

Panamá, 17 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 el Comité de Calificación de Equilibrium Calificadora de Riesgo procedió al retiro de la calificación BB+.pa asignada a las Series A y B de Bonos Corporativos de **Green Valley Panamá, S.A.**, ambas por un importe conjunto de US\$5 millones, debido a la finalización de la prestación del servicio de calificación de riesgo.

A su vez, se adjunta el informe de calificación de riesgo, disponible también en nuestra página web: [www.equilibrium.com.pa](http://www.equilibrium.com.pa).

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Serie A del Primer Programa de Bonos Corporativos del Programa Rotativo	(última) 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	(última) 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.

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 Panamá

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](mailto:equilibrium@equilibrium.com.pa)

BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ, S.A.

Recibido por:

fecha:

  
18 Julio 2018



## GREEN VALLEY PANAMÁ S.A.

Ciudad de Panamá, Panamá

### Informe de Calificación

Sesión de Comité: 17 de julio de 2018

Contacto:  
(507) 214 7049

Jaime Tarazona  
Analista Asociado  
[jtazona@equilibrium.com.pa](mailto:jtazona@equilibrium.com.pa)

Ana Lorena Carrizo  
Jefe de Análisis de Riesgo  
[acarrizo@equilibrium.com.pa](mailto:acarrizo@equilibrium.com.pa)

### Instrumento

Bonos Corporativos

### Calificación\*

(última)  
BB+,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 archivo se encuentra en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>), donde 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 Series A y B calificadas, es de señalar que Equilibrium ha tenido acceso a condiciones indicativas debido a que el Supplemento 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:** El Comité de Calificación de Equilibrium retira la categoría BB+,pa asignada a las Series A y B de Bonos Corporativos de Green Valley Panamá S.A. (en adelante, Green Valley, o el Emisor), ambas por un importe conjunto de US\$5.0 millones, debido a la finalización del servicio de calificación de riesgo.

Entre los aspectos que sustentaron las calificaciones asignadas se encontraron las principales características de la estructura de las Series calificadas, debido a la existencia de un grupo de mejoradores y resguardos. En línea con lo indicado, un conjunto de empresas propietarias y relacionadas al Emisor otorgarían fianzas solidarias. Cabe indicar que estas sociedades son propietarias de los terrenos en donde se viene desarrollando el Proyecto Green Valley y se estimó que los valores de mercado de sus propiedades otorgarían una cobertura de hasta 68.4 veces el potencial monto de las dos Series calificadas 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 garantizaría las Series en caso de algún potencial incumplimiento, al cual se le cederían los siguientes bienes y derechos: i) un grupo de propiedades, cuyo valor de mercado debe representar, como mínimo, 140% del saldo en circulación de los Bonos; ii) los derechos de los flujos dimanantes de los contratos de promesa de venta de fincas, los cuales en todo momento deben cubrir el 100% del saldo pendiente de pago a los bonistas. Por otro lado, ponderó en el análisis el nivel de avance que presentó el Proyecto y que mitigó parcialmente el riesgo de construcción y habilitación. Adicionalmente,

destacaron las principales fortalezas del proyecto: (i) ubicación estratégica, (ii) vías de acceso, (iii) un concepto innovador para un público objetivo de ingresos medio-alto, (iv) contar con los permisos y licencias respectivas, entre otros. No menos importante resultaron las perspectivas de la Compañía debido a que inició la entrega de los primeros lotes vinculados a la Etapa I del Proyecto. Por último, aportó de forma positiva la experiencia de los Accionistas, Directorio y Gerencia en el desarrollo de diversos proyectos de infraestructura.

A pesar de lo anterior, existieron consideraciones que limitaron poder otorgar a las Series A y B una mayor calificación, dentro de los cuales se encuentra el hecho de que el pago del Servicio de Deuda provenga de los recursos generales del Emisor, no contándose con 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 contempló 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, la calificación ponderó el desempeño financiero del negocio -debido a los niveles acotados de reconocimiento de ventas- producto de un lineamiento contable que a su vez ha propiciado que el EBITDA anualizado del negocio sea negativo y consecuentemente la cobertura del Servicio de Deuda sea ajustada. A esto se sumó 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– reclasificar un saldo acreedor a favor de sus accionistas (del pasivo de largo plazo al patrimonio), debido a que no se tenía intención de retirar dichos saldos; no obstante, esta deuda no ha sido efectivamente capitalizada. Si bien existe una mejora respecto a la evaluación previa, los niveles de apalancamiento tanto contable (pasivo / patrimonio) como financiero (deuda financiera total / EBITDA)

todavía son elevados respecto a categorías de riesgo superiores.

Finalmente, debido a la culminación del contrato de servicio de calificación, la categoría asignada a las Serie A y B de Green Valley queda sin efecto en la fecha del presente informe.

## 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
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>8,891</b>	<b>13,651</b>	<b>15,769</b>	<b>15,821</b>	<b>16,886</b>
Cuentas por cobrar clientes	16,020	18,012	17,932	6,887	3,342
Cuentas por cobrar compañías afiliadas, subsidiarias 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 proyecto	14,734	27,305	36,725	41,600	41,542
Maquinario, mobiliario, equipos y mejoras - neto y otros	374	508	555	835	863
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>45,964</b>	<b>60,882</b>	<b>71,017</b>	<b>63,796</b>	<b>79,608</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>54,855</b>	<b>74,533</b>	<b>86,787</b>	<b>79,616</b>	<b>96,494</b>
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
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>3,881</b>	<b>8,739</b>	<b>14,780</b>	<b>14,211</b>	<b>11,255</b>
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 compañías afiliadas, subsidiarias 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
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>49,589</b>	<b>66,961</b>	<b>71,773</b>	<b>54,312</b>	<b>74,843</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>53,470</b>	<b>75,700</b>	<b>86,553</b>	<b>68,523</b>	<b>86,098</b>
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
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>1,385</b>	<b>(1,168)</b>	<b>234</b>	<b>11,093</b>	<b>10,397</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>54,855</b>	<b>74,533</b>	<b>86,787</b>	<b>79,616</b>	<b>96,494</b>

ESTADO DE RESULTADOS (En Miles de Dólares Americanos)	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18
<b>Ingresos Operativos</b>			<b>4,077</b>	<b>4,671</b>	<b>2,431</b>
<b>Costo de Venta</b>			<b>(4,180)</b>	<b>(4,539)</b>	<b>(3,436)</b>
<b>UTILIDAD BRUTA</b>			<b>(104)</b>	<b>132</b>	<b>(1,005)</b>
<b>Gastos de ventas, generales y administrativos</b>	<b>(1,426)</b>	<b>(2,286)</b>	<b>(2,188)</b>	<b>(3,244)</b>	<b>(402)</b>
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)
<b>UTILIDAD OPERATIVA</b>	<b>(1,426)</b>	<b>(2,286)</b>	<b>(2,291)</b>	<b>(3,112)</b>	<b>(1,407)</b>
Otros ingresos		1	4,287	3,742	736
Ingresos por intereses	.04	.2	.1	.0	.0
Gastos financieros	(43)	(242)	(430)	(173)	(17)
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA</b>	<b>(1,470)</b>	<b>(2,527)</b>	<b>1,566</b>	<b>457</b>	<b>(688)</b>
Impuesto sobre la renta, neto		26	174	507	
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>(1,470)</b>	<b>(2,553)</b>	<b>1,392</b>	<b>(50)</b>	<b>(688)</b>

## GREEN VALLEY PANAMÁ, S.A. SUBSIDIARIAS Y AFILIADAS

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18
<b>SOLVENCIA</b>					
Pasivos / Patrimonio (veces)	38.6	N.A	369.9	6.2	8.3
Deuda financiera / Pasivo	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
Deuda financiera / Patrimonio	5.9	N.A	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)	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
<b>LIQUIDEZ</b>					
Liquidez Corriente (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
<b>GESTIÓN</b>					
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
<b>RENTABILIDAD</b>					
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%
<b>GENERACIÓN</b>					
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%
<b>COBERTURAS</b>					
EBITDA / Gastos financieros	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
EBITDA / Servicio de deuda	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
FCO / Gastos financieros	N.A	N.A	3.28	46.65	375.12
FCO / Servicio de deuda	N.A	N.A	0.18	0.83	0.66

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

N.A.: No Aplica realizar el cálculo en caso sea un valor negativo.



## 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
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>8,891</b>	<b>13,651</b>	<b>11,716</b>	<b>15,802</b>	<b>16,886</b>
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 proyecto	14,734	27,305	32,169	41,512	41,542
Maquinario, mobiliario, equipos y mejoras - neto	374	508	546	828	843
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>46,968</b>	<b>69,446</b>	<b>93,320</b>	<b>82,234</b>	<b>78,848</b>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>55,860</b>	<b>83,097</b>	<b>105,035</b>	<b>98,036</b>	<b>95,734</b>
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
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>3,770</b>	<b>8,591</b>	<b>13,597</b>	<b>11,587</b>	<b>11,190</b>
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
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>53,123</b>	<b>75,679</b>	<b>92,664</b>	<b>76,625</b>	<b>74,721</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>56,893</b>	<b>84,271</b>	<b>106,261</b>	<b>88,213</b>	<b>85,911</b>
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
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>(1,034)</b>	<b>(1,174)</b>	<b>(1,226)</b>	<b>9,823</b>	<b>9,823</b>
<b>TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>55,860</b>	<b>83,097</b>	<b>105,035</b>	<b>98,036</b>	<b>95,734</b>

  

ESTADO DE RESULTADOS (En Miles de Dólares Americanos)	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>915</b>	<b>2,197</b>	<b>2,119</b>	<b>2,883</b>	<b>1,215</b>
<b>Costos de Venta</b>				<b>(1,802)</b>	<b>(1,594)</b>
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>915</b>	<b>2,197</b>	<b>2,119</b>	<b>1,081</b>	<b>(379)</b>
<b>Gastos de ventas, generales y administrativos</b>	<b>(1,361)</b>	<b>(2,070)</b>	<b>(1,950)</b>	<b>(2,779)</b>	<b>(340)</b>
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)
<b>UTILIDAD OPERATIVA</b>	<b>(446)</b>	<b>127</b>	<b>169</b>	<b>(1,698)</b>	<b>(719)</b>
Otros ingresos		1	237	1,971	736
Ingresos por intereses		.2	.1	97.9	.0
Gastos financieros		(242)	(430)	(173)	(17)
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA</b>	<b>(446)</b>	<b>(114)</b>	<b>(24)</b>	<b>198</b>	<b>0</b>
Impuesto sobre la renta, neto		(26)	(28)	(58)	0
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>(446)</b>	<b>(140)</b>	<b>(52)</b>	<b>140</b>	<b>0</b>

## GREEN VALLEY PANAMÁ, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18
<b>SOLVENCIA</b>					
Pasivos / Patrimonio (veces)	N.A.	N.A.	N.A.	8.98	8.75
Deuda financiera / Pasivo	0.14	0.12	0.13	0.14	0.16
Deuda financiera / Patrimonio	N.A.	N.A.	N.A.	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)	N.A.	340.88	42.70	N.A.	N.A.
<b>LIQUIDEZ</b>					
Liquidez Corriente (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
<b>GESTIÓN</b>					
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
<b>RENTABILIDAD</b>					
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%
<b>GENERACIÓN</b>					
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%
<b>COBERTURAS</b>					
EBITDA / Gastos financieros	N.A.	0.12	0.75	N.A.	N.A.
EBITDA / Servicio de deuda	N.A.	0.01	0.04	N.A.	N.A.
FCO / Gastos financieros	N.A.	N.A.	6.91	18.02	53.35
FCO / Servicio de deuda	N.A.	N.A.	0.38	0.33	0.94

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

N.A.: No Aplica realizar el cálculo en caso sea un valor negativo.

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

Instrumento	Calificación Anterior (Al 31.12.17 y al 31.03.18) <sup>6</sup>	Calificación Actual	Definición de Categoría Actual
Primer Programa de Bonos Corporativos del Programa Rotativo (Serie A)	BB+.pa	<i>(última)</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.
Primer Programa de Bonos Corporativos del Programa Rotativo (Serie B)	<i>(nueva)</i> BB+.pa	<i>(última)</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.

<sup>6</sup>Informe Publicado el 11 de julio de 2018.



© 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.