

Ecuador  
Papel Comercial  
Primer seguimiento

FARMACIAS Y COMISARIATOS  
DE MEDICINAS S.A. FARCOMED

## Calificación

Tipo Instrumento	Resultado Calificación	Calif. Anterior	Último cambio
Programa Papel Comercial 2018	AA	NR	NR

**Calificación Actual:** Calificación otorgada en el último comité de calificación.

**Calificación Anterior:** Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación.

**Ultimo Cambio:** Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.

**NR:** No registra cambio de calificación  
**N/A:** No aplica

## Resumen Financiero

(USD Millones)	2017 (diciembre)	2018 (noviembre)
Activos	176.2	166.8
Ventas	236.3	220.6
Margen EBITDA (%)	5.81%	4.84%
ROE (%) *	11.44%	10.79%
Deuda / capitalización (%)	57.82%	56.03%
CFO / Deuda Fin CP (X)*	0.97	0.31
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.95	0.34
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)*	4.05	4.89
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)*	7.56	9.90

\* Indicador anualizado para noviembre-2018  
Fuente: Farcomed  
Elaboración BWR

## Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA  
(5932) 226 9767 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

Andrea Coronel  
(5932) 226 9767 ext. 108  
[acoronel@bwratings.com](mailto:acoronel@bwratings.com)

## Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de "AA" al Programa de Papel Comercial de Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. FARCOMED analizado en el presente informe. Esta categoría corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una **muy buena capacidad del pago de capital e intereses**, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión calificada y demás compromisos financieros de la empresa.

La calificación utiliza una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la emisión.

El análisis considera el riesgo de crédito tanto de Farcomed como del Grupo Corporativo GPF, al que pertenece, dado que las decisiones estratégicas, de inversión, endeudamiento y transferencia de flujos entre empresas relacionadas se toman bajo una visión corporativa. Adicionalmente, la calificación considera el corto plazo del programa de papel comercial y el perfil de largo plazo de su deuda financiera.

**Adquisición del Grupo GPF por parte de SOCOFAR.** Con fecha 24 de septiembre del 2018 se notificó a la Calificadora que la Corporación GPF solicitó las autorizaciones legales necesarias para la adquisición del 100% de sus acciones por parte de SOCOFAR, grupo chileno líder en retail farmacéutico.

**Posición competitiva fuerte y mercado regulado.** El Grupo GPF mantiene una importante trayectoria y posicionamiento en el mercado. Los ingresos de Farcomed y del Grupo se generan principalmente por la comercialización de medicinas, cuya demanda tiene menor sensibilidad en épocas de recesión. Al mismo tiempo, es una industria altamente regulada y con fuerte presión competitiva.

**Generación con tendencia a mejorar.** Las ventas y la generación operativa de los últimos años se vieron afectadas entre otros factores, por problemas operativos derivados de la implementación de nueva tecnología; sin embargo, actualmente la mayoría de estos se encuentran resueltos y la generación muestra tendencia a mejorar. El negocio se beneficia de un margen bruto estable que hace que sus flujos sean más predecibles. Adicionalmente, se espera que las inversiones que GPF ha realizado se reflejen en mejoras adicionales en su eficiencia y una mayor fortaleza competitiva.

**Endeudamiento elevado en relación a la generación con tendencia a recuperarse.** El nivel de endeudamiento alto del Grupo en relación a la generación ha sido coyuntural por las inversiones en CAPEX e intangibles y la menor generación operativa de los últimos años, sin embargo, desde el 2017 este mantiene una tendencia a reducirse, tanto por la disminución de las obligaciones financieras como por una mayor generación de flujo operativo.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga por una adecuada estructura de capital, soportada en deuda de largo plazo y un patrimonio con tendencia a fortalecerse por la reinversión del total de las utilidades del Grupo que se mantendría a futuro. Además de la posición de la empresa en el mercado y su posición financiera, que le hacen un buen sujeto de crédito para el sistema bancario, se espera que la empresa continúe siendo generadora de flujos de caja libre positivos, que permitan continuar reduciendo su deuda financiera, como espera la Administración.

La perspectiva de la calificación es estable, sin embargo, esta podría verse afectada si es que la tendencia de mayor generación y menor endeudamiento no se cumplen de acuerdo a lo esperado.



**CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA**

Programa de Papel Comercial 2018	
Emisor:	Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. FARCOMED
No. de Resolución	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00008820
Fecha de Aprobación SCVS	27-sep-18
Monto Programa	10,000,000.00
Monto en circulación	8,950,000.00
Plazo del Programa	720 días
Plazo de la Emisión	359 días
Fecha Vencimiento Programa	16-sep-20
Pago de Capital	Al vencimiento del plazo de la emisión
Cupón de Interés	Cero cupón
Garantía	General
Tipo de emisión	Desmaterializada
Destino de la emisión	Reestructuración de pasivos financieros, y al pago de proveedores por compras de inventario para abastecimiento y posterior venta. Se aclara que la reestructuración de pasivos solo será para pasivos financieros bancarios y el pago a proveedores será a no vinculados al emisor.
Calificadora de Riesgos	BankWatch Ratings
Agente Estructurador y Colocador	VectorGlobal WMG Casa de Valores S.A.
Agente Pagador:	DECEVALE S.A.
Rep. Obligacionistas:	AVALCONSULTING CÍA. LTDA.

El emisor, dentro del plazo y montos autorizados, de acuerdo a sus necesidades de fondos, y mientras esté vigente la autorización de oferta pública, podrá hacer nuevas emisiones de papel comercial, dentro del cupo disponible de emisión.

**HECHOS RELVANTES**

**Adquisición del grupo GPF por parte de Socofar**

Con fecha 24 de septiembre del 2018 se notificó a la Calificadora de Riesgos que la Corporación GPF solicitó las autorizaciones legales necesarias para la adquisición del 100% de sus acciones por parte de SOCOFAR, grupo chileno líder en retail farmacéutico y propietario de la marca de farmacias Cruz Verde en Chile y Colombia. Socofar forma parte de la División de Salud del Grupo mexicano FEMSA. Esperan la aprobación por parte de la Superintendencia de Control y Poder de Mercado hasta el primer trimestre del 2019.

**ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA**

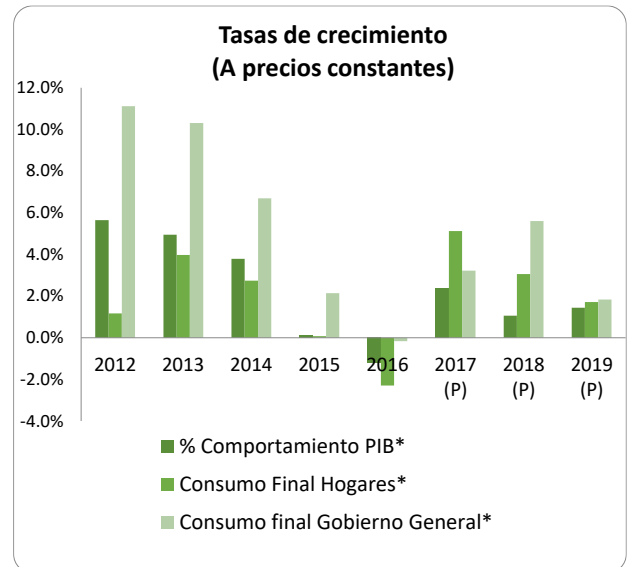
De acuerdo a las cifras oficiales del Banco Central del Ecuador (BCE), la economía ecuatoriana para el 2017 registró una recuperación económica del orden de 2.4% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y

mayores exportaciones, en parte por los efectos del Acuerdo Comercial firmado con la Unión Europea. Por otro lado, el consumo de los hogares mantuvo una variación positiva del 5.1% y se espera que crezca un 3.7% en 2018.

En cuanto a la economía ecuatoriana para el 2018 la última estimación del Banco Central es un modesto crecimiento de 1.06% en términos constantes, debido a las medidas de austeridad que se deberán tomar para reducir el déficit fiscal global que a finales de año representaría un 4.1% del PIB. La previsión de crecimiento para el 2019 es de 1.4%.

A nivel internacional, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento para 2018 de 1%, mientras que las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un crecimiento de 1.1%, seguido de un 0.7% para 2019. El resultado definitivo dependerá de la capacidad que tenga el Gobierno de conseguir mayor financiamiento externo que cubra sus requerimientos de liquidez, así como del éxito de su programa de incentivos para el sector privado. En el tercer trimestre del 2018 el PIB creció interanualmente en 1.4%.

**Gráfico 1**



\*PIB y consumo a precios constantes  
Fuente: BCE  
Elaboración: BWR

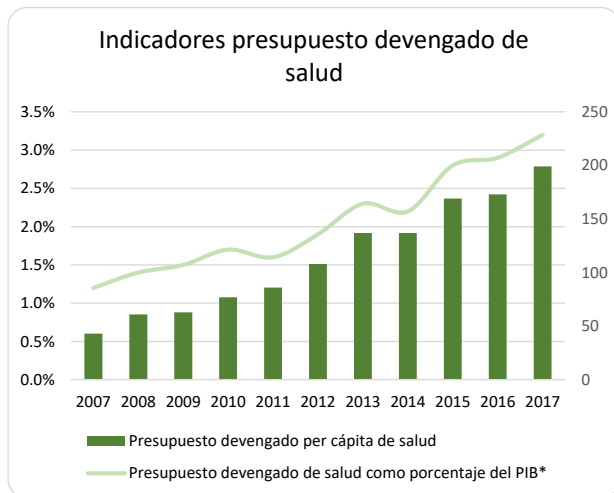
El sector de la Salud en el Ecuador está considerado por el Plan Nacional de Desarrollo Toda una Vida como eje fundamental del desarrollo y bienestar. Como parte de esta estrategia, el Estado diseñó e implementó el Modelo de Atención Integral de Salud con enfoque Familiar, Comunitario e Intercultural (MAIS-FCI) que se orienta en garantizar el derecho a la salud para toda la población, con un enfoque comunitario, familiar, pluricultural y de género,



basado en la estrategia de Atención Primaria de Salud (APS).

Durante los últimos diez años, el gasto público en salud respecto al PIB ecuatoriano ha registrado una tendencia creciente, de 1.2% en 2007 a 3.2% en 2017, lo cual se ha visto reflejado en el aumento de la infraestructura y equipamiento médico. Esto ha contribuido al aumento de la atención médica y de servicios de salud. El actual Gobierno tiene como objetivo mejorar la atención oportuna y de calidad para toda la población.

**Gráfico 2**



\*PIB a precios corrientes

Fuente: Sistema Integrado de Conocimiento y Estadística Social  
Elaboración: BWR

Entre las principales metas del Gobierno al 2021<sup>1</sup> respecto a los servicios de salud se encuentran:

- Mejorar el tiempo de respuesta en atención integral de emergencias desde 0:13:27 a 0:10:53 minutos.
- Mejorar el tiempo de respuesta en emergencias para gestión sanitaria desde 0:09:29 a 0:08:40 minutos.
- Incrementar la tasa de profesionales de la salud de 25.1 a 34.8 por cada 10.000 habitantes.

Desde el 2015 el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) ha implementado un plan intensivo de nueva infraestructura hospitalaria, que abarcó catorce construcciones a nivel nacional y su equipamiento con tecnología de punta, con una inversión de casi USD 700 millones.<sup>2</sup> La mayoría de

las inversiones se completaron en 2017. Además desde el 2014, el IESS debe brindar sus servicios a cónyuges e hijos de todos los afiliados.

La Ministra de Salud indicó en el Simposio Internacional sobre Financiamiento de Salud que el Estado ha invertido alrededor de USD 3.028MM para la compra de medicamentos y cerca de 1.004MM en infraestructura sanitaria desde el 2008 al 2018.<sup>3</sup> Con corte noviembre-2018, un 15.8% del total de la canasta básica es destinado al cuidado de la salud.

La industria farmacéutica conforma al grupo de empresas que se dedican al desarrollo y producción de medicinas enfocadas a la prevención y tratamiento de enfermedades. Este mercado genera ocho mil plazas de trabajo directas y veinte mil fuentes de trabajo de manera indirecta. El mercado farmacéutico en Ecuador está dividido en sector privado cuyos medicamentos se venden en farmacias, clínicas privadas y cadenas farmacéuticas y uno de manejo público que se abastece mediante compras públicas de fármacos.

Cabe señalar que las cadenas farmacéuticas tienen diversificación de sus ventas entre medicamentos básicos, de uso continuo, eventual, y en algunos casos además artículos de bazar, lo que permite a las comercializadoras equilibrar el crecimiento de ventas y los márgenes.

El sector público representa, en promedio, aproximadamente el 40% de las ventas locales de los laboratorios nacionales. Actualmente existen 338 laboratorios farmacéuticos, sin embargo, pocas compañías manejan una participación de mercado importante<sup>4</sup>.

El sector farmacéutico ecuatoriano es estructuralmente importador, incluso los medicamentos que se producen localmente poseen en su mayor parte materia prima y material de empaque importados. En la discusión de la mesa sectorial de Química, Farmacéutica, Productos de Aseo y Cosméticos, se señaló que la balanza comercial del sector farmacéutico es altamente negativa y que se debe trabajar en el acceso de los productos elaborados en el Ecuador en mercados externos. De las peticiones realizadas por el sector privado se pueden destacar la solicitud a los entes reguladores de garantizar la calidad de los productos, eliminación de los aranceles para

<sup>1</sup> [http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/10/PNBV-26-OCT-FINAL\\_OK.compressed1.pdf](http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/10/PNBV-26-OCT-FINAL_OK.compressed1.pdf)

<sup>2</sup> [https://www.iess.gob.ec/en/web/afiliado/noticias?p\\_p\\_id=101\\_INSTANCE\\_3dH2&p\\_p\\_lifecycle=0&p\\_p\\_col\\_id=column-2&p\\_p\\_col\\_count=4&\\_101\\_INSTANCE\\_3dH2\\_struts\\_action=%2Fasset\\_publisher%2Fview\\_content&\\_101\\_INSTANCE\\_3dH2\\_assetEntryId=7778](https://www.iess.gob.ec/en/web/afiliado/noticias?p_p_id=101_INSTANCE_3dH2&p_p_lifecycle=0&p_p_col_id=column-2&p_p_col_count=4&_101_INSTANCE_3dH2_struts_action=%2Fasset_publisher%2Fview_content&_101_INSTANCE_3dH2_assetEntryId=7778)

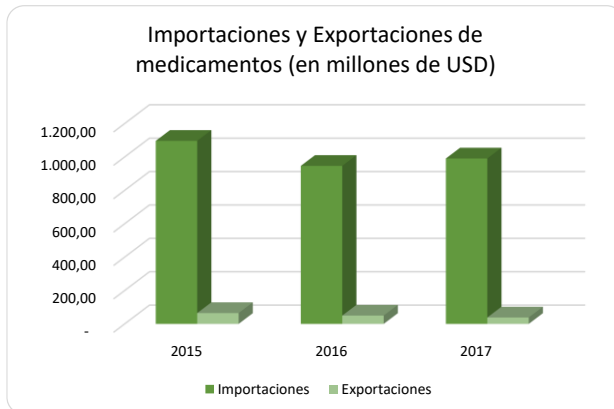
<sup>3</sup> <http://www.salud.gob.ec/el-ministerio-de-salud-publica-fortalece-la-sostenibilidad-financiera-del-sector-sanitario-en-el-pais/>

<sup>4</sup> <http://farma.ebizaro.com/ecuador-como-productor-farmacautico/>



materias primas importadas y estabilidad normativa y jurídica.<sup>5</sup>

Gráfico 3



Fuente: Trade Map  
Elaboración: BWR

El 10 de mayo del 2018, se suscribió el Acuerdo Productivo Nacional entre varios entes del Estado y empresas farmacéuticas privadas que pretende fomentar la producción y creación de medicamentos en el país mediante el aumento de la capacidad instalada y la mejora de la calidad de los procesos de manufactura de medicamentos.<sup>6</sup> Con este acuerdo se pretende dar incentivos arancelarios para materias primas e insumos pues actualmente los fabricantes de medicamentos pagan un arancel por la importación de materia prima y equipos, mientras que los medicamentos importados no pagan aranceles.

El desafío del sector farmacéutico ecuatoriano se centra en el incremento de la capacidad instalada, la mejora en tecnología, buenas prácticas de manufactura y el desarrollo de productos de calidad que cumplan estándares nacionales e internacionales. Esperamos que la firma del Acuerdo Comercial con la Unión Europea incentive a la industria farmacéutica a importar maquinaria que genere una industria más eficiente.

Además al ser una industria especialmente vigilada por la importancia de los productos farmacéuticos para la salud poblacional, debe encontrarse atenta a cualquier cambio normativo para así minimizar riesgos y contingentes de los entes reguladores. Actualmente existen controles específicos en cuanto a registros sanitarios, regulación de precios, promoción y publicidad y permisos de funcionamiento.

La venta de medicinas se encuentra regulada por las disposiciones de la Ley de Producción, Importación, Comercialización y Expendio de Medicamentos de Uso Humano, la Ley Orgánica de Salud y el Reglamento de Control y Funcionamiento de Establecimientos Farmacéuticos, normas que establecen los procesos y precios de venta al consumidor de los medicamentos que son establecidos por el Consejo Nacional de Fijación y Revisión de Precios de los Medicamentos de Uso y Consumo Humano.

En julio del 2015, se emitió el nuevo Reglamento para la fijación de precios de medicamentos que se presenta en tres regímenes: a) Regulado: medicamentos que se consideran estratégicos, b) Liberado: aquellos productos que no se consideran estratégicos, cuyo precio deberá ser notificado a la autoridad en forma semestral; y c) Fijación Directa: que se aplicará en casos de incumplimiento de alguno de los anteriores. Este reglamento entró en vigencia el 8 de abril del 2016.

La Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria (ARCSA) mediante Resolución No.- ARCSA-DE-007-2017-JCGO publicada en el Registro Oficial el 24 de mayo del 2017 emitió la normativa técnica sanitaria para regular, controlar y vigilar la autorización y la emisión del permiso de funcionamiento para distribuidoras farmacéuticas, casas de representación de medicamentos y laboratorios farmacéuticos.<sup>7</sup> La normativa señala que toda distribuidora farmacéutica deberá:

- Contar con un responsable técnico.
- Cumplir con Normas de Buenas Prácticas de Almacenamiento, Distribución y Transporte y que las instalaciones cuenten con condiciones óptimas para los medicamentos.
- En el caso de laboratorios farmacéuticos se debe contar con un Director Técnico, de profesión Químico Farmacéutico o Bioquímico Farmacéutico.
- Queda prohibido dentro de los establecimientos farmacéuticos la instalación de cualquier tipo de consultorio médico, odontológico, obstétrico, psicológico, y laboratorios químicos. Además no se podrá aplicar tratamientos o toma de muestras.

<sup>5</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/importaciones-sector-farmaceutico-supera-exportaciones.html>

<sup>6</sup> [http://www.ecuadorinmediato.com/index.php?module=Noticias&func=nc-news\\_user\\_view&id=2818836776](http://www.ecuadorinmediato.com/index.php?module=Noticias&func=nc-news_user_view&id=2818836776)

<sup>7</sup> [http://www.pbplaw.com/arcса-reglas-control-funcionamiento-establecimiento-farmaceuticos/#\\_ftn1](http://www.pbplaw.com/arcса-reglas-control-funcionamiento-establecimiento-farmaceuticos/#_ftn1)



En cuanto a la publicidad y promoción, ningún producto sujeto a venta bajo prescripción médica puede ser publicitado en medios de comunicación, mientras que los productos de venta libre no deberán afectar a los derechos del consumidor, por lo que debe ser publicidad no engañosa, que no cause miedo, que no sea desleal y que no incentive su uso indiscriminado.

En 2017, el mercado farmacéutico ecuatoriano alcanzó los USD 1469MM lo que significó un crecimiento de 6.34% frente a 2016. El precio promedio de los medicamentos también sufrió un incremento de 3.35%, a pesar de lo cual el precio promedio de los medicamentos se mantiene un 13.6% por debajo del precio promedio de Latinoamérica.<sup>8</sup>

Los laboratorios farmacéuticos distribuyen sus productos principalmente a través de distribuidores y tan solo un 30% de sus ingresos se generan por venta directa. En el país actualmente funcionan 5734 farmacias: 2747 en la región Costa, 2609 en la Sierra, 345 en el Oriente, 25 en Galápagos y 8 en zonas no delimitadas geográficamente. Estas farmacias se encuentran concentradas en tres grupos grandes, dado que en los últimos años las farmacias pequeñas se han reducido significativamente, y se han incrementado las que forman parte de las cadenas, especialmente bajo la modalidad de franquicia.

A partir de esta realidad, el sector comenzó a ser regulado a través de la Superintendencia de Control de Poder de Mercado (SCPM) la cual expidió el “Manual de Buenas Prácticas del mercado farmacéutico”, que tiene la intención de favorecer al negocio independiente.

El sector farmacéutico ha mostrado históricamente menor sensibilidad que otras industrias en épocas de recesión económica, por tratarse de bienes de primera necesidad, de forma que la demanda de fármacos tiende a ser menos elástica al precio frente a una oferta limitada de productos sustitutos.

No obstante, la alta competencia entre las distintas farmacias y las regulaciones de precios generan presión en los márgenes de utilidad. Adicionalmente, esto impulsa a las grandes cadenas a aplicar distintas estrategias de precio o diferenciación para mantener e incrementar la lealtad de sus clientes.

**PERFIL DE LA COMPAÑÍA**

Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed es una empresa ecuatoriana constituida en 1930, dedicada principalmente a la comercialización y distribución de productos farmacéuticos, de perfumería y bazar y otros que se

expendan en almacenes y farmacias. La matriz de la sociedad anónima se encuentra en Quito, así como el centro de distribución, logística y bodegaje, y desde donde se efectúan los despachos a las distintas provincias del país.

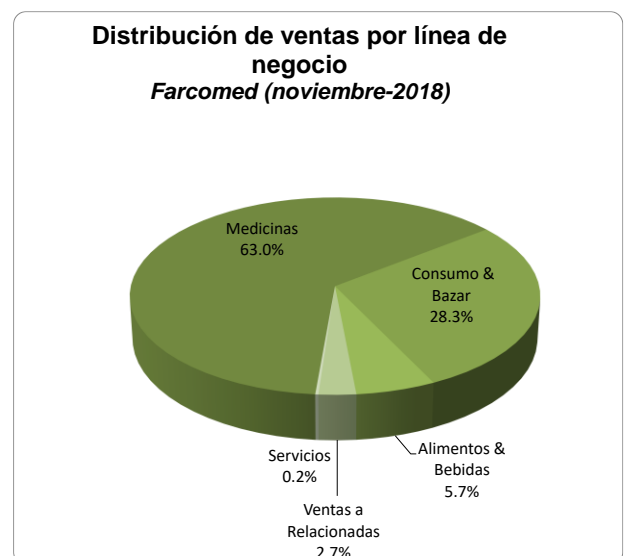
Farcomed forma parte del holding empresarial Corporación GPF, que se conformó jurídicamente en el año 2010, periodo a partir del cual se empezó también a consolidar información financiera. El Grupo se encuentra conformado por Farcomed (farmacias Fybeca), Econofarm S.A. (farmacias SanaSana), Tiecone (tiendas OkiDoki), Farmaliadas S.A., Farmagestión, Terraplaza, Abefarm S.A. ABF y Provefarma. De las empresas de Grupo, Farcomed es la empresa de mayor experiencia marcada por una trayectoria de 88 años en el mercado minorista farmacéutico.

El Grupo tiene una importante presencia con su red comercial de farmacias, conformada por 603 locales a nivel nacional, de los cuales el 78% pertenecen a la red "SanaSana", 16% a Fybeca y el 5% restante a la marca OkiDoki.

El 63% de las ventas de Farcomed provienen de la comercialización de medicinas, el 28.3% se origina de la venta de artículos de consumo, bazar y el 8.6% corresponde a la venta de alimentos y bebidas, ventas a relacionadas y servicios.

La estructura de las ventas en Farcomed y Econofarm S.A. es similar, aunque en Econofarm S.A. existe una mayor participación del segmento de medicinas por su esquema de ventas al mostrador, a diferencia de Farcomed que actualmente opera como un autoservicio.

**Gráfico 4**



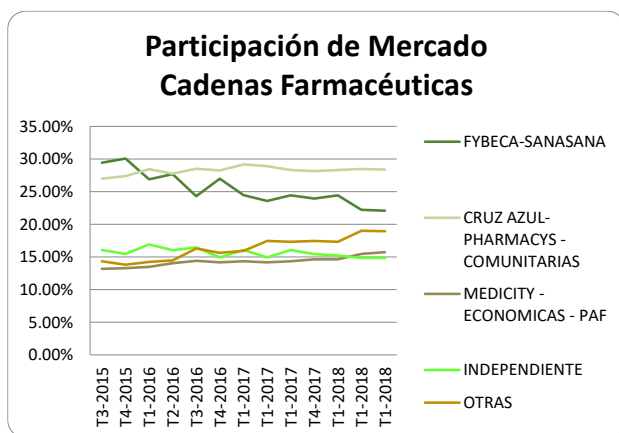
Fuente: Farcomed  
Elaboración: BWR

<sup>8</sup> IMS, 2017.

Corporación GPF emplea a 4,334 colaboradores, de los cuales 1,273 pertenecen a Farcomed. La Compañía a la fecha de elaboración del presente informe no mantiene Comité de Empresa.

En cuanto al posicionamiento en el mercado en la línea de medicinas, como se mencionó, los participantes principales son tres cadenas representativas. El 50.48% del mercado privado de comercialización y distribución de medicinas está cubierto por las dos más grandes del país, Corporación GPF con 22.09% de participación y Difare con el 28.3%8, incluyendo a la línea de farmacias económicas que son parte de cada grupo.

**Gráfico 5**



Fuente: Corporación GPF  
Elaboración: BWR

Farmaenlace es el tercer grupo importante del sector, y es la que ha ganado participación en los dos últimos años. El 33.77% se encuentra atomizado en otras cadenas pequeñas de alcance local y farmacias de barrio.

La competencia es agresiva en servicios, precios y promociones, en especial entre los tres miembros mayoritarios del mercado. En ese sentido, el Grupo GPF procura desarrollar ventajas competitivas que sean poco asequibles a sus competidores directos con el fin de mantener su posicionamiento.

**ESTRUCTURA DEL GRUPO**

Corporación GPF constituye la cabeza y es propietaria de todas las empresas que conforman el Grupo, incluyendo Abefarm S.A. ABF y Farmaliadas S.A., que eran subsidiarias directas de Farcomed, pero cuyas acciones fueron vendidas al Grupo a fines de noviembre del 2014. Las actividades de las subsidiarias se relacionan principalmente con la venta de medicina y productos de consumo y sus operaciones están domiciliadas en el Ecuador.

La mayor parte de la generación operativa de la corporación (97.9% de los ingresos y 75% del EBITDA) proviene de dos empresas: Econofarm S.A.,

Farcomed. El resto de empresas del Grupo generan marginalmente.



**ACCIONISTAS Y SOPORTE**

Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed es una sociedad anónima de nacionalidad ecuatoriana, cuyas acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionista	Capital en USD	% Participación
Corporación Grupo GPF S.A.	20,697,390	100.00%
PROVEFARMA S.A.	10	0.00%
<b>TOTAL</b>	<b>20,697,400</b>	<b>100.00%</b>

La Corporación Grupo GPF es una sociedad anónima ecuatoriana tenedora de acciones, cuyos principales accionistas pertenecen a la familia Villamar.

Al corte de este informe Farcomed tiene un patrimonio de USD 44.7MM; de este el capital social representa el 46%.

En cuanto al soporte de los accionistas hacia la institución, la Corporación tiene la capacidad financiera para dar garantías en caso de ser requerido.

Actualmente, la Corporación GPF no cuenta con una política establecida de reparto de dividendos, sin embargo, la Corporación suscribió un contrato para una línea de crédito con el International Finance Corporation, perteneciente al Banco Mundial, que



incluye ciertas condiciones que la Corporación debe cumplir, entre estas se encuentra no repartir dividendos mientras no lleguen a un indicador Deuda Financiera/EBITDA de 2 veces.

La deuda financiera ajustada (incluye contingentes) del emisor representa el 56% de la capitalización<sup>9</sup> de la Compañía. Esta relación se considera sana y se espera que siga mejorando en función de las proyecciones del emisor.

El momento del cambio accionarial, las acciones de Corporación GPF pasarán a manos de SOCOFAR, grupo chileno líder en retail farmacéutico. Socofar mantiene en Chile 643 locales farmacéuticos (Farmacias Cruz Verde), una red de 154 tiendas de belleza (Maicao) y producción de medicamentos a través de laboratorio Mintlab. Desde 2015, un 60% de la propiedad de SOCOFAR pertenece al grupo mexicano FEMSA, uno de los mayores embotelladores de Coca Cola del mundo y que mantiene una calificación de riesgo internacional en grado de inversión; el 40% restante pertenece al empresario chileno Guillermo Harding Alvarado.

## ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos de la Corporación GPF, la calificación de su personal y los sistemas de administración y planificación de la empresa son adecuados y al momento no representan riesgos significativos con relación a la capacidad de pago del emisor.

La administración está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante.

La Corporación se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Directorio, Presidente del Directorio y el Presidente Ejecutivo.

La Junta General de Accionistas, máxima instancia de Gobierno, se reúne ordinariamente una vez al año para supervisar la evolución del negocio.

El Directorio está conformado por tres directores internos. Como buena práctica de Gobierno Corporativo, actualmente la empresa mantiene cuatro miembros independientes, lo cual favorece la objetividad en el seguimiento administrativo y la toma de decisiones.

El Directorio se define en los estatutos como un órgano asesor del Presidente Ejecutivo que apoya a las gestiones estratégicas, operativas y administrativas del Grupo.

El Presidente Ejecutivo es elegido por la Junta General de Accionistas y tiene como parte de sus funciones supervisar la buena marcha del negocio; elaborar el plan estratégico y el presupuesto y supervisar su cumplimiento y aprobar las políticas y reglamentos administrativos internos y supervisar su cumplimiento. Si bien la propiedad del Grupo es de carácter familiar, desde enero del 2013 la Presidencia Ejecutiva se maneja de manera independiente.

Dentro del organigrama actual del Grupo existen los cargos de Gerente Corporativo de Control de Riesgos y el Director de Experiencia al Cliente pues su estructura actual está enfocada en el cumplimiento de los objetivos estratégicos que impactan al cliente, quien es la razón de ser del negocio.

La gestión a través de Comités es parte de la cultura de la empresa. En los mismos existe una participación colaborativa entre los cargos gerenciales y personal ejecutivo en asuntos estratégicos. A la fecha de corte del presente informe se mantienen siete comités que se realizan de manera mensual o bimensual y que permiten tener una constante coordinación y seguimiento de la ejecución de las estrategias y decisiones definidas de las empresas del Grupo.

En cuanto a los órganos de fiscalización y control, la Junta General en 2018 nombró un Comisario Principal y un Comisario Suplente, que vigilan las operaciones sociales, y son independientes de la Administración.

Actualmente la empresa cuenta con un departamento de Auditoría Interna y Cumplimiento con el soporte permanente del área legal. Como parte de sus procesos, el área de Control y Gestión mantiene revisiones de los planes de trabajo para monitorear el cumplimiento legal en forma permanente y desarrolló una matriz de riesgos regulatoria que se actualiza continuamente.

La empresa cuenta con lineamientos estratégicos con una visión de cinco años, y un presupuesto anual que se revisa periódicamente en Directorio.

Salvaguardar la salud y seguridad de sus clientes es parte fundamental de los procesos que lleva a cabo la Corporación GPF, es por ello que Provefarma cuenta con un sistema de gestión de calidad para así cumplir con los requisitos de clientes y entes legales. Provefarma se encuentra habilitada para realizar las actividades de almacenamiento, distribución y transporte. La Compañía cuenta con el permiso de operador logístico, certificado de buenas prácticas de almacenamiento, distribución y transporte y mantiene la licencia para distribuir medicamentos

<sup>9</sup> Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



que contienen sustancias sujetas a control y fiscalización. Estos permisos son otorgados por la Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria (ARCSA). Con la finalidad de comprobar que las actividades son desarrolladas acorde a la normativa se establecen de forma trimestral auditorías internas.

Cumpliendo con las disposiciones legales establecidas para el manejo de medicamentos se realizan controles mensuales de la fecha de caducidad de los medicamentos y si están por expirar se procede a trasladarlos al centro de logística avanzada para la devolución a sus proveedores, quienes son responsables de incinerarlos en centros autorizados.

Las estrategias del Grupo a corto y mediano plazo son:

- Continuidad del negocio posterior al cambio accionarial.
- Fortalecer el servicio al cliente a través de una atención diferenciada y de excelencia.
- Mejorar la rotación de inventario.
- Manejar liquidez adecuada para cumplir compromisos con sus acreedores.
- Fomentar la actitud vendedora en todos sus colaboradores.

Como parte de las decisiones estratégicas de la Corporación se emprendió el proyecto “Mundo Vanguardista”, que tiene como enfoque dotar a la Corporación de soluciones tecnológicas para la optimización de sus procesos, y que ha requerido inversiones significativas por parte del Grupo desde el 2014.

Desde el año 2015, el Grupo utiliza un sistema de planificación de recursos empresariales (ERP), desarrollado por la empresa Oracle, que apoya al área financiera, comercial y de compras y permite el acceso a información confiable, precisa y oportuna además otorga la posibilidad de compartir datos entre todos los componentes de la Organización. Es importante mencionar que el cambio de ERP, le generó varios problemas operaciones que afectaron sus ingresos operativos del 2015 y 2016. A la fecha de corte, estas debilidades en el sistema han sido solventadas en su mayoría.

La Corporación en julio del 2016 puso en marcha la implementación de una nueva infraestructura física y de sistemas para la administración de inventario, que incluye tecnología robotizada para los procesos de recepción y despacho, los cuales están conectados con los procesos de monitoreo de

inventario y requerimientos de compra. En 2017, el CLA logró estabilizar sus operaciones logrando incrementar la productividad diaria, el número de pedidos y un control exhaustivo de sus inventarios. Una segunda fase que consiste en implementar aplicativos en los puntos de venta se realizará en el 2018 y 2019.

Farcomed mantiene pólizas de seguro que cubren el riesgo de sus instalaciones, muebles, enseres, equipos de oficina y mercadería.

La empresa genera información financiera oportuna, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio. Con respecto a la consistencia y claridad de la información, el Grupo atravesó por dificultades en sus sistemas transaccionales que dificultaron la oportunidad de presentación y exactitud de cuentas específicas de sus estados financieros, y la calidad de su control interno a partir del segundo semestre del 2015. No obstante, desde 2017 la Corporación se ha enfocado en corregir los inconvenientes existentes y se espera que las regularizaciones necesarias se completen dentro del 2018, por lo que consideramos que actualmente la situación no genera riesgos materiales para la emisión calificada.

Farcomed, conforme autorización del Ministerio del Trabajo, consolida la participación a trabajadores con sus compañías relacionadas Econofarm S.A., Provefarma S.A. y Farmaliadas S.A., dado que forman parte de un mismo grupo económico y sus negocios son similares y complementarios.

Las provisiones de jubilación y desahucio se realizan en función de los estudios actuariales realizados por profesionales independientes.

Farcomed mantiene juicios de impugnación a observaciones emitidas por el Servicio de Rentas internas por USD 1MM, mientras que Econofarm S.A. mantiene una glosa por USD 278M. Estos valores se consideran en el cálculo de los indicadores de endeudamiento por ser contingentes.

El emisor presentó el Informe Integral de Precios de Transferencia del 2017 elaborado por Baker & McKenzie mismo que indica que las operaciones entre empresas relacionadas cumplen con el principio de plena competencia.

La calificadora considera que a la fecha de corte no se puede conocer el impacto en el Gobierno Corporativo de la Corporación pues el mismo dependerá de las políticas que aplique la nueva Administración posterior a la aprobación de adquisición por parte del Ente de Control. No obstante, se evalúa como positivo que el probable nuevo accionista tiene amplia experiencia



internacional en el mercado farmacéutico, que podría transmitirse hacia la operación local.

**PERFIL FINANCIERO**

**Presentación de Cuentas:**

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros consolidados de Corporación Grupo Fybeca S.A. GPF, y los estados financieros individuales de Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed desde el 2014 al 2015, auditados por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. y por Deloitte & Touche para los años, 2016 y 2017. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos individuales y consolidados a noviembre-2018.

Para determinar la capacidad de pago del emisor consideramos importante analizar en conjunto sus estados financieros consolidados y los individuales. Analizar información consolidada es de suma importancia para la Calificadora dado que las decisiones estratégicas, de inversión, endeudamiento y transferencia de flujos entre empresas relacionadas se toman de forma centralizada, a través de la administración corporativa del Grupo GPF.

Recibimos en la calificación inicial las proyecciones de los estados financieros individuales para los periodos 2018 a 2020 y consolidados para los periodos 2018 y 2019, sin embargo, en este seguimiento se han actualizado las mismas principalmente por las condiciones del contrato de compra-venta entre el Grupo y Socofar. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información consolidada del Grupo, el cual mantiene la mayoría de activos, pasivos e ingresos del grupo que encabeza.

**Gestión Operativa y Tendencias**

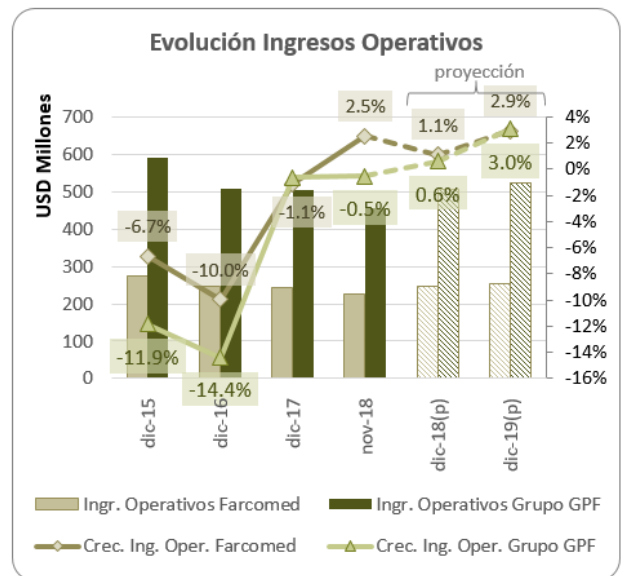
Corporación GPF, con sus principales filiales, han sido empresas que históricamente han mostrado una generación operativa positiva y un margen a nivel corporativo relativamente estable, que es característico de su negocio. Sin embargo, tanto el emisor como el Grupo sufrieron un decrecimiento de sus ingresos operativos en los últimos años. En el caso de la Corporación GPF, estos decrecieron un 11.9% en 2015, 14.4% en 2016 y 0.64% en 2017. Además de la desaceleración económica, desde el año 2015, la Corporación puso en marcha la

ejecución del proyecto tecnológico denominado “Mundo Vanguardista”, explicado en párrafos anteriores, mediante el cual se realizó el cambio de ERP y se inició la construcción del centro de logística avanzada (CLA) que generó varios problemas operativos que al momento se encuentran solucionados en su mayor parte.

Los ingresos operativos se encuentran compuestos por la venta de medicinas, artículos de consumo y bazar, recargas electrónicas, arriendo de perchas, promociones y publicidad entregada a terceros y en catálogos.

A la fecha de corte (noviembre-2018) observamos una disminución anual de los ingresos operativos de la Corporación de 0.53%, mientras que los del emisor se incrementan interanualmente un 2.52%.

**Gráfico 6**



Fuente: Grupo GPF y Farcomed. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Nuestra proyección del 2018 supone un crecimiento anual de 0.6% y 1.11% con un nivel de ingresos estimado en USD 506MM y USD 246MM para la Corporación y el emisor respectivamente, en línea con las expectativas de la Administración. Cabe mencionar que en la proyección inicial, los supuestos de crecimiento hasta finales de año eran superiores (2.04% para el Grupo y 4.01% para el emisor), sin embargo, los planes de apertura de nuevos locales se detuvieron hasta que se concrete el cambio de accionistas de la Corporación, lo cual podría darse en el primer trimestre del 2019.

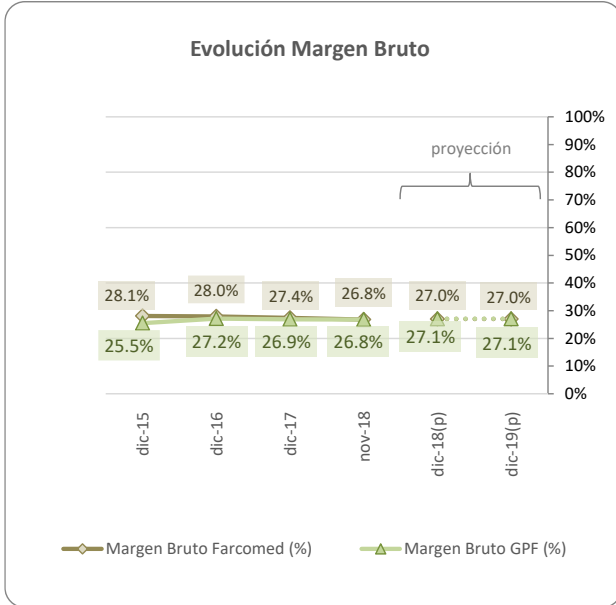
Para finales del 2019, nuestra proyección considera un crecimiento esperado de los ingresos operativos de la Corporación y Farcomed de 3%.

La proyección considera mayores ingresos gracias a la apertura de tres locales en ubicaciones



estratégicas del país que se dieron en el 2018, niveles adecuados de inventario en sus puntos de venta y el crecimiento estimado del mercado farmacéutico ecuatoriano.

**Gráfico 7**



Fuente: Grupo GPF y Farcomed. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

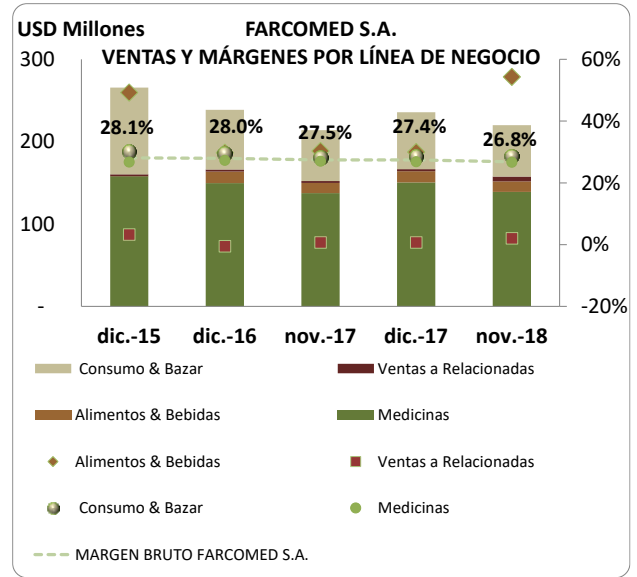
El Grupo GPF maneja un margen bruto estable y a la fecha de corte este se establece en 26.81%, muy cercano al margen del emisor que se ubica en 26.79%. Esperamos que este margen se ubique en los dos casos cercano al 27% para el cierre del 2018 y que se mantenga en dichos niveles en 2019.

La rama de medicinas aporta con mayor volumen de facturación pero los mayores márgenes porcentuales provienen de la venta de bienes de consumo, bazar alimentos y bebidas.

Los medicamentos al ser bienes de primera necesidad generan una demanda inelástica, por lo que, de existir un aumento en el precio de los mismos, su efecto puede ser generalmente trasladado al cliente final.

La estabilidad en el margen ayuda a disminuir los riesgos del negocio pues como se explicó anteriormente el precio de venta de medicinas en el país se encuentra regulado. Como consecuencia de la misma, los flujos de GPF pueden ser más predecibles en el futuro.

**Gráfico 8**



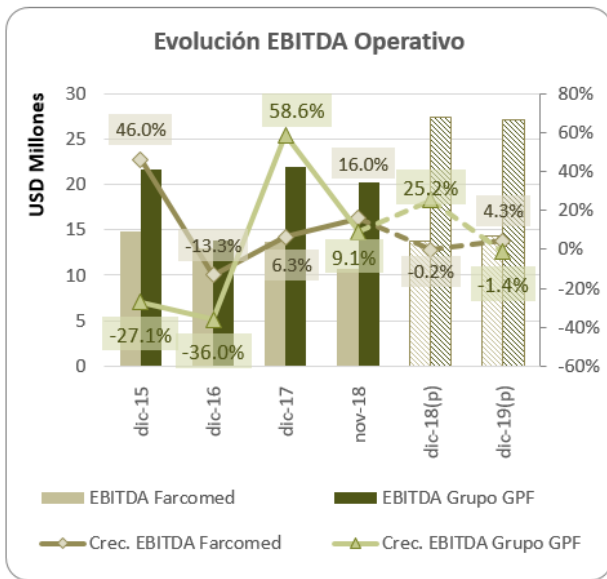
Fuente: Farcomed. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

El EBITDA del Grupo GPF en los años analizados ha sido volátil debido a la fluctuación de los ingresos operativos explicada anteriormente. Desde el 2017, se observa una mayor eficiencia operativa derivada principalmente de mayores ingresos operativos y la reducción del 6% de los gastos operativos que se consiguió gracias a la implementación del centro de logística avanzada. Esto permitió que en 2017, a pesar de la reducción de los ingresos operativos en 0.64%, el EBITDA del Grupo aumentara un 58.57%.

A la fecha de corte, se observa un crecimiento del EBITDA del Grupo del 9.09% gracias a una disminución de los gastos operativos (-3% interanual) derivados de la eficiencia obtenida de su nuevo centro. Para finales del 2018, esperamos un crecimiento del EBITDA del 25.17% debido al control de gastos mencionado anteriormente, y un mejor margen frente al presentado en 2017.

Es importante notar que el EBITDA de Farcomed representa el 53% del EBITDA del grupo GPF, lo que demuestra que el emisor es el principal generador de flujos. En los próximos años esperamos que esta relación se mantenga en promedio en niveles similares.

Gráfico 9



Fuente: Grupo GPF y Farcomed. Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR.

### Estructura del Balance del Emisor, Calidad de los Activos y Capacidad para ser Liquidados

A la fecha de corte, los activos de la Corporación GPF (USD 284.65 millones) son en su mayoría de naturaleza operativa y un 48.8% tendría una recuperación esperada de un año o menos.

Igualmente, los activos del emisor son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsible al momento.

En el caso de los inventarios (25% del activo), los mismos están compuestos por medicinas y mercadería en tránsito, suministros y papelería, repuestos y materiales y otros bienes de consumo. El emisor revisa mensualmente la caducidad de los inventarios y en función de las ventas hasta noviembre-2018 estos en promedio rotaron en 84 días, por lo cual se consideran liquidables en el corto plazo.

En el caso de la propiedad, planta y equipo (35% del activo), la misma está compuesta en su mayoría por inmuebles, maquinaria y equipos. Su capacidad para ser liquidados dependerá de la demanda de ese tipo de bienes en el momento específico.

### ACTIVOS

	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18	nov-18
<b>Total Activo Corriente</b>	50%	50%	52%	52.1%	56.8%
Fondos Disponibles	2%	3%	4%	2%	2%
Inversiones corto plazo	0%	0%	0%	1%	1%
CxC Comerciales	11%	12%	14%	15%	10%
Inventarios Neto	34%	27%	27%	25%	25%
Otras cuentas por cobrar	0%	4%	5%	5%	15%
Gastos anticipados	2%	3%	3%	4%	5%
Otros activos corrientes	1%	1%	1%	0%	0%
<b>Total Activo No Corriente</b>	50%	50%	48%	48%	43.2%
Propiedad, planta y equipo	37%	35%	34%	34%	35%
Propiedades de inversión	7%	6%	6%	6%	2%
Activo Financiero no Corriente	2%	1%	2%	1%	1%
Activos Intangibles y Diferidos	2%	2%	1%	1%	2%
Otros activos	3%	5%	5%	5%	4%
<b>Total Activo</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

### PASIVO Y PATRIMONIO

	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18	nov-18
<b>Total Pasivo Corriente</b>	65%	58%	50%	51%	51%
Deuda Financiera CP	25%	20%	7%	9%	14%
Deuda Comercial	34%	33%	37%	34%	31%
Otros Pasivos CP	6%	5%	7%	8%	6%
<b>Total Pasivo LP</b>	13%	21%	27%	24%	22%
Deuda Financiera LP	11%	19%	24%	21%	19%
Otros pasivos LP	2%	2%	3%	3%	3%
<b>PATRIMONIO</b>	21%	21%	23%	25%	27%
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Grupo GPF  
Elaboración: BWR

### FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

La generación operativa medida por el Flujo de Fondos Operativo (FFO) del Grupo mostró contracciones en 2015 y 2016, aunque a partir del 2017 mantiene una tendencia positiva. Frente al EBITDA, el FFO se aprieta por una alta carga tributaria proveniente del pago de Impuesto a la Renta, que en la mayoría de años analizados ha estado definida por el pago mínimo por anticipo.

El flujo de caja operativo (CFO) fluctúa adicionalmente en función de los requerimientos de capital de trabajo, principalmente inventarios y pagos a proveedores. Si bien ha mostrado volatilidad en los años analizados, siempre se ha mantenido positivo.

Los días promedio de cuentas por cobrar comerciales dependen de la forma de pago escogida por sus clientes, que usualmente realizan sus consumos con tarjetas de crédito, tarjetas de débito y efectivo, e históricamente se ha ubicado cerca de los 16 días a finales del año. Esperamos que esta tendencia se mantenga para finales del 2018 y 2019.

Respecto al inventario, GPF se encuentra en un proceso de optimización de sus niveles gracias a la implementación del centro de logística avanzada, que les ha permitido tener mejoras en la



trazabilidad y calidad de sus operaciones. Los niveles de inventario se han ubicado en promedio en 100 días de venta en los últimos tres años, sin embargo, a la fecha de corte ya se observa una optimización de la rotación con 92 días y esperamos que en 2019 se logre mejorar aún más este indicador ubicándolo en 82 días respecto a las ventas.

Por el lado de las cuentas por pagar, la política varía en función del proveedor, en función de la rotación histórica de sus productos, aunque en términos generales están entre 110 a 130 días. Esperamos que en los próximos años los días de cuentas por pagar se reduzcan a un promedio de 100 días aproximadamente en función de la estrategia actual de la Administración. Se espera también que la gestión conjunta entre el Grupo y cada proveedor proveniente de la información que genera el sistema, permita en el tiempo la implementación de estrategias de optimización en el inventario.

A pesar de que el Grupo realiza actividades de tipo comercial, se han realizado inversiones significativas en CAPEX y activos intangibles (USD 67.6 millones entre 2015 y 2017), que en su mayoría han estado relacionadas con el proyecto “Mundo Vanguardista”.

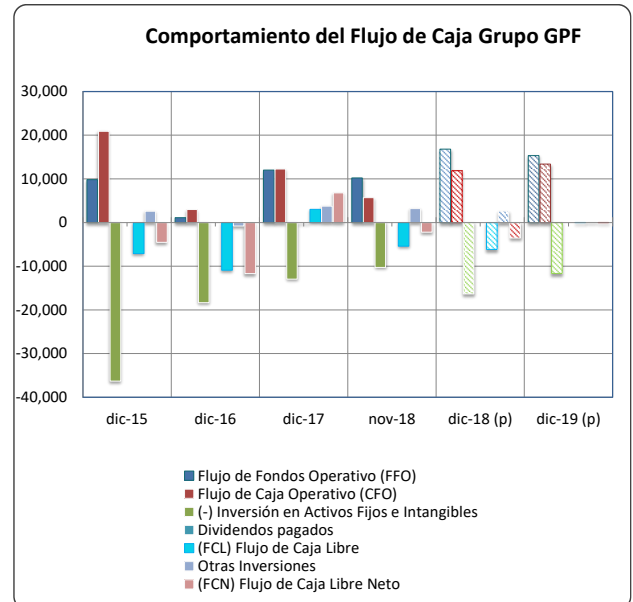
Si bien en su mayoría la generación operativa pudo cubrir dichos requerimientos de flujo, el FCL (Flujo de Caja Libre) a diciembre-2015 y 2016 fue negativo en USD -7.1MM y USD -10.9MM respectivamente. Estos valores fueron cubiertos principalmente con sus excedentes de liquidez acumulados, venta de activos no productivos en 2015 y con deuda financiera en 2016. En el 2017, el Grupo el grupo continuó con inversiones importantes pero la recuperación del CFO y otros flujos no operativos permitieron cubrir las necesidades de caja sin aumentar la deuda financiera, e incrementar los fondos disponibles en USD 6 MM.

Con corte noviembre-2018, observamos que GPF presenta un CFO positivo pero ligeramente inferior a noviembre-2017, pues tuvo un requerimiento de capital de trabajo de USD 4.5MM principalmente por mayores pagos a proveedores. El FCL fue negativo en USD -5.4MM, pues la generación operativa no logró cubrir las inversiones de CAPEX e intangibles, que hasta la fecha de corte llegan a USD 10.2MM. El FCL neto se beneficia del pago restante de la venta de un terreno no productivo por USD 3.2MM. Sin embargo, el Grupo ha logrado en este año disminuir la deuda financiera en USD 6.8 millones gracias a la utilización de los excedentes en caja acumulados el año anterior.

En función del comportamiento de las inversiones de capital realizadas hasta el mes de noviembre y los planes del Grupo, se ha considerado un CFO

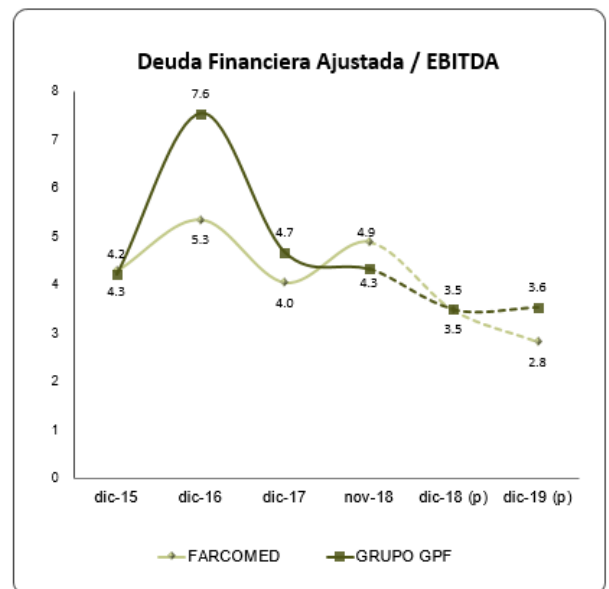
estimado hasta fin de año de USD 11.9MM. Si bien el FCL terminaría en USD -6.2 millones, la deuda financiera del grupo cerraría con una reducción de USD 4.8 millones, gracias al uso de excedentes de efectivo y los recursos provenientes de la venta del terreno antes indicado.

Gráfico 10



Fuente: Grupo GPF. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Gráfico 11



Fuente: Grupo GPF y Farcomed. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Para el cálculo del indicador, en la deuda financiera ajustada del Grupo se incluyen contingentes con el SRI por USD 1.4MM del Grupo GPF y USD 1MM para Farcomed.

La menor generación operativa, que se contrajo fuertemente en 2016, hizo que el endeudamiento en relación a la generación se incrementara de forma



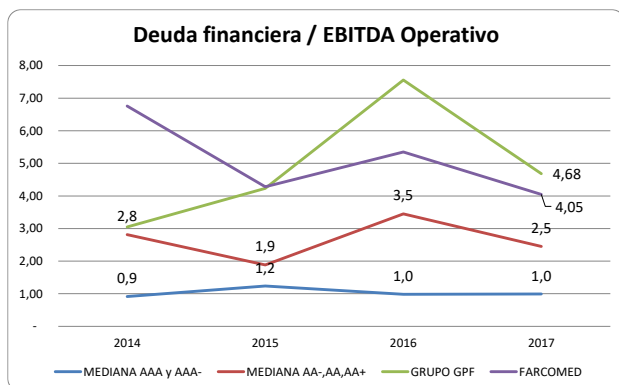
importante. Desde 2017 este indicador muestra una tendencia a recuperarse y esperamos que en 2018 y 2019 se ubique en 3.51 y 3.56 veces respectivamente. A la fecha de corte, las obligaciones financieras totales de GPF suman USD 95.6 MM. De estas un 7.4% corresponde a obligaciones con accionistas que de acuerdo a la Administración se darán de baja antes del primer trimestre por el cambio accionarial a realizarse.

En 2016 la Corporación adquirió un crédito con el Internacional Finance Corporation (IFC) por USD 18.5 MM a un plazo de ocho años y con dos años de gracia (USD 15MM con tasa de interés fija y 3.5MM con tasa de interés variable). Este contrato mantiene algunas condiciones que GPF debe cumplir, entre las que se encuentran:

- a) Mantener un indicador de Deuda Financiera/ EBITDA menor o igual a 3.0 veces para el 2017 y 2018 y de 2.5 veces para el 2019.
- b) Mantener una razón de cobertura de deuda mayor o igual a 1.2 veces.
- c) Mantener un índice de liquidez ajustado mayor o igual a 1.4 veces.
- d) Se podrán repartir dividendos cuando el indicador Deuda Financiera/ EBITDA alcance las 2 veces.

El IFC acordó una concesión de excepción a la primera cláusula que estuvo en incumplimiento para el 2017 y 2018 y la Corporación se encuentra a la espera de la aceptación de la modificación de esta cláusula para 2019 pues espera un indicador EBITDA/ Deuda Financiera de 3.5 veces.

**Gráfico 12**



\*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AAA, AAA- y AA+ por BWR  
Elaboración: BWR

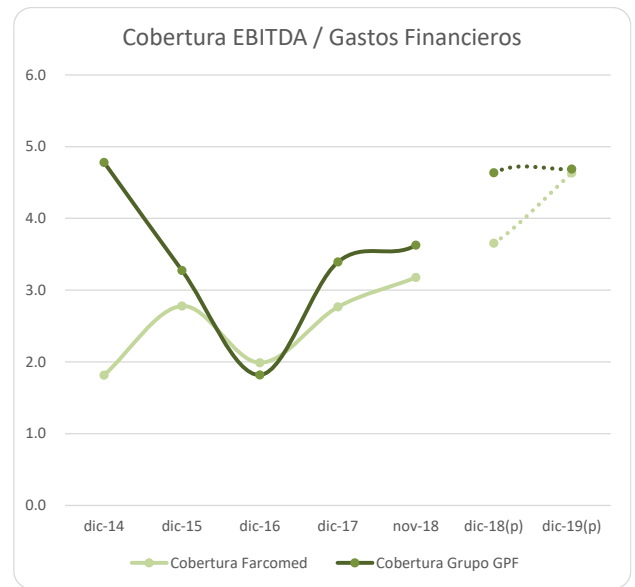
El cuadro anterior muestra que el nivel de deuda del Grupo y del emisor en 2017 no se compara favorablemente con la mediana de emisores calificados por BWR en el rango 'AA'. Sin embargo, consideramos que este hecho ha sido coyuntural

debido a la situación por la que atravesó el grupo y el emisor durante los años pasados y las importantes inversiones en CAPEX e intangibles que ya se encuentran realizadas en su mayoría. La calificación asignada contempla la expectativa de que los niveles de endeudamiento en relación a la generación muestren una mejora importante hasta fin de año y siguen fortaleciéndose en 2019 y 2020.

Es importante recalcar que la restricción del pago de dividendos y demás compromisos que mantiene el Grupo con el IFC genera una expectativa positiva respecto al cumplimiento de las proyecciones antes indicadas.

**Capacidad de Pago y Liquidez**

**Gráfico 13**



Fuente: Grupo GPF y Farcomed. Elaboración: BWR.  
Proyecciones ajustadas por BWR.

El gráfico anterior muestra que la generación del Grupo frente al gasto financiero y FFO se ha recuperado, lo cual le da mayor flexibilidad financiera al emisor. Esperamos que dicha relación se ubique en 4.6 veces en el 2018 y que en 2019 sea de 4.5 veces, niveles que consideramos holgados.

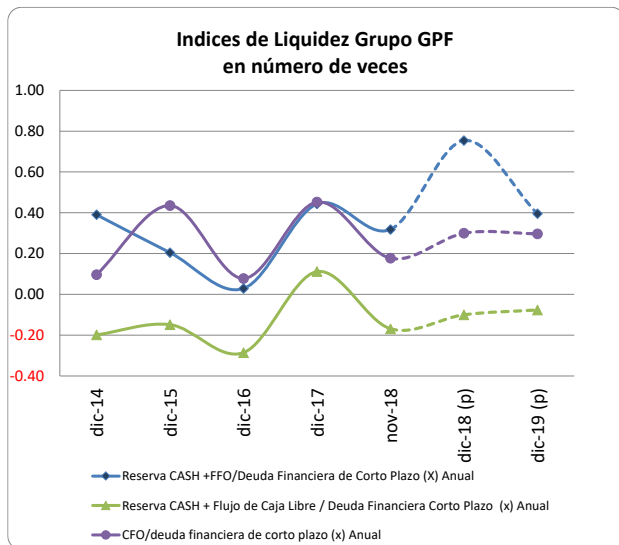
La liquidez del Grupo ha sido limitada en los períodos analizados, debido a que las decisiones de inversión requirieron importantes recursos. Adicionalmente, el pago de impuestos bajo el esquema de impuesto mínimo genera una carga pesada cuando existen niveles bajos de generación.

El alto endeudamiento que mantiene en relación a la generación se mitiga por la adecuada estructura de la deuda del Grupo, ya que a la fecha a la fecha de corte un 62% es de largo plazo. Bajo las condiciones del contrato de compra-venta de las acciones de la Corporación, actualmente todas las operaciones con entidades financieras se están

concretando en el corto plazo, pues los nuevos accionistas determinarán posteriormente la estructura de la deuda según consideren adecuada.

Bajo el actual entorno operativo el riesgo de refinanciamiento en el país fluctúa con la liquidez de la economía, que a su vez depende del financiamiento que consiga el Gobierno para mantener el gasto público. Por otro lado, consideramos que por su perfil, garantías y estructura esta sería una de las empresas que mantendrá alternativas de fondeo en escenarios de estrés.

**Gráfico 14**



Fuente: Grupo GPF y Farcomed. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Por último, cabe anotar que por su naturaleza comercial, las inversiones de CAPEX no son mandatorias y en el futuro responderán principalmente a la planificación de crecimiento del negocio, por lo cual en un escenario de menor liquidez en la economía las mismas pueden ser postpuestas en función de las circunstancias.

**POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN**

El cuadro a continuación clasifica a los pasivos del emisor en función del grado de prelación que estos tendrían en caso de liquidación. En este análisis se ha restado del activo total a los activos intangibles, diferidos, deteriorados y otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

La presente emisión tiene garantía general, por lo cual está respaldada por todos los activos no gravados del emisor, cuya calidad se analizó en un apartado anterior.

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. Los valores en circulación entran en el tercer grupo de prelación, que en caso de liquidación tendría una cobertura de 1.10 veces con los activos ajustados.

Fecha de corte	nov-18
Activo Ajustado (USD M)	134,435
Activo Total (USD M)	166,796

jun-18				
Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	9,569	9,569	14.05
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	47,164	56,732	2.37
3era	Deuda sin garantía específica de balance	65,356	122,088	1.10
<b>TOTAL</b>		<b>122,088</b>	<b>122,088</b>	<b>1.10</b>

Fuente: Estados financieros de Farcomed. Elaboración: BWR

**RESGUARDOS**

**Resguardos del Programa de Papel Comercial**

Para el programa de papel comercial 2018 que se analiza en este estudio, Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed se obliga a:

- Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
  - Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y,
  - Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a 1, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener, durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Libro II de la Codificación de las Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

El emisor se compromete adicionalmente a mantener como límite de endeudamiento que los pasivos con costo, es decir, pasivos con Instituciones Financieras y con el Mercado de Valores, no superen



en ningún momento dos veces el patrimonio de la Compañía, mientras el programa del papel comercial se encuentre vigente.

En función del certificado con corte noviembre-2018 entregado por el emisor, podemos afirmar que el emisor cumple con los resguardos de la emisión. En el cuadro a continuación se aprecia el cumplimiento del resguardo de liquidez:

	Activo corriente	Pasivo Corriente	Indicador Liquidez
ene-18	99,284	88,291	1.12
feb-18	101,251	89,829	1.13
mar-18	103,042	92,786	1.11
abr-18	103,342	93,604	1.10
may-18	99,828	83,478	1.20
jun-18	100,659	85,741	1.17
<b>Promedio semestral</b>			<b>1.14</b>

Con corte noviembre-2018, el monto emitido de papel comercial asciende a USD 8.5MM que representa únicamente el 19% del patrimonio, por lo que no supera los límites establecidos por la legislación vigente (200%).

Además, hemos recibido la confirmación del agente pagador DECEVALE y de la Compañía indicando que no registran valores pendientes de pago o cancelación por concepto de cupones, tanto de capital como de intereses.

De acuerdo con el cálculo de la garantía general detallado en la declaración juramentada realizada por el emisor, el monto en circulación de los valores vigentes en el mercado de valores en conjunto con el monto autorizado de esta emisión estaría dentro del límite legal.

En la misma declaración, Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed se compromete, para el programa de papel comercial que se analiza en este estudio, a mantener activos libres de gravamen por USD 10MM, conformados por cuentas por cobrar relacionadas y no relacionadas por USD 10MM, y se compromete a mantenerlas y reponerlas de ser el caso por el saldo en circulación hasta su redención total.

De las cuentas por cobrar relacionadas existentes en el balance del emisor, que a noviembre 2018 suman USD 38.7 millones, USD 12.5 millones son de naturaleza comercial, y la diferencia se encuentra relacionada principalmente a arriendos por cobrar (USD 5.2 millones), préstamos otorgados (USD 19.6 millones) y cuentas por cobrar por servicios corporativos (USD 1.3 millones).

Las empresas relacionadas son principalmente aquellas pertenecientes a Corporación GPF, por lo

que no se advierten consideraciones importantes de riesgo en relación a su consideración. Adicionalmente, Farcomed mantiene al mismo tiempo cuentas por pagar con relacionadas por USD 5.5 millones, que de acuerdo a lo indicado por la Administración se compensarán en parte con las cuentas por cobrar que se mantengan con las mismas compañías deudoras, asegurando así su recuperación en el corto plazo.

## POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez de papel en el mercado y no al contrario.

La empresa ha participado en el mercado de valores desde el año 2012 y mantiene un historial de pago limpio en cuanto al pago en tiempo y forma de sus obligaciones. Hasta la fecha ha colocado en el mercado dos programas de papel comercial y una titularización de flujos.

A la fecha de corte de este análisis, Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed no mantiene ninguna emisión vigente en el mercado de valores, además del que se analiza en el presente informe.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil no se han negociado valores del papel comercial analizado en mercado secundario.

<b>FARCAMED</b>					
<b>(Miles de USD)</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>nov-18</b>
<b>Resumen Balance</b>					
Caja y Equivalentes de Caja	7,160	4,269	6,254	6,577	3,207
Cuentas por Cobrar Comerciales	11,493	18,004	19,963	24,068	16,338
Inventarios	48,779	58,010	47,665	46,796	40,969
Activos fijos	63,323	63,617	61,170	59,349	57,666
Otros Activos	31,091	26,759	38,354	39,442	48,616
<b>Total Activos</b>	<b>161,846</b>	<b>170,659</b>	<b>173,406</b>	<b>176,232</b>	<b>166,796</b>
Cuentas por Pagar Proveedores	51,182	58,572	57,987	64,585	51,206
Deuda Financiera Total	68,915	63,762	69,037	55,569	57,002
Deuda Financiera Corto Plazo	37,459	42,699	34,070	12,189	23,969
Deuda Financiera Largo Plazo	24,783	19,417	32,891	42,259	31,913
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	6,673	1,646	2,076	1,122	1,120
Otros Pasivos	8,332	12,040	9,834	15,563	13,880
<b>Total Pasivos</b>	<b>128,429</b>	<b>134,373</b>	<b>136,858</b>	<b>135,718</b>	<b>122,088</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>33,101</b>	<b>33,417</b>	<b>36,286</b>	<b>40,044</b>	<b>43,552</b>
<b>Resumen de Resultados</b>					
Ventas	288,576	266,546	239,265	236,269	220,632
Costo de ventas	-212,409	-191,694	-172,386	-171,522	-161,522
Otros ingresos operativos	4,842	7,358	7,325	7,542	5,130
Egresos operativos	(74,524)	(71,703)	(65,994)	(63,149)	(56,978)
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>6,486</b>	<b>10,507</b>	<b>8,209</b>	<b>9,139</b>	<b>7,262</b>
Ingresos y gastos no operativos neto	5,289	2,742	1,261	1,643	1,916
Gasto Financiero del período	(5,614)	(5,356)	(6,489)	(4,961)	(3,359)
Impuestos a la renta	(2,382)	(2,367)	(2,355)	(1,415)	(2,035)
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>2,384</b>	<b>5,955</b>	<b>261</b>	<b>4,508</b>	<b>4,193</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>					
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>10,195</b>	<b>14,883</b>	<b>12,905</b>	<b>13,721</b>	<b>10,671</b>
(-) Gasto Financiero del período	-5,614	-5,356	-6,489	-4,961	-3,359
(-) Impuesto a la renta del período	-2,382	-2,367	-2,355	-1,415	-2,035
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>2,199</b>	<b>7,161</b>	<b>4,061</b>	<b>7,345</b>	<b>5,278</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-6,837	-5,332	836	4,486	1,488
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>-4,638</b>	<b>1,830</b>	<b>4,897</b>	<b>11,831</b>	<b>6,766</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	5,289	2,742	1,261	1,643	5,604
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	-3,688
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	919	-53	111	-106	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-208	-3,732	-1,775	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-2,180	-4,461	-1,158	-1,600	-673
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	679	-93	-304	-242	-566
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-139</b>	<b>-3,767</b>	<b>3,032</b>	<b>11,527</b>	<b>7,443</b>
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-3,839	-125	4,845	-12,514	1,435
OTRAS INVERSIONES NETO	726	1,001	-5,891	1,310	-12,248
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>-3,252</b>	<b>-2,892</b>	<b>1,985</b>	<b>323</b>	<b>-3,370</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>	<b>7,160</b>	<b>4,269</b>	<b>6,254</b>	<b>6,577</b>	<b>3,207</b>
<b>Indicadores</b>					
Patrimonio Tangible	16,901	26,321	19,377	23,694	12,347
% crecimiento en ingresos operativos	5.0%	-6.7%	-10.0%	-1.1%	2.5%
MARGEN EBIT (%)	2.2%	3.9%	3.4%	3.9%	3.3%
MARGEN EBITDA (%)	3.5%	5.6%	5.4%	5.8%	4.8%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	1.39	2.34	1.63	2.48	2.57
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	1.82	2.78	1.99	2.77	3.18
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	1.82	2.78	1.99	2.77	3.18
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	6.76	4.28	5.35	4.05	4.90
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	6.06	4.00	4.86	3.57	4.62
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	67%	64%	65%	58%	56%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.06	0.17	0.12	0.60	0.24
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	(0.12)	0.04	0.14	0.97	0.31
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.00)	(0.09)	0.09	0.95	0.34
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO ( luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.02	(0.06)	(0.08)	1.05	(0.22)

GRUPO GPF	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	nov-18
<b>(Miles de USD)</b>					
<b>Resumen Balance</b>					
Activo corriente	155,842	157,893	151,148	153,005	138,851
Activo no corriente	115,652	142,504	150,342	151,486	145,804
<b>Total Activos</b>	<b>271,494</b>	<b>300,397</b>	<b>301,490</b>	<b>304,491</b>	<b>284,655</b>
Pasivo corriente	168,908	195,713	182,957	172,855	167,091
Pasivo no corriente	44,299	47,516	70,430	81,615	66,555
<b>Total Pasivos</b>	<b>213,207</b>	<b>243,229</b>	<b>253,387</b>	<b>254,470</b>	<b>233,646</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>58,287</b>	<b>57,168</b>	<b>48,103</b>	<b>50,021</b>	<b>51,009</b>
<b>Resumen de Resultados</b>					
Ventas	664,210	579,430	499,736	496,185	448,155
Costo de ventas	-508,033	-431,815	-363,876	-362,595	-328,006
Otros ingresos operativos	6,865	12,042	6,626	6,941	9,157
Egresos operativos	(144,462)	(149,061)	(140,139)	(131,753)	(117,833)
<b>EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)</b>	<b>18,580</b>	<b>10,596</b>	<b>2,347</b>	<b>8,778</b>	<b>11,474</b>
Ingresos y gastos no operativos neto	4,030	8,258	2,693	3,301	-837
Gasto Financiero del período	(6,198)	(6,599)	(7,606)	(6,465)	(5,577)
Impuestos a la renta	(5,850)	(5,186)	(5,116)	(3,462)	(4,430)
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>8,930</b>	<b>7,044</b>	<b>-9,296</b>	<b>2,199</b>	<b>989</b>
<b>Resumen Flujo de Caja</b>					
<b>EBITDA OPERATIVO</b>	<b>29,631</b>	<b>21,601</b>	<b>13,830</b>	<b>21,929</b>	<b>20,224</b>
(-) Gasto Financiero del período	-6,198	-6,599	-7,606	-6,465	-5,577
(-) Impuesto a la renta del período	-5,850	-5,186	-5,116	-3,462	-4,430
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>17,583</b>	<b>9,816</b>	<b>1,107</b>	<b>12,002</b>	<b>10,217</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-13,224	11,079	1,880	239	-4,529
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>4,359</b>	<b>20,896</b>	<b>2,987</b>	<b>12,240</b>	<b>5,688</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	4,030	8,258	3,904	4,152	4,452
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-1,211	-851	-5,290
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	120	34	1,765	483	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-2,678	0	0	-33	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-5,980	-19,618	-7,203	-4,705	-2,502
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-8,786	-16,683	-11,146	-8,261	-7,758
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-8,935</b>	<b>-7,114</b>	<b>-10,905</b>	<b>3,025</b>	<b>-5,410</b>
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	2,232	-871	12,154	-768	-6,809
OTRAS INVERSIONES NETO	-1,034	2,600	-781	3,768	3,200
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>-7,737</b>	<b>-5,386</b>	<b>468</b>	<b>6,024</b>	<b>-9,019</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>	<b>19,236</b>	<b>13,851</b>	<b>14,319</b>	<b>20,343</b>	<b>11,324</b>
<b>Indicadores</b>					
Patrimonio Tangible	21,947	8,394	-8,185	-3,232	-7,889
% crecimiento en ingresos operativos	7.9%	-11.9%	-14.4%	-0.6%	-0.5%
MARGEN EBIT (%)	2.8%	1.8%	0.5%	1.8%	2.6%
MARGEN EBITDA (%)	4.5%	3.7%	2.8%	4.4%	4.5%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	3.84	2.49	1.15	2.86	2.83
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	4.78	3.27	1.82	3.39	3.63
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	4.78	3.27	1.82	3.39	3.63
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	3.05	4.23	7.56	4.68	4.33
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	2.40	3.59	6.52	3.75	3.82
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	61%	62%	68%	67%	65%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.39	0.20	0.03	0.44	0.32
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.10	0.44	0.08	0.45	0.18
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.22)	(0.09)	(0.31)	0.25	(0.07)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO ( luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0.22)	(0.09)	(0.31)	0.25	(0.07)

La reproducción o distribución total o parcial de este documento está prohibida, salvo permiso escrito. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información confiable que recibe de sus clientes y de otras fuentes que considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una evaluación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de la información de fuentes independientes en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles. Dependiendo de la naturaleza del proceso de calificación y/o del emisor, la forma en que se realice la evaluación y el análisis de la información pueden variar, al igual que los requisitos de información para la calificación. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos incluyendo auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales. No son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS: Las prácticas a través de las cuales se ofrecen y se colocan los valores al mercado, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes realizados por terceros. En última instancia la institución calificada y/o el emisor son los responsables de la exactitud de la información que proporcionan a la Calificadora y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes.

Adicionalmente, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2019.