Equilibrium

Panamá, 11 de julio de 2018.

Señores
Bolsa de Valores de Panamá, S.A.
Ciudad de Panamá

Atención: Licda. Olga Cantillo
Gerente General

Estimados Señores:

Por este medio, hacemos de su conocimiento que, según la revisión de información financiera auditada al 31 de diciembre de 2017 y no auditada al 31 de marzo de 2018, el Comité de Calificación de Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A. decidió asignar la categoría BB+.pa a la Serie B de Bonos Corporativos de Green Valley Panamá S.A. y ratificar la calificación de BB+.pa a la Serie A, ambas por un monto en circulación conjunto estimado en US$5.0 millones y que serán emitidas en el marco de un Programa Rotativo de hasta US$25 millones. La perspectiva se mantiene en Estable.

A su vez, se adjunta el informe de calificación de riesgo con los fundamentos del rating, disponible también en nuestra página web: www.equilibrium.com.pa.

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Serie A del Primer Programa de Bonos Corporativos del Programa Rotativo.	BB+.pa	Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas, pudiendo incurrir en incumplimientos.
Serie A del Primer Programa de Bonos Corporativos del Programa Rotativo.	*(nueva)* BB+.pa	Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas, pudiendo incurrir en incumplimientos.
Perspectiva	*Estable*	

La extensión ".pa" indica que está referida a una calificación local (Panamá); es decir, comparable con otras entidades panameñas. Por su parte, los signos "+" y "–" se emplean para expresar menor o mayor riesgo relativo dentro de una misma categoría. La perspectiva indica el escenario más probable de la calificación a futuro.

Atentamente,

Reynaldo Coto
Gerente General

Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.
Calle 50 y 54 Este, Edificio Frontenac, Oficina 5-A
Bella Vista - Panamá
Tel: (507) 214.3790 (507) 214.7931
E-mail: equilibrium@equilibrium.com.pa

BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ, S.A.
Recibido por:
Fecha: 12 Julio 2018

Equilibrium
Calificadora de Riesgo S.A.

GREEN VALLEY PANAMÁ S.A.

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación
Sesión de Comité: 11 de julio de 2018

Contacto:
(507) 214 3790

Jaime Tarazona
Analista Asociado
jtarazona@equilibrium.com.pe

Ana Lorena Carrizo
Jefe de Análisis de Riesgo
acarrizo@equilibrium.com.pa

Instrumento	Calificación*
Bonos Corporativos	BB+.pa
Perspectiva	*Estable*

**Para una mayor referencia del instrumento calificado referirse al Anexo I.*

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor 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. En la página web de la empresa (http://www.equilibrium.com.pa) se puede consultar documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015, 2016 y 2017, así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2018 de Green Valley Panamá S.A. y de Green Valley Panamá S.A. y Relacionadas; así como la documentación sobre el Programa Rotativo de Bonos hasta por US$25 millones, respecto a las emisiones hemos tenido acceso a condiciones indicativas debido a que el Suplemento todavía no había sido elaborado a la fecha de publicación del presente informe. La información utilizada para el análisis ha sido obtenida principalmente de la Entidad Calificada y de fuentes que se asumen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20 01 2017.

Fundamento: Luego del análisis realizado, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió asignar la categoría BB+.pa a la Serie B de Bonos Corporativos de Green Valley Panamá S.A. (en adelante, Green Valley, o el Emisor) y ratificar la calificación de BB+.pa a la Serie A, ambas por un monto en circulación conjunto estimado en US$5.0 millones y que serán emitidas en el marco de un Programa Rotativo de hasta US$25 millones. La perspectiva se mantiene en Estable.

Sustenta la decisión las principales características de la estructura que presentan las emisiones calificadas, debido a que pondera positivamente la existencia de un grupo de mejoradores y resguardos. Según lo indicado previamente, destaca el respaldo que otorgan las empresas propietarias y relacionadas al Emisor debido a que brindan fianzas solidarias. Cabe indicar que estas sociedades son propietarias de los terrenos en donde se viene desarrollando el Proyecto Green Valley y se estima que los valores de mercado de sus propiedades otorgan un colateral de hasta 68.4 veces el monto en circulación y 13.7 veces el monto de la totalidad del Programa de Bonos. Adicionalmente, fue considerado en el análisis la futura constitución de un Fideicomiso que garantizará la emisión en caso de algún potencial incumplimiento, al cual se le cederán los siguientes bienes y derechos: i) un grupo de propiedades, cuyo valor de mercado debe representar – como mínimo - el 140% del saldo en circulación de los bonos; ii) los derechos de flujos dimanantes de contratos de promesa de venta de fincas, los cuales en todo momento deben cubrir el 100% del saldo pendiente de pago a los bonistas. En ambos casos, Green Valley estima cumplir de forma suficiente los resguardos a los cuales se está comprometiendo.

Por otro lado, el nivel de avance que presenta el Proyecto mitiga el riesgo de construcción y habilitación que presentarán los bonistas. Green Valley estima que al 31 de marzo de 2018 ha incurrido en costos para el desarrollo del proyecto próximos a US$53.8 millones, que representa 65.9% del presupuesto total (US$81.7 millones). Adicionalmente, destacan las principales fortalezas que presenta el proyecto: (i) ubicación estratégica por el potencial de crecimiento de la población, (ii) vías de acceso, (iii) un concepto innovador para un público objetivo de ingresos medios-altos, (iv) contar con los permisos y licencias respectivas, entre otros.

No menos importante, la calificación recoge la perspectiva hacia el futuro que tiene la Compañía debido a que ya empezó la entrega de los primeros lotes vinculados a la Etapa I del Proyecto y uno de los colegios más exclusivos de Panamá ya inició la construcción de su nueva sede en la zona del Proyecto. A medida que en los siguientes trimestres se materialice un importante flujo de transferencia de propiedades, se espera reconocer mayores ingresos y consecuentemente registrar una utilidad neta superavitaria en el presente ejercicio; y un beneficio acumulado al final de la entrega de todos los lotes de US$300.7 millones en el ejercicio 2024.

Por último, aporta de forma positiva la experiencia anterior que tienen los accionistas, Directorio y gerencia en el desarrollo de diversos proyectos de infraestructura.

A pesar de lo indicado en párrafos previos, existen consideraciones que restringen poder otorgar a las Series A y B una mayor calificación, dentro de los cuales destaca que el pago de servicio de deuda proviene de los recursos generales del Emisor y no se tiene una estructura que garantice la efectiva canalización de los fondos debido a que los flujos dimanantes únicamente se activan en caso de alguna declaración de vencimiento anticipado. Suma a lo señalado, que la estructura no contempla ninguna cuenta de reserva que potencialmente mitigue cualquier desfase en la entrega futura de las etapas del proyecto y el servicio de deuda de los bonos.

De igual forma, el rating otorgado ponderó el actual desempeño financiero del negocio. Al 31 de marzo de 2018, los ingresos por concepto de ventas del emisor se mantienen en niveles reducidos debido a que la norma contable de reconocimiento de ingresos exige la transferencia del bien al comprador final. Lo señalado, a su vez ha propiciado que el EBITDA anualizado del negocio sea negativo y consecuentemente las coberturas del servicio de deuda sean ajustadas, situación que se mantendrá por lo menos en los siguientes trimestres y se espera revierta en el corto plazo en la medida que aumente el nivel de entrega de lotes y pueda reestructurarse la deuda mediante la emisión de los bonos.

No menos importante, se tomó en consideración el limitado respaldo patrimonial que tiene el Emisor. Al cierre del ejercicio 2017, Green Valley realizó una Junta Directiva que permitió – a criterio de su auditor contable – reclasificar un saldo acreedor a favor de sus accionistas del pasivo de largo plazo al patrimonio debido a que no se tiene intención de retirar estos saldos; sin embargo, esta deuda no ha sido efectivamente capitalizada. Si bien existe una mejora respecto a la evaluación previa, los niveles de apalancamiento contable y financiero todavía son elevados.

Como hechos relevantes del ejercicio 2017 y el primer trimestre de 2018, es importante destacar que el 28 de abril de 2017, el Regulador a través de la Resolución No. SMV-220-17 aprobó la inscripción del Programa de Bonos Rotativos de Green Valley por un importe máximo de US$25.0 millones. Por otro lado, cabe indicar que el 11 de noviembre de 2017 se procedió a liberar la garantía hipotecaria que existía sobre el inmueble ubicado en el Folio Real número 30124779, con Código de Ubicación número 8713, inscrita en la Sección de la Propiedad, Provincia de Panamá; por lo cual dicho bien ya se encuentra disponible para ser transferido al Fideicomiso de Garantía.

Por motivos no imputables a Green Valley, no pudo realizarse la colocación de los bonos en el primer trimestre de 2018; esto último propició ligeros descalces en determinadas obligaciones bancarias que ya han sido subsanadas; además del aplazamiento de determinados pagos durante el primer semestre para brindar mayor holgura al servicio del primer semestre de 2018. El Emisor estima colocar las series A y B – que son calificadas en el presente informe – en el tercer trimestre del presente ejercicio.

Green Valley tiene como principal reto el lograr los niveles de venta proyectados en un entorno cada vez más competitivo y que presenta un menor dinamismo respecto a periodos previos. En línea con ello, el fortalecimiento de su área comercial y el despliegue de nuevas estrategias será relevante para cumplir con los objetivos trazados. Adicionalmente, es importante su gestión activa para evitar algún retraso relevante en la transferencia de las propiedades a los compradores finales de los lotes. Asimismo, es importante que continúen las mejoras en las prácticas de Gobierno Corporativo.

Finalmente, Equilibrium seguirá el desempeño de los principales indicadores financieros y las proyecciones, además del cumplimiento de los resguardos y garantías a los cuales se ha comprometido Green Valley, de tal forma que la categoría asignada guarde relación con el nivel de riesgo de los instrumentos calificados.

Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento Potencial en la Calificación:

- Incorporación en la estructura de un fideicomiso de flujos que respalde el pago del servicio de deuda a los bonistas.
- Incorporación de una garantía suficiente, independiente y de rápida realización.
- Disminución progresiva en el nivel de deuda del emisor y simultáneamente el fortalecimiento del patrimonio.
- Mejora sostenible en la generación del Emisor.
- Incremento de las coberturas de gastos financieros y servicio de deuda (FCO y EBITDA).
- Mayor estabilidad en los indicadores de rentabilidad de la Compañía.
- Mayor diversificación del portafolio de inversiones, en número de proyectos y por ubicación geográfica.

Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución Potencial en la Calificación:

- Disminución significativa en los flujos operativos del Emisor.
- Aumento significativo en los niveles de deuda y compromisos de repago del Emisor que agreguen presión sobre la cobertura del gasto de intereses y sobre las amortizaciones programadas de los instrumentos de deuda.
- Pérdida en el valor de mercado de las propiedades cedidas al Fideicomiso.
- Incumplimiento de alguno de los resguardos y/o compromisos por parte del Emisor.
- Ajuste en los términos y condiciones de los bonos que termine afectando el respaldo de la estructura.

Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE BONOS

Antecedentes

Green Valley Panamá S.A. es una empresa dedicada a la habilitación y venta de un proyecto de desarrollo urbano de 200 hectáreas situado en el área de Panamá Norte. La Compañía fue constituida en 2007 bajo las leyes de la República de Panamá e inició su actividad en el 2012. Los propietarios de los lotes sobre los cuales se desarrolla el proyecto son empresas vinculadas, los cuales a través de un Acuerdo de Gestión han designado a la Compañía como Gestora del Proyecto.

En virtud de dicho acuerdo Green Valley se encuentra autorizada para llevar a cabo todas y cada una de las gestiones necesarias para la realización y desarrollo del proyecto, gestionar publicidad, marketing, solicitar y tramitar los diferentes permisos, emitir bonos, solicitar financiamiento e incluso contraer obligaciones para el Grupo.

Estructura de los Bonos

Los Bonos se emitirán bajo un programa rotativo en el cual el saldo insoluto a capital de los bonos emitidos y en circulación en un solo momento no podrá exceder de US$25.0 millones. A medida que el Emisor vaya reduciendo el saldo a capital de los bonos este podrá emitir y ofrecer nuevos bonos hasta por un valor nominal igual al monto indicado. Cabe indicar que el 28 de abril de 2017 la SMV promulgó la Resolución No. SMV-220-17 en donde se aprueba el registro respectivo del Programa. Green Valley estima realizar la captación de fondos en diversas series, ninguna de las cuales ha sido emitida a la fecha de emisión del presente informe.

Garantías del Programa

Cabe señalar que el Programa de Bonos contará con las siguientes garantías:

a) Crédito general del Emisor.
b) Fianzas solidarias otorgadas por Mirador de la Bahía, S.A., Rincón Natural, S.A., Entrada del Paraíso, S.A., Praderas del Lago, S.A., Green Valley MDM, S.A., Green Valley Sur, S.A. y Parque Tecnológico de Panamá, S.A. (en adelante y en su conjunto, "las Fiadoras"). Cabe precisar que estas sociedades son propietarias de los terrenos en los cuales se desarrolla actualmente el proyecto. Según la última tasación realizada por evaluadores independientes al 31 de octubre de 2016 el valor de mercado de estas propiedades se encuentra próximo a los US$341.9 millones.
c) Fideicomiso de Garantía administrado por Quijano Trust Corporation a título fiduciario. Los Bienes Fiduciarios que constituirán el patrimonio del Fideicomiso de Garantía son los indicados en la sección de Cesión de Activos y Derechos al Fideicomiso.

Cabe precisar que el respaldo del crédito general del emisor es acotado al momento de emisión del presente informe toda vez que el patrimonio individual del Emisor todavía acumula pérdidas contables de ejercicios previos. No obstante se ha fortalecido en parte producto de la reclasificación de acreencias.

Cesión de Activos y Derechos al Fideicomiso

A continuación, se detallan los activos y derechos que constituirán el Fideicomiso de Garantía, los mismos que a su vez serán cedidos por el Emisor:

a) La finca inscrita al Folio Real número 30124779, con Código de Ubicación número 8713, inscrita en la Sección de la Propiedad, Provincia de Panamá, del Registro Público, cuyas medidas, linderos y superficie constan en dicho Registro Público. La sociedad propietaria de esta finca es Green Valley MDM, S.A. Según la última tasación realizada el 2 de enero de 2018 el valor de mercado de esta propiedad es de US$13.1 millones.
b) La finca inscrita al Folio Real número 30160537 con Código de Ubicación número 8712, inscrita en la Sección de la Propiedad, Provincia de Panamá, del Registro Público, cuyas medidas, linderos y superficie constan en dicho Registro Público. La sociedad propietaria de esta finca es Praderas Del Lago, S.A. Según la última tasación realizada el 2 de enero de 2018 el valor de mercado de esta propiedad es de US$20.4 millones.
c) Cesión incondicional e irrevocable, a favor del Fiduciario, a título fiduciario y no a título personal, de los derechos económicos dimanantes[1] de determinados contratos de promesa de compraventa de propiedades inmobiliarias en las cuales se desarrollará el Proyecto, por la totalidad del saldo insoluto a capital de los Bonos, transferencia que se perfeccionará mediante notificación escrita del Emisor al Fiduciario, acompañada de copia del correspondiente contrato de promesa de compraventa y de los documentos de identificación del promitente comprador.

Resguardos Financieros (*Covenants*)

Los siguientes resguardos aplican a las garantías que forman parte de los activos y derechos contenidos en el Fideicomiso de Garantía:

- El valor de mercado de los bienes inmuebles cedidos a los Fideicomisos deberá representar en todo momento al menos 140% del saldo en circulación de los Bonos Corporativos emitidos. Dicho valor de mercado deberá ser validado por un evaluador independiente. A la fecha de emisión del presente informe se viene trabajando en obtener nuevas valorizaciones puesto que el Contrato de Fideicomiso establece que el avalúo debe haber sido realizado al menos en los 6 meses anteriores a la fecha de Constitución del Fideicomiso (el último disponible es del 2 de enero de 2018).

[1] Los bienes y derechos económicos dimanantes actúan en todo momento como una garantía que se activa únicamente en caso se registre algún evento de incumplimiento.

- Los flujos dimanantes cedidos deberán representar en todo momento por lo menos el 100% del saldo en circulación de los bonos.

Cuentas Administradas por el Fiduciario
A continuación, se presenta la descripción de las cuentas administradas por el Fiduciario, las cuales se abrirán en el Global Bank Inc.:

- ***Cuenta de Ingreso de la Emisión de Bonos:*** es en donde se depositan los fondos netos provenientes de la colocación del bono, con lo cual – según lo señalado en el Prospecto Informativo - se cancelará un contrato de préstamo y línea de crédito con la finalidad de liberar la carga que existe sobre una de las fincas que se traspasarán al Fiduciario del fideicomiso en garantía. Sin embargo, en fecha anterior a la colocación, el Emisor ya liberó este gravamen. Luego de ello – y siempre que el Fiduciario no haya sido notificado de algún evento de incumplimiento - los recursos serán utilizados para realizar los siguientes pagos en forma de cascada: (i) para pagar las comisiones del Agente de Pago y Registro y del Fiduciario además de cualquier otro gasto o comisión vinculado con la emisión; y (ii) para transferir cantidades que sean requeridas a la Cuenta de Pago del Proyecto, según instruya el Emisor al Fiduciario.

- ***Cuenta de Pago de Proyecto:*** Los fondos depositados en la Cuenta de Pago del Proyecto serán utilizados por el Emisor para el desarrollo del Proyecto. Para solicitar el desembolso de fondos depositados en la Cuenta de Pago del Proyecto, el Fideicomitente Emisor deberá presentar al Fiduciario una carta de instrucciones.

Salvo que se expida una Declaración de Vencimiento Anticipado, los fondos que se encuentren depositados en las Cuentas Fiduciarias, no serán destinadas para el pago del capital e intereses del bono; adicionalmente la estructura del programa no presenta una cuenta destinada al servicio de deuda. En línea con lo se indica en el Prospecto Informativo, el repago del capital y de los intereses para los tenedores de los bonos provendrá de los recursos generales del Emisor. Esta situación supone un factor adicional de riesgo debido a que la cascada de flujos no contempla una cuenta destinada al servicio de deuda, ni posee cuentas de reservas y/o contingencias.

Eventos de Incumplimiento
Se podrá solicitar el vencimiento anticipado de los Bonos si el Emisor no cumpliese con cualquiera de las siguientes obligaciones de hacer:

- Cumplir con el pago de capital e intereses de las obligaciones financieras presentes y futuras en las fechas establecidas de pago.
- Cumplir con las demás obligaciones establecidas en este Prospecto, los Bonos y demás documentos y contratos relacionados con la presente oferta.
- El pago de las Cuentas por Pagar a Accionistas estará subordinado al pago del capital y de los intereses causados y no pagados correspondientes a los Bonos.
- El pago de dividendos a accionistas es permisible una vez la totalidad del saldo insoluto a capital de los Bonos emitidos y en circulación haya sido pagado o redimido anticipadamente.

El Emisor podrá subsanar cualquiera de los eventos de incumplimiento dentro de los diez (10) días hábiles a partir de la fecha en que reciba la notificación de incumplimiento (el "período de cura"). Este período de cura no aplicará para el caso en que se decrete la quiebra del Emisor. Si el evento de incumplimiento no es subsanado dentro del período de cura, los Tenedores Registrados de los Bonos que representen por lo menos el veinticinco (25%) o más del valor nominal de los Bonos emitidos y en circulación tendrán derecho a declarar de plazo vencido, todas las obligaciones de pago a cargo del Emisor derivadas de los Bonos de la serie de que se trate.

Destino de los Recursos
El monto del Programa en su totalidad es de US$25.0 millones; sin embargo, Green Valley estima que neto percibirá un monto cercano a US$24.8 millones. Según la información contenida en el Prospecto, se emplearán US$2.0 millones para cancelar un préstamo puente con St. Georges Bank y la diferencia serán utilizada por el Emisor para el desarrollo del proyecto inmobiliario Green Valley.

Se estima que la Serie A y Serie B serán por US$2.5 millones respectivamente cada una, utilizando dichos recursos de la siguiente forma: US$2.0 millones para saldar la obligación bancaria indicada en el párrafo anterior, y US$3.0 millones para Southern Bridge Capital (SBC) que financió parcialmente el proyecto. Cabe destacar que la emisión permitirá incrementar el periodo de maduración de sus obligaciones financieras.

Entidades Participantes

El Emisor
Green Valley se encarga del desarrollo de un proyecto consiste en la creación de 964,559m² de suelo vendible para usos residenciales, comerciales y de servicios (ya sea, escuelas, hospitales, centros deportivos, entre otros) que generará un suelo urbanizado para aproximadamente 24,000 viviendas (equivalente a 97,000 personas). Green Valley es el encargado de adecuar el suelo, es decir, pavimentar las calles, instalar cableados eléctricos, instalación de agua potable, en general, tener a disposición lotes para la venta, siendo los compradores finales los responsables finales de la construcción siguiendo determinados parámetros. El proyecto se concibe como una Eco-ciudad, en la que el desarrollo urbano se integra con la naturaleza ofreciendo lotes de terreno urbanizados a promotores y constructores que deseen desarrollar sus proyectos residenciales, comerciales, institucionales o deportivos dentro de una Smart City. En el Anexo II se presenta un resumen del Proyecto.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial
El accionariado, Directorio y plana gerencial de Green Valley Panamá S.A. se presentan en el Anexo III. Cabe destacar que el principal beneficiario final de las sociedades es el Sr. Carlos Malo de Molina.

El Fiduciario

Quijano Trust Corporation actúa a título fiduciario en la gestión del Fideicomiso de Garantía que respalda la emisión de los bonos corporativos. Como tal, dicha empresa se encargará de gestionar los bienes cedidos por el Emisor, además de ejercer el debido monitoreo acerca del valor de los mismos, a fin de validar el cumplimiento de las cláusulas pertinentes.

El Fiduciario se encuentra regulado por la Superintendencia de Bancos de Panamá (SBP) bajo licencia fiduciaria No. 002-2006 del 9 de marzo de 2006. Adicionalmente, el 19 de diciembre de 2017 recibió acreditación por parte de la SBP para continuar operando. Se dedica exclusivamente al negocio fiduciario y no se tiene conocimiento que haya sido objeto de sanción en firme por parte del regulador. Se encuentra vinculado al Estudio Quijano & Asociados, fundado en 1959 y que actualmente tiene oficinas en Panamá, Suiza, las Islas Vírgenes Británicas, Seychelles y Belice.

ANÁLISIS DE RIESGO DE LA ESTRUCTURA Y DEL EMISOR

Los Bonos a ser emitidos por Green Valley pueden verse negativamente afectados por diversos factores de riesgo, los mismos que se encuentran igualmente listados en el Prospecto Informativo. En este sentido, a continuación, se brinda una breve reseña sobre los riesgos que en nuestra opinión actualmente merecen mayor atención[2]:

- ***Riesgo de Recursos para el desarrollo del Proyecto***: Los fondos recaudados producto de la emisión no cubren el monto total del Proyecto. Para desarrollar el mismo se utilizarán parte de los fondos que se obtengan de la compra-venta de los terrenos. Por lo cual es razonable asumir que la culminación del Proyecto y el repago de los bonos dependerá de la buena acogida que este reciba de los clientes.
- ***Riesgo de Ausencia de un Fondo de Amortización***: Los recursos para el pago de capital e intereses de la totalidad del Programa de Bonos provendrán de los recursos generales del Emisor. No existirá un Fondo de Amortización.
- ***Riesgo de Pago de Intereses y Capital del Programa de Bono***: Los flujos futuros del Emisor dependerán de la administración eficiente de sus cuentas por cobrar y de los canales de flujo de efectivo que financian sus operaciones. Una disminución en los ingresos proyectados y/o el deterioro de alguna cuenta por cobrar, podría afectar el desempeño del Emisor y el repago de los Bonos.
- ***Riesgo del valor de la Garantía***: Los bienes del Emisor que formarán parte del Fideicomiso de Garantía a favor de los Tenedores Registrados podrían sufrir una disminución en su valor de mercado y por consiguiente su valor de realización podría ser inferior al porcentaje requerido de cobertura; es decir, la Emisión podría no contar con garantías reales suficientes con las cuales hacer frente a una situación de impago del capital y/o intereses de los Bonos.
- ***Riesgo de Prelación:*** Si el Emisor se viera en la necesidad de obtener financiamiento distinto de la presente oferta de Bonos, la Emisión no tendrá prelación sobre las deudas que pudiera contraer el Emisor en el desarrollo del negocio dado que se encuentra en la facultar de brindar mayores garantías de las que tiene actualmente el instrumento calificado.
- ***Riesgo de Reducción Patrimonial:*** Los términos y condiciones de los Bonos no limitan la capacidad del Emisor de gravar sus bienes presentes y futuros, ni imponen restricciones para recomprar sus acciones o reducir su capital.
- ***Riesgo de Modificación de Términos y Condiciones***: El Emisor podrá modificar los términos y condiciones de cualesquiera de las series, en cualquier momento, con el voto favorable de los Tenedores Registrados de los Bonos que representen al menos el 51% del valor nominal de los Bonos emitidos y en circulación de la respectiva serie a modificar.
- ***Riesgo de Restricciones Financieras***: Los términos y condiciones de los Bonos contienen acuerdos y restricciones financieras que podrían limitar la flexibilidad financiera y operacional del Emisor. El incumplimiento por parte del Emisor de cualquiera de las Obligaciones, o de cualquier término y condición de los Bonos podría conllevar al vencimiento anticipado de las obligaciones del Emisor.
- ***Riesgo de Base de Clientes***: La capacidad de generar ingresos del Emisor depende de su habilidad de retener y aumentar su base de clientes o prominentes compradores.
- ***Riesgo de Competencia***: Existe la posibilidad de que en el mercado que compite el Emisor, se sature, lo cual podría afectar negativamente la rentabilidad de los negocios del Emisor y sus resultados operativos.
- ***Riesgo de Ausencia Temporal de Garantías:*** Los bonos contarán con garantía real para el pago de capital e intereses. El traspaso de los bienes inmuebles a favor del Fiduciario – a título fiduciario y no a título personal – deberá quedar debidamente inscrito en el Registro Público de Panamá en un período no mayor de noventa (90) días calendarios luego de la Fecha de Oferta de cada Serie respectiva. En la documentación empleada para la Inscripción del programa se señalaba que la finca inscrita al Folio Real número 30124779, con Código de Ubicación número 8713, garantizaba con primera hipoteca y anticresis un contrato de préstamo y línea de crédito otorgado por St. Georges Bank & Company, Inc. A la fecha de emisión del presente informe, Equilibrium ha recibido comunicación en donde se señala que dicho gravamen ya ha sido levantado. Adicionalmente, posterior a los 90 días que conlleva la constitución de las garantías, se requieren 90 días adicionales para que sean traspasados al Fideicomiso los derechos económicos dimanantes de los contratos de compraventa de las propiedades inmobiliarias en las cuales se desarrollarán el proyecto; es decir, que se requerirán de 180 días para el traspaso de todos los derechos económicos.

[2] El presente listado es referencial y no debe entenderse bajo ningún concepto que estos son los únicos riesgos que contemplan las emisiones calificadas.

- ***Riesgo General del Emisor***: El Emisor no cuenta con operaciones que pudiesen representar una fuente de repago adicional. Adicionalmente, el Emisor mantiene cierto grado de dependencia hacia los flujos que percibe de sus empresas afiliadas, es decir, sus fiadoras solidarias. No menos importante resulta que se ha identificado que el Emisor desde el ejercicio 2013 ha acumulado pérdidas explicadas en parte por la política contable de reconocimiento de ingresos. Adicionalmente, las fiadoras solidarias de uno o varios periodos reportan pérdidas contables.
- ***Riesgo de Proyecto:*** El repago de los intereses y el capital de esta Emisión depende en gran medida del éxito en el desarrollo de las obras de construcción del proyecto Green Valley y de la posibilidad de vender dichas fincas. En caso de no vender dichas fincas la capacidad de repago del Emisor se vería grandemente afectada y podría ocasionar algún incumplimiento.
- ***Riesgo de Proceso de Toma de decisiones***: El Emisor es una sociedad subsidiaria de siete (7) empresas; esto, hace que la toma de decisiones con respecto al Emisor no sea de fácil resolución.
- ***Riesgo de Responsabilidad Limitada***: El artículo 39 de la ley 32 de 1927 sobre Sociedades Anónimas de la República de Panamá establece que los accionistas sólo son responsables con los acreedores de la compañía hasta la cantidad que adeuden a cuenta de sus acciones.
- ***Riesgo de Alto nivel de Apalancamiento***: La política de reconocimiento de ingresos del Emisor, así como la ausencia de aportes de capital ha propiciado que el apalancamiento del negocio aumente y no se espera en el corto plazo que esta situación revierta.
- ***Riesgo de Cuentas por Cobrar a Clientes y Cuentas por Cobrar a Afiliadas:*** Una gestión ineficiente de las cuentas por cobrar podría ocasionar un aumento de las mismas, limitando la liquidez del Emisor y su capacidad para atender sus obligaciones. Es importante precisar que el negocio mantiene cuentas por cobrar a sus afiliadas, cuyos términos contratados podrían diferir a las que normalmente resultan de sus transacciones entre entidades independientes.
- ***Riesgo de Proyecto, cambio en el Plan Maestro y Licencias:*** El repago de los intereses y el capital de esta Emisión depende en gran medida del éxito en el desarrollo de las obras de construcción del proyecto *Green Valley*, adicionalmente, el Emisor no puede garantizar que el plan maestro no se desviará de lo esperado. Por último, las licencias y permisos otorgados al proyecto podrían ser revocados.
- ***Riesgo País***: Debido a que Green Valley y sus afiliadas y relacionadas desarrollan sus actividades en Panamá, la capacidad de pago de los intereses y del capital están ligados al comportamiento de la economía local, las políticas económicas, monetarias u otras políticas del Gobierno Panameño.
- ***Riesgo de Desastres Naturales, Caso Fortuito o Fuerza Mayor***: Un desastre natural podría tener un impacto severo sobre los activos físicos del Emisor o causar la interrupción de su capacidad de generar ingresos. Adicionalmente, no puede asegurar que el alcance de los daños sufridos debido a un desastre natural no excederá los límites de cobertura de sus pólizas de seguro.

ANÁLISIS FINANCIERO DE GREEN VALLEY PANAMÁ S.A., SUBSUDIARIAS Y AFILIADAS

Green Valley Panamá S.A. elabora sus Estados Financieros sobre la base de las IFRS (*International Financial Reporting Standards*). En el periodo 2014-2017 los Estados Financieros Consolidados fueron auditados por la Sociedad Auditora Avila y Asociados, S.A. (firma miembro de *PKF International*). El presente análisis corresponde a los Estados Financieros Consolidados; sin embargo, el Emisor de los bonos corporativos es Green Valley Panamá S.A., cuyos Estados Financieros Individuales se muestran al finalizar el presente informe. El presente análisis se basa en la idoneidad de los Estados Financieros y las proyecciones remitidas por el Emisor.

Activos y Liquidez

Al concluir el primer trimestre de 2018, los activos totalizaron US$96.5 millones, lo cual refleja un aumento respecto al 2017 debido al reconocimiento de Cuentas por Cobrar a Compañías afiliadas, subsidiarias y relacionadas. Es relevante indicar que, dado el giro del negocio, el activo se compone mayoritariamente de activos no corrientes (82.5% del total). En línea con lo anterior, las partidas más representativas son las siguientes: Costos de Desarrollo de Proyecto (43.1%), Cuentas por Cobrar a clientes, afiliadas, subsidiarias y relacionadas (26.9%) e Inventarios Inmobiliarios (11.6%).

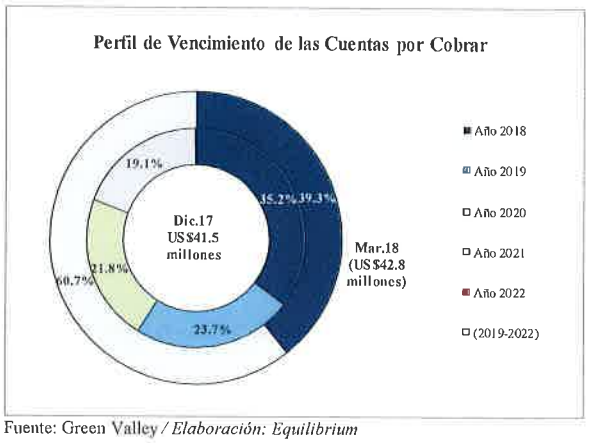
Los Costos de Desarrollo de Proyecto están asociados a todos aquellos que se han incurrido a fin de brindar a los lotes de infraestructura vial, sanitaria, energética, y demás sistemas de suministro. Al 31 de marzo de 2018 se encuentran vinculados en su mayoría al desarrollo de las primeras cinco fases y obras auxiliares, según se detalla en la siguiente tabla:

Fase / Fecha (Millones de US$)	Al 31/12/2016	Al 31/12/2017	Al 31/03/2018
Fase I	13.2	13.9	14.2
Fase II	13.7	16.0	16.2
Fase III	3.4	4.3	4.3
Fase IV	0.2	1.7	2.0
Fase V	3.4	6.3	6.4
Fase VI	-	0.02	0.02
Fase VII	-	0.00	0.00
Obras auxiliares	6.5	9.9	10.6
Costo de proyectos vendidos	-3.8	-10.7	-12.3
Total	**36.7**	**41.5**	**41.5**

Fuente: Green Valley / *Elaboración: Equilibrium*

Por su parte, las Cuentas por Cobrar reflejan contratos de promesa de venta asociados a más de 280 lotes. A fin de acotar el riesgo de contraparte, Green Valley realiza las siguientes acciones: (i) evalúa la capacidad de pago de sus clientes, (ii) solicita un importe de reserva en el rango del 10% a 15% como cuota inicial sobre el precio final de venta, (iii) realiza el seguimiento de la cobranza. Según lo manifestado por la gerencia de la Compañía la mayoría de sus clientes vienen honrando sus obligaciones de forma oportuna. Adicionalmente, el valor actual de mercado de estas

propiedades es superior al valor de venta inicial dado el avance del proyecto por lo cual el incentivo de impago es bajo. A continuación, se muestra el perfil de vencimiento de las Cuentas por Cobrar:

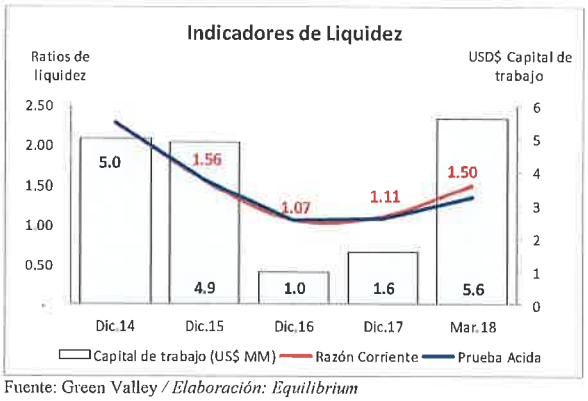


Fuente: Green Valley / *Elaboración: Equilibrium*

En relación a los activos inmobiliarios, estos no son propiedad directa de Green Valley Panamá S.A. y por lo tanto no figuran en los Estados Financieros individuales del Emisor, pero sí formarán parte de la estructura de las emisiones debido a que las empresas propietarias son fiadoras solidarias. El valor contable de estos activos es de US$11.2 millones a la fecha de corte de evaluación. El 31 de octubre de 2016 recibió avalúos por parte de tasadores independientes que estiman el valor de mercado de las propiedades en US$341.9 millones. Adicionalmente el 31 de diciembre de 2017 la Compañía realizó una inspección que estimó el valor de estos activos en US$447.2 millones.

La Compañía mantiene reducidos niveles de liquidez en cuentas de Efectivo y equivalentes a la fecha de corte, por lo cual la disponibilidad de fondos se soporta en los saldos a percibir por parte de sus Cuentas por Cobrar. Adicionalmente, a la fecha de corte Green Valley tiene líneas no utilizadas por US$4.5 millones para hacer frente a necesidades de recursos en las fases II, V y VII del Proyecto.

Al 31 de marzo de 2018, los indicadores de liquidez muestran un comportamiento positivo en relación a lo registrado al cierre de 2017. Los activos de corto plazo brindaron al pasivo corriente una cobertura de 1.50 veces (1.11 veces en diciembre de 2017); mientras que el capital de trabajo aumentó a US$5.6 millones (US$1.6 millones en diciembre de 2017) impulsado por las menores cuentas por pagar. En el siguiente gráfico se muestra el desempeño de los indicadores de liquidez:

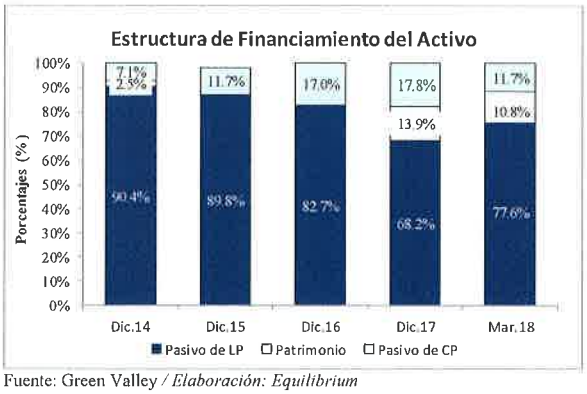


Fuente: Green Valley / *Elaboración: Equilibrium*

Estructura Financiera y Solvencia

Green Valley tiene como principal política de endeudamiento el mantener un calce entre el financiamiento de sus activos y el periodo de construcción y habilitación de su proyecto. Por su parte, el requerimiento de capital de trabajo para el desarrollo de sus operaciones se financia en el siguiente orden de jerarquía: i) saldos de efectivo mantenidos en caja, ii) adelanto recibido por clientes y iii) préstamos de corto y mediano plazo.

Al cierre del primer trimestre de 2018, el activo se ha respaldado principalmente a través de endeudamiento con terceros (89.2% del activo), seguido en menor proporción del patrimonio (10.8% del activo), según se presenta en el siguiente gráfico:



Fuente: Green Valley / *Elaboración: Equilibrium*

El pasivo totalizó US$86.1 millones, que evidencia un aumento de 25.6% respecto a lo reportado en diciembre de 2017 debido al reconocimiento de mayores Contratos de Promesa de Clientes.

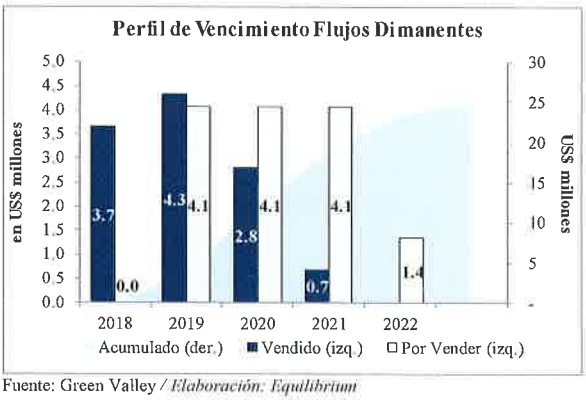
El endeudamiento financiero se ubicó en US$13.4 millones a la fecha de corte de evaluación (US$12.6 millones en diciembre de 2017) registrando una tendencia creciente producto de la adquisición de préstamos para continuar financiamiento el desarrollo del proyecto. Respecto a la composición del endeudamiento financiero, este se encuentra concentrado en préstamos bancarios y/o comerciales (99.9%), y en menor proporción de operaciones de leasing (0.1%). A continuación, se presenta el saldo deudor de las obligaciones financieras por Entidad acreedora:

Entidad	Saldo (US$ Miles)	Tipo
Banco Panameño de Vivienda	341	Bancario
Caja de Ahorros	7,398	Comercial
S.T. Georges Bank	2,163	Comercial
SBC - Latin	3,500	Comercial
Banistmo S.A.	13	Leasing
Banco Lafise Panamá	6	Leasing
Total	**13,421**	-

Fuente: Green Valley / *Elaboración: Equilibrium*

Diversas obligaciones financieras se encuentran sujetas al cumplimiento de resguardos, los cuales en opinión de la gerencia se vienen cumpliendo. Adicionalmente, debido a la demora en la emisión de bonos corporativos por motivos ajenos a la Compañía, se presentaron algunos desfases en el servicio de la deuda que han sido subsanados y simultáneamente se han logrado acuerdos para generar menor presión en el pago de acreencias financieras durante el primer semestre de 2018.

Respecto a las características de los instrumentos calificados, la serie A y serie B serán por US$2.5 millones cada una y se diferenciarán por el esquema de amortización que tendrán (para mayor detalle referirse al Anexo IV). Se ha realizado un análisis de sensibilidad respecto a la cobertura de los resguardos, destacando que, en el caso de los flujos dimanantes, Green Valley ha identificado 130 contratos de compra-venta, que en conjunto podrían otorgar una holgura de 2.3 veces el monto de las Series A y B. Sin embargo, puesto que su perfil de amortización está en el periodo 2018-2019 – como se presenta en el gráfico inferior –, se genera un riesgo de calce en relación al periodo de amortización de las emisiones y supondrá que el Emisor periódicamente tenga que reemplazar dichos derechos para mantener siempre la cobertura mínima de 1.0 vez.



Fuente: Green Valley / *Elaboración: Equilibrium*

Green Valley proyecta que el endeudamiento financiero del negocio aumentará a niveles cercanos a US$20.4 millones al cierre del ejercicio producto de préstamos por percibir para financiar la construcción de las nuevas etapas del Proyecto. No obstante, estima que la acumulación de flujos por cobrar en los siguientes dos ejercicios permitirá consistentemente ir disminuyendo el nivel de deuda. A fin de sostener la calificación otorgada es deseable cumplir con las condiciones siguientes: (i) que el perfil de maduración de este endeudamiento sea de mediano plazo, (ii) que no genere subordinación alguna a los bonos actualmente calificados y (iii) que tenga la característica de ser *pari-passu*.

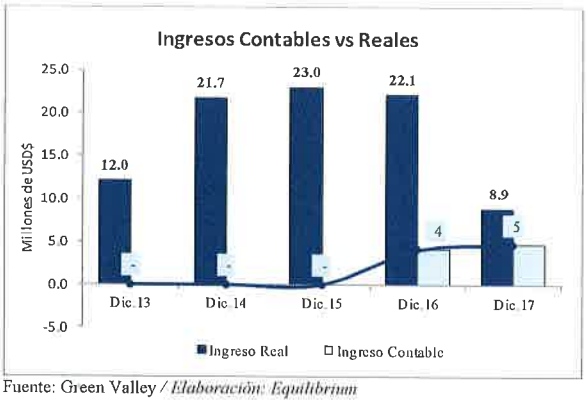
Debido a que la Compañía de forma consolidada todavía no reporta un EBITDA positivo, no es posible reportar un nivel apalancamiento financiero (medido como la relación entre la Deuda Financiera y el EBITDA) al 31 de marzo de 2018. A pesar de lo anterior, de cumplirse el EBITDA proyectado para el presente ejercicio, el apalancamiento podría ubicarse en niveles inferiores a 1.0 vez.

Al 31 de marzo de 2018, el patrimonio consolidado se ubicó en US$10.4 millones; registrando un incremento respecto a lo reportado en la evaluación previa debido a la decisión del auditor de reclasificar un saldo acreedor de los accionistas por US$10.9 millones del pasivo al patrimonio, ello en el marco de un acuerdo adoptado en la Junta Directiva del 28 de diciembre de 2017 en virtud del cual se establece que ningún accionista reclamará esos saldos. El saldo acreedor tiene como característica no tener fecha de vencimiento, no exigir pagos mensuales y no devengar intereses. A pesar de lo indicado, persiste un riesgo en la estructura del patrimonio puesto que dicha acreencia no ha sido efectivamente capitalizada y otorga un reducido respaldo patrimonial. La operación antes indicada ha posibilitado que el apalancamiento contable del negocio de forma consolidada se posicione en 8.3 veces, mientras que de forma individual en 8.8 veces; sin embargo, de excluir la acreencia el apalancamiento hubiera sido negativo debido a las pérdidas contables que se registran. La Compañía estima continuar fortaleciendo su patrimonio, en la medida que el reconocimiento de ingresos producto de la efectiva transferencia de las propiedades vendidas se realice en el presente ejercicio.

Un tema de especial consideración es que, si bien la Compañía ni sus empresas relacionadas tienen a la fecha de publicación del presente informe una Política de Reparto de Dividendos definida, la estructura de la emisión contiene una restricción a la distribución de dividendos durante la vigencia del instrumento en circulación por lo cual se estima que progresivamente se acumularán los resultados de la sociedad. Es importante que el Emisor mantenga los compromisos asumidos.

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Al 31 de marzo de 2018, los ingresos por ventas de lotes se ubicaron en US$2.4 millones, registrando un crecimiento de 15.7% en relación a lo obtenido en el mismo periodo del ejercicio anterior debido a la materialización de mayores entregas de lotes de la Etapa 1 del proyecto. Es relevante destacar que, si bien Green Valley y relacionadas se encuentran en etapa operativa desde el 2013, contablemente desde el ejercicio 2016 se inicia el reconocimiento de ingresos. Esto último se explica porque Green Valley reconoce como ingresos la venta de terrenos cuando las propiedades son transferidas al cliente mediante Escritura Pública e inscrita en el Registro Público. En el siguiente gráfico se presenta la evolución de la venta contable y real del negocio:



Fuente: Green Valley / *Elaboración: Equilibrium*

Por otro lado, el costo de ventas asociado al primer trimestre del presente ejercicio se ubicó en US$3.4 millones principalmente por el impacto de mayores costos de materiales, lo cual simultáneamente propició un resultado bruto negativo en US$1.0 millones. La Compañía proyecta que, a la par con el mayor reconocimiento de ingresos, en los siguientes periodos se obtendrán resultados y márgenes brutos positivos.

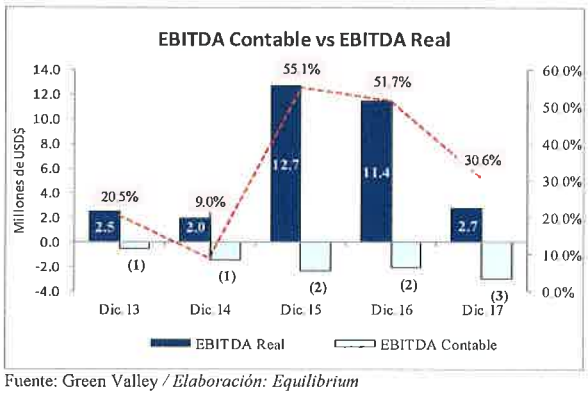
El resultado operativo se ubicó en -US$1.4 millones al cierre del primer trimestre. El mayor reconocimiento de costos ha venido siendo compensado por políticas más estrictas en control de gastos. Los indicadores de eficiencia han mejorado, es así que la proporción de los gastos de venta, generales y administrativos representan 16.5% de los ingresos totales (34.1% y 69.4% en marzo y diciembre de 2017, respectivamente). Green Valley estima continuar este desempeño en la medida que el reconocimiento de mayores ingresos permitirá diluir parcialmente su estructura de gastos.

La Compañía viene registrando ingresos complementarios en la partida de Otros Ingresos. En el ejercicio 2016, Green Valley MDM, Praderas del Lago y la Empresa de Transmisión Eléctrica S.A. (ETESA) firmaron un acuerdo de indemnización por US$4.3 millones con la finalidad que se constituya la servidumbre sobre un terreno para la instalación de torres de alta tensión; el cual fue percibido en enero de 2017. Adicionalmente, se han percibido ingresos extraordinarios debido a la venta de materiales y alquileres de maquinarias a contratistas por US$2.0 millones en el 2017 y US$0.7 millones al primer trimestre de 2018.

Los gastos financieros durante el primer trimestre del 2018 se ubicaron en US$17 mil (diciembre 2017:US$173 mil). Cabe indicar que parte de los gastos financieros se están activando y corresponden a intereses intercalares, por lo cual de incorporar esta situación el gasto financiero real hubiera sido de US$2.3 millones en el 2017 y cercano a US$0.6 millones al 31 de marzo de 2018.

Lo anterior, originó que la Compañía reporte una pérdida contable de US$0.05 y US$0.7 millones respectivamente en el 2017 y el primer trimestre de 2018, respectivamente. Esto último impulsó que tanto el margen neto como los indicadores de rentabilidad promedio del activo y el patrimonio anualizados (ROAA y ROAE, respectivamente) todavía sean negativos a la fecha de corte. Es importante indicar que – de no registrarse ningún evento extraordinario – producto de la transferencia programada de lotes, la Compañía estima poder obtener en el ejercicio 2018 una utilidad de US$18.8 millones, comportamiento continuaría en los siguientes ejercicios de tal manera que al finalizar la entrega de todos los lotes presupuestados el proyecto generaría una utilidad contable superior a los US$300.7 millones.

En lo que respecta a la generación, medido a través del indicador EBITDA anualizado, este se ubica próximo a -US$3.0 y -US$4.5 millones al cierre del ejercicio 2017 y marzo de 2018, respectivamente. Dado el giro de negocio de la Compañía, la partida de depreciación y amortización se ubica en niveles acotados. Adicionalmente, cabe señalar que, de no seguir el criterio contable actual de reconocimiento de ingresos, la generación del negocio se ubicaría próxima a US$2.7 millones al cierre del ejercicio 2017 (disminuyendo respecto al US$11.4 millones del ejercicio 2016 producto del menor dinamismo en las ventas por la situación de la industria). El margen EBITDA del negocio consolidado al 31 de marzo de 2018 se ubica en -89.2%; sin embargo, se estima que una vez la brecha existente entre el criterio contable y real empiece a disminuir se ubicará en niveles positivos y superiores al 50%.



Fuente: Green Valley / *Elaboración: Equilibrium*

El flujo de caja operativo anualizado (FCO) se ubicó en US$8.0 millones al cierre del 2017 y US$6.3 millones al concluir el primer trimestre de 2018, es preciso señalar que el 2017 registra el efecto extraordinario de la compensación percibida por ETESA, por lo cual, aun excluyendo este efecto, el flujo percibido por parte de los compradores de fincas mantendría una tendencia creciente. Esto último, se encuentra en línea con el avance de obra y la entrega de la primera etapa del proyecto.

La cobertura que brinda el FCO al servicio de deuda y a los gastos financieros se posicionó en 0.66 veces y 375.12 veces, respectivamente al cierre del primer trimestre de 2018. Asimismo, la cobertura que brinda el EBITDA tanto al gasto financiero como al servicio de deuda resulta insuficiente, situación que obedece al criterio contable de reconocimiento de ingresos. La emisión de las series calificadas permitirá reestructurar su deuda y consecuentemente generará menor presión a los indicadores que se mantienen en niveles deficitarios. Resulta relevante que la Compañía en las siguientes revisiones obtenga niveles de cobertura de por lo menos 1.0 vez.

GREEN VALLEY PANAMÁ, S.A. SUBSIDIARIAS Y AFILIADAS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (En miles de Dólares Americanos)	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18
Efectivo y equivalentes	160	77	169	14	63
Cuentas por cobrar clientes	8,670	13,559	15,590	15,378	15,233
Cuentas por cobrar otros	5	13	7	405	1,584
Gastos e impuestos pagados por adelantado	56	2	4	24	6
ACTIVOS CORRIENTES	**8,891**	**13,651**	**15,769**	**15,821**	**16,886**
Cuentas por cobrar clientes	16,020	18,012	17,932	6,887	3,342
Cuentas por cobrar compañías afiliadas, subsidarias y rel.	2,138	2,357	3,339	3,108	22,656
Depósitos de garantía			.3	4.4	4.4
Inventarios inmobiliarios	12,698	12,698	12,466	11,360	11,200
Costos en desarrollo de proyeto	14,734	27,305	36,725	41,600	41,542
Maquinario, mobiliario, equipos y mejoras - neto y otros	374	508	555	835	863
ACTIVOS NO CORRIENTES	**45,964**	**60,882**	**71,017**	**63,796**	**79,608**
TOTAL DE ACTIVOS	54,855	74,533	86,787	79,616	96,494
Porción corriente de préstamos por pagar a largo plazo	2,172	3,043	7,284	9,559	9,496
Obligación por arrendamiento financiero	7	34	37	30	19
Cuentas por pagar	957	4,697	5,761	3,198	604
Anticipos recibidos de clientes	160	175	854	738	479
Intereses de préstamos por pagar	339	385	537	175	319
Impuestos y retenciones por pagar	232	372	223	359	206
Gastos acumulados por pagar	13	33	82	153	133
PASIVOS CORRIENTES	**3,881**	**8,739**	**14,780**	**14,211**	**11,255**
Préstamos por pagar a largo plazo	6,000	6,676	6,370	3,017	3,906
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	24	66	28		
Cuentas por pgar compañías afiliadas, subsidarias y rel.	29	4	2		2,533
Contratos promesa de clientes	33,704	50,017	54,307	51,109	68,244
Saldo acreedor de accionistas	9,824	10,184	11,037	128	122
Acumulación de prestaciones laborales	8	15	28	58	38
PASIVOS NO CORRIENTES	**49,589**	**66,961**	**71,773**	**54,312**	**74,843**
TOTAL DE PASIVOS	53,470	75,700	86,553	68,523	86,098
Capital en acciones	3,670	3,670	3,680	3,680	3,670
Utilidad (déficit) del periodo	(1,470)	(2,553)	1,392	(50)	(688)
Utilidades (Déficit) acumulado de periodos anteriores	(816)	(2,285)	(4,838)	(3,445)	(3,494)
Saldo acreedor de accionistas				10,908	10,908
TOTAL PATRIMONIO	1,385	(1,168)	234	11,093	10,397
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	54,855	74,533	86,787	79,616	96,494

ESTADO DE RESULTADOS (En Miles de Dólares Americanos)	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18
Ingresos Operativos			**4,077**	**4,671**	**2,431**
Costo de Venta			**(4,180)**	**(4,539)**	**(3,436)**
UTILIDAD BRUTA			**(104)**	**132**	**(1,005)**
Gastos de ventas, generales y administrativos	**(1,426)**	**(2,286)**	**(2,188)**	**(3,244)**	**(402)**
Salarios y otros gastos de personal	(362)	(464)	(352)	(396)	(87)
Alquileres	(55)	(98)	(75)	(85)	(35)
Honorarios profesionales	(189)	(496)	(275)	(376)	(34)
Depreciación y Amortización	(36)	(98)	(62)	(89)	(26)
Otros gastos	(785)	(1,131)	(1,424)	(2,298)	(220)
UTILIDAD OPERATIVA	**(1,426)**	**(2,286)**	**(2,291)**	**(3,112)**	**(1,407)**
Otros ingresos		1	4,287	3,742	736
Ingresos por intereses	.04	.2	.1	.0	.0
Gastos financieros	(43)	(242)	(430)	(173)	(17)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	**(1,470)**	**(2,527)**	**1,566**	**457**	**(688)**
Impuesto sobre la renta, neto		26	174	507	
UTILIDAD NETA	(1,470)	(2,553)	1,392	(50)	(688)

GREEN VALLEY PANAMÁ, S.A. SUBSIDIARIAS Y AFILIADAS

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18
SOLVENCIA					
Pasivos / Patrimonio (veces)	38.6	-64.8	369.9	6.2	8.3
Deuda financiera / Pasivo	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
Deuda financiera / Patrimonio	5.9	-8.4	58.6	1.1	1.3
Pasivo / Activo	97.5%	101.6%	99.7%	86.1%	89.2%
Pasivo corriente / Pasivo total	7.3%	11.5%	17.1%	20.7%	13.1%
Pasivo No Corriente / Pasivo total	92.7%	88.5%	82.9%	79.3%	86.9%
Deuda Financiera / EBITDA (veces)	-5.6	-4.1	-6.4	-4.2	-3.0
LIQUIDEZ					
Liquidez Coriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	2.29	1.56	1.07	1.11	1.50
Liquidez ácida	2.28	1.56	1.07	1.08	1.36
Liquidez Absoluta (Efectivo/Pasivo Cte.)	4.1%	0.9%	1.1%	0.1%	0.6%
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	5,010	4,912	989	1,610	5,631
GESTIÓN					
Gastos operativos / Ingresos	-	-	53.7%	69.4%	16.5%
Gastos financieros / Ingresos	-	-	10.6%	3.7%	0.7%
Días promedio de Cuentas por Cobrar	-	-	3,126	978	1,390
Días promedio de Cuentas por Pagar	-	-	450	254	100
Días promedio de Inventarios	-	-	1,084	901	298
Ciclo de Conversión de Efectivo	-	-	3,759	1,625	1,587
RENTABILIDAD					
Utilidad Bruta	-	-	-102.5%	-97.2%	-141.3%
Utilidad Operativa	-	-	-56.2%	-66.6%	-57.9%
Utilidad Neta	-	-	34.1%	-1.1%	-28.3%
ROAA	-3.6%	-3.9%	1.7%	-0.1%	-0.8%
ROAE	-69.3%	-2348.8%	-298.1%	-0.9%	-6.4%
GENERACIÓN					
FCO	-16,843	-5,323	1,410	8,067	1,571
FCO anualizado*	-16,843	-5,323	1,410	8,067	6,282
EBITDA	-1,462	-2,384	-2,138	-3,023	-1,381
EBITDA anualizado*	-1,462	-2,384	-2,138	-3,023	-4,459
Margen EBITDA	-	-	-52%	-65%	-89%
COBERTURAS					
EBITDA / Gastos financieros	-33.80	-9.84	-4.97	-17.48	-266.24
EBITDA / Servicio de deuda	-0.66	-0.72	-0.28	-0.31	-0.47
FCO / Gastos financieros	-389.35	-21.97	3.28	46.65	375.12
FCO / Servicio de deuda	-7.58	-1.60	0.18	0.83	0.66

* En el caso del FCO a Mar.18 se ha multiplicado por 4 veces el resultado del periodo.

GREEN VALLEY PANAMÁ, S.A.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (En miles de Dólares Americanos)	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18
Efectivo y equivalentes	160	77	166	12	63
Cuentas por cobrar clientes	8,670	13,559	11,539	15,378	15,233
Cuentas por cobrar otros	5	13	7	405	1,584
Gastos e impuestos pagados por adelantado	56	2	4	8	6
ACTIVOS CORRIENTES	**8,891**	**13,651**	**11,716**	**15,802**	**16,886**
Inversiones		10	20	20	20
Cuentas por cobrar clientes	16,020	18,012	17,932	6,887	3,342
Cuenta por cobrar subsidiaria		8,833	19,970	19,980	19,500
Cuenta por cobrar afiliada	13,703	12,420	19,354	9,904	10,440
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	2,138	2,357	3,329	3,098	3,156
Depósitos de garantía			.3	4.4	4.4
Inventarios inmobiliarios					
Costos en desarrollo de proyeto	14,734	27,305	32,169	41,512	41,542
Maquinario, mobiliario, equipos y mejoras - neto	374	508	546	828	843
ACTIVOS NO CORRIENTES	**46,968**	**69,446**	**93,320**	**82,234**	**78,848**
TOTAL DE ACTIVOS	**55,860**	**83,097**	**105,035**	**98,036**	**95,734**
Porción corriente de préstamos por pagar a largo plazo	2,172	3,043	7,284	9,345	9,496
Obligación por arrendamiento financiero	7	34	37	30	19
Cuentas por pagar	957	4,697	4,797	1,432	604
Anticipos recibidos de clientes	160	175	854	321	479
Intereses de préstamos por pagar	339	385	537	175	319
Impuestos y retenciones por pagar	121	224	30	181	141
Gastos acumulados por pagar	13	33	57	104	133
PASIVOS CORRIENTES	**3,770**	**8,591**	**13,597**	**11,587**	**11,190**
Préstamos por pagar a largo plazo	6,000	6,676	6,370	3,017	3,906
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	24	66	28		
Cuentas por pagar a afiliadas			71	175	199
Cuentas por pagar a subsidiarias		10	976	1,983	1,983
Cuentas por pagar compañías relacionadas	29	4	2	329	350
Contratos promesa de clientes	33,704	58,849	74,286	71,088	68,244
Saldo acreedor de accionistas	13,358	10,059	10,908		
Acumulación de prestaciones laborales	8	15	21	34	38
PASIVOS NO CORRIENTES	**53,123**	**75,679**	**92,664**	**76,625**	**74,721**
TOTAL DE PASIVOS	**56,893**	**84,271**	**106,261**	**88,213**	**85,911**
Capital en acciones	10	10	10	10	10
Utilidad (déficit) del periodo		(140)	(52)	140	
Utilidades (Déficit) acumulado de periodos anteriores	(1,044)	(1,044)	(1,184)	(1,236)	(1,095)
Saldo acreedor de accionistas				10,908	10,908
TOTAL PATRIMONIO	**(1,034)**	**(1,174)**	**(1,226)**	**9,823**	**9,823**
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	**55,860**	**83,097**	**105,035**	**98,036**	**95,734**

ESTADO DE RESULTADOS (En Miles de Dólares Americanos)	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18
Ingresos Operativos	**915**	**2,197**	**2,119**	**2,883**	**1,215**
Costos de Venta				**(1,802)**	**(1,594)**
UTILIDAD BRUTA	**915**	**2,197**	**2,119**	**1,081**	**(379)**
Gastos de ventas, generales y administrativos	**(1,361)**	**(2,070)**	**(1,950)**	**(2,779)**	**(340)**
Salarios y otros gastos de personal	(362)	(464)	(352)	(396)	(87)
Alquileres	(55)	(98)	(75)	(85)	(35)
Honorarios profesionales	(189)	(496)	(275)	(375)	(34)
Depreciación y Amortización	(36)	(98)	(62)	(89)	(26)
Otros gastos	(719)	(915)	(1,187)	(1,833)	(158)
UTILIDAD OPERATIVA	**(446)**	**127**	**169**	**(1,698)**	**(719)**
Otros ingresos		1	237	1,971	736
Ingresos por intereses		.2	.1	97.9	.0
Gastos financieros		(242)	(430)	(173)	(17)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	**(446)**	**(114)**	**(24)**	**198**	
Impuesto sobre la renta, neto		(26)	(28)	(58)	
UTILIDAD NETA	**(446)**	**(140)**	**(52)**	**140**	

GREEN VALLEY PANAMÁ, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18
SOLVENCIA					
Pasivos / Patrimonio (veces)	(55.04)	(71.81)	(86.70)	8.98	8.75
Deuda financiera / Pasivo	0.14	0.12	0.13	0.14	0.16
Deuda financiera / Patrimonio	-7.94	-8.37	-11.19	1.26	1.37
Pasivo / Activo	101.9%	101.4%	101.2%	90.0%	89.7%
Pasivo corriente / Pasivo total	6.6%	10.2%	12.8%	13.1%	13.0%
Pasivo No Corriente / Pasivo total	93.4%	89.8%	87.2%	86.9%	87.0%
Deuda Financiera / EBITDA (veces)	-17.03	340.88	42.70	-8.42	-6.69
LIQUIDEZ					
Liquidez Coriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	2.36	1.59	0.86	1.36	1.51
Liquidez ácida	2.34	1.59	0.86	1.33	1.37
Liquidez Absoluta (Efectivo/Pasivo Cte.)	0.04	0.01	0.01	0.00	0.01
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	5,121	5,060	(1,881)	4,215	5,696
GESTIÓN					
Gastos operativos / Ingresos	1.49	0.94	0.92	0.96	0.28
Gastos financieros / Ingresos	-	0.11	0.20	0.06	0.01
Días promedio de Cuentas por Cobrar	5,278	3,517	5,668	1,584	1,744
Días promedio de Cuentas por Pagar	-	-	-	-	-
Días promedio de Inventarios	-	-	-	-	-
Ciclo de Conversión de Efectivo	5,278	3,517	5,668	1,584	1,744
RENTABILIDAD					
Utilidad Bruta	0.0%	0.0%	0.0%	-62.5%	-131.2%
Utilidad Operativa	-48.8%	5.8%	8.0%	-58.9%	-59.2%
Utilidad Neta	-48.8%	-6.4%	-2.5%	4.9%	0.0%
ROAA	-1.1%	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.1%
ROAE	55.1%	12.7%	8.5%	3.3%	1.4%
GENERACIÓN					
FCO	-15,840	-2,946	2,973	3,116	2,264
FCO anualizado*	-15,840	-2,946	2,973	3,116	9,056
EBITDA	-482	29	321	-1,472	-648
EBITDA anualizado*	-482	29	321	-1,472	-2,007
Margen EBITDA	-53%	1%	15%	-51%	-55%
COBERTURAS					
EBITDA / Gastos financieros	-	0.12	0.75	-8.51	-11.82
EBITDA / Servicio de deuda	-0.22	0.01	0.04	-0.15	-0.21
FCO / Gastos financieros	-	-12.16	6.91	18.02	53.35
FCO / Servicio de deuda	-7.27	-0.89	0.38	0.33	0.94

* En el caso del FCO a Mar.18 se ha multiplicado por 4 veces el resultado del periodo.

ANEXO I

HISTORIA DE CALIFICACIÓN – GREEN VALLEY PANAMÁ S.A.

Instrumento	Calificación Anterior (Al 30.06.17) *	Calificación Actual	Definición de Categoría Actual
Serie A del Primer Programa de Bonos Corporativos del Programa Rotativo.	*(nueva)* BB+.pa	BB+.pa	Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas, pudiendo incurrir en incumplimientos.
Serie B del Primer Programa de Bonos Corporativos del Programa Rotativo.	-	*(nueva)* BB+.pa	Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas, pudiendo incurrir en incumplimientos.

**Informe Publicado el 2 de febrero de 2018.*

ANEXO II

PROYECTO GREEN VALLEY – GREEN VALLEY PANAMÁ S.A.

Desarrollo Urbanistico - Macrolotes

Nº de lotes por tipo de zonificación	Uso de Suelo	M² Vendible
259	R3 Residencial de Baja Densidad	154,292
2	RM Residencial de Media Densidad	6,801
69	RM3 Residencial de Alta Densidad	459,177
Total Residencial		620,270
6	RM3- C2 Mixto Residencial Comercial de Alta densida	50,828
3	C2 Comercial de Alta Intensidad	118,689
2	C2 (Uso recreativo)	38,937
20	C1 Comercial de Baja Densidad	65,925
Total Comercial		274,379
5	SIU2 Servicio Institucional Urbano	69,910
Total Institucional		69,910
Total de Área Útil		964,559

ANEXO III

ACCIONISTAS, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL – GREEN VALLEY PANAMÁ S.A.

Accionistas al 31.03.2018

Accionistas	Participación
Green Valley MDM S.A.	30.1%
Praderas del Lago S.A.	23.7%
Mirador de la Bahía S.A.	21.0%
Entrada al Paraíso S.A.	12.9%
Rincón Natural S.A.	6.8%
Parque Tecnológico S.A.	4.2%
Green Valley Sur S.A.	1.3%
Total	**100%**

Fuente: Green Valley Panamá S.A. / *Elaboración: Equilibrium*

Directorio al 31.03.2018

Directorio	
Eduardo Enrique Chang	Presidente
Damaris Elida Jaramillo Valdes	Secretario
Carlos Malo de Molina	Tesorero

Fuente: Green Valley Panamá S.A. / *Elaboración: Equilibrium*

Plana Gerencial al 31.03.2018

Nombre	Cargo
Carlos Malo de Molina	Gerente General
Carola Malo de Molina	Subgerente General
Guillermo Malo de Molina	Gerente del Departamento Técnico
Daniel Sistiaga	Gerente de Marketing y Publicidad
Elizabeth Gragirena	Gerente del Departamento Comercial
Carmelo Castro	Gerente del Departamento de Administración
Yaxys Cires	Gerente del Departamento Legal

Fuente: Green Valley Panamá S.A. / *Elaboración: Equilibrium*

ANEXO IV

DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS – GREEN VALLEY PANAMÁ S.A.

Programa Rotativo de Bonos Corporativos

El 28 de abril de 2017, el Regulador a través de la Resolución No. SMV-220-17 aprobó la inscripción del Programa de Bonos Rotativos de Green Valley por un importe máximo de US$25.0 millones. El emisor estima que en el tercer trimestre de 2018 se realizará la emisión de la Serie A y B, las cuales son calificada en el presente informe, por el importe en conjunto de US$5.0 millones.

Las principales características de las Series calificadas se detallan a continuación:

	Serie A y Serie B
Emisor:	Green Valley Panamá S.A.
Monto Máximo del Programa:	US$25.0 millones
Monto Máximo de las Series:	US$5.0 millones en conjunto (se estima que serán de U$2.5 millones cada una)
Monto en circulación:	A la fecha de publicación todavía no se realiza la emisión
Plazo:	4 años
Tasa:	Serie A: Libor 3 meses + 525 puntos básicos con un mínimo de 7.25% Serie B: Libor 3 meses + 550 puntos básicos con un mínimo de 7.50%
Fecha Estimada de Colocación:	Tercer trimestre de 2018
Amortización:	Serie A: 100% al vencimiento (*bullet*) Serie B: Trimestral, *Amortización 18 meses posteriores al desembolso*
Garantías:	Fideicomiso de Activos y Fianza Solidaria de empresas relacionadas.
Resguardos	*Aplicables al Fideicomiso de Activos* 1. Mantener una cobertura de activos superior a 140%. 2. Cobertura de flujos dimanantes superior a 100%.
Fiduciario de las Garantías:	Quijano Trust Corporation
Agente de Pago y Registro:	Global Bank Corp.
Puesto de Bolsa y Casa de Valores:	Global Valores S.A.
Asesor Financiero y Estructurador:	Insignia Financial Advisors
Central de Custodia de Valores;	Central Latinoamericana de Valores (Latinclear)
Listado de Valores:	Bolsa de Valores de Panamá S.A.
Registro:	Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)

© 2018 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ("EQUILIBRIUM") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS "PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CALIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada "TAL CUAL" sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.
EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIABILIDAD O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.