



Panamá, 2 de febrero 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 no auditada al 30 de junio de 2017, el Comité de Calificación de Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A. decidió asignar la calificación BB+.pa a la Serie A de Bonos Corporativos pertenecientes al Programa Rotativo de hasta US\$25 millones emitido por Green Valley Panamá, S.A. La perspectiva es *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
Bonos Corporativos del Programa Rotativo hasta por US\$25.0 millones (Serie A)	(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.
<i>Perspectiva</i>	<i>Estable</i>	

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: 2 Feb 2018



GREEN VALLEY PANAMÁ S.A.

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación

Sesión de Comité: 02 de febrero de 2018

Contacto:
(507) 214 3790

Fernando Arroyo
Lead Analyst
farroyo@equilibrium.com.pa

Jaime Tarazona
Analista Asociado
jtazona@equilibrium.com.pa

*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. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) donde se puede consultar adicionalmente 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 2013, 2014, 2015 y 2016, así como Estados Financieros No Auditados al 30 de junio de 2017 de Green Valley Panamá S.A. y de Green Valley Panamá S.A. y Relacionadas; así como la documentación respectiva sobre el Programa Rotativo de Bonos hasta por US\$25 millones. 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 de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió asignar la categoría BB+.pa a la Serie A de Bonos Corporativos de Green Valley Panamá S.A. (en adelante, Green Valley, o el Emisor), la misma que se encuentra contemplada dentro de un Programa Rotativo de hasta US\$25 millones. La perspectiva es Estable.

La decisión se encuentra sustentada en las principales características de la estructura que contempla la presente emisión, toda vez que se ha ponderado favorablemente la existencia de un conjunto de mejoradores y resguardos. En línea con lo anterior, destaca el respaldo otorgado a través de fianzas solidarias por parte de empresas relacionadas, las cuales son propietarias de los terrenos en los cuales actualmente se viene desarrollando el Proyecto Green Valley. Cabe destacar que se estima que el valor de mercado de estas propiedades brinda un colateral de hasta 68.4 veces el monto en circulación de la Serie A y 13.7 veces el monto total del Programa de Bonos. Adicionalmente, se tomó en consideración la futura constitución de un Fideicomiso al cual se le cederán los siguientes bienes y derechos: i) un grupo de propiedades, cuyo valor de mercado debe representar - por lo menos - 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 el Emisor ha remitido proyecciones que estiman que cumplirá de forma suficiente los resguardos a los cuales se está comprometiendo.

Instrumento

Bonos Corporativos

Perspectiva

Calificación*

(nueva)
BB+.pa

Estable

De igual manera, se consideró positivo el nivel de avance actual del Proyecto lo cual mitiga en parte el riesgo inherente de construcción y habilitación al cual estarán expuestos los bonistas. Green Valley estima que al 30 de junio de 2017 se ha incurrido en costos para el desarrollo de proyecto cercanos a US\$48.7 millones, los cuales representan el 59.7% del presupuesto total (US\$81.7 millones). No menos relevante, resultan las principales fortalezas del proyecto: (i) una ubicación estratégica dado el potencial de crecimiento, (ii) que cuenta con vías de acceso, (iii) y que desarrolla un concepto innovador para un público objetivo, (iv) además de contar con los permisos y licencias respectivas, entre otros.

Por otro lado, se tomó en consideración la perspectiva futura del negocio debido a que ya inició la entrega de los primeros lotes vinculados a la Etapa I del Proyecto. En la medida que continúe efectuándose la transferencia de las propiedades a los compradores finales, se estima que se podrán reconocer mayores ingresos y obtener una utilidad neta proyectada en el ejercicio 2018 de US\$10.4 millones, y un beneficio de más de US\$305.3 millones al ejercicio 2023.

Asimismo, aporta favorablemente la experiencia previa que tienen los Accionistas, Directorio y Gerencia en el desarrollo de otros proyectos de infraestructura.

No obstante lo señalado anteriormente, existen algunos elementos que restringen poder otorgar a la Serie A 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 cuenta con una estructura que garantice la efectiva canalización de los recursos dado

que los flujos dimanantes únicamente se activan en caso de alguna declaración de vencimiento anticipado. Adicionalmente, la estructura tampoco contempla ninguna cuenta de reserva que potencialmente mitigue cualquier desfase en la entrega futura de las etapas del proyecto y consecuentemente el servicio de deuda.

De igual manera, se ponderó como un factor que limita el rating el actual desempeño financiero del negocio. A la fecha de corte de la evaluación los ingresos por concepto de ventas del emisor son todavía acotados debido a que la política contable de reconocimiento de ingresos exige la transferencia del bien al comprador final. Lo anterior, a su vez ha originado 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 hasta concluir el presente ejercicio y se espera revierta en el corto plazo.

Por otro lado, se tomó en consideración el limitado respaldo patrimonial que tiene el Emisor. El patrimonio de Green Valley de forma individual es negativo y su capital social es reducido, a pesar de la potencial existencia de cuentas por pagar accionistas que podrían ser capitalizadas en el futuro. En línea con lo anterior, los niveles actuales de apalancamiento contable y financiero que registra el negocio son elevados, los cuales no son viables de mantener en un perfil de mediano plazo.

Como hechos relevantes del periodo, 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. El Emisor estima que en los siguientes meses se realizará la primera emisión de la Serie A, la cual es calificada en el presente informe, por el importe de US\$5.0 millones. Adicionalmente, es relevante señalar 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 listo para ser transferido al Fideicomiso de Garantía.

Green Valley tiene mantiene como principal reto adoptar las medidas que resulten necesarias para lograr los niveles de venta estimados los próximos años, de tal manera que se materialicen las mejoras en las principales cuentas presentadas en sus proyecciones. Adicionalmente, resulta importante que el Emisor continúe manteniendo una gestión activa a fin de evitar algún retraso significativo en la transferencia de las propiedades a los compradores finales de los lotes. Por otro lado, es relevante que continúen implementándose mejoras en las prácticas de Gobierno Corporativo.

Finalmente, Equilibrium realizará seguimiento a la evolución de los principales indicadores financieros, las proyecciones, así como del cumplimiento de los resguardos y garantías a los cuales se ha comprometido Green Valley, de tal manera que la categoría asignada se mantenga acorde con el nivel de riesgo del instrumento calificado.

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 del Emisor 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 y existente 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 reducido. 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, para beneficio de los tenedores en caso que exista algún tipo de incumplimiento por parte del Emisor:

- 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 Feadoras"). 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 en opinión de Equilibrium el respaldo del crédito general del emisor es acotado al momento de emisión del presente informe toda vez que el patrimonio

individual del Emisor es negativo y acumula pérdidas contables de ejercicios previos.

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 30 de junio de 2016 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 16 de junio de 2016 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 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.

Es de señalar que 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.

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 debido a 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.
- 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, Equilibrium ha tenido conocimiento anterior a la colocación, el emisor ya ha liberado 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.

Es importante destacar que, 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. En opinión de Equilibrium, 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 cumplierse 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

Si bien el monto del Programa en su totalidad es de US\$25.0 millones, 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 será utilizada por el Emisor para el desarrollo del proyecto inmobiliario Green Valley.

La primera Emisión que es objeto de calificación en el presente informe será por US\$5.0 millones y el destino de los recursos será el siguiente: US\$2.0 millones para pagar la obligación bancaria señalada en el párrafo previo, US\$1.5 millones para el desarrollo del proyecto y US\$1.5 millones para el pago a SBC, que financió parte de la Fase I del proyecto.

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 97,000 personas o el equivalente a 24,000 viviendas. 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 de una Smart City.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de Green Valley Panamá S.A. se presentan en el Anexo II del presente informe. 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 de la gestión del Fideicomiso de Garantía que respalda la emisión de los bonos corporativos. Como tal, dicha empresa se encargará de gestionar los bienes que 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 bajo licencia fiduciaria No. 002-2006 del 09 de marzo de 2006. 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 atención¹:

- **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 reciba de los clientes el Proyecto.
- **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 de Hacer o de las Obligaciones de No Hacer, 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 y que podrá esta propiedad ser empleada para resguardar las emisiones del Programa de Bonos. 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.
- **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

¹ El presente listado es referencial y no debe entenderse bajo ningún concepto que estos son los únicos riesgos que contempla la emisión calificada.

identificado que el Emisor desde el ejercicio 2013 ha acumulado pérdidas explicadas en parte por la política contable de reconocimiento de ingresos, lo que causa que al 30 de junio de 2017 su patrimonio sea negativo. 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 incumplimiento con los tenedores de los Bonos.
- **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 respecto a 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, no se espera en el corto plazo que esta situación revierta; por el contrario, luego de las emisiones programadas el apalancamiento podría aumentar.
- **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. La condición financiera del Emisor también podría verse afectada por cambios en las políticas económicas, monetarias u otras políticas del Gobierno Panameño, el cual ha ejercido y continúa ejerciendo influencia sobre muchos aspectos del sector privado. Por lo tanto, no pueden darse garantías de que el crecimiento en la economía de Panamá continuará en un futuro o que futuros acontecimientos políticos, económicos o regulatorios no afectarán adversamente al Emisor.
- **Riesgo de Desastres Naturales, Caso Fortuito o Fuerza Mayor:** El acaecimiento de 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., SUBSIDIARIAS Y AFILIADAS

Green Valley Panamá S.A. elabora sus Estados Financieros sobre la base de las IFRS (*International Financial Reporting Standards*). En el periodo 2013-2016 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; no obstante, es de indicar que 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 semestre de 2017, los activos totalizaron US\$85.6 millones, lo cual refleja un retroceso de 1.3% respecto a las cifras de diciembre de 2016 explicado por el menor saldo del activo no corriente, que disminuyó de US\$71.0 a US\$68.7 millones (-3.3%). Propició la reducción en el activo de largo plazo, los menores saldos en Cuentas por Cobrar Clientes (-US\$3.8 millones) producto del vencimiento natural de dichas obligaciones por parte de los compradores a favor de la Compañía y la entrega de la primera etapa del proyecto. Es importante destacar que, dado el giro del negocio, el activo se compone mayoritariamente de cuentas de largo plazo (80.2% del total). En línea con lo anterior, las partidas más representativas son las siguientes: Costos de Desarrollo de Proyecto (38.9%), Cuentas por Cobrar a Clientes (16.5%) e Inventarios Inmobiliarios (13.5%).

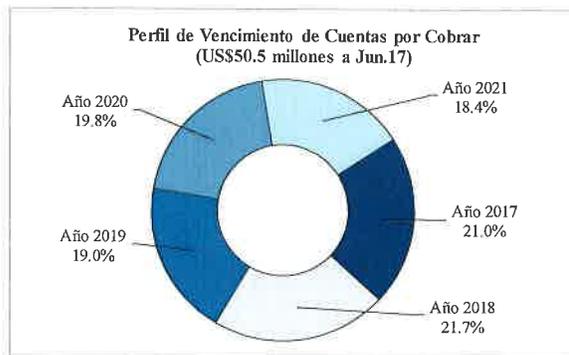
Los Costos de desarrollo de Proyecto corresponden a todos aquellos que se han incurrido con la finalidad de brindar a los lotes de infraestructura vial, sanitaria, energética, y demás sistemas de suministro. Al 30 de junio de 2017 se encuentran vinculados al desarrollo de las primeras cinco fases y obras auxiliares, según se detalla en la siguiente tabla:

Fase / Fecha (Millones de US\$)	A1 30/06/2017	A1 31/12/2016
Fase I	14.8	13.2
Fase II	14.9	13.7
Fase III	3.8	3.4
Fase IV	0.2	0.2
Fase V	4.8	3.4
Obras auxiliares	9.8	6.5
Costo de proyectos vendidos	-9.5	-3.8
Total	38.9	36.7

Fuente: Green Valley / Elaboración: Equilibrium

Por su parte, las Cuentas por Cobrar a Clientes reflejan contratos de promesa de venta asociados a más de 281 lotes. Con la finalidad de mitigar el riesgo de contraparte, la Compañía 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.

A continuación, se muestra el perfil de vencimiento de las Cuentas por Cobrar:

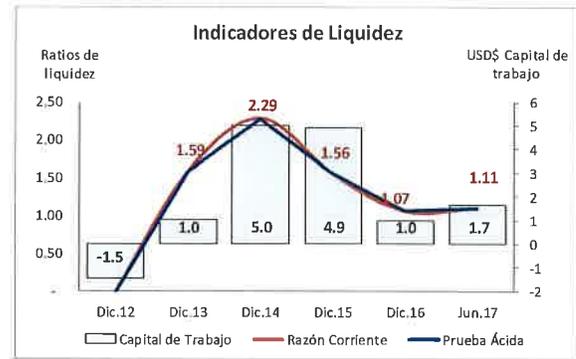


Fuente: Green Valley / Elaboración: Equilibrium

Respecto a los activos inmobiliarios, es de señalar que 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 la Emisión en tanto que las empresas propietarias son fiadoras solidarias. Si bien el valor contable de estos activos es de US\$11.0 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 11 de noviembre de 2016 la Compañía estimó el valor de estos activos en un monto cercano a US\$444.3 millones. Actualmente Green Valley viene realizando una nueva tasación a sus propiedades.

El negocio mantiene actualmente saldos acotados de Efectivo y equivalentes a la fecha de corte de evaluación, descansando la liquidez en los saldos a percibir de sus Cuentas por Cobrar. Por su parte, al finalizar el primer semestre de 2017, el negocio mantuvo líneas no utilizadas por US\$1.6 millones para hacer frente a necesidades de recursos en las fases II y V del Proyecto.

Al 30 de junio de 2017, los indicadores de liquidez muestran un dinamismo favorable en relación a lo reportado en diciembre de 2016. Los activos de corto plazo otorgaron al pasivo corriente una cobertura de 1.11 veces (1.07 veces en diciembre de 2016); en tanto el capital de trabajo aumentó a US\$1.7 millones (US\$1.0 millones en diciembre de 2016) impulsado por las mayores cuentas por cobrar a clientes. En el siguiente gráfico se muestra el desempeño de los indicadores de liquidez:

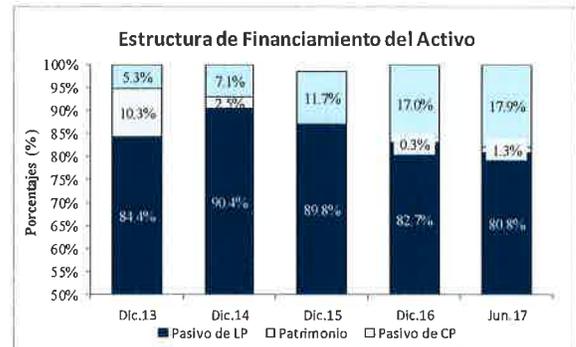


Fuente: Green Valley / Elaboración: Equilibrium

Estructura Financiera y Solvencia

La política de endeudamiento de Green Valley mantiene como uno de sus lineamientos el calzar el tiempo de construcción y habilitación del proyecto con el periodo de su financiamiento. 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 que se mantienen en caja, ii) adelanto percibido por clientes y iii) préstamos de corto y mediano plazo.

Al 30 de junio de 2017, el financiamiento del activo se encuentra respaldado mayoritariamente con endeudamiento con terceros (98.7% del activo), seguido en menor proporción del patrimonio (1.3% del activo), según se identifica en el siguiente gráfico:



Fuente: Green Valley / Elaboración: Equilibrium

El pasivo totalizó US\$84.5 millones, lo cual refleja una disminución de 2.4% en relación a lo reportado en diciembre de 2016 debido a los menores Contratos de Promesa de Clientes dado el avance en la entrega de obras de la Etapa I del Proyecto Green Valley.

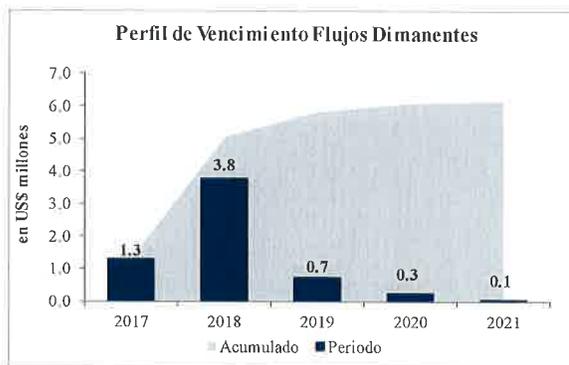
El endeudamiento financiero disminuyó a US\$12.7 millones (US\$13.7 millones en diciembre de 2016) debido a que los fondos provenientes de la cobranza del semestre fueron empleados para amortizar algunas obligaciones financieras. Respecto a la composición del endeudamiento financiero, se encuentra liderado por préstamos bancarios y/o comerciales (99.6%), seguido en menor proporción de operaciones de leasing (0.4%), tal como se pudo identificar en la siguiente tabla:

Entidad	Saldo (US\$ MM)	Tipo
Banco Panameño de Vivienda	0.53	Bancario
Caja de Ahorros	6.60	Comercial
S.T. Georges Bank	2.00	Comercial
SBC - Latin	3.50	Comercial
Banistmo S.A.	0.03	Leasing
Banco Lafise Panamá	0.01	Leasing
Total	12.67	-

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.

Respecto a las características del instrumento calificado, es de señalar que la serie A será por US\$5.0 millones y su emisión se realizará en el marco del Programa Rotativo de Bonos por US\$25.0 millones. Al respecto es importante precisar que Equilibrium realizó un análisis de sensibilidad respecto a la cobertura de los resguardos del emisor, destacando que en el caso de los flujos dimanentes estos corresponden a 137 contratos de compra-venta que brindan una holgura de 1.22 veces el monto de la Serie A y cuyo perfil de amortización es de corto plazo, lo cual genera un riesgo de calce en relación al periodo de amortización de la emisión y supondrá que el Emisor periódicamente tenga que reemplazar dichos derechos para mantener la cobertura mínima de 1.0 vez.



Fuente: Green Valley / Elaboración: Equilibrium

Green Valley estima que el endeudamiento financiero del negocio aumentará a niveles cercanos a US\$26.7 millones en un plazo no mayor a 12 meses producto de préstamos por percibir para financiar la construcción de las nuevas etapas del Proyecto. Sin embargo, estima que la acumulación estimada de flujos a percibir en los siguientes dos ejercicios permitiría retomar el actual nivel de endeudamiento al cierre del ejercicio 2019. En opinión de Equilibrium resulta importante lo siguiente: (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*.

Dado 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) a la fecha de corte de evaluación. A pesar de lo anterior, es importante precisar que la Compañía estima cerrar el presente ejercicio con un nivel de apalancamiento financiero objetivo cercano a 12.2 veces, mientras que al concluir el ejercicio 2018 se ubicaría consistentemente en un nivel inferior a 2.0 veces. En la siguiente tabla se puede identificar una proyección de la evolución del apalancamiento y sus principales componentes:

Indicador	2017	2018	2019	2020
Deuda Financiera	26.7	23.9	15.8	11.2
EBITDA	2.2	12.0	37.0	41.5
Apalancamiento Financiero	12.2	2.0	0.4	0.3

Fuente: Green Valley / Elaboración: Equilibrium

Por otro lado, Green Valley Panamá S.A. tiene una cuenta por pagar a favor de sus accionistas por US\$11.0 millones, la misma que no tiene fecha de vencimiento, no exige pagos mensuales ni devenga algún tipo de interés.

Al 30 de junio de 2017, el patrimonio consolidado se ubicó en US\$1.1 millones, reflejando un aumento de 377.1% en relación a lo registrado en diciembre de 2016. La evolución del primer semestre se explica por la utilidad generada durante el presente ejercicio, situación que permitió fortalecer el capital. A pesar de lo señalado previamente, es importante indicar que el Emisor de forma individual registra un patrimonio deficitario en US\$1.2 millones y de forma consolidada acumula pérdidas por US\$3.4 millones, situación que en opinión de Equilibrium refleja un acotado respaldo patrimonial y no es sostenible en el mediano plazo. Es así que el nivel de apalancamiento contable del negocio de forma consolidada se ubica en 75.7 veces, mientras que de forma individual es de -85.03 veces.

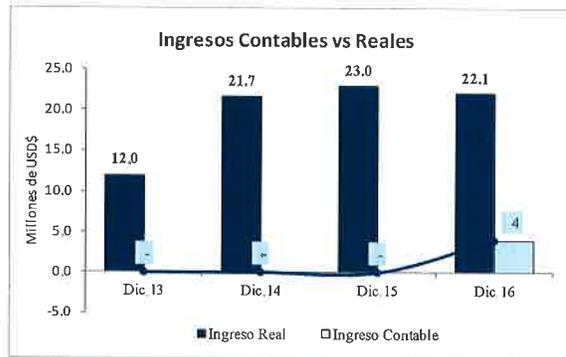
La Compañía estima que el escenario reseñado en el párrafo será subsanado en la medida que el reconocimiento de ingresos producto de la efectiva transferencia de las propiedades vendidas se realice en el siguiente ejercicio, y el patrimonio contable se ubique en niveles cercanos a US\$10.4 millones.

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. El reparto de dividendos y/o cualquier otro incumplimiento de las obligaciones asumidas por el Emisor pueden propiciar un ajuste en la calificación asignada.

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Al 30 de junio de 2017, los ingresos por ventas de la Compañía totalizaron US\$2.0 millones, nivel que proporcionalmente es muy cercano al desempeño del ejercicio 2016. Es importante precisar 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. A continuación, se muestra la evolución de la venta contable y real del negocio:



Fuente: Green Valley / Elaboración: Equilibrium

Por otro lado, el costo de ventas asociado durante el primer semestre del presente ejercicio se ubicó en US\$2.2 millones, lo cual a su vez se reflejó en un resultado bruto de -US\$0.3 millones. La Compañía estima que a la par con el mayor reconocimiento de ingresos, en el futuro se obtendrán resultados y márgenes brutos positivos.

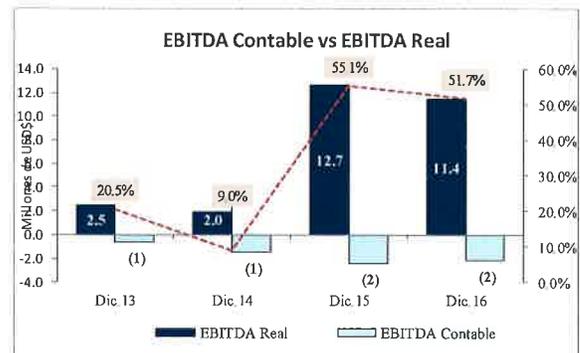
En lo que respecta al resultado operativo, este se posicionó en US\$1.2 millones a la fecha de corte evaluada. Durante el presente ejercicio los mayores gastos reconocidos se encuentran asociados a salarios del personal (US\$176 mil) y honorarios profesionales (US\$196 mil). Respecto a la eficiencia es de precisar que los gastos de venta, generales y administrativos representan el 60.7% de los ingresos totales (53.7% en diciembre de 2016). No obstante, es de señalar que la Compañía espera obtener eficiencias en el siguiente ejercicio puesto que su actual estructura de costos será diluida parcialmente por las mayores ventas.

La Compañía viene obteniendo ingresos complementarios los cuales son registrados 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. Cabe precisar que esta indemnización fue percibida en enero de 2017. Por otro lado, durante el primer semestre del presente ejercicio se percibieron ingresos extraordinarios por US\$2.4 millones por venta de materiales y alquileres de maquinarias a contratistas.

Los gastos financieros durante el primer semestre se ubicaron en US\$44 mil, lo cual dista de los US\$430 mil reconocidos contablemente en la totalidad del ejercicio 2016. Cabe precisar 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\$1.7 millones en el 2016 y de US\$0.9 millones en el primer semestre del presente ejercicio.

Lo anteriormente explicado, permitió que la Compañía logre una utilidad neta de US\$0.9 millones. De igual manera, es de señalar que el margen neto pasó de 34.1% a 44.5% durante el primer semestre del año. Lo anterior permitió que los indicadores de rentabilidad promedio del activo y el patrimonio anualizados (ROAA y ROAE, respectivamente) se ubiquen en 1.0% y 130.7% a la fecha de corte. Es de indicar que – de no registrarse ningún evento extraordinario - la Compañía estima obtener en el ejercicio 2018 una utilidad contable de US\$10.4 millones, dinamismo que continuaría en los siguientes ejercicios de tal manera que al finalizar la entrega de todos los lotes estimados el proyecto generaría una utilidad contable superior a los US\$305.3 millones.

Por otro lado, en lo que respecta a la generación, medido a través del indicador EBITDA anualizado, se ubica en un nivel estimado de -US\$2.7 millones. Cabe precisar que, dado el giro de negocio de la Compañía, la partida de depreciación y amortización se ubica en niveles reducidos. Adicionalmente, es importante señalar que de no seguir el criterio contable actual de reconocimiento de ingresos, el nivel de generación del negocio se ubicaría en niveles superiores a US\$11.0 millones, además de mantener márgenes crecientes. El margen EBITDA del negocio consolidado se ubica actualmente en -138.0%; sin embargo, el negocio estima que una vez la brecha existente entre el criterio contable y real empiece a disminuir se ubicará en niveles positivos y cercanos al 50%.



Fuente: Green Valley / Elaboración: Equilibrium

El flujo de caja operativo anualizado (FCO) aumentó favorablemente a US\$9.0 millones producto de los desembolsos percibidos durante el presente ejercicio por parte de los compradores de las fincas, ello en línea con el avance de obra y la entrega de la primera etapa del proyecto.

Esto permitió que la cobertura que brinda el FCO al servicio de deuda y a los gastos financieros se ubique en 1.24 veces y 102.90 veces, respectivamente. Por su parte, 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. Es opinión del Comité es importante que en el siguiente ejercicio el negocio tenga coberturas consistentemente superiores a 1.0 vez; la calificación asignada es susceptible de modificarse.

GREEN VALLEY PANAMÁ, S.A. SUBSIDIARIAS Y AFILIADAS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (En miles de Dólares Americanos)	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Jun.17
ACTIVOS CORRIENTES:					
Efectivo y equivalentes	197	160	77	169	395
Cuentas por cobrar clientes	2,147	8,670	13,559	15,590	16,382
Cuentas por cobrar otros	24	5	13	7	179
Gastos e impuestos pagados por adelantado	117	56	2	4	15
ACTIVOS CORRIENTES	2,484	8,891	13,651	15,769	16,971
Cuentas por cobrar clientes	6,622	16,020	18,012	17,932	14,110
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	227	2,138	2,357	3,339	3,339
Depósitos de garantía				.3	.3
Inventarios inmobiliarios	12,698	12,698	12,698	12,466	11,524
Costos en desarrollo de proyecto	5,590	14,734	27,305	36,725	38,897
Maquinario, mobiliario, equipos y mejoras - neto	97	374	508	555	782
ACTIVOS NO CORRIENTES	25,234	45,964	60,882	71,017	68,653
TOTAL DE ACTIVOS	27,718	54,855	74,533	86,787	85,624
Sobregiro bancario					
Porción corriente de préstamos por pagar a largo plazo	190	2,172	3,043	7,284	7,132
Obligación por arrendamiento financiero	7	7	34	37	38
Cuentas por pagar	803	957	4,697	5,761	7,016
Anticipos recibidos de clientes	360	160	175	854	381
Intereses de préstamos por pagar		339	385	537	321
Impuestos y retenciones por pagar	97	232	372	223	272
Gastos acumulados por pagar	15	13	33	82	126
PASIVOS CORRIENTES	1,471	3,881	8,739	14,780	15,286
Préstamos por pagar a largo plazo	182	6,000	6,676	6,370	5,493
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	32	24	66	28	9
Cuentas por pagar compañías relacionadas	33	29	4	2	224
Contratos promesa de clientes	12,006	33,704	50,017	54,307	52,416
Saldo acreedor de accionistas	11,137	9,824	10,184	11,037	11,037
Acumulación de prestaciones laborales	3	8	15	28	42
PASIVOS NO CORRIENTES	23,393	49,589	66,961	71,773	69,221
TOTAL DE PASIVOS	24,864	53,470	75,700	86,553	84,508
Capital en acciones	3,670	3,670	3,670	3,680	3,680
Utilidad (déficit) del periodo	(574)	(1,470)	(2,553)	1,392	882
Utilidades (Déficit) acumulado de periodos anteriores	(242)	(816)	(2,285)	(4,838)	(3,446)
TOTAL PATRIMONIO	2,854	1,385	(1,168)	234	1,117
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	27,718	54,855	74,533	86,787	85,624

ESTADO DE RESULTADOS (En Miles de Dólares Americanos)	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Jun.17
Ingresos Operativos				4,077	1,984
Venta de lotes				4,077	1,984
Costo de Venta				(4,180)	(2,246)
UTILIDAD BRUTA				(104)	(262)
Gastos de ventas, generales y administrativos	(577)	(1,426)	(2,286)	(2,188)	(1,205)
Salarios y otros gastos de personal	(227)	(362)	(464)	(352)	(176)
Alquileres	(40)	(55)	(98)	(75)	(40)
Honorarios profesionales	(32)	(189)	(496)	(275)	(196)
Depreciación y Amortización	(4)	(36)	(98)	(62)	(38)
Otros gastos	(275)	(785)	(1,131)	(1,424)	(755)
UTILIDAD OPERATIVA	(577)	(1,426)	(2,286)	(2,291)	(1,468)
Otros ingresos	4		1	4,287	2,394
Ingresos por intereses	.1	.04	.2	.1	.0
Gastos financieros		(43)	(242)	(430)	(44)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	(574)	(1,470)	(2,527)	1,566	882
Impuesto sobre la renta, neto			26	174	
UTILIDAD NETA	(574)	(1,470)	(2,553)	1,392	882

GREEN VALLEY PANAMÁ, S.A. SUBSIDIARIAS Y AFILIADAS

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Jun.17
SOLVENCIA					
Pasivos / Patrimonio (veces)	8.7	38.6	-64.8	369.9	75.7
Deuda financiera / Pasivo	0.0	0.2	0.1	0.2	0.1
Deuda financiera / Patrimonio	0.1	5.9	-8.4	58.6	11.3
Pasivo / Activo	89.7%	97.5%	101.6%	99.7%	98.7%
Pasivo corriente / Pasivo total	5.9%	7.3%	11.5%	17.1%	18.1%
Pasivo No Corriente / Pasivo total	94.1%	92.7%	88.5%	82.9%	81.9%
Deuda Financiera / EBITDA (veces)	-0.7	-5.6	-4.1	-6.4	-4.6
LIQUIDEZ					
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	1.69	2.29	1.56	1.07	1.11
Liquidez ácida	1.59	2.28	1.56	1.07	1.10
Liquidez Absoluta (Efectivo/Pasivo Cte.)	13.4%	4.1%	0.9%	1.1%	2.6%
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	1,013	5,010	4,912	989	1,685
GESTIÓN					
Gastos operativos / Ingresos	-	-	-	53.7%	60.7%
Gastos financieros / Ingresos	-	-	-	10.6%	2.2%
Días promedio de Cuentas por Cobrar	-	-	-	3,126	1,535
Días promedio de Cuentas por Pagar	-	-	-	450	562
Días promedio de Inventarios	-	-	-	1,084	923
Ciclo de Conversión de Efectivo	-	-	-	3,759	1,896
RENTABILIDAD					
Utilidad Bruta	-	-	-	-102.5%	-113.2%
Utilidad Operativa	-	-	-	-56.2%	-74.0%
Utilidad Neta	-	-	-	34.1%	44.5%
ROAA	-2.7%	-3.6%	-3.9%	1.7%	1.0%
ROAE	-18.3%	-69.3%	-2348.8%	-298.1%	130.7%
GENERACIÓN					
FCO	-9,665	-16,843	-5,323	1,410	4,497
FCO anualizado*	-9,665	-16,843	-5,323	1,410	8,994
EBITDA	-581	-1,462	-2,384	-2,138	-1,370
EBITDA anualizado*	-581	-1,462	-2,384	-2,138	-2,739
Margen EBITDA	-	-	-	-52%	-138%
COBERTURAS					
EBITDA / Gastos financieros	-	-33.80	-9.84	-4.97	-31.34
EBITDA / Servicio de deuda	-2.95	-0.66	-0.72	-0.28	-0.38
FCO / Gastos financieros	-	-389.35	-21.97	3.28	102.90
FCO / Servicio de deuda	-49.10	-7.58	-1.60	0.18	1.24

* En el caso de los indicadores anualizados a Jun.17 se ha duplicado el resultado del periodo.

GREEN VALLEY PANAMÁ, S.A.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (En miles de Dólares Americanos)	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Jun.17
Efectivo y equivalentes	197	160	77	166	392
Cuentas por cobrar clientes	2,147	8,670	13,559	11,539	16,382
Cuentas por cobrar otros	24	5	13	7	178
Gastos e impuestos pagados por adelantado	117	56	2	4	15
ACTIVOS CORRIENTES	2,484	8,891	13,651	11,716	16,967
Inversiones			10	20	20
Cuentas por cobrar clientes	6,622	16,020	18,012	17,932	14,110
Cuenta por cobrar subsidiaria			8,833	19,970	19,970
Cuenta por cobrar afiliada	12,708	13,703	12,420	19,354	8,922
Cuentas por cobrar compañías relacionadas	227	2,138	2,357	3,329	3,329
Depósitos de garantía				.3	.3
Costos en desarrollo de proyecto	5,590	14,734	27,305	32,169	38,897
Maquinario, mobiliario, equipos y mejoras - neto	97	374	508	546	775
ACTIVOS NO CORRIENTES	25,244	46,968	69,446	93,320	86,023
TOTAL DE ACTIVOS	27,728	55,860	83,097	105,035	102,989
Porción corriente de préstamos por pagar a largo plazo	190	2,172	3,043	7,284	7,132
Obligación por arrendamiento financiero	7	7	34	37	38
Cuentas por pagar	803	957	4,697	4,797	6,950
Anticipos recibidos de clientes	360	160	175	854	381
Intereses de préstamos por pagar		339	385	537	321
Impuestos y retenciones por pagar	5	121	224	30	64
Gastos acumulados por pagar	15	13	33	57	89
PASIVOS CORRIENTES	1,380	3,770	8,591	13,597	14,975
Préstamos por pagar a largo plazo	182	6,000	6,676	6,370	5,493
Obligaciones bajo arrendamiento financiero	32	24	66	28	9
Cuentas por pagar a afiliadas	84			71	104
Cuentas por pagar a subsidiarias			10	976	79
Cuentas por pagar compañías relacionadas	33	29	4	2	224
Contratos promesa de clientes	12,006	33,704	58,849	74,286	72,396
Saldo acreedor de accionistas	14,596	13,358	10,059	10,908	10,908
Acumulación de prestaciones laborales	3	8	15	21	27
PASIVOS NO CORRIENTES	26,935	53,123	75,679	92,664	89,240
TOTAL DE PASIVOS	28,315	56,893	84,271	106,261	104,215
Capital en acciones	10	10	10	10	10
Utilidad (déficit) del periodo	(544)		(140)	(52)	
Utilidades (Déficit) acumulado de periodos anteriores	(54)	(1,044)	(1,044)	(1,184)	(1,236)
TOTAL PATRIMONIO	(587)	(1,034)	(1,174)	(1,226)	(1,226)
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	27,728	55,860	83,097	105,035	102,989

ESTADO DE RESULTADOS (En Miles de Dólares Americanos)	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Jun.17
Ingresos Operativos	4	915	2,198	2,356	1,896
Gestión de Proyectos	4	915	2,197	2,119	1,131
Venta de Materiales			1	237	765
Costos de Venta					(765)
UTILIDAD BRUTA	4	915	2,198	2,356	1,131
Gastos de ventas, generales y administrativos	(547)	(1,361)	(2,070)	(1,950)	(1,087)
Salarios y otros gastos de personal	(227)	(362)	(464)	(352)	(176)
Alquileres	(40)	(55)	(98)	(75)	(40)
Honorarios profesionales	(32)	(189)	(496)	(275)	(196)
Depreciación y Amortización	(4)	(36)	(98)	(62)	(38)
Otros gastos	(244)	(719)	(915)	(1,187)	(637)
UTILIDAD OPERATIVA	(544)	(446)	128	406	44
Gastos financieros			(242)	(430)	(44)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	(544)	(446)	(114)	(24)	
Impuesto sobre la renta, neto			(26)	(28)	
UTILIDAD NETA	(544)	(446)	(140)	(52)	

GREEN VALLEY PANAMÁ, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Jun.17
SOLVENCIA					
Pasivos / Patrimonio (veces)	(48.20)	(55.04)	(71.81)	(86.70)	(85.03)
Deuda financiera / Pasivo	0.01	0.14	0.12	0.13	0.12
Deuda financiera / Patrimonio	-0.70	-7.94	-8.37	-11.19	-10.34
Pasivo / Activo	102.1%	101.9%	101.4%	101.2%	101.2%
Pasivo corriente / Pasivo total	4.9%	6.6%	10.2%	12.8%	14.4%
Pasivo No Corriente / Pasivo total	95.1%	93.4%	89.8%	87.2%	85.6%
Deuda Financiera / EBITDA (veces)	-0.75	-17.03	324.65	24.58	45.10
LIQUIDEZ					
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	180.0%	235.8%	158.9%	86.2%	113.3%
Liquidez ácida	169.9%	234.2%	158.7%	86.1%	112.0%
Liquidez Absoluta (Efectivo/Pasivo Cte.)	14.3%	4.2%	0.9%	1.2%	2.6%
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	1,104	5,121	5,060	(1,881)	1,992
GESTIÓN					
Gastos operativos / Ingresos	152.29	1.49	0.94	0.83	0.57
Gastos financieros / Ingresos	-	-	0.11	0.18	0.02
Días promedio de Cuentas por Cobrar	-	5,278	3,515	5,098	1,606
Días promedio de Cuentas por Pagar	-	-	-	-	1,635
Días promedio de Inventarios	-	-	-	-	-
Ciclo de Conversión de Efectivo	-	5,278	3,515	5,098	-30
RENTABILIDAD					
Utilidad Bruta	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-40.4%
Utilidad Operativa	-15128.7%	-48.8%	5.8%	17.2%	2.3%
Utilidad Neta	-15128.7%	-48.8%	-6.4%	-2.2%	0.0%
ROAA	-3.9%	-1.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%
ROAE	185.1%	55.1%	12.7%	8.5%	0.0%
GENERACIÓN					
FCO	-	-15,840	-2,946	2,973	428
FCO anualizado*	-	-15,840	-2,946	2,973	856
EBITDA	-547	-482	30	558	140
EBITDA anualizado*	-547	-482	30	558	281
Margen EBITDA	-15237%	-53%	1%	24%	15%
COBERTURAS					
EBITDA / Gastos financieros	-	-	0.12	1.30	1.26
EBITDA / Servicio de deuda	-2.78	-0.22	0.01	0.07	0.04
FCO / Gastos financieros	-	-	-12.16	6.91	3.83
FCO / Servicio de deuda	-	-7.27	-0.89	0.38	0.12

* En el caso de los indicadores anualizados a Jun.17 se ha duplicado el resultado del periodo.

ANEXO I
HISTORIA DE CALIFICACIÓN – GREEN VALLEY PANAMÁ S.A.

Instrumento	Calificación Anterior	Calificación Actual	Definición de Categoría Actual
Bonos Corporativos del Programa Rotativo hasta por US\$25.0 millones (Serie A)		<i>(nueva)</i> 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.

ANEXO II

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

Accionistas al 30.06.2017

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 30.06.2017

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 30.06.2017

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 III
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 los siguientes meses se realizará la primera emisión de la Serie A, la cual es calificada en el presente informe, por el importe de US\$5.0 millones.

Las principales características de la Serie calificada se detallan a continuación:

Serie A	
Emisor:	Green Valley Panamá S.A.
Monto Máximo del Programa:	US\$25.0 millones
Monto Máximo de la Serie:	US\$5.0 millones
Monto en circulación:	A la fecha de publicación todavía no se realiza la emisión
Plazo:	4 años
Tasa:	Libor 3 meses + 550 puntos básicos con un mínimo de 7.5%
Fecha Estimada de Colocación:	Primer trimestre de 2018
Amortización:	Trimestral, <i>Amortización 18 meses posteriores al desembolso</i>
Garantías:	Fideicomiso de Activos y Fianza Solidaria de empresas relacionadas. <i>Aplicables al Fideicomiso de Activos</i>
Resguardos	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)

ANEXO IV
 PROYECTO GREEN VALLEY – GREEN VALLEY PANAMÁ S.A.

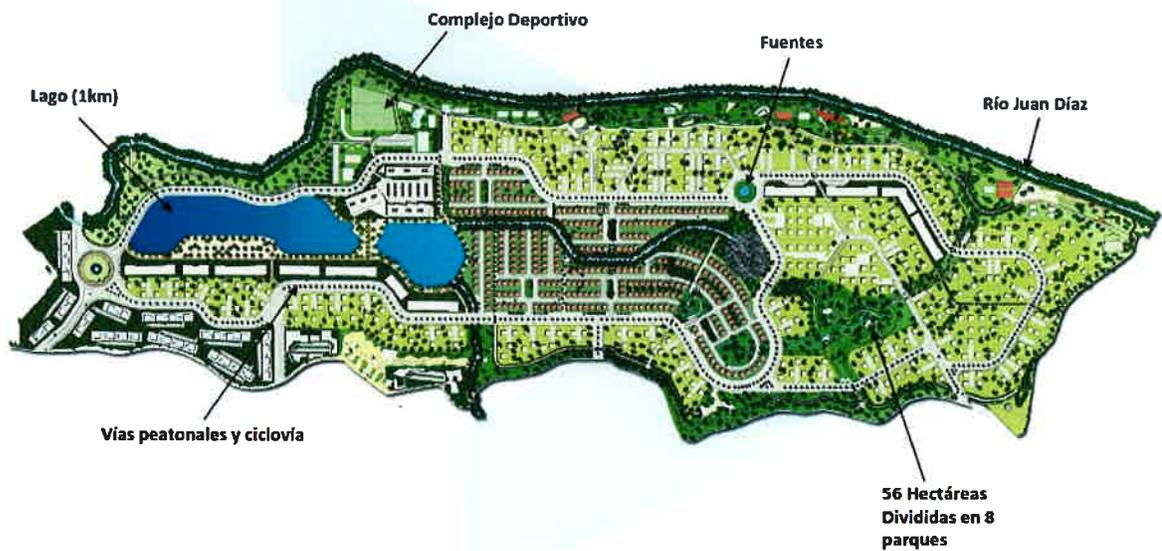
Desarrollo Urbanístico - Macrolotes

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



PLANO DE USO DE SUELO
 ESCALA 3/4"

- R3 RESIDENCIAL DE BAJA DENSIDAD
- RM RESIDENCIAL DE MEDIANA DENSIDAD
- RM3 RESIDENCIAL DE ALTA DENSIDAD
- RM3-C2 MIXTO RESIDENCIAL COMERCIAL DE ALTA DENSIDAD
- C1 COMERCIAL DE BAJA DENSIDAD
- C2 COMERCIAL URBANO DE ALTA DENSIDAD
- C2 COMERCIAL URBANO RECREATIVO
- SIU2 SERVICIO INSTITUCIONAL URBANO
- PSI SERVICIO URBANO
- SERVICIO URBANO DE ALTA TENSIÓN
- ESPACIOS ABIERTOS
- EDV EQUIPAMIENTO DE SERVICIOS VECINALES BÁSICOS



© 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 RECOMENDACION 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, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.