

Ecuador
Papel Comercial
Segundo 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.

Último 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)	2018 (diciembre)	2019 (mayo)
Activos	159.9	160.7
Ventas	242.1	97.6
Margen EBITDA (%)	5.95%	3.82%
ROE (%) *	10.60%	8.44%
Deuda / capitalización (%)	56.09%	53.19%
CFO / Deuda Fin CP (X) *	0.19	0.22
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	0.11	0.31
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x) *	3.86	5.73
Deuda Financiera Total Ajustada / FFO (x) *	6.78	13.54

* Indicador anualizado para mayo-2019

Fuente: Farcomed
Elaboración BWR

Contactos:

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

Andrea Coronel
(5932) 226 9767 ext. 108
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 refinanciamiento hacia el largo plazo que se dará hasta finales de año de la deuda financiera.

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. 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 y las estrategias en proceso de implementación 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. Como mitigante se considera que existe un acuerdo con el grupo accionario al que pertenece, para el refinanciamiento a largo plazo de la deuda hasta finales de año mediante un vehículo creado para este propósito, lo cual aumentará significativamente la flexibilidad financiera del emisor y del grupo local.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga por una adecuada estructura de capital, soportada en deuda de corto y largo plazo, y un patrimonio con tendencia a fortalecerse por la reinversión del total de las utilidades del Grupo. 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 relativo, así como de reestructuración de la deuda hacia el largo plazo 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	3,600,000.00
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. Mediante resolución No. SCPM-CRPI-001-2019 del 15 de marzo de 2019, la Comisión de Resolución de Primera Instancia de la Superintendencia de Control y Poder de Mercado, autoriza la operación de concentración económica entre los operadores SOCOFAR y Corporación Grupo Fybica S.A. GPF.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

La economía ecuatoriana presentó un modesto crecimiento de 1.4% en términos constantes en el

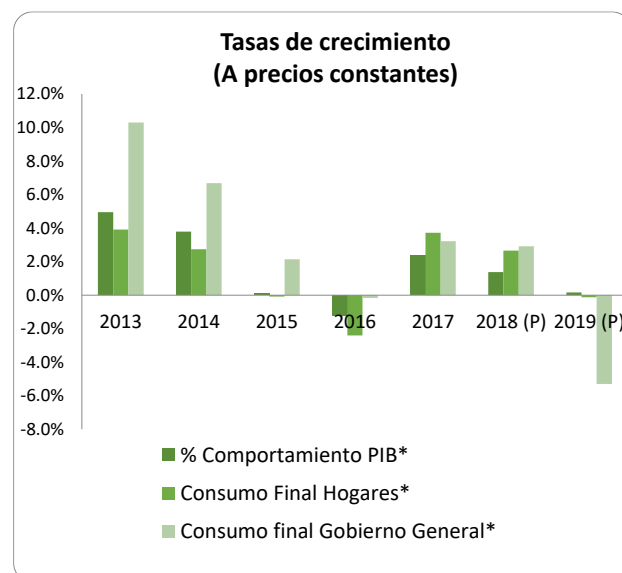
2018 según los resultados provisionales de las Cuentas Nacionales publicadas por el BCE. La previsión de crecimiento para el 2019 es de 0.16%.

A nivel internacional, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento para 2019 de 0.4%, mientras que las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un decrecimiento de -0.5%, seguido de un crecimiento de 0.2% para 2020.

El 20 de febrero de 2019, el presidente Lenin Moreno, anunció la firma de un convenio con el FMI por USD 10,200MM: USD 4,200MM vendrán directamente del FMI y USD 6,000MM serán de bancos multilaterales. El objetivo de este convenio es brindar asistencia financiera y apoyo a las políticas económicas del gobierno ecuatoriano en los próximos tres años. Fue aprobado por el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional el lunes 11 de marzo del 2019.¹

El presupuesto del Estado en 2019 muestra una reducción de 1.3% respecto al del año anterior, sin considerar la Cuenta de Financiamiento de Derivados Deficitarios. Con esto el presupuesto alcanza USD 31,319 MM mientras que el del 2018 inicial fue de USD 31,746 MM.

Gráfico 1



*PIB y consumo a precios constantes

Fuente: BCE

Elaboración: BWR

A pesar de la contracción de gasto público, la proforma presupuestaria 2019 cumple con la disposición constitucional de incremento del 0.5%

¹ <http://contexto.gk.city/ficheros/claves-entender-el-acuerdo-ecuador-con-el-fondo-monetario-internacional-fmi/que-tipo>



del PIB a Salud. La Constitución indica que el presupuesto estatal destinado a ese sector debe incrementarse cada año en un porcentaje no inferior al 0.5% del PIB, hasta alcanzar al menos el 4%.

El monto asignado al Sistema Nacional de Salud pasó de USD 3,402MM del codificado del ejercicio 2018 a USD 3,968MM en 2019. Se asignó USD 6.18MM para el tratamiento de adicciones y USD 415MM para los procesos de adquisición de medicamentos y dispositivos médicos.

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).

De acuerdo al plan *Toda una Vida* del Gobierno al 2021² respecto a los servicios de salud, se planifica la inversión social a través de las construcciones de centros de salud y hospitales. Además, hacia el 2030 Ecuador planifica un avance en la garantía del derecho a la salud en el marco de un Estado intercultural y plurinacional.

Así, el Gobierno planifica orientar el derecho a la salud de manera especial a grupos de atención prioritaria y vulnerable. Así, se ubican los siguientes objetivos al 2021:

- Aumentar la cobertura, calidad y acceso a servicios de salud de recién nacidos hasta el 98.9%.
- Mejorar los servicios públicos de salud con enfoque intercultural.
- Mejorar la cobertura, calidad y acceso a salud en centros rurales.
- Incrementar la tasa de profesionales de la salud de 25.1 a 34.8 por cada 10.000 habitantes.

La Planificación Territorial en Salud del Ministerio de Salud Pública (MSP) definió como primer eje el fortalecimiento del primer nivel de atención. Dentro de este contexto, el proyecto de Fortalecimiento de la Red de Servicios de Salud y Mejoramiento de la Calidad, que inició en 2012 y se ha extendido hasta el 2018, ha financiado la

puesta en marcha de nuevos centros de salud, así como la readecuación de los existentes y la adquisición de equipamiento biomédico, tecnológico y mobiliario (clínico, básico y de oficina) para los mismos.³

De acuerdo a las previsiones macroeconómicas del Banco Central del Ecuador, los servicios sociales y de salud crecerían en un 0.57% para el año 2019, en términos constantes. Así, el monto de este rubro en 2019 ascenderá a USD 2.528 MM, es decir, 3.51% del PIB.⁴

Además, 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 USD 1,004MM en infraestructura sanitaria desde el 2008 al 2018.⁵

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.⁶ 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 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.

³ <http://www.salud.gob.ec/fortalecimiento-de-la-red-de-servicios-de-salud-y-mejoramiento-de-la-calidad/>

⁴ IEM 442 (e) Banco Central del Ecuador

⁵ <https://www.salud.gob.ec/el-ministerio-de-salud-publica-fortalece-la-sostenibilidad-financiera-del-sector-sanitario-en-el-pais/>

⁶ https://www.iesg.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=7778875&_101_INSTANCE_3dH2_type=content&_101_INSTANCE_3dH2_groUpId=10174&_101_INSTANCE_3dH2_urlTitle=iesg-construye-modernos-hospitales-en-todo-el-pais&redirect=%2Fen%2Fweb%2Fafiliado%2Fnoticias?mostrarNoticia=

² http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/10/PNBV-26-OCT-FINAL_OK.compressed1.pdf

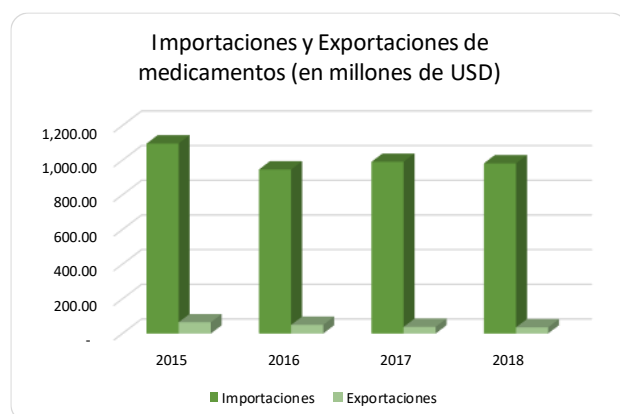


Cabe señalar que las cadenas farmacéuticas tienen diversificación de sus ventas entre medicamentos básicos, de uso continuo, eventual, y en algunos casos además artículos de bazar, lo que permite a las comercializadoras equilibrar el crecimiento de ventas y los márgenes.

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 importante⁷.

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 materias primas importadas y estabilidad normativa y jurídica.⁸

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.⁹

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

⁷ <http://farma.ebizor.com/ecuador-como-productor-farmaceutico/>

⁸ <http://www.elcomercio.com/actualidad/importaciones-sector-farmaceutico-supera-exportaciones.html>

⁹

http://www.ecuadorinmediato.com/index.php?module=Noticias&func=nc-news_user_view&id=2818836776



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.¹⁰ 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.

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.

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 constituida en 1930, dedicada principalmente a la comercialización y distribución de productos farmacéuticos, de perfumería y bazar y otros que se expandan 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, período a partir del cual se empezó también a consolidar información financiera. El Grupo se encuentra conformado por Farcomed (farmacias Fybica), 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 89 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”, 17% a Fybica y el 5% restante a la marca OkiDoki.

El 65.4% de las ventas de Farcomed provienen de la comercialización de medicinas, el 27.8% se origina de la venta de artículos de consumo, bazar y el 6.8% corresponde a la venta de alimentos y bebidas, ventas a relacionadas y servicios.

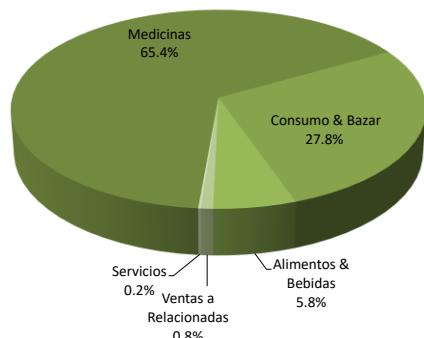
La estructura de las ventas en Farcomed y Econofarm S.A. es similar, aunque en Econofarm S.A. existe una mayor participación del segmento de medicinas por su esquema de ventas al mostrador, a diferencia de Farcomed que actualmente opera como un autoservicio.

¹⁰ http://www.pbplaw.com/arcsa-reglas-control-funcionamiento-establecimiento-farmaceuticos/#_ftn1



Gráfico 4

Distribución de ventas por línea de negocio
Farcomed (mayo-2019)



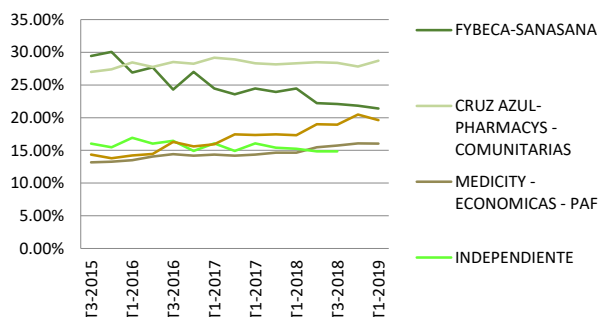
Fuente: Farcomed
Elaboración: BWR

Corporación GPF emplea a 4,323 colaboradores, de los cuales 1,300 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 50.11% del mercado privado de comercialización y distribución de medicinas está cubierto por las dos más grandes del país, Corporación GPF con 21.41% de participación y Difare con el 28.7%, incluyendo a la línea de farmacias económicas que son parte de cada grupo.

Gráfico 5

Participación de Mercado
Cadenas Farmacéuticas



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 33.84% 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 (98.6% de los ingresos y 70% 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, cuyas acciones están distribuidas de la siguiente manera:



Accionista	Capital en USD	% Participación
Coproración Grupo Fybeka SA Farcomed	20,697,390	99.99995%
PROVEFARMA S.A.	10	0.00005%
TOTAL	20,697,400	100.00%

Las acciones de Corporación Grupo Fybeka S.A. Farcomed en abril-2019 pasaron a 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.

Al corte de este informe Farcomed tiene un patrimonio de USD 45.1MM; de este el capital social representa el 45.9%.

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 55.9% de la capitalización¹¹ de la Compañía. Esta relación se considera sana y se espera que siga mejorando en función de las proyecciones del emisor.

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.

Como se comentó en la sección “Hechos Relevantes”, a partir del 15 de marzo-2019, las acciones del Grupo GPF fueron vendidas a

SOCOFAR, grupo chileno líder en retail farmacéutico. A la fecha de corte, la Compañía realizó cambios en su plana gerencial acorde a las políticas de la nueva Administración. Se evalúa como positivo que el nuevo accionista tiene amplia experiencia internacional en el mercado farmacéutico, que podría transmitirse hacia la operación local.

La Corporación se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el 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 se encuentra conformado por representantes de sus Accionistas.

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 supervigilar su cumplimiento.

A partir del 01 de mayo de 2019, Miguel Celedón asumió el cargo de Presidente Ejecutivo de la Corporación GPF. Cuenta con más de treinta años de experiencia y liderazgo en varias operaciones de Socofar. Actualmente, ejerce la representación legal y administración de todas las compañías del Grupo y reporta al Presidente Ejecutivo de Socofar.

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

La Corporación cuenta con un Comité Ejecutivo conformado por el Director Comercial, Director de Operaciones, Director de Finanzas, Director de Recursos Humanos, Director de TI, Gerencia de Riesgos y Legal, Gerencia de Marketing. Este comité se reúne de manera semanal y se envían reportes a Socofar.

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.

En cuanto a los órganos de fiscalización y control, la Junta General en 2019 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

¹¹ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



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.

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 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.

La empresa cuenta con lineamientos estratégicos, y un presupuesto anual que se revisa periódicamente. Las estrategias del Grupo a corto y mediano plazo son:

- Continuidad del negocio posterior al cambio accionarial.
- Reposicionar al Grupo GPF en el mercado.
- Centralizar la administración de todas las empresas del Grupo.
- Mejorar la rotación de inventario.
- Manejar negociaciones regionales con sus proveedores.
- Promover el modelo denominado *por tubería*, mediante el cual se realizan negociaciones estratégicas a través de grandes compras a los proveedores.

Como parte de las decisiones estratégicas de la Corporación desde el 2014 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. El nuevo accionista se encuentra evaluando la continuidad de estas inversiones, y la adaptación a nivel local de las que maneja el grupo en otros países.

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.

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.

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 ahora los esfuerzos se enfocan en desarrollos adicionales o implementaciones menores que buscan crecer las eficiencias.

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.

El emisor presentó el Informe Integral de Precios de Transferencia del 2018 elaborado por Baker & McKenzie, mismo que indica que las operaciones entre empresas relacionadas cumplen con el principio de plena competencia.



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, 2017 y 2018. 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 mayo-2019.

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 una estimación de las principales cuentas de los estados financieros individuales y consolidados para el 2019. 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 los 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.

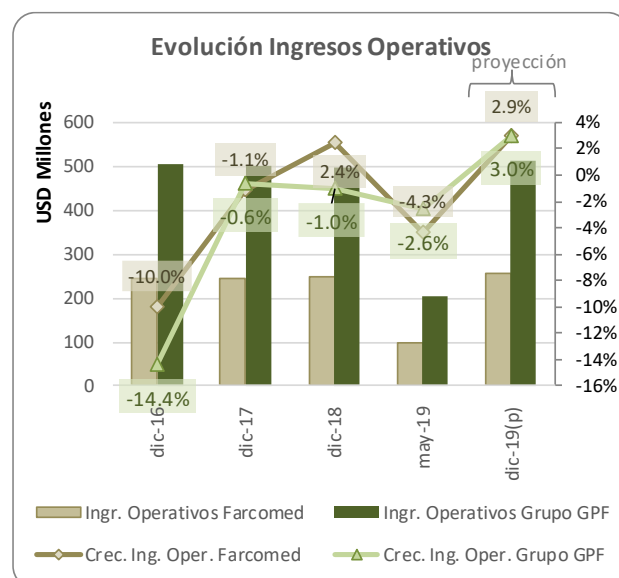
Sin embargo, tanto el emisor como el Grupo sufrieron un decrecimiento de sus ingresos operativos en los últimos años. En el caso de la Corporación GPF, estos decrecieron un 14.4% en 2016, un 0.64% en 2017 y 1% en 2018. Además de la desaceleración económica, desde el año 2015, la Corporación puso en marcha 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. Adicionalmente,

por la transacción de venta de la Compañía, existieron ciertas restricciones que dificultaron el desenvolvimiento normal del negocio.

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 (mayo-2019) observamos una disminución anual de los ingresos operativos de la Corporación de 2.59%, mientras que los del emisor decrecen interanualmente un 4.31%. Esta contracción se da por un crecimiento inusual de los ingresos en los tres primeros meses del 2018, que fueron los mejores del año pasado.

Gráfico 6



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

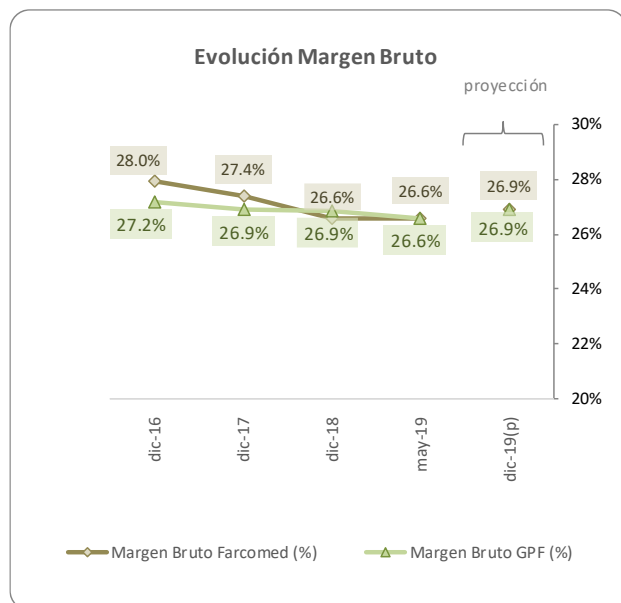
Nuestra proyección del 2019 supone un crecimiento anual de 3% con un nivel de ingresos estimado en USD 505MM y USD 249MM para la Corporación y el emisor respectivamente, en línea con las expectativas de la Administración.

La proyección considera mayores ingresos gracias a la apertura de 30 locales en ubicaciones estratégicas del país y niveles adecuados de inventario en sus puntos de venta. Para el 2020 se espera una apertura más agresiva de locales.

El Grupo GPF maneja un margen bruto estable y a la fecha de corte este se establece en 26.61%, muy cercano al margen del emisor, que se ubica en 26.60%. Esperamos que este margen se ubique en los dos casos cercano al 26.6% para el cierre del 2019. En próximos años, el emisor espera una mejora del margen gracias a mejores negociaciones con proveedores a cambio de mayores volúmenes.



Gráfico 7



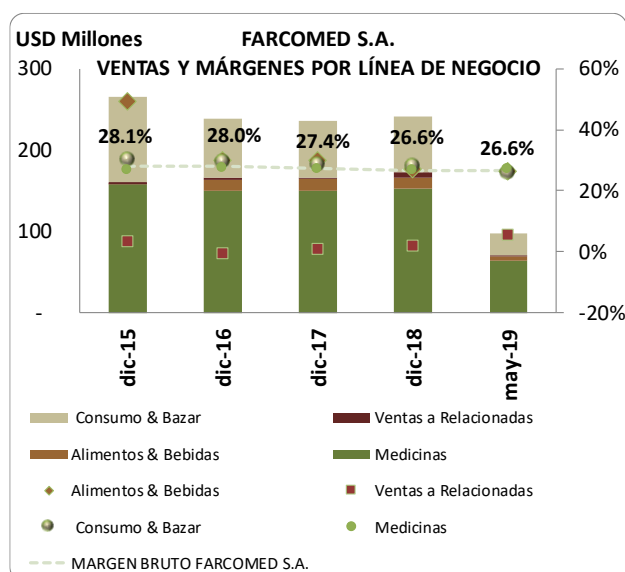
Fuente: Grupo GPF y Farcomed. Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

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, muestran una demanda inelástica, por lo que, de existir un aumento en el precio de estos, 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 esto, los flujos de GPF pueden ser más predecibles en el futuro.

Gráfico 8



Fuente: Farcomed. Elaboración: BWR.

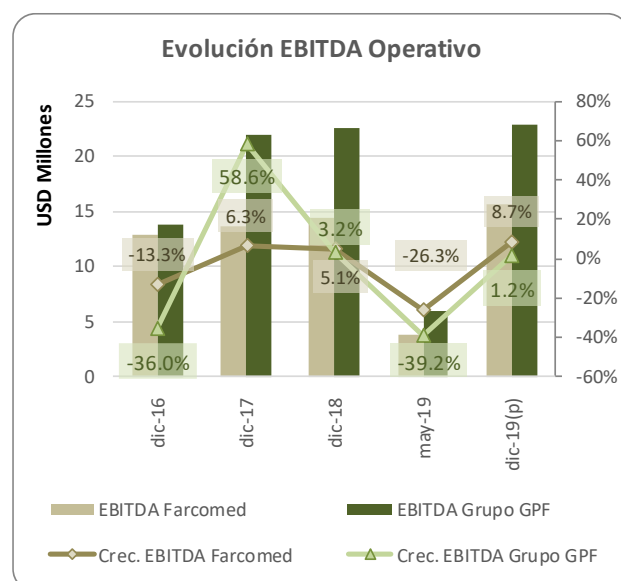
El EBITDA del Grupo GPF en los años analizados ha sido volátil debido a la fluctuación de los ingresos operativos explicada anteriormente. Desde el 2017, se observa una mayor eficiencia operativa derivada principalmente de mayores ingresos operativos y la reducción del 6% de los gastos operativos, que 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%. En 2018, el EBITDA del Grupo incrementó un 3.16% gracias a una disminución de los gastos operativos (-0.9% interanual) derivados de la eficiencia obtenida de su nuevo centro.

A la fecha de corte, se observa un decrecimiento del EBITDA del Grupo del -39.2% debido a la menor generación y al incremento de los gastos operativos (3.6% interanual). Este aumento se dio por la reestructuración del personal derivado del ingreso de la nueva Administración, realizada en búsqueda de eficiencias en el manejo de sus unidades operativas, haciéndolo ahora de forma consolidada y no por marca.

Para finales del 2019, esperamos un crecimiento del EBITDA del 1.2% debido a mayores ingresos, y un mejor margen frente al presentado en 2018.

Es importante notar que el EBITDA de Farcomed representa el 62% 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 270.03 millones) son en su mayoría de naturaleza operativa y un 47.5% 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 previsibles al momento.

En el caso de los inventarios del Grupo (33% del activo), los mismos están compuestos por medicinas y mercadería en tránsito, suministros y papelería, repuestos y materiales y otros bienes de consumo. En función de las ventas hasta mayo-2019 el inventario rota cada 90 días, por lo cual en general se considera liquidable en el corto plazo.

La propiedad, planta y equipo (31% del activo) 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

ACTIVOS GPF	dic-16	dic-17	dic-18	may-19
Total Activo Corriente	50%	50%	46.5%	47.5%
Fondos Disponibles	4%	6%	5%	3%
Inversiones corto plazo	1%	0%	1%	0%
CxC Comerciales	6%	7%	5%	7%
Inventarios Neto	35%	33%	31%	33%
Otras cuentas por cobrar	0%	0%	0%	0%
Gastos anticipados	2%	3%	3%	4%
Otros activos corrientes	3%	1%	1%	0%
Total Activo No Corriente	50%	50%	53.5%	52.5%
Propiedad, planta y equipo	30%	30%	32%	31%
Activo Financiero no Corriente	1%	1%	1%	1%
Inversiones Emp. Relac.	0%	0%	0%	0%
Activos Intangibles y Diferidos	15%	15%	19%	19%
Otros activos	0%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

PASIVO Y PATRIMONIO

PASIVOS GPF	dic-16	dic-17	dic-18	may-19
Total Pasivo Corriente	61%	57%	57%	61%
Deuda Financiera CP	13%	9%	14%	16%
Deuda Comercial	44%	42%	38%	39%
Otros Pasivos CP	4%	6%	5%	6%
Total Pasivo LP	23%	27%	23%	20%
Deuda Financiera LP	21%	24%	19%	16%
Otros pasivos LP	2%	2%	4%	4%
PATRIMONIO	16%	16%	19%	19%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%

Fuente: Grupo GPF
Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y

TENDENCIAS

La generación operativa del Grupo, medida por el Flujo de Fondos Operativo (FFO), 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 los 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 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 le 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 se observa una optimización de la rotación con 90 días y esperamos hasta finales de año se logre mejorar aún más este indicador ubicándolo en 85 días respecto a las ventas.

Por el lado de las cuentas por pagar, la política varía en función del proveedor y 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 de negociación 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

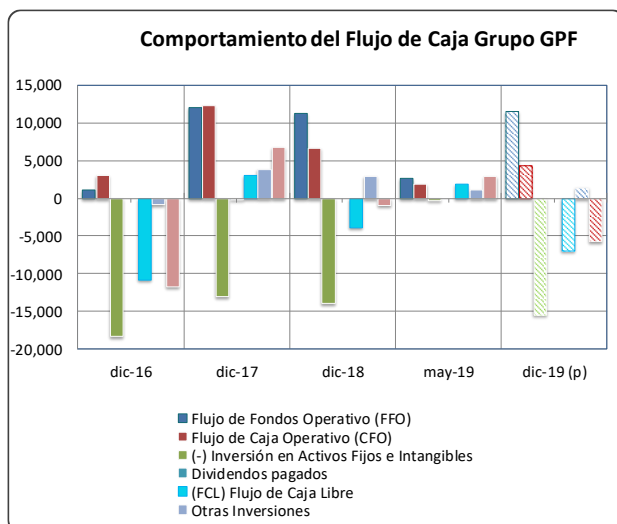


de Caja Libre) a diciembre-2015 y 2016 fue negativo en USD -7.1MM y USD -10.9MM respectivamente. Estos valores fueron pagados principalmente con sus excedentes de liquidez acumulados, venta de activos no productivos en 2015 y con deuda financiera en 2016. En el 2017, el Grupo continuó con inversiones 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.

En 2018, GPF presentó un CFO positivo, aunque el FCL fue negativo en USD -3.8MM, pues la generación operativa no logró cubrir las inversiones de CAPEX e intangibles, que fueron de USD 13.9MM. El FCL neto se benefició del pago restante de la venta de un terreno no productivo por USD 3.2MM.

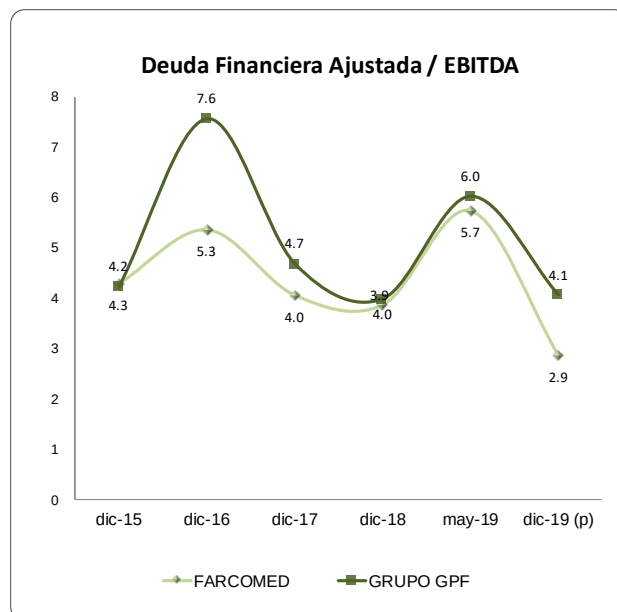
Con corte mayo-2019, observamos que GPF presenta un FFO positivo que permitió cubrir un requerimiento de capital de trabajo de USD 793M por un mayor requerimiento de inventario. El FCL fue positivo en USD 1.9MM, pues hasta el mes de mayo no se observan mayores inversiones en CAPEX e intangibles. Sin embargo, según los planes del Grupo se esperan inversiones en CAPEX de USD 10MM por la apertura de los nuevos locales. En función a esto, se ha considerado un FCL estimado hasta fin de año de USD -7MM que será financiado con deuda y uso de fondos disponibles.

Gráfico 10



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

Gráfico 11



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

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 mostró una tendencia a recuperarse, aunque a la fecha de corte, el mismo se incrementa debido a la contracción del negocio. A la fecha de corte, las obligaciones financieras totales de GPF suman USD 86.4MM.

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:

- 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.
- Mantener una razón de cobertura de deuda mayor o igual a 1.2 veces.
- Mantener un índice de liquidez ajustado mayor o igual a 1.4 veces.
- 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. Además, se modificó esta cláusula para 2019 a 4 veces.

El nivel de deuda del Grupo y del emisor no compara favorablemente con la mediana de emisores calificados por BWR en el rango 'AA'. Sin

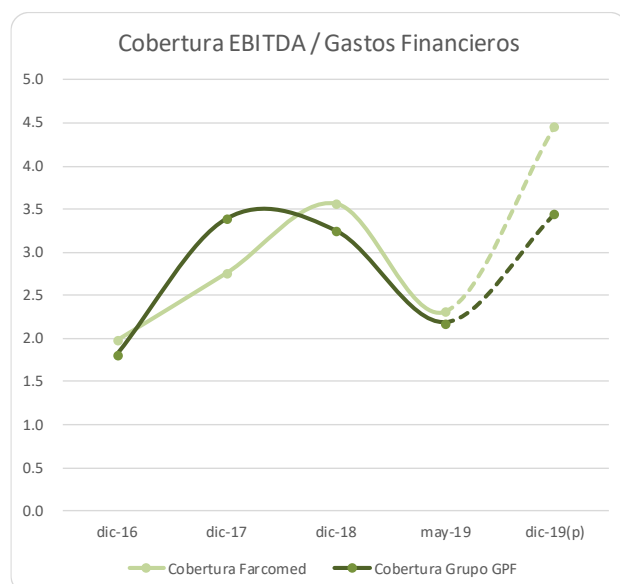


embargo, consideramos que este hecho ha sido coyuntural debido a la situación por la que atravesó el grupo y el emisor durante los años pasados y las importantes inversiones en CAPEX e intangibles que ya se encuentran realizadas en su mayoría.

La calificación asignada contempla la expectativa de que los niveles de endeudamiento en relación con la generación muestren una mejora importante hasta fin de año y sigan fortaleciéndose en 2020. Además, existe un acuerdo para el refinanciamiento de toda la deuda financiera hasta finales de año mediante un vehículo creado para este propósito. Este refinanciamiento contemplará una estructura a largo plazo (5 años) con amortización trimestral y una tasa de interés atractiva para GPF, lo cual aumentará la flexibilidad financiera del grupo.

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 ubicado entre las 2 y 3.6 veces, lo cual le da flexibilidad financiera al emisor. Esperamos que dicha relación se ubique cercana a las 3.5 veces en el 2019.

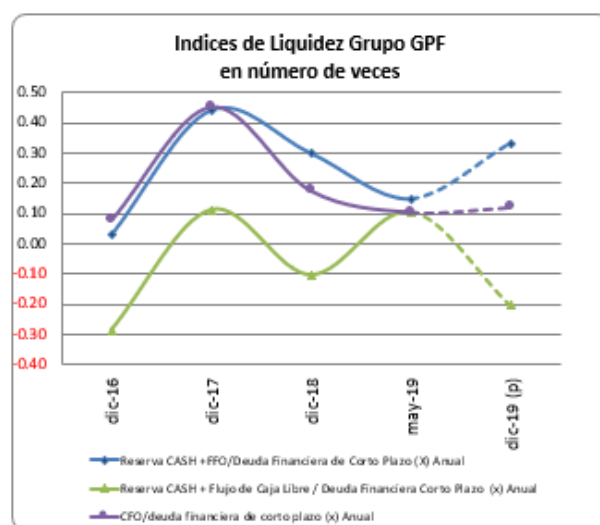
La liquidez del Grupo ha sido limitada en los períodos analizados, debido a que las decisiones de inversión requirieron importantes recursos. Adicionalmente, el pago de impuestos bajo el esquema de impuesto mínimo genera una carga pesada cuando existen niveles bajos de generación.

A la fecha de corte, la estructura de la deuda del Grupo es de un 51% en el largo plazo y un 49.5% en el corto. Actualmente, todas las operaciones con

entidades financieras se están concretando en el corto plazo, por la expectativa de restructuración de la deuda hacia el largo plazo a través de una sola operación, explicada en párrafos anteriores.

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. No obstante, el riesgo de refinanciamiento estaría mitigado en este caso por la operación de reestructuración de toda la deuda a ejecutarse en este año.

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 pospuestas 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 1.14 veces con los activos ajustados.

Fecha de corte	may-19
Activo Ajustado (USD M)	132,371
Activo Total (USD M)	160,732

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	6,890	6,890	19.21
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	51,281	58,172	2.28
3era	Deuda sin garantía específica de balance	57,437	115,609	1.14
TOTAL		115,609	115,609	1.14

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 mayo-2019

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
dic-18	94,572	80,764	1.17
ene-19	91,791	77,819	1.18
feb-19	93,036	80,261	1.16
mar-19	95,598	83,363	1.15
abr-19	95,142	82,426	1.15
may-19	96,257	84,563	1.14
Promedio semestral			1.16

Con corte mayo-2019, el monto emitido de papel comercial asciende a USD 3.6MM que representa únicamente el 18.8% 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 mayo-2019 suman USD 40.7 millones, USD 17.4 millones son de naturaleza comercial, y la diferencia se encuentra relacionada principalmente a préstamos otorgados (USD 22.7 millones) y 610m correspondiente a cuentas por cobrar por la venta de acciones realizadas a la Corporación Grupo Fybeca S.A. GPF.

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 6.7 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.



FARCOMED						
(Miles de USD)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	may-19	dic-19(P)
Resumen Balance						
Caja y Equivalentes de Caja	4,269	6,254	6,577	2,558	1,147	2,000
Cuentas por Cobrar Comerciales	18,004	19,963	24,068	20,220	17,889	19,067
Inventarios	58,010	47,665	46,796	37,034	38,588	42,959
Activos fijos	63,617	61,170	59,349	57,928	56,925	56,572
Otros Activos	26,759	38,354	39,442	42,174	46,183	41,856
Total Activos	170,659	173,406	176,232	159,915	160,732	162,454
Cuentas por Pagar Proveedores	58,572	57,987	64,585	48,784	52,703	55,707
Deuda Financiera Total	63,762	69,037	55,569	55,640	51,281	44,786
Deuda Financiera Corto Plazo	42,699	34,070	12,189	24,193	24,676	11,317
Deuda Financiera Largo Plazo	19,417	32,891	42,259	31,447	26,605	33,469
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	1,646	2,076	1,122	0	0	0
Otros Pasivos	12,040	9,834	15,563	11,928	11,625	12,155
Total Pasivos	134,373	136,858	135,718	116,352	115,609	112,648
Patrimonio	33,417	36,286	40,044	44,708	43,563	49,806
Resumen de Resultados						
Ventas	266,546	239,265	236,269	242,137	97,606	249,402
Costo de ventas	-191,694	-172,386	-171,522	-177,789	-71,639	-182,313
Otros ingresos operativos	7,358	7,325	7,542	7,591	2,025	7,591
Egresos operativos	(71,703)	(65,994)	(63,149)	(62,439)	(25,743)	(63,375)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	10,507	8,209	9,139	9,501	2,250	11,305
Ingresos y gastos no operativos neto	2,742	1,261	1,643	533	1,441	534
Gasto Financiero del período	(5,356)	(6,489)	(4,961)	(4,039)	(1,612)	(3,515)
Impuestos a la renta	(2,367)	(2,355)	(1,415)	(2,172.72)	(542.27)	(2,080.99)
RESULTADO NETO DE LA GESTION	5,689	677	4,407	4,456	1,559	6,243
Otros resultados integrales	265	(416)	100	(3.70)	-	-
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	5,955	261	4,508	4,453	1,559	6,243
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	14,883	12,905	13,721	14,418	3,732	15,666
(-) Gasto Financiero del período	-5,356	-6,489	-4,961	-4,039	-1,612	-3,515
(-) Impuesto a la renta del período	-2,367	-2,355	-1,415	-2,173	-542	-2,081
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	7,161	4,061	7,345	8,207	1,578	10,070
(-) Variación Capital de Trabajo	-5,332	836	4,486	-3,567	697	1,444
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,830	4,897	11,831	4,639	2,275	11,514
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	2,742	1,261	1,643	1,735	2,411	1,077
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-1,202	-970	-543
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	-53	111	-106	78	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-3,732	-1,775	0	0	-275	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-4,461	-1,158	-1,600	-1,753	-74	-1,753
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-93	-304	-242	-848	-216	0
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-3,767	3,032	11,527	2,650	3,150	10,295
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-125	4,845	-12,514	1,192	-4,358	-10,853
OTRAS INVERSIONES NETO	1,001	-5,891	1,310	-7,861	-204	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-2,892	1,985	323	-4,019	-1,412	-559
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	4,269	6,254	6,577	2,558	1,147	2,000
Indicadores						
Patrimonio Tangible	26,321	19,377	23,694	16,454	16,762	23,385
% crecimiento en ingresos operativos	-6.7%	-10.0%	-1.1%	2.4%	-4.3%	2.9%
MARGEN EBIT (%)	3.9%	3.4%	3.9%	3.9%	2.3%	4.5%
MARGEN EBITDA (%)	5.6%	5.4%	5.8%	6.0%	3.8%	6.3%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2.34	1.63	2.48	3.03	1.98	3.87
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	2.78	1.99	2.77	3.57	2.32	4.46
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	2.78	1.99	2.77	3.57	2.32	4.46
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad fir	4.28	5.35	4.05	3.86	5.73	2.86
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilic	4.00	4.86	3.57	3.68	5.60	2.73
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	64%	65%	58%	56%	53%	47%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.17	0.12	0.60	0.34	0.15	0.89
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.04	0.14	0.97	0.19	0.22	1.02
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.09)	0.09	0.95	0.11	0.31	0.91
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	(0.06)	(0.08)	1.05	(0.22)	0.29	0.91



GRUPO GPF						
(Miles de USD)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	may-19	dic-19(P)
Resumen Balance						
Activo corriente	157,893	151,148	153,005	126,321	128,196	124,766
Activo no corriente	142,504	150,342	151,486	145,588	141,838	149,872
Total Activos	300,397	301,490	304,491	271,908	270,034	274,638
Pasivo corriente	195,713	182,957	172,855	156,110	163,617	152,649
Pasivo no corriente	47,516	70,430	81,615	63,734	55,316	66,565
Total Pasivos	243,229	253,387	254,470	219,844	218,933	219,214
Patrimonio	57,168	48,103	50,021	52,063	51,101	55,424
Resumen de Resultados						
Ventas	579,430	499,736	496,185	491,208	202,192	505,945
Costo de ventas	-431,815	-363,876	-362,595	-359,281	-148,397	-369,846
Otros ingresos operativos	12,042	6,626	6,941	6,740	3,764	6,942
Egresos operativos	(149,061)	(140,139)	(131,753)	(130,519)	(55,574)	(132,477)
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	10,596	2,347	8,778	8,148	1,985	10,564
Ingresos y gastos no operativos neto	8,258	2,693	3,301	2,957	339	4,184
Gasto Financiero del período	(6,599)	(7,606)	(6,465)	(6,955)	(2,735)	(6,662)
Impuesto a la renta	(5,186)	(5,116)	(3,462)	(4,408)	(574)	(4,727)
RESULTADO NETO DE LA GESTION	7,363	(7,578)	2,150	559	(964)	3,361
Otros resultados integrales	(319)	(1,718)	48	(546)	-	-
RESULTADO INTEGRAL DEL AÑO	7,044	-9,296	2,199	13	-964	3,361
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	21,601	13,830	21,929	22,623	5,981	22,895
(-) Gasto Financiero del período	-6,599	-7,606	-6,465	-6,955	-2,735	-6,662
(-) Impuesto a la renta del período	-5,186	-5,116	-3,462	-4,408	-574	-4,727
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	9,816	1,107	12,002	11,259	2,672	11,507
(-) Variación Capital de Trabajo	11,079	1,880	239	-4,667	-793	-7,229
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	20,896	2,987	12,240	6,593	1,879	4,278
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	8,258	3,904	4,152	5,578	1,549	5,533
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	-1,211	-851	-2,621	-1,209	-1,349
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	34	1,765	487	492	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	0	-33	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-19,618	-7,203	-4,705	-3,807	10	-10,000
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-16,683	-11,146	-8,261	-10,084	-355	-5,459
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-7,114	-10,905	3,029	-3,849	1,873	-6,997
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-871	12,154	-768	-5,584	-7,199	2,889
OTRAS INVERSIONES NETO	2,600	-781	3,764	2,856	1,079	1,344
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-5,386	468	6,024	-6,578	-4,247	-2,764
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	13,851	14,319	20,343	13,765	9,519	11,000
Indicadores						
Patrimonio Tangible	8,394	-8,185	-3,232	-6,163	-3,439	-4,728
% crecimiento en ingresos operativos	-11.9%	-14.4%	-0.6%	-1.0%	-2.6%	3.0%
MARGEN EBIT (%)	1.8%	0.5%	1.8%	1.7%	1.0%	2.1%
MARGEN EBITDA (%)	3.7%	2.8%	4.4%	4.6%	3.0%	4.5%
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	2.49	1.15	2.86	2.62	1.98	2.73
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	3.27	1.82	3.39	3.25	2.19	3.44
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	3.27	1.82	3.39	3.25	2.19	3.44
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad	4.23	7.56	4.68	3.99	6.02	4.06
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flex	3.59	6.52	3.75	3.38	5.36	3.58
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	62%	68%	67%	63%	63%	63%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.20	0.03	0.44	0.30	0.15	0.33
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.44	0.08	0.45	0.18	0.11	0.12
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0.09)	(0.31)	0.25	(0.03)	0.17	(0.16)
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	(0.09)	(0.31)	0.25	(0.03)	0.17	(0.16)



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.