

Panamá, 29 de octubre de 2019

Lic.
Olga Cantillo
Vicepresidenta 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) BBB- con perspectiva Estable al programa Rotativo de Bonos Corporativos de Top & Selected Properties, S.A., con estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2019.

Atentamente.



Rolando de León de Alba
Apoderado



Maricel de González
Apoderado

C.c. Central Latinoamericana de Valores

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

Comité No. 72/2020	
Informe con EEFF auditados a diciembre 2019	Fecha de comité: 9 de octubre 2020
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Inmobiliario/Panamá
Equipo de Análisis	
Donato Rivas driivas@ratingspcr.com	Pamela Prado p Prado@ratingspcr.com (502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES				
Fecha de información	dic-17	dic-18	jun-19	dic-19
Fecha de comité	09/07/2018	02/08/2019	31/01/2020	09/10/2020
Programa de Bonos Corporativos Rotativos	PA A-	PA A-	PA A-	PA BBB-
Perspectiva	Estable	Estable	Negativa	Estable

Significado de la calificación

Categoría BBB: Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.

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 la reducción considerable de su principal fuente de ingreso debido a la cancelación de contrato de alquiler con Unibank, generando pérdidas y un aumento en el déficit acumulado y el patrimonio. Asimismo, se toma en cuenta la reducción sobre la cobertura sobre gastos financieros y sobre el servicio de la deuda, como consecuencia de la reducción del EBITDA sobre sus proyecciones, limitando la capacidad de cumplir con sus gastos financieros de forma adecuada.

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:

- **Reducción del patrimonio y de las actividades operativas.** A la fecha de análisis, los ingresos por operaciones de Top & Selected Properties S.A., totalizaron B/. 167.5 miles (diciembre 2018: B/. 747.3 miles), lo que representó una reducción considerable de 77.6% debido a la cancelación de contrato con su principal fuente de ingresos con Unibank. De igual forma, los gastos totales se redujeron en un 81.8%, totalizando B/. 366.2 miles (diciembre 2018: B/. 2 millones), por la reducción de la provisión por deterioro de B/. 1.7 millones en conformidad de la aplicación de las NIIF5. Lo anterior resultó en una pérdida neta de B/. 198.7 miles, aumentando el déficit acumulado y reduciendo el patrimonio a un monto negativo de B/. 180.9 miles.
- **Reducción de 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 totales promedia una cobertura de 1.5 veces, sin embargo, para 2020 y 2021 la cobertura está debajo de 1 lo que limita la capacidad de pago de intereses sobre la deuda. Por su parte, la cobertura sobre el servicio de la deuda total es de -0.2, 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.

- **Vehículo inmobiliario.** Top & Selected Properties, S.A. 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; manteniendo un valor en libros de B/. 299.7 miles. Estos movimientos han afectado el déficit acumulado de la compañía.
- **Ingresos variables por participación de Grupo Unibank, S.A.** Como parte del respaldo de su accionista, Grupo Unibank S.A., en su momento llamada Uni B&T Holdings, realizó una aportación de capital por B/. 2 millones a Top & Selected Properties el año 2017 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 de diciembre 2016 a 2019; Estados Financieros consolidados de diciembre 2013 a diciembre de 2017 de Uni B&T Holding, Inc. y estados financieros auditados a diciembre 2019.
- **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, el cual se ha mantenido hasta la fecha de análisis.
- Top & Selected Properties mantiene una participación fiduciaria en el Fideicomiso de una planta de energía eléctrica, 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.
- El 23 de agosto de 2019, la Superintendencia de Bancos de Panamá, autorizó a Uni B&T Holdings, Inc. A cambiar su razón social por la de Grupo Unibank, S.A.

Contexto Económico

Para diciembre de 2019, la actividad económica de América Latina y El Caribe, según lo indicado por el Fondo Monetario Internacional, sigue siendo lenta y avanza tenuemente. Para el 2019, el crecimiento estimado de la región fue de 0.1 %, mostrando un crecimiento débil; aunque se proyecta que se recupere en los siguientes periodos y presente un crecimiento de 1.6 % y 2.3 % para 2020 y 2021, correspondientemente. Cabe mencionar que, según datos del FMI, la tasa de crecimiento de 2019 es la más baja desde 2016, año en el que la región sufrió una contracción de 1 % tras el estancamiento en 2015. El decrecimiento en la aceleración vivida en 2019 se debe, entre otras cosas, a las sostenidas tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, que afectan a las exportaciones, así como al precio internacional de las materias primas, las cuales son una importante fuente de ingresos para las economías de la región. Aunado a lo anterior, la incertidumbre política y económica en países clave de la región también tuvieron un efecto adverso en la tasa de crecimiento. Según datos del FMI, México y Chile, dichas tasas sufrieron un recorte en sus perspectivas de crecimiento: el primero, consecuencia de la continua debilidad de la inversión y, el segundo, por las tensiones sociales sufridas durante el último semestre del año. De igual manera, se presentaron tensiones políticas y sociales en países como Ecuador, Bolivia y Perú, lo que mitiga el crecimiento de la región y aumenta la incertidumbre. Sin embargo, estas condiciones adversas se vieron moderadas por una revisión del crecimiento al alza de Brasil, tras una mejora de la postura del gobierno respecto a las pensiones y el sector minero, lo que mejora las condiciones de inversión en el país. Se espera que las tensiones financieras globales continúen, a causa de la situación actual del COVID-19, causando condiciones financieras globales restrictivas.

Por su parte, Panamá sigue siendo uno de los países referentes de la región como consecuencia de su dinamismo. El crecimiento de Panamá para el 2019, según datos del Banco Mundial, es de 3.5 %, menor al promedio de los últimos 5 años de 5 %. Esto último, producto de que este año la economía se encontraba en un periodo de recuperación económica, arrastrada de 2018, consecuencia de una disminución causada por el bajo rendimiento en el sector de construcción y servicios, los cuales son sectores importantes para el desempeño de dicho país. Para 2020, el déficit probablemente superará el límite fijado por la regla fiscal de 2,75% del PIB, ya que será necesario respaldar la economía e incrementar el gasto en salud pública dada la actual situación de la COVID-19. Asimismo, se espera que la inflación se mantenga contralada en 2 %. Por su parte, este aumento en su crecimiento actual y proyectado también se ve influenciado por una mayor inversión extranjera directa (IED), la cual, según datos del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC), a septiembre 2019, había aumentado un 15.9 % (+B/. 4,735 millones) en comparación al mismo periodo del año anterior; influenciado por las actividades de mina y canteras y al comercio al por mayor y minorista. Asimismo, según estadísticos preliminares, se espera que la recaudación fiscal en Panamá disminuya y que el gasto por parte del gobierno aumente, causando un déficit fiscal alto. Las autoridades estiman que, de no corregirse esta tendencia y de no tomar medidas correctivas respecto al gasto presupuestario, el déficit fiscal alcance hasta el 4% del PIB en 2019.

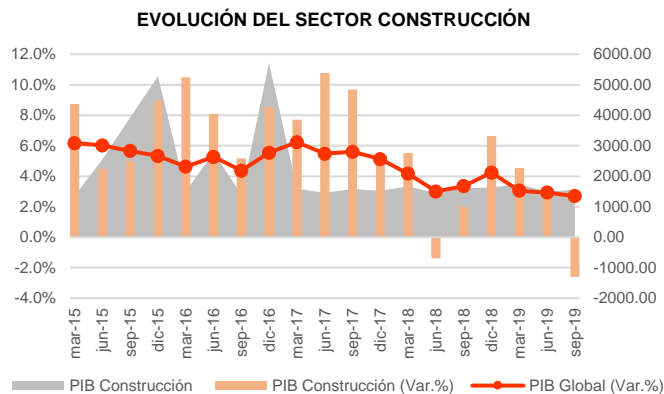
El índice mensual de actividad económica (IMAE) de Panamá creció 3.25 % a septiembre de 2019, según datos del del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC). Entre las actividades que tuvieron mejor desempeño al tercer trimestre del año, están comercio y logística; el primero incentivado por mayor demanda mayorista y minorista y el segundo incentivado por las actividades del sistema portuario nacional y las operaciones del canal, el cual se amplió. Asimismo, sectores como el de explotación de minas y canteras, el agropecuario y el de suministro de electricidad y agua, tuvieron un buen desempeño. Por su parte, el sector construcción tuvo una desmejora de 2.6 % al tercer trimestre de 2019. Según datos del INEC, los ingresos del canal aumentaron 5.9 % de forma interanual y el valor total de comercio mayorista en la Zona Libre de Colon tuvo un decrecimiento de 11.3 % respecto al mismo periodo de 2018.

Panamá cuenta con una calificación de riesgo soberano de BBB+ con perspectiva 'Estable'¹, obteniendo una mejora en su calificación (la segunda vez desde 2012), a raíz del consistente crecimiento económico durante los últimos años, por encima de los países pares; su adecuada diversificación económica, que ha contribuido a duplicar el PIB per Cápita; a la estabilidad en los cambios de administración y cumplimiento de sus responsabilidades y, a los esfuerzos de fortalecimiento de la transparencia y las regulaciones del sistema financiero.

Contexto del Sector

Al tercer trimestre de 2019, según datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística y Censo de Panamá (INEC), el sector de construcción presentó una reducción interanual de 2.6%, en comparación a lo registrado a septiembre de 2018 (+5.2%), explicado por la culminación de proyectos de infraestructuras tanto de obras públicas como privadas. Esto se vio afectado principalmente en el sector vivienda, donde el número de edificaciones de apartamentos culminados aumentó. De igual forma, el sector de vivienda individual se ha visto afectado reduciendo significativamente el número de edificaciones nuevas.

El sector vivienda representa la mayor proporción de edificaciones en Panamá, compuesta por vivienda individual, vivienda dúplex y edificios de apartamentos, representando el 95% del total de edificaciones. Para el tercer trimestre de 2019, se observó un aumento notable en el número de edificaciones culminadas de casas y apartamentos, con un total de 4,952 edificaciones (tercer trimestre 2018: 2,403 edificaciones). Por lo tanto, el sector construcción se ha dedicado a incrementar el sector vivienda, pero esta oferta está siendo mayor que la demanda del público, debido a las condiciones hipotecarias y la capacidad de pago de los panameños.



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.

A finales de 2019 se aprobaron las nuevas tasas preferenciales donde el gobierno asumirá una tasa de 2% para los créditos hipotecarios de viviendas entre 120 a 150 mil balboas y una tasa preferencial de 1.5% para viviendas de 150 a 180 mil balboas. El propósito del gobierno es incentivar los créditos hipotecarios para viviendas con valor entre 120 a 180 mil balboas con la ley de tasas preferenciales, generando una expectativa positiva para recuperar progresivamente el sector vivienda. Las facilidades de acceso a créditos hipotecarios estimulan la inversión en el sector, esto genera capital para las constructoras y el desarrollo de nuevos proyectos.

¹ Standard & Poors (S&P)

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 Grupo Unibank S.A., 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, siendo Grupo Unibank, S.A. antes Uni B&T Holding, Inc., quien posee el 100% de las acciones. La estructura accionaria actual se muestra en la siguiente tabla.

Accionista	Participación
Grupo Unibank, S.A.	100%
Total	100%

Fuente: Grupo Unibank, S.A. / 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.

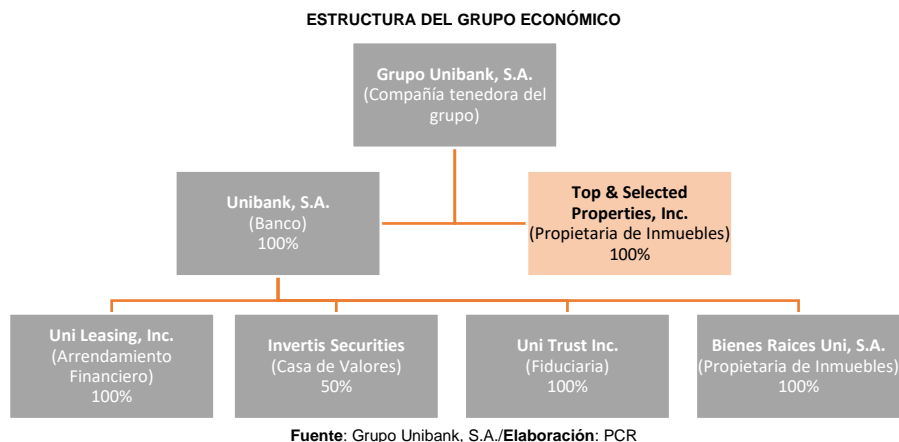
Por su parte, en lo referente a los negocios de la sociedad, estos serán administrados y dirigidos por la Junta Directiva, la cual contará con no menos de tres (3) ni más de cinco (5) directores, pero el número de miembros podrá ser aumentado por la Junta General de Accionistas. A la fecha, la Junta 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

Grupo Unibank, S.A., es una sociedad registrada bajo las leyes de la República de Panamá, en el Registro Público en la sección mercantil con ficha No.682912 y documento No.1712451 del 15 de enero de 2010. En Resolución No.S.B.P 0158-2019, de fecha 23 de agosto de 2019, la Superintendencia de Bancos de Panamá, autorizó a Uni B&T Holdings, Inc. a cambiar su razón social por la de Grupo Unibank, S.A. Esta sociedad, antes Uni B&T Holding, Inc., no registra operaciones y la única actividad es la relacionada con la inversión en acciones que mantiene sobre las compañías subsidiarias, Unibank, S.A. y Top & Selected Properties, S.A., de la cual es tenedora del 100% de las acciones con derecho a voto.



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 Unibank, S.A.

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 Invertis 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 1,330 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.

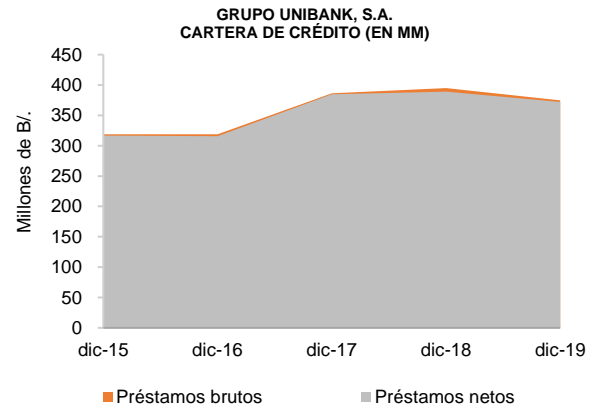
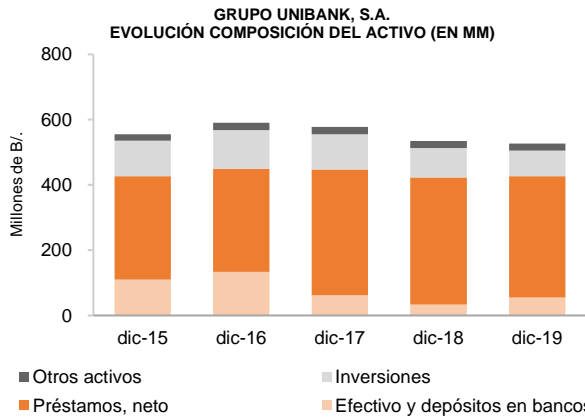
Análisis Financiero

Grupo Unibank S.A y Subsidiarias

Activos

A la fecha de análisis, los activos de Grupo Unibank, S.A. y subsidiarias totalizaron B./ 535.3 millones (diciembre 2018: B./ 539.5 millones), lo que representó una leve reducción interanual de 0.8%, esto como resultado de una disminución de los préstamos netos (-4.4%) e inversiones (-12.6%), a pesar del crecimiento de efectivo y depósitos en bancos (+61.1%).

Como consecuencia del aumento de las disponibilidades, la liquidez inmediata de la Holding ascendió a 13.4%, mostrando una mejora respecto al periodo anterior (diciembre 2018: 7.9%). De la misma manera, la liquidez mediata ascendió a 32.8% (diciembre 2018: 28.8%), esto debido al aumento significativo de las disponibilidades pese a la reducción de las inversiones. De tal forma, la entidad mantiene adecuados niveles de liquidez, mejorando su posición respecto al periodo anterior.

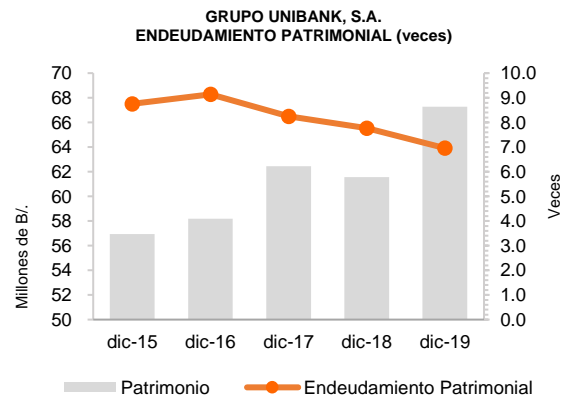
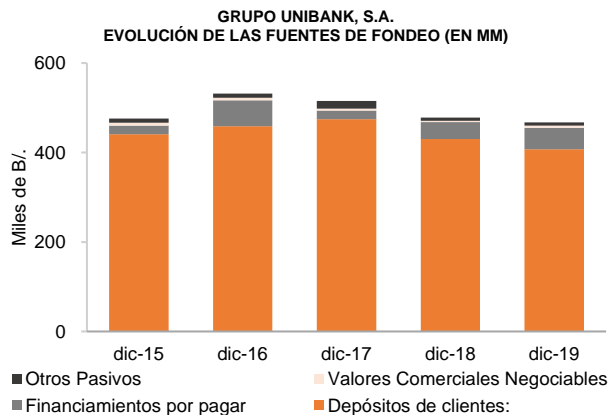


Fuente: Grupo Unibank, S.A. / Elaboración: PCR

Pasivos y Patrimonio

A la fecha de análisis, el total de pasivos de Grupo Unibank totalizó B/. 468 millones (diciembre 2018: B/. 477.9 millones) lo que representó una reducción interanual de 2.7%. Esta reducción fue consecuencia de menores obligaciones depositarias por un monto de B/. 23.3 millones (-5.4%), a pesar de un aumento en financiamiento por pagar por un monto de B/. 10.2 millones (+26.8%) y de los valores comerciales negociables por un valor de B/. 2 millones (+66.7%). De esta forma, los pasivos están formados principalmente por las obligaciones depositarias que representan el 87% del total, seguido por financiamiento por pagar con el 10.3%, otros pasivos 1.7%, y valores comerciales negociables 1.1%.

Por otro lado, el patrimonio de la Holding mostró un incremento interanual de 9.3% comparado con el año anterior, totalizando B/. 67.3 millones (diciembre 2018: B/. 61.6 millones); derivado del aumento de las reservas regulatorias por un monto de B/. 2.1 millones (+37.3%), así como una reducción en pérdidas no realizadas en valores disponibles para la venta por B/. 3.2 millones (-70.3%). Por lo tanto, el endeudamiento patrimonial² se ubicó en 7 veces, mejorando respecto al año anterior (diciembre 2018: 7.8 veces).



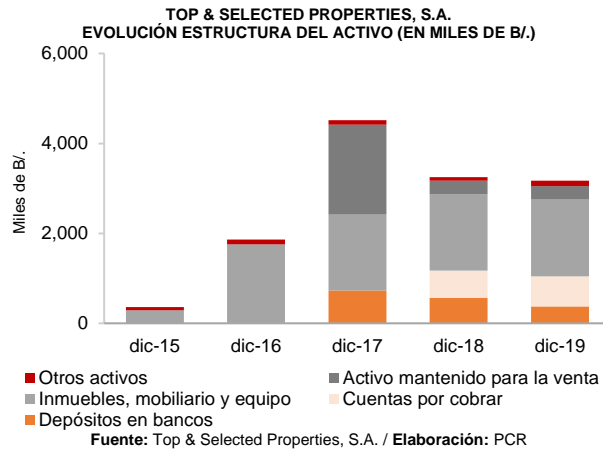
Fuente: Grupo Unibank, S.A. / Elaboración: PCR

Top & Selected Properties

Activos

Los activos de Top & Selected Properties totalizaron B/. 3.2 millones (diciembre 2018: B/. 3.3 millones) lo que representó un leve decremento interanual de 2.3%, debido a la disminución de depósitos en bancos por un monto de B/. 193 miles (-34.2%); adicionalmente, los inmuebles, mobiliario y equipo aumentaron levemente en B/. 5.8 miles (+0.3%) así como de las cuentas por cobrar por B/. 68.3 miles (+11.3%). De tal forma, los activos de la Compañía están compuesto mayoritariamente por inmuebles, mobiliario, equipo, mejoras y propiedad de inversión en un 53.7%, seguido por cuentas por cobrar a compañías relacionadas en 21.2%, depósitos en bancos 11.7%, activos mantenidos para la venta 9.4% y en menor proporción, otros activos 3.9%.

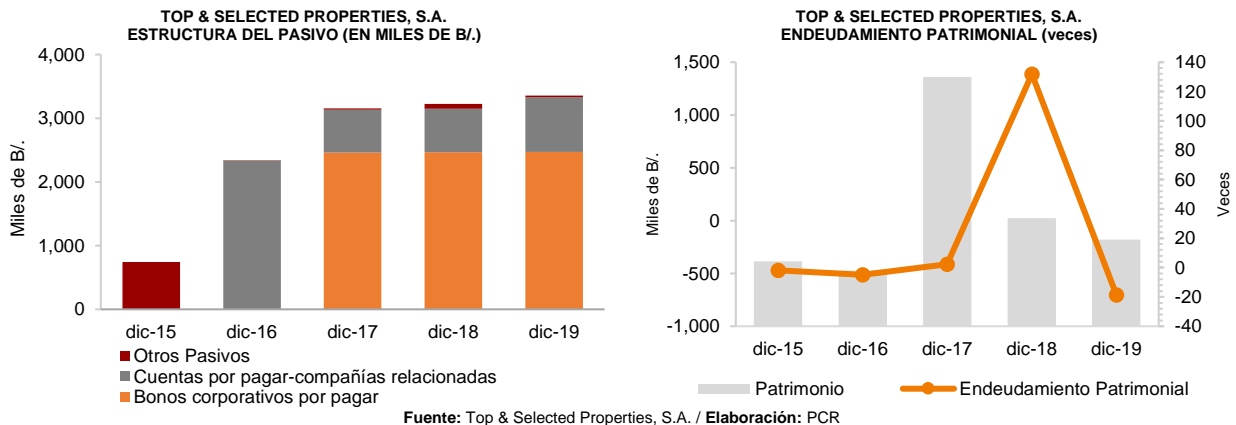
² Endeudamiento patrimonial = Total pasivos / Total patrimonio



Pasivos y Patrimonio

A diciembre de 2019, los pasivos de Top & Selected Properties ascendieron a B/. 3.4 millones (diciembre 2018: B/. 3.2 millones), lo que representó un incremento del 4.1% interanualmente, derivado de un aumento en cuentas por pagar a compañías relacionadas por un monto de B/. 182.2 miles (+26.8%), pese a una reducción en otros pasivos por B/. 53.6 miles (-70.6%). Cabe mencionar que los bonos corporativos por pagar se mantuvieron respecto al período anterior, mostrando un leve incremento de 0.1%. De tal forma, los pasivos estuvieron conformados principalmente por Bonos Corporativos con el 73.6% del total, seguido por cuentas por pagar a compañías relacionadas con un 25.7%, y en una menor proporción por otros pasivos (1.3%).

Por su parte, a diferencia de los últimos dos períodos anteriores, para el año 2019 el patrimonio de la compañía tuvo un saldo negativo total de B/. 180.9 miles, resultado del déficit acumulado durante los últimos años. La compañía ha mantenido un capital por B/. 2 millones desde el periodo de 2017 debido a un aporte de capital de la Holding. Cabe destacar que el déficit acumulado ha aumentado en los últimos cinco períodos, mostrando un aumento interanual por un monto de B/. 205.3 miles (+10.3%). Dicho esto, el endeudamiento patrimonial se situó en 18.6 veces (diciembre 2018: 131.8 veces).

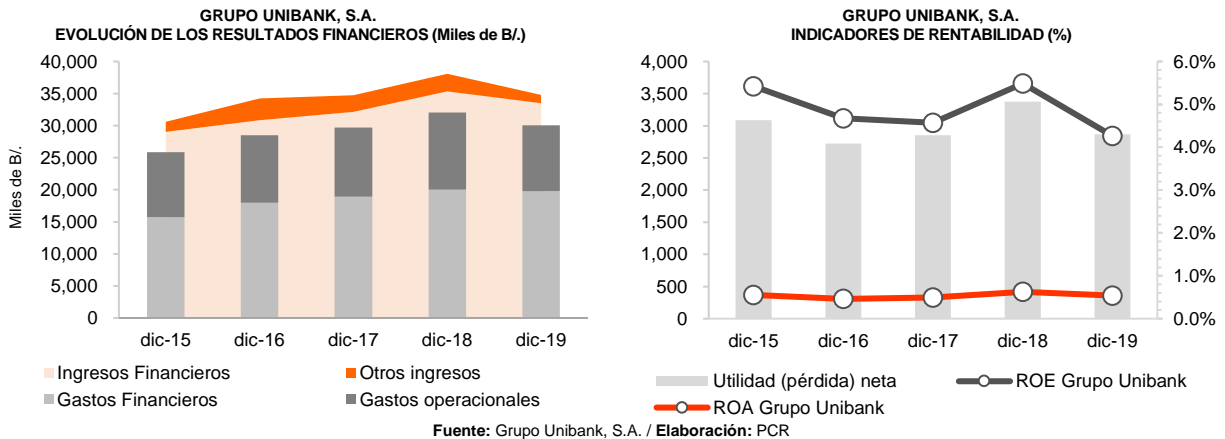


Resultados Financieros

Grupo Unibank, S.A.

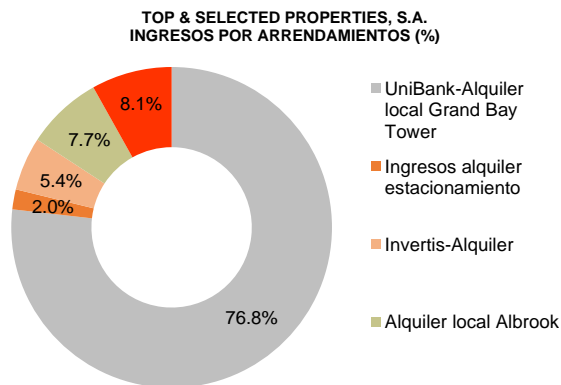
A la fecha de análisis, los ingresos financieros de Grupo Unibank totalizaron B/. 33.5 millones (diciembre 2018: B/. 35.3 millones) presentando un decrecimiento interanual de 5.3%, como resultado de menores colocaciones (+4.2%) y una reducción de comisiones sobre préstamos (-11.5%). Por su parte, los gastos financieros totalizaron B/. 19.8 millones (diciembre 2018: 20 millones) mostrando una reducción interanual de 1.1%, debido a la disminución de pago de intereses sobre depósitos (-0.9%). Derivado de lo anterior, el margen financiero bruto se ubicó en B/.13.7 millones (-10.7%). Adicionalmente, las provisiones disminuyeron en B/. 757.5 miles (-34.5%), las cuales han disminuido constantemente desde el año 2016, por lo que el margen financiero neto totalizó B/. 12.3 millones (diciembre 2018: B/. 13.1 millones) mostrando una disminución de 6.8% para la fecha de análisis.

Por su parte, los gastos operacionales se redujeron en B/. 1.8 millones (-14.6%), como consecuencia de una reducción en salarios y otras remuneraciones (-26.9%), resultando en un margen operacional neto por un total de B/. 3.3 millones (diciembre 2018: B/. 3.9 millones) lo que representa una disminución de 14.4%. Derivado de lo anterior, la utilidad neta se ubicó en B/. 2.9 (diciembre 2018: B/. 3.4 millones), menor en un 15.1% comparado con el año anterior, producto de la reducción en ingresos financieros. En este sentido, la Empresa reflejó indicadores de rentabilidad ROE: 4.3% y ROA: 0.5%, los cuales mostraron una desmejora respecto al año anterior (diciembre 2018: ROE: 5.5% y ROA: 0.6%), principalmente por la disminución en la utilidad neta del periodo.



Top & Selected Properties

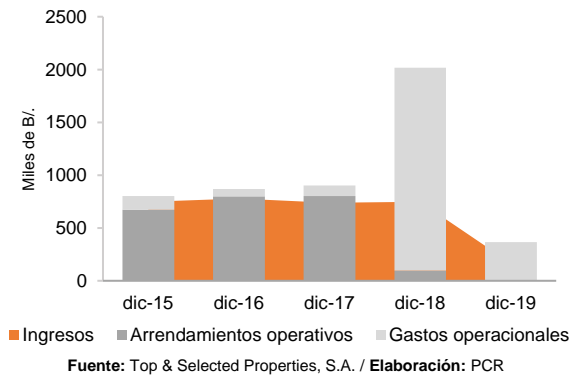
Según las proyecciones financieras para el 2019, los ingresos de Top & Selected están conformados por el alquiler a Unibank (76.8%), alquileres de estacionamientos (8.1%), el local que le alquila a Invertis (7.7%), el alquiler del local en Albrook Mall (5.4%) y el 2% restante por ingresos por mantenimiento.



A diciembre de 2019, los ingresos por actividades ordinarias de Top & Selected Properties, S.A. se ubicaron en B/. 134.3 miles, mostrando una reducción interanual significativa de 80.9% (diciembre 2018: B/. 702.4 miles). De la misma manera, los gastos operativos se redujeron significativamente en un 81.8% respecto al período anterior, totalizando B/.366.2 miles (diciembre 2018: B/. 2 millones); esto debido a las nuevas NIIF5 de activos por arrendamiento, donde las provisiones de activos mantenidos para la venta por un monto de B/. 1.7 millones se redujeron a cero dentro de los gastos operativos, el cual representaba el 84.3% del total. De tal forma, a diciembre 2019 la Compañía mantiene una participación fiduciaria en el fideicomiso de una planta de energía eléctrica por la suma de B/. 2 millones (diciembre 2018: B/. 2 millones) y una provisión por deterioro por B/. 1.7 millones, generando un gasto de fideicomiso por B/. 146.1 miles y un activo por mantenido para la venta por B/. 299.7 miles.

Derivado de lo anterior, Top & Selected Properties presentó una pérdida por B/. 198.7 miles, siendo menor a la reflejada en el período anterior (diciembre 2018: B/. -1.3 millones), debido a la reducción en los gastos operacionales de la compañía. Como resultado de las pérdidas del periodo, se registró un indicador negativo de ROA: 6.3%, mientras que el patrimonio negativo y las pérdidas en el periodo muestran un ROE positivo de 109.8%, por lo que el ROA mejoró respecto al periodo anterior mientras que el ROE no es comparable debido a la situación actual de la Compañía (diciembre 2018: ROE: -5,461% y ROA: -41.1%), debido al aumento de los gastos operacionales y a la provisión de activo mantenido para la venta.

**TOP & SELECTED PROPERTIES, S.A.
EVOLUCIÓN DE LOS RESULTADOS FINANCIEROS (Miles de B/.)**



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 Grupo Unibank, S.A. 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 2019	
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 Grupo Unibank, S.A.

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 2019, Top & Selected Properties, S.A. registró un nivel de endeudamiento (Pasivos Totales/ Total Patrimonio) de -18.6 veces como consecuencia del patrimonio negativo derivado del déficit acumulado, cabe mencionar que el periodo anterior el endeudamiento resultó en 131.3 veces.

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	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	Totales
UniBank-Alquiler local Grand Bay Tower	723,420	759,591	835,550	877,327	921,194	967,253	967,253	967,253	7,707,812
Ingresos por Mantenimiento	18,955	19,902	21,893	22,987	24,137	25,344	25,344	25,344	201,957
Alquiler local Albroom	50,820	53,361	58,697	61,632	64,714	67,949	67,949	67,949	541,471
Invertis-Alquiler	72,350	75,967	83,564	87,742	92,129	96,736	96,736	96,736	770,864
Ingresos alquiler estacionamiento	76,432	80,253	88,279	92,693	97,327	102,194	102,194	102,194	814,358
Otros ingresos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Ingresos	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	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	100,248
Gasto I.T.B.M.S.	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	900
Gatos Notaria Registro Publico	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	547,235
Cuotas y Suscripciones	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	101,452
Energia Electrica	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	56,158
Mant. Eq. Rodante	3,634	3,634	3,634	3,634	3,634	3,634	3,634	3,634	32,706
Mant. Unibank / Albroom	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	1,065
Alq. Grand Bay Tower/Lemy Pma	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	828,727
Otros Gastos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Gastos	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	(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	1,569,982
EBITDA	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; sin embargo, al 31 de diciembre 2019, la cobertura sobre gastos financieros es menor a 1 por lo que el flujo de ingresos es insuficiente para el pago de intereses. 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	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	Totales
EBITDA	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	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
EBITDA/Gastos Financieros	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	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5
Deuda Neta/EBIT	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

ESTADOS FINANCIEROS TOP&SELECTED PROPERTIES, S.A.

Balance General (cifras en miles de B/.)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Activos					
Depósitos en bancos	6.2	9.3	728	565	372
Cuentas por Cobrar- compañías relacionadas	0.0	0.0	0	604	673
Inmuebles, mobiliario, equipo y mejoras	286	1744	1,687	1,699	1,705
Activo mantenido para la venta	0	0	2,000	300	300
Otros activos	67	108	98	79	125
Total de Activos	359	1862	4,513	3,248	3,174
Pasivos					
Bonos corporativos por pagar	0	0	2,462	2,467	2,470
Cuentas por pagar-compañías relacionadas	0	2333.799	674	681	863
Otros Pasivos	743	2	17	76	22
Depósitos en garantía de clientes	0	0	12	12	12
Cuentas por pagar	0	2.215	0	3	5
Intereses por pagar financiamiento	0	0	5	5	5
Total pasivos	743	2336	3,153	3,223	3,355
Patrimonio					
Acciones comunes	10	10	2,010	2,010	2,010
Déficit acumulado	-394	-484	-650	-1,986	-2,191
Total patrimonio	-384	-474	1,360	24	-181
Pasivos+patrimonio	359	1862	4,513	3,248	3,174
Estado de Ganancias y Pérdidas (cifras en miles de B/.)					
Ingresos	746	778	737	747	168
Ingresos de actividades ordinarias	746	775	735	702	134
Otros ingresos	0	4	3	45	33.2
Gastos	801	868	903	2016	366
Arrendamientos operativos	673	799	803	97	0
Provisión de activo mantenido para la venta	0	0	0	1,700	0
Honorarios profesionales	8	7	14	15	13
Depreciación y amortizaciones	32	45	57	34	27
Gastos de fideicomiso	0	0	0	0	146
Gastos de intereses	0	0	5	101	101
Gastos de comisiones	0	0	0	0	11
Otros gastos	88	17	24	68	67
Ganancia/Pérdida neta	-54	-90	-166	-1,335	-199

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

INDICADORES FINANCIEROS TOP&SELECTED PROPERTIES, S.A.

Indicadores Financieros Top & Selected Properties	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Solvencia					
Pasivo total/Patrimonio (veces)	-1.9	-4.9	2.3	131.8	-18.6
Pasivo total/Activo total (veces)	2.1	1.3	0.7	1.0	1.1
Patrimonio/Pasivos	-51.7%	-20.3%	43.1%	0.8%	-5.4%
Patrimonio/Activos	-107.0%	-25.5%	30.1%	0.8%	-5.7%
Rentabilidad					
ROA	-15.1%	-4.8%	-3.7%	-41.1%	-6.3%
ROE	14.1%	19.0%	-12.2%	-5461.0%	109.8%
Margen Neto	-7.3%	-11.6%	-22.5%	-178.7%	-118.6%
Eficiencia	107.3%	111.6%	122.5%	269.8%	218.6%
Liquidez					
Activos corrientes/ Pasivos corrientes	-	0.4%	108.0%	83.0%	43.1%
Deuda Financiera/ Patrimonio	-	-	1.8	100.9	(13.7)

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

ESTADOS FINANCIEROS Grupo Unibank, S.A.

Balance General Grupo Unibank, S.A. (cifras en miles de B/.)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Activos					
Efectivo y depósitos en bancos	110,091	133,317	62,485	33,964	54,725
Inversiones	108,529	118,707	108,350	89,989	78,628
Préstamos, neto	316,841	315,520	384,700	389,017	371,926
Inversiones asociadas	1,824	2,285	2,153	0	0
Activos por derecho de uso	0	0	0	0	330
Mobiliario, equipo y mejoras	4,975	5,391	4,984	3,301	2,896
Propiedades de Inversión	0	0	0	4,713	8,000
Activos mantenidos para la venta	3,080	2,640	2,000	5,445	5,802
Otros activos	7,064	12,111	13,032	13,066	13,000
Total de Activos	555,551	589,971	577,704	539,494	535,308
Pasivos					
Depósitos de clientes	441,242	459,088	474,659	430,296	406,961
Financiamientos por pagar	18,684	57,371	18,966	37,838	47,993
Valores vendidos bajo acuerdo de recompra	22,884	0	0	0	0
Valores Comerciales Negociables	6,489	5,817	4,492	2,997	4,994
Otros Pasivos	9,305	9,514	17,136	6,795	7,748
Total pasivos	498,605	531,790	515,254	477,926	468,035
Patrimonio					
Acciones comunes	60,025	60,025	59,855	63,025	63,685
Reserva regulatoria	3,914	3,905	5,239	5,524	7,583
Pérdida no realizada en valores disponibles para la venta	-2,041	-3,527	-2,001	-4,603	-1,367
Déficit acumulado	-4,952	-2,222	-643	-3,255	-2,968
Total Patrimonio	56,946	58,181	62,450	61,568	67,273
Pasivo+Patrimonio	555,551	589,971	577,704	539,494	535,308
Estado de Ganancias y Pérdidas					
Ingresos por intereses y comisiones	29,023	30,854	32,157	35,333	33,474
Gastos por intereses y comisiones	15,737	17,984	18,913	20,000	19,786
Margen financiero bruto	13,285	12,870	13,244	15,334	13,688
Provisiones	1,671	3,301	2,538	2,193	1,435
Margen financiero neto	11,614	9,569	10,706	13,141	12,253
Otros ingresos	1,590	3,406	2,582	2,751	1,332
Margen operacional bruto	13,204	12,975	13,288	15,892	13,585
Gastos operacionales	10,144	10,523	10,798	12,029	10,277
Salarios y otras remuneraciones	5,142	5,623	5,671	6,911	5,054
Alquileres	781	988	987	330	1
Publicidad y promoción	152	0	0	0	0
Honorarios y servicios profesionales	491	603	631	660	654
Depreciación y amortización	511	750	896	839	1,090
Otros	3,066	2,558	2,613	3,289	3,478
Margen operacional neto	3,061	2,452	2,490	3,863	3,308
Participación patrimonial en asociada	200	461	552	-0	0
Utilidad (pérdida) neta antes de ISR	3,261	2,913	3,042	3,863	3,308
Impuesto sobre la renta	174	191	189	485	440
Utilidad (pérdida) neta	3,086	2,722	2,853	3,378	2,868
Otros activos	20,090	22,426	22,168	21,812	21,698
Préstamos brutos	318,597	318,656	386,094	394,893	374,878

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

Indicadores Financieros Grupo Unibank, S.A. (Holding)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Solvencia					
Pasivo total/Patrimonio (veces)	8.8	9.1	8.3	7.8	7.0
Pasivo total/Activo total	89.7%	90.1%	89.2%	88.6%	87.4%
Patrimonio/Pasivos	11.4%	10.9%	12.1%	12.9%	14.4%
Patrimonio/Activos	10.3%	9.9%	10.8%	11.4%	12.6%
Patrimonio/Préstamos	157.4%	168.5%	133.9%	122.9%	125.8%
Patrimonio/Captaciones	12.9%	12.7%	13.2%	14.3%	16.5%
Rentabilidad					
ROAE	4.7%	4.7%	-	8.5%	0.0%
ROAA	0.5%	0.5%	-	1.1%	0.0%
ROA	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%
ROE	5.4%	4.7%	4.6%	5.5%	4.3%
Eficiencia	76.8%	81.1%	81.3%	75.7%	75.7%
Liquidez					
Liquidez inmediata	25.0%	29.0%	13.2%	7.9%	13.4%
Liquidez mediata	49.5%	54.9%	36.0%	28.8%	32.8%
Márgenes de Rentabilidad					
Margen financiero bruto	45.8%	41.7%	41.2%	43.4%	40.9%
Margen financiero neto	40.0%	31.0%	33.3%	37.2%	36.6%
Margen operacional bruto	45.5%	42.1%	41.3%	45.0%	40.6%
Margen operacional neto	10.5%	7.9%	7.7%	10.9%	9.9%
Margen neto	10.6%	8.8%	8.9%	9.6%	8.6%

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