5 millones. Los fondos derivados de los bonos se utilizaron para pagar la mayoría del préstamo otorgado por Unibank, S.A., que a la fecha de análisis tiene un saldo de B/. 674.1 miles (B/. 2.3 millones a diciembre 2016); el resto de los fondos fueron trasladados a las disponibilidades para capital de trabajo. En este sentido, los bonos corporativos conformaron el 78.3% del total de pasivos, las cuentas por pagar a compañías relacionadas el 21.1% y el 0.5% restante estuvo compuesto por otros pasivos.

Por su parte, el patrimonio de Top & Selected Properties totalizó B/. 1.4 millones, siendo este mayor con respecto al año anterior, como resultado de la aportación de capital por B/. 2 millones por parte de Uni B&T Holdings, Inc. para otorgar a

la compañía del equilibrio patrimonial necesario y los recursos financieros para su funcionamiento. Por su parte, a diciembre 2017, el endeudamiento patrimonial fue de 2.3 veces. Del año 2013 al 2016, el patrimonio de la compañía tuvo un saldo negativo, resultado del déficit acumulado durante los últimos años.



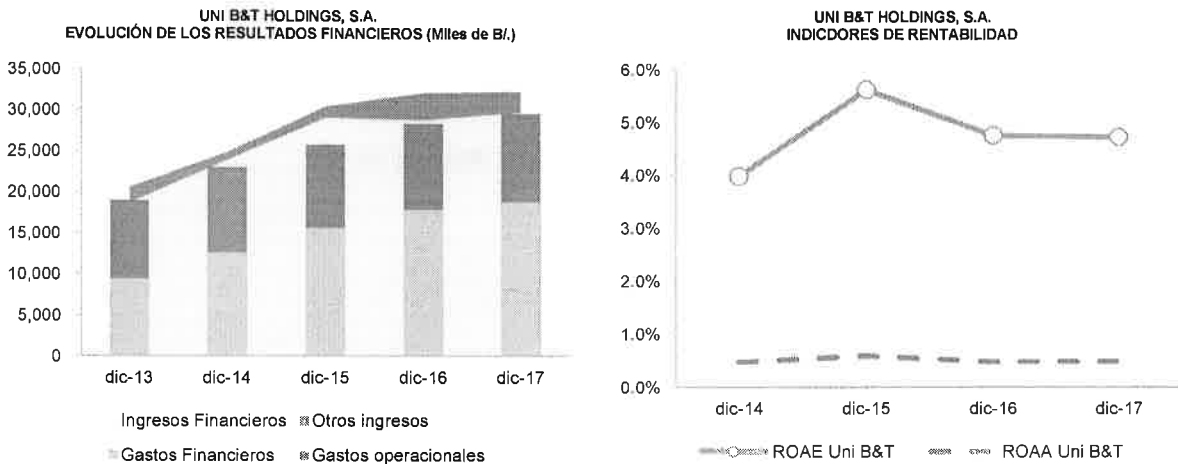
Fuente: Top & Selected Properties, S.A. / Elaboración: PCR

Resultados Financieros

Uni B&T Holdings

Los ingresos financieros de Uni B&T Holdings Inc., se situaron en B/. 29.7 millones, mostrando un crecimiento interanual de 3.5%, derivado del aumento en las colocaciones (+21.9%). Sin embargo, el rubro de otros ingresos reflejó una reducción de 24.2% debido a menores ganancias en instrumentos financieros como resultado de la disminución en las inversiones. Por su parte, los gastos financieros se incrementaron interanualmente (+5.4%) por mayores captaciones, y los gastos operacionales registraron un aumento de 2.6%, principalmente por mayores gastos de depreciación, amortización y honorarios y servicios profesionales. Asimismo, derivado de la mejora en la calidad de la cartera, las provisiones disminuyeron con respecto al año anterior.

A diciembre 2017, la utilidad neta de la entidad demostró un aumento de 4.8%, situándose en B/. 2.9 millones. Esto demuestra que la estrategia de reducir las disponibilidades con el fin de diversificar sus activos productivos incidió de manera favorable en la rentabilidad. En este sentido, la Holding reflejó indicadores de rentabilidad positivos ROAE: 4.7% y ROAA: 0.5%, los cuales se mantuvieron estables con respecto al año anterior.

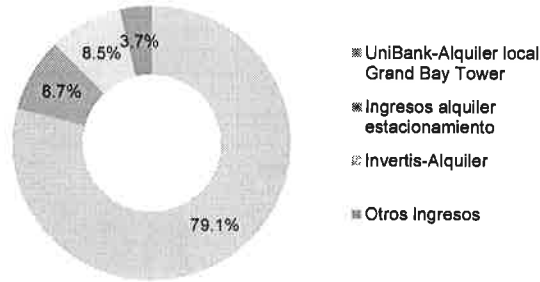


Fuente: Uni B&T Holdings, Inc. / Elaboración: PCR

Top & Selected Properties

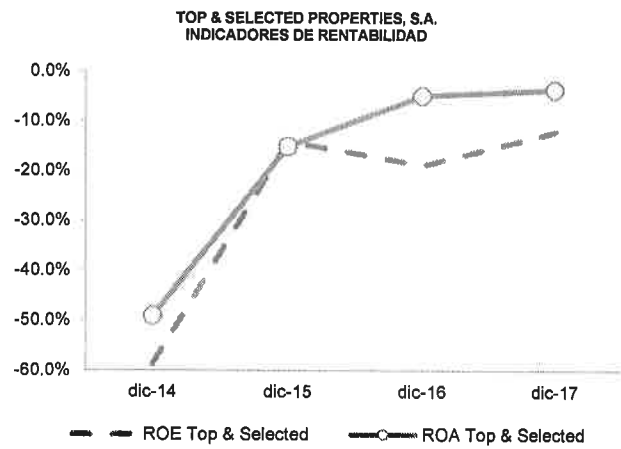
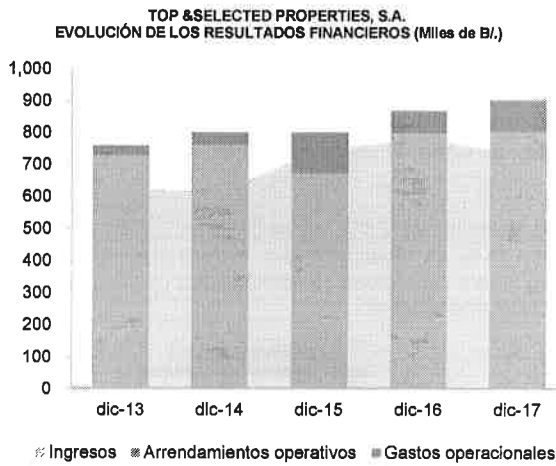
Al cierre de 2017, los ingresos por actividades ordinarias de Top & Selected Properties se ubicaron en B/. 734.5 miles, y disminuyeron interanualmente (-5.2%) debido a la demora en rentar dos locales que tenían desocupados que a la fecha ya se encuentran alquilados. El 79.1% fueron ingresos provenientes del contrato de arrendamiento donde le alquila a Unibank, el 8.7% por alquiler de estacionamientos, el 8.5% por el local que le alquila a Invertis y el 3.7% restante proviene de ingresos por mantenimiento y otros. Por otro lado, los gastos operativos mostraron un crecimiento interanual de 4.1%, principalmente debido a mayores gastos por depreciación, amortizaciones y arrendamientos operativos.

**TOP & SELECTED PROPERTIES, S.A.
INGRESOS POR ARRENDAMIENTOS (%)**



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

Top & Selected Properties registró una pérdida por B/. 166.1 miles, mayor a la registrada a diciembre 2016 (-B/. 90 miles), debido a la reducción en los ingresos y por el aumento en los gastos operacionales. Como resultado de lo anterior, la compañía mostró indicadores de rentabilidad negativos ROE: -12.2% y ROA: -3.6%, los cuales mostraron una mejora con respecto al año anterior (diciembre 2016: ROAE: -19% y ROAA: -4.8%), debido al aumento en los activos y en el patrimonio de la entidad.



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

Instrumento calificado

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 subarrendamientos de locales, por lo que el pago de intereses y capital de esta emisión dependen de los ingresos que reciba de sus arrendadores. Asimismo, los bienes inmuebles y muebles que componen los activos del Emisor están sujetos a fluctuaciones en sus precios, producto de condiciones económicas y del mercado inmobiliario.

Unibank, S.A. suscribió de manera inicial la totalidad de la primera serie por un monto de US\$ 2.5 millones, por lo que Top & Selected Properties le pagará una comisión de hasta US\$ 500 o el 0.010% sobre el monto de la emisión de los Bonos.

A continuación, se detalla las principales características de la Emisión:

Características de la Emisión	
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. El Emisor podrá modificar los términos y condiciones de cualquier serie de la presente emisión, en cualquier momento, con el voto de los Tenedores Registrados de los Bonos que representen al menos el 51% del valor nominal de los Bonos emitidos y en circulación.
Modificaciones:	Los Bonos serán emitidos en títulos nominativos, registrados y sin cupones.
Forma:	En denominaciones de US\$ 1,000 y sus múltiplos.
Denominación del valor nominal:	Los Bonos serán ofrecidos inicialmente en el mercado primario por su valor nominal, pero podrán ser objeto de deducciones o descuentos, así como de prima o sobreprecio, según lo determine el Emisor.
Precio inicial de la oferta:	Los Bonos de cada serie devengarán una tasa de interés anual, la cual podrá ser fija o variable, determinada por el Emisor.
Tasa de interés:	La base para el cálculo de intereses será días calendarios/360
Base de cálculo:	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.
Periodicidad de pago de Intereses:	El valor nominal de cada Bono se pagará mediante un solo pago a capital en su respectiva fecha de vencimiento o redención anticipada.
Pago de capital:	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.
Uso de los fondos:	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.
Garantías y Respaldo:	
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

A la fecha de análisis, el valor nominal de la presente emisión representa 3.7 veces el patrimonio y 2.5 veces el capital pagado del emisor. A diciembre 2017, Top & Selected Properties, S.A. registró un nivel de endeudamiento (Pasivos Totales/ Total Patrimonio) de 2.3 veces y (Pasivos Totales/ Capital Pagado) de 1.6 veces. Al colocarse la totalidad de esta emisión de Bonos Corporativos, el nivel de endeudamiento (Pasivos Totales/ Total Patrimonio) aumentaría a 4.2 veces y (Pasivos Totales/ Capital Pagado) a 2.8 veces.

En la siguiente tabla se presentan las características de la Serie A, emitida en diciembre de 2017:

Bonos Corporativos - diciembre 2017	
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 de la Emisión

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.

Rendición Anticipada

El Emisor se reserva el derecho de redimir anticipadamente los Bonos al 100% de su valor nominal, ya sea parcial o totalmente, sin penalidad, en una fecha de pago de interés.

Destino de los Recursos

Unibank, S.A. mantiene un registro de préstamo otorgado a Top & Selected Properties, cuyos pagos se han efectuado a través de sus alquileres a empresas del Grupo. Por lo tanto, el producto de la venta de los Bonos después de gastos, serán invertidos para cancelar la cuenta por pagar que mantiene el Emisor con Unibank, S.A. y para financiar en el futuro la compra de activos productivos. Asimismo, 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.

Proyecciones Financieras

Top & Selected Properties, S.A. realizó proyecciones financieras para un período de 10 años, en los cuales 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.

En cuanto a los gastos, éstos están relacionados con arrendamientos operativos, los cuales representan el 81% del total de los egresos. Por otro lado, los gastos financieros conforman el 9.7% del total de gastos el 9.3% restante están compuestos por otros gastos operacionales.

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 cinco años, debido a que los egresos son mayores que los ingresos totales de Top & Selected Properties. No obstante, a partir del sexto año, se evidencian resultados positivos, derivado principalmente del aumento de los ingresos por actividades ordinarias, resultado del aumento en los precios de alquiler. Con respecto a los ingresos antes de intereses, impuestos y depreciaciones (EBITDA), demuestran un flujo positivo a partir del tercer año de la emisión.

PROYECCIONES FINANCIERAS (cifras en B/.)												
Ingresos	2017	2018 P	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	583,352	626,337	688,971	723,420	759,591	835,550	877,327	921,194	967,253	967,253	967,253	8,917,502
Ingresos por Mantenimiento	7,936	16,411	18,052	18,955	19,902	21,893	22,987	24,137	25,344	25,344	25,344	226,304
Alquiler local Albrook	16,750	44,000	48,400	50,820	53,361	58,697	61,632	64,714	67,949	67,949	67,949	602,221
Invertis-Alquiler	62,640	62,640	68,905	72,350	75,967	83,564	87,742	92,129	96,736	96,736	96,736	896,145
Ingresos alquiler estacionamiento	63,856	66,175	72,792	76,432	80,253	88,279	92,693	97,327	102,194	102,194	102,194	944,389
Otros ingresos	2,889	20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,909
Total Ingresos	737,424	815,584	897,120	941,976	989,075	1,087,982	1,142,381	1,199,501	1,259,476	1,259,476	1,259,476	11,589,470
Egresos												
Gasto Intereses financiamiento	5,000	102,500	102,500	102,500	102,500	102,500	102,500	102,500	102,500	102,500	102,500	1,029,999
Gasto de Publicidad	-	15	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15
Gasto de Amortización de bonos	-	11,139	11,139	11,139	11,139	11,139	11,139	11,139	11,139	11,139	11,139	111,386
Gasto I.T.B.M.S.	114	771	771	771	771	771	771	771	771	771	771	7,821
Gasto de TIMBRES	-	48	-	-	-	-	-	-	-	-	-	48
Aviso de Operación/Lic. Comer.	100	27,193	100	100	100	100	100	100	100	100	100	28,193
Gastos Notaría Registro Público	-	270	270	270	270	270	270	270	270	270	270	2,700
Cargos Bancarios	0.2	0.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.3
Gasto de Depreciación	56,919	60,804	60,804	60,804	60,804	60,804	60,804	60,804	60,804	60,804	60,804	664,958
Cuotas y Suscripciones	-	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130	1,300
Gasto de Seguro	2,381	1,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,381
Legales y Honorarios Prof.	14,400	11,272	11,272	11,272	11,272	11,272	11,272	11,272	11,272	11,272	11,272	127,125
Energía Eléctrica	2,508	3,052	3,052	3,052	3,052	3,052	3,052	3,052	3,052	3,052	3,052	33,033
Mantenim. y Reparaciones	975	6,240	6,240	6,240	6,240	6,240	6,240	6,240	6,240	6,240	6,240	63,373
Mant. Eq. Rodante	3,237	3,634	3,634	3,634	3,634	3,634	3,634	3,634	3,634	3,634	3,634	39,577
Mant. Unibank / Albrook	11,577	10,335	10,335	10,335	10,335	10,335	10,335	10,335	10,335	10,335	10,335	114,925
Otros Impuestos	-	118	118	118	118	118	118	118	118	118	118	1,183
Alq. Grand Bay Tower/Lemy Pma	711,131	711,131	746,688	746,688	746,688	784,022	784,022	784,022	823,223	823,223	823,223	8,484,060
Alq. Estac. S1 / Gubernan, S.A	92,081	92,081	92,081	92,081	92,081	92,081	92,081	92,081	92,081	92,081	92,081	1,012,889
Otros Gastos	3,065	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,065
Total Gastos	903,489	1,041,733	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	11,729,032
Resultado Operativo	(166,065)	(226,150)	(152,013)	(107,157)	(60,059)	1,515	55,914	113,033	133,807	133,807	133,807	(139,562)
(+) Gastos por intereses y depreciación	61,919	174,442	174,442	174,442	174,442	174,442	174,442	174,442	174,442	174,442	174,442	1,806,344
EBITDA	(104,146)	(51,707)	22,429	67,285	114,384	175,957	230,356	287,475	308,249	308,249	308,249	1,666,781

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

En la evaluación del EBITDA sobre los gastos financieros, Top & Selected no presenta una suficiente cobertura en los primeros dos años, sin embargo, este comportamiento se revierte a partir del 2019 en donde el emisor empieza a tener 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 1.6 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

Cifras en miles de B/.	2017	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	Totales
EBITDA	(104.15)	(51.71)	22.43	67.29	114.38	175.96	230.36	287.48	308.25	308.25	308.25	1,667
Gastos Financieros	5	114	114	114	114	114	114	114	114	114	114	1,141
Amortización												2,500
Deuda Neta	2,500											2,500
EBIT/Gastos Financieros	(20.8)	(0.5)	0.2	0.6	1.0	1.5	2.0	2.5	2.7	2.7	2.7	1.5
Cobertura de Servicio sobre la Deuda	(0.04)	(0.5)	0.2	0.6	1.0	1.5	2.0	2.5	2.7	2.7	0.1	0.5
Deuda Neta/EBIT	(24.0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.5

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/.)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Activos					
Depósitos en bancos	0.2	0.1	6	9	728
Inmuebles, mobiliario, equipo y mejoras	239	320	286	1,744	1,687
Activo mantenido para la venta	-	-	-	-	2,000
Otros activos	80	63	67	108	136
Total de Activos	320	383	359	1,862	4,551
Pasivos					
Bonos corporativos por pagar	-	-	-	-	2,500
Cuentas por pagar-compañías relacionadas	-	-	-	2,334	674
Otros Pasivos	462	713	743	2	17
Depósitos en garantía de clientes	-	-	-	-	12
Cuentas por pagar	-	-	-	2	-
Intereses por pagar financiamiento	-	-	-	-	5
Total pasivos	462	713	743	2,336	3,191
Patrimonio					
Acciones comunes	10	10	10	10	2,010
Déficit acumulado	(152)	(330)	(394)	(484)	(650)
Total patrimonio	(142)	(320)	(384)	(474)	1,360
Pasivos+patrimonio	320	393	359	1,862	4,551
Estado de Ganancias y Pérdidas					
Ingresos					
Ingresos de actividades ordinarias	628	613	746	775	735
Otros ingresos	-	-	-	4	3
Total ingresos	628	613	746	778	737
Gastos					
Arrendamientos operativos	729	761	673	799	803
Honorarios profesionales	4	4	8	7	14
Depreciación y amortizaciones	22	32	32	45	57
Gastos de intereses	-	-	-	-	5
Otros gastos	4	5	88	17	24
Total de Gastos	760	801	801	868	903
Ganancia/Pérdida neta	(132)	(188)	(54)	(90)	(166)

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

Indicadores Financieros Top & Selected Properties	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Solvencia					
Pasivo total/Patrimonio (veces)	-3.3	-2.2	-1.9	-4.9	2.3
Pasivo total/Activo total (veces)	1.4	1.9	2.1	1.3	0.7
Patrimonio/Pasivos	-30.7%	-44.9%	-51.7%	-20.3%	42.6%
Patrimonio/Activos	-44.4%	-83.5%	-107.0%	-25.5%	29.9%
Rentabilidad					
ROA	-41.4%	-49.0%	-15.1%	-4.8%	-3.6%
ROE	-93.2%	-58.7%	-14.1%	-19.0%	-12.2%
Eficiencia	121.1%	130.6%	107.3%	111.6%	122.5%
Líquidez					
Activos corrientes/ Pasivos corrientes	-	-	-	0.4%	108.0%
Deuda Financiera/ Patrimonio	-	-	-	-	1.8

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

Balanza General Unil B&T Holdings, Inc. (cifras en miles de B/.)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Activos					
Efectivo y depósitos en bancos	75,140	63,241	110,091	133,317	62,485
Valores disponibles para la venta	-	-	4,032	118,707	108,350
Préstamos, neto	269,987	312,800	316,841	315,520	384,700
Inversiones asociadas	-	1,624	1,824	2,285	2,153
Mobiliario, equipo y mejoras	5,150	5,143	4,975	5,391	4,984
Activos mantenidos para la venta	-	4,200	3,080	2,640	2,000
Otros activos	2,701	3,685	7,064	12,111	13,032
Total de Activos	394,021	492,615	555,551	589,971	577,704
Pasivos					
Depósitos de clientes	326,957	403,564	441,242	459,088	474,659
Financiamientos por pagar	-	-	18,684	57,371	18,966
Valores comerciales negociables	-	12,403	6,489	5,817	4,492
Otros Pasivos	1,733	3,433	2,404	9,514	17,136
Total pasivos	342,970	439,084	498,605	531,790	515,254
Patrimonio					
Acciones comunes	60,025	60,025	60,025	60,025	59,855
Reserva regulatoria	622	2,809	3,194	3,905	5,239
Pérdida no realizada en valores disponibles para la venta	(2,769)	(2,370)	(2,041)	(3,527)	(2,001)
Déficit acumulado	(6,829)	(6,933)	(4,952)	(2,222)	(643)
Total Patrimonio	51,050	53,531	56,226	58,181	62,450
Pasivo+Patrimonio	394,021	492,615	554,831	589,971	577,704
Estado de Ganancias y Pérdidas					
Ingresos por intereses y comisiones	18,682	23,838	29,023	28,727	29,729
Gastos por intereses	9,417	12,555	15,566	17,817	18,781
Margen financiero neto	9,265	11,283	13,457	12,870	13,244
Otros ingresos	1,898	1,001	1,419	3,406	2,582
Margen operacional bruto	10,272	12,542	13,204	16,277	15,826
Gastos operacionales					
Salarios y otras remuneraciones	4,886	5,844	5,016	5,623	5,671
Alquileres	918	860	781	988	987
Honorarios y servicios profesionales	422	470	491	603	631
Depreciación y amortización	726	494	511	750	896
Otros	2,221	2,449	3,066	2,558	2,613
Total gastos operacionales	9,562	10,445	10,144	10,523	10,798
Margen operacional neto	710	2,097	3,061	2,452	2,490
Participación patrimonial en asociada	-	-	200	461	552
Utilidad (pérdida) neta antes de ISR	710	2,097	3,261	2,913	3,042
Impuesto sobre la renta	23	15	174	191	189
Utilidad (pérdida) neta	687	2,082	3,086	2,722	2,853

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

Indicadores Financieros Unil B&T Holding, Inc.	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Solvencia					
Pasivo total/Patrimonio (veces)	6.7	8.2	8.9	9.1	8.3
Pasivo total/Activo total (veces)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Patrimonio/Pasivos	14.9%	12.2%	11.3%	10.9%	12.1%
Patrimonio/Activos	13.0%	10.9%	10.1%	9.9%	10.8%
Patrimonio/Préstamos	18.9%	17.1%	17.7%	18.4%	16.2%
Patrimonio/Captaciones	15.6%	13.3%	12.7%	12.7%	13.2%
Rentabilidad					
ROAE	-	4.0%	5.6%	4.8%	4.7%
ROAA	-	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
Eficiencia	93.1%	83.3%	76.8%	64.7%	68.2%
Liquidez					
Liquidez inmediata	23.0%	15.7%	25.0%	29.0%	13.2%
Liquidez mediata	34.9%	40.2%	49.5%	54.9%	36.0%

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