

Ecuador
Emisión de Obligaciones
Primer seguimiento

SIMED S.A.

Calificación

Tipo Instrumento	Actual	Anterior
III Emisión de Obligaciones 2015	AA+	AA+
IV Emisión de Obligaciones 2017	AA+	AA+

Resumen Financiero

	dic 2016	dic 2017	dic 2018
Activos (USD MM)	40.2	42.8	51.4
Ventas (USD MM)	42.3	44.3	48.5
Margen EBITDA (%)	24.27%	25.24%	27.00%
ROE (%)	21.48%	13.46%	33.10%
Deuda / capitalización	48.45%	53.12%	40.82%
CFO / Deuda Fin CP	0.60	-0.07	1.15
Cash + FCL neto /	0.16	-0.68	0.76
Deuda Financiera	1.29	1.38	1.06
Deuda Financiera	2.15	2.76	1.41

Fuente: SIMED S.A. Elaboración BWR

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de "AA+" a la III Emisión de Obligaciones y IV Emisión de Obligaciones de SIMED S.A., que se analizan 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 utiliza una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto 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 del emisor y/o de la transacción. Cabe indicar que el signo que acompaña la calificación indica una ubicación relativa dentro de la categoría y no una tendencia.

Generación y márgenes de operación estables en el tiempo. El sector de la salud al que atiende la empresa es poco sensible al ciclo económico y es estratégico para el Estado, por lo cual en los últimos años este ha crecido de forma importante independientemente de los cambios en el entorno económico del país. Esta estabilidad se refleja en sus indicadores de generación operativa, que son sólidos y con tendencia a mantenerse estables.

Posición competitiva fuerte y mercado con altas barreras de entrada. SIMED S.A. mantiene un muy importante posicionamiento en el mercado gracias a su trayectoria y al hecho de que tiene representaciones exclusivas para la venta de equipos e insumos médicos y de diagnóstico de marcas reconocidas internacionalmente, que generan barreras de entrada para nuevos competidores. Al ser un mercado altamente especializado, el número de participantes en el nicho de negocio de la empresa es más limitado.

Concentración de negocios en sector público. El 57% de las ventas de SIMED se realizan a instituciones pertenecientes al sector público. Esta concentración le expone a riesgo de retrasos en cobros por contracciones en la liquidez estatal o cambios regulatorios. Como mitigantes se consideran la importancia estratégica y social de la atención de salud, y el hecho de que no existen sustitutos claros para los productos e insumos que vende la empresa.

Bajo Endeudamiento en relación a la generación. El bajo nivel de endeudamiento le da al emisor flexibilidad financiera y le permite mitigar los riesgos asociados a la necesidad constante de realizar las inversiones para renovar equipos colocados y crecer en ventas, así como a escenarios de reducción en los flujos de cobro desde el sector público, que ya ha mostrado este comportamiento por el deterioro de las cuentas fiscales.

Liquidez ajustada con perspectiva al alza. Los requerimientos de capital de trabajo provenientes de inventario y cuentas por cobrar y las inversiones en equipos que debe realizar la empresa generan mayor presión de liquidez en épocas de crecimiento en ventas. El riesgo de refinanciamiento estaría mitigado por la posición de la empresa en el mercado y su posición financiera, que le hacen un buen sujeto de crédito.

La perspectiva de la calificación es estable, sin embargo esta podría verse afectada si es que, debido a factores externos o decisiones de la empresa, el endeudamiento se incrementara fuera los rangos aceptables en relación a su generación.

Contactos:

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

Stefany León
(5932) 226 9767 ext. 112
sleon@bwratings.com

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

III Emisión de Obligaciones (2015)			
Emisor:	SIMED S.A.		
No. de Resolución	SCVS.IRQ.DRMV.2015.0737		
Fecha Aprobación SCVS	jueves, 9 de Abril de 2015		
Clase	Clase A	Clase B	Clase C
Monto Total Emisión:	5,000,000		
Monto	2,500,000	1,500,000	1,000,000
Monto Colocado	2,077,000	400,000	787,000
Monto en Circulación	0	100,000	98,375
Fecha de emisión:	07-Jun-15	24-Sept-15	20-May-15
Fecha Vencimiento:	22-May-18	03-Sept-19	29-Abr-19
Plazo de la Emisión:	1080 DÍAS	1440 DÍAS	1440 DÍAS
Periodicidad Pago de Capital	Semestral		
Periodicidad Pago de Interés	Trimestral		
Tipo de Tabla de Amortización	Sistema francés		
Tasa de interés	8.00%	8.25%	8.25%
Forma de Cálculo Interés	30/360		
Garantía:	General		
Objeto de la emisión	60% para activos fijos, 20% para capital de trabajo, 20% para sustitución de pasivos		
Agente Estructurador:	MERCAPITAL S.A.		
Agente Colocador:	MERCAPITAL S.A.		
Agente Pagador :	DECEVALE S.A		
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.		

La tercera emisión cuenta con un Fideicomiso de Administración de Flujos como mecanismo de retención de efectivo para el pago a los obligacionistas.

IV Emisión de Obligaciones (2017)	
Emisor:	SIMED S.A.
No. de Resolución	SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2017.00020750
Fecha Aprobación SCVS	miércoles, 20 de Septiembre de 2017
Clase	Clase A
Monto Total Emisión:	4,000,000
Monto Colocado	4,000,000
Monto en Circulación	3,046,664
Fecha de emisión:	21-Oct-17
Fecha Vencimiento:	30-Sept-21
Plazo de la Emisión:	1440 DÍAS
Periodicidad Pago de Capital	Trimestral
Periodicidad Pago de Interés	Trimestral
Tipo de Tabla de Amortización	Sistema francés, pagos trimestrales
Tasa de interés	7.50%
Forma de Cálculo Interés	30/360
Garantía:	General
Objeto de la emisión	20% reestructuración de pasivos, 55% capital de trabajo, 25% inversiones de capital
Agente Estructurador:	ANALYTICA S.A.
Agente Colocador:	ANALYTICA S.A.
Agente Pagador :	DECEVALE S.A
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

Los recursos que se captan a través de la IV emisión de obligaciones no podrán destinarse para la adquisición de acciones u obligaciones emitidas por integrantes de: grupos financieros o económicos, compañías de seguros privados o sociedades o empresas mercantiles, que estén vinculados con el emisor, ni podrán destinarse a cancelar pasivos con personas naturales o jurídicas vinculadas al emisor.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Según la última estimación del Banco Central la economía ecuatoriana crecerá modestamente en 2018 (1.06% en términos constantes), debido a las medidas de austeridad tomadas 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 una cifra oficial de crecimiento para 2018 de 1.5%, mientras que las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un crecimiento de 1.2%, seguido de un 0.9% 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%¹.

El presupuesto del Estado en 2018 muestra una reducción de 5.3% respecto al del año anterior con el objetivo de reducir el déficit fiscal al 3.95% del PIB.

A pesar de las contracciones de gasto público, la proforma presupuestaria 2018 cumple con la disposición constitucional de incremento del 0.5% del PIB a Salud, lo cual, considerando un PIB de 104,023 millones, implicaría un gasto en salud del 4% (USD4,163 millones). Además, de acuerdo a información provista por el Banco Central del Ecuador, el gasto en Salud durante el tercer trimestre de 2018 aumentó en 3.4%.

Sin embargo, la Defensoría del Pueblo ha puntualizado que la disposición de la Constitución no se está cumpliendo en el presupuesto del año 2019, pues el valor asignado alcanzaría únicamente el 2.78% del PIB².

¹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1144-ecuador-crecio-14-en-el-tercer-trimestre-de-2018>

² <https://www.elcomercio.com/actualidad/presupuesto-salud-prevencion-ecuador-servicios.html>

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 2021³ 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.

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.⁴

Respecto a la Salud Pública, se evidenció un crecimiento interanual del 8.4%, mientras que la Salud Privada incrementó en 0.4%.⁵

Además, la nueva Ley Orgánica para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo, y Estabilidad y Equilibrio Fiscal, permitiría al Estado el endeudamiento por encima del límite inicialmente establecido⁶ (40% PIB) durante los próximos tres años.

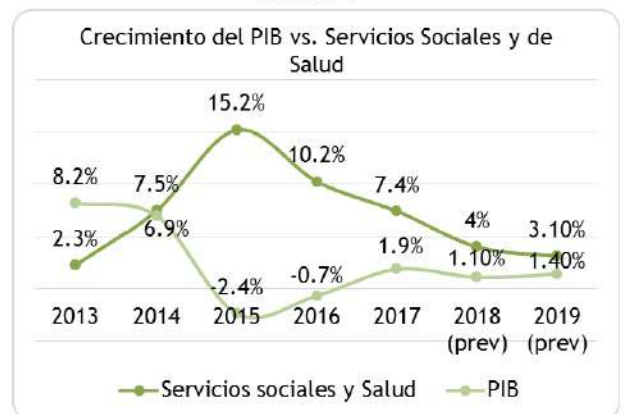
De acuerdo a las previsiones macroeconómicas del Banco Central del Ecuador, la enseñanza y los servicios sociales y de salud crecerían en un 4% para el año 2020 y en un 3.1% para el año 2019. Así, el monto de este rubro en 2019 ascenderá a USD 10,543.70 MM, es decir, 9.25% del PIB.⁷

Sin embargo, las previsiones de presupuesto del Ministerio de Salud muestran una contracción de 431 millones, lo que significaría un presupuesto de salud de USD 3,104.8 MM asignado para 2019⁸.

Si bien esta reducción se produce en el valor total del presupuesto, las partidas de medicamentos y dispositivos médicos muestran un incremento del 5% frente al valor presupuestado en 2018. Además, en ambos casos el presupuesto supera el monto devengado a septiembre-2018 (USD 2,841 MM).

Las inversiones del sector público en salud han permitido que el sector de insumos y equipos médicos y de laboratorio que se analiza en esta sección haya mostrado un dinamismo importante en los últimos seis años.

Gráfico 1



Fuente: Banco Central del Ecuador. Elaboración: BWR

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

³ http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/10/PNBV-26-OCT-FINAL_OK.compressed1.pdf

⁴ <http://www.salud.gob.ec/fortalecimiento-de-la-red-de-servicios-de-salud-y-mejoramiento-de-la-calidad/>

⁵ <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/762>

⁶ <https://www.elcomercio.com/actualidad/ley-economica-aprobacion-pleno-vetopresidencial.html>

⁷ IEM 442 (e) Banco Central del Ecuador

⁸ <https://www.elcomercio.com/actualidad/presupuesto-salud-prevencion-ecuador-servicios.html>

al 2018.⁹ Con corte noviembre-2018, un 15.8% del total de la canasta básica es destinado al cuidado de la salud.

Por otro lado, es importante mencionar que en marzo de 2018 se revocó el Acta C.D. 756 de 2016, que declaraba a los estudios actuariales del IESS como reservados. Esta revocatoria nos permite identificar que a diciembre de 2013 el déficit actuarial del Seguro General de Salud Individual y Familiar asciendió a USD 9,075.8 millones, lo cual significa que los egresos prestacionales podrían ser cubiertos únicamente hasta el año 2020¹⁰.

Por lo antes expuesto, a partir del 13 de noviembre de 2015, mediante Resolución 501 del IESS se incrementó el aporte de afiliados del 5.71% al 9.94% para el Seguro de Salud Individual y Familiar. Esta Resolución incrementa el aporte para Salud hasta el año 2020, por lo que se esperaría un decremento de recursos para financiamiento de prestaciones de salud a partir del año 2021 (cuando la tasa se sitúa en 5.16%)¹¹.

En este año la Administración del IESS indicó que espera cubrir su diferencia presupuestaria en el Seguro de Salud a través del aporte del Estado por la atención a jubilados y personas con enfermedades catastróficas que al 2018 se estima en alrededor de 565 millones.

Por otro lado, desde el 2015 el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) está implementando un plan intensivo de nueva infraestructura hospitalaria, que abarca 14 construcciones a nivel nacional y su equipamiento con tecnología de punta, con una inversión de casi USD 700 millones.¹² La mayoría de las inversiones se completaron en 2017.

Así, de acuerdo a las publicaciones de transparencia del IESS, a diciembre de 2018 se realizaron obras de infraestructura por USD 2,865,200.¹³

⁹ <https://www.salud.gob.ec/el-ministerio-de-salud-publica-fortalece-la-sostenibilidad-financiera-del-sector-sanitario-en-el-pais/>

¹⁰ <https://www.iess.gob.ec/documents/10162/33703/C.D.+501>

¹¹ <https://www.elcomercio.com/actualidad/iess-ahorros-gastos-salud-seguridadsocial.html>

¹² 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=7778875&_101_INSTANCE_3dH2_type=content&_101_INSTANCE_3dH2_groupId=10174&_101_INSTANCE_3dH2_urlTitle=iess-construye-modernos-hospitales-en-todo-el-pais&redirect=%2Fen%2Fweb%2Fafiliado%2Fnoticias?mostrarNoticia=1

¹³ <https://www.iess.gob.ec/documents/10162/0fcc0ec1-d3b1-4b15-bb70-7561661354b9>

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

SIMED S.A. es una empresa ecuatoriana constituida en 1985, dedicada principalmente a la importación, distribución y comercialización de productos médicos y farmacéuticos, equipos, dispositivos e insumos médicos en general y especialmente aquellos relacionados con laboratorios.

La matriz de la sociedad anónima se encuentra en Quito, así como su centro de distribución, logística y bodegaje, desde donde se efectúan los despachos a las distintas provincias del País. Adicionalmente cuenta con una sucursal en Guayaquil y otra en Cuenca, cada una con su fuerza de venta propia. Solo un 4% de las ventas se realiza a través de sub-distribuidores. SIMED cuenta con 162 colaboradores y no tiene sindicato a la fecha.

SIMED maneja las unidades de negocio que pueden apreciarse en el siguiente gráfico:

Gráfico 2



Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR

La Unidad de Laboratorio General incluye la venta de equipos y reactivos de diagnóstico para laboratorio. Es la más importante dentro de las ventas de la empresa, y se considera madura por su importante posicionamiento a nivel nacional.

La Unidad de Biociencias, que mantiene el segundo lugar en importancia, está enfocada en equipos altamente especializados en el área de banco de sangre, oncodiagnóstico, microbiología y biología molecular. A diciembre de 2018 esta línea de negocio representa 36.4% de las ventas.

Por último, la Unidad Hospitalaria está orientada a la venta de insumos desechables para hospitales y laboratorios, incluidos aquellos relacionados a bioseguridad, es decir para el descarte de manera biológicamente segura de materiales corto punzantes y fluidos corporales humanos

provenientes de procedimientos quirúrgicos. También incluye productos para bancos de sangre como por ejemplo bolsas para su transporte. Si bien tiene poca representatividad en las ventas totales de SIMED, la empresa se encuentra impulsando esta unidad, y se espera que vaya ganando mayor participación en los próximos años gracias a nuevas alianzas.

En la actualidad, el emisor mantiene importantes representaciones exclusivas de 55 marcas de equipos e insumos médicos y de diagnóstico reconocidas internacionalmente, que permiten que la empresa cuente con una amplia cartera de productos de acuerdo con el tipo de necesidad del cliente. En cuanto a la diversificación actual de marcas, SIMED cuenta con una concentración del 67% de sus ventas en 5 marcas (SIEMENS, BIOMERIEUX, BD, HORIBA, TERUMO).

La representación más importante es la de la línea de cuidado de la salud de SIEMENS AG (35%), empresa alemana con presencia en más de 190 países, líder en la fabricación y comercialización de equipos médicos de imagen (tomografía computarizada, resonancia magnética, imagen molecular, productos de rayos-x, ultrasonido, etc.); diagnóstico (química clínica, análisis inmunológico, sanguíneo, úrico, de virología molecular y biopsia líquida, y automatización), y de terapias avanzadas (sistemas de angiografía, oncología, arcos en C para toma de imágenes, entre otros).

La multinacional Biomerieux, de origen francés, y con presencia en más de 150 países, se especializa en soluciones diagnósticas para enfermedades infecciosas y es líder mundial en el área de Microbiología. La empresa cuenta con una concentración del 12% en esta marca.

Por su parte, la compañía Becton Dickinson, dueña de la marca BD, es una empresa de tecnología médica estadounidense con presencia en más de 50 países y más de 100 años de experiencia en descartables médicos e insumos para las líneas diagnósticas y las biociencias. Se evidencia una concentración del 8%.

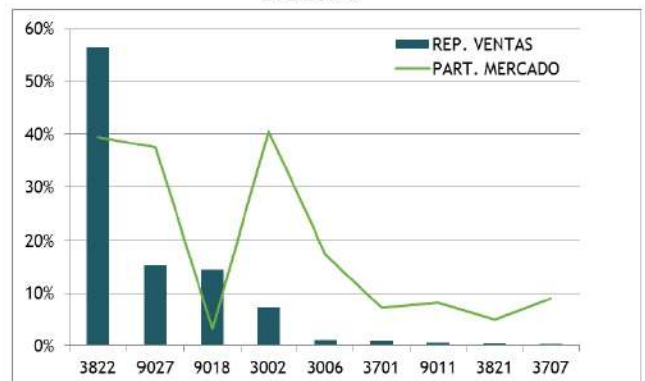
HORIBA es una compañía originaria de Japón que se dedica a la manufactura y venta de sistemas de medición de emisiones automotoras y de medio ambiente, equipos de análisis científico, equipos de análisis médico y equipos de medición en la industria de semi-conductores, desde el año 1945. A la fecha de corte la concentración de ventas de esta marca asciende a 7%.

Finalmente, la marca TERUMO fue creada en 1921 y su línea principal de negocio es la manufactura y comercialización de productos farmacéuticos, suplementos nutricionales, fundas de sangre, dispositivos cardiovasculares, entre otros.

Actualmente, SIMED cuenta con una concentración del 5% en esta marca. El resto de marcas representan en conjunto el 33% de las ventas.

El mercado de equipos e insumos médicos y de laboratorio tiene varios participantes y se aprecian liderazgos específicos dependiendo de la línea de negocios. En el caso de SIMED, en el año 2018 el 97% de sus importaciones se realizaron bajo 9 partidas arancelarias. Como se aprecia en el siguiente gráfico, se toma en consideración las importaciones totales realizadas en el año, tanto del sector público como del sector privado para medir la participación de cada partida en el mercado.

Gráfico 3



Fuente: BCE, SIMED S.A. Elaboración: BWR

La principal partida arancelaria importada por SIMED (3822) tiene un 39% de participación de mercado. Esta partida corresponde a materiales médicos certificados.

Por otra parte, en la partida 9027, de instrumentos y aparatos para análisis físicos, químicos, ensayos de viscosidad, porosidad, dilatación, tensión superficial o similares, cuenta con una participación del 37%.

En la partida 9018, que corresponde a instrumentos y aparatos de medicina, cirugía, odontología, veterinaria, y pruebas visuales, cuenta con el 3% de participación de mercado.

En lo que respecta a la partida 3002, que corresponde a sangre animal preparada para usos terapéuticos, profilácticos o de diagnóstico; antiseros (sueros con anticuerpos); demás fracciones de la sangre y productos inmunológicos, incluso modificados u obtenidos por procesos biotecnológicos; vacunas, toxinas, cultivos de microorganismos (excepto las levaduras) y productos similares, se evidencia una participación del 41%.

Finalmente, en la partida 3006, preparaciones y artículos farmacéuticos, cuenta con una participación del 17%.

Considerando la variedad de productos incluidos en cada partida, se debe tomar en cuenta que el

posicionamiento del emisor puede ser mayor dentro de su mercado objetivo específico que el que reflejen estas estadísticas; no obstante, en el análisis precedente se puede apreciar que la empresa mantiene una porción interesante dentro de los subsectores en los que participa.

Cabe mencionar que un participante importante en las ventas de la compañía es el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social. De acuerdo a información provista a través de la plataforma de transparencia, este realizó pagos a SIMED durante el 2018 por un total de USD 16,406M. Mientras tanto, su principal competidor Roche recibió pagos en el mismo período por un total de USD 22,634M. En ambos casos el cliente principal es el Hospital Carlos Andrade Marín¹⁴.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

SIMED S.A. no forma parte de ningún grupo económico ni mantiene acciones en otras compañías.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

SIMED S.A. es una sociedad anónima de nacionalidad ecuatoriana, cuyas acciones están distribuidas de la siguiente manera:

Accionistas	Capital (USD)	% de Participación
Corporación Omni Invest	4,499,999	100.0%
Jimenez Yopez Alfredo Adonay	1	0.0%
TOTAL	4,500,000	100%

La Corporación Omni Invest es una sociedad anónima ecuatoriana tenedora de acciones, cuyo accionista principal es el señor Alfredo Jiménez Yépez (52%), y las acciones restantes pertenecen a otros miembros de su familia.

Al corte de este informe SIMED S.A. tiene un patrimonio de USD 20.08MM; de este, el capital social representa el 22.41%. Cabe mencionar que el patrimonio de SIMED incrementó significativamente en relación al año 2017, como efecto de un restablecimiento de sus estados financieros realizado en diciembre-2018, para ajustar a las normas tributarias vigentes la depreciación de sus equipos que forman parte de su activo fijo.

En los últimos cuatro años los dividendos a los accionistas han representado entre 40% y 125% de los resultados del ejercicio anterior. La decisión

del porcentaje es tomada por la Junta de Accionistas cada año, en función de la planificación del siguiente año.

La deuda financiera ajustada (incluye contingentes) representa el 41.1% de la capitalización¹⁵ de la Compañía. Esta relación ha disminuido frente a los resultados obtenidos en diciembre de 2017 (53.1%).

ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos de SIMED S.A., 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 de SIMED S.A. está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante.

La empresa se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Directorio, Presidente del Directorio y el Gerente General, que actúa como representante legal.

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

El Directorio debe estar conformado por cinco miembros principales y tres suplentes, incluyendo al principal accionista y fundador de la empresa, que lo preside. Como buena práctica de Gobierno Corporativo, actualmente la empresa mantiene tres 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 de administración, que se reúne ordinariamente al menos dos veces al año y tiene como parte de sus funciones designar o remover al Gerente General; dictar normas administrativas internas; conocer y aprobar el presupuesto anual, flujo de fondos, el plan de negocios y el plan estratégico; establecer la política de endeudamiento financiero, y dictar los reglamentos internos de la compañía.

El Gerente General, quien forma parte de la familia del accionista principal, cuenta con una sólida preparación técnica, así como con experiencia dentro del sector en el que se desenvuelve SIMED, y ocupa el cargo actual desde febrero-2016.

¹⁴ <https://app.powerbi.com/view?r=eyJrIjoiaWZg4Mjg0YzUtMWNmNy00NmM4LWJmMDYtMjk0MDY0YmMzOTFmliwidC16ljNlY2ZlMjY0LTlY2YjgtNDQxYi1iNDMzLTFmYzI3ZDhlN2RkYSIsImMiOiR9>

¹⁵ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



Mensualmente se realiza un Comité Ejecutivo, conformado por el Gerente General y las principales gerencias de la empresa, para la coordinación y seguimiento de la ejecución de las estrategias y decisiones definidas.

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

Si bien no existe un sistema consolidado de control de indicadores ni una evaluación formal por objetivos, las distintas gerencias realizan el seguimiento de varios indicadores clave para el control de sus metas, relacionadas principalmente al volumen de ventas, la calidad del servicio técnico y el cumplimiento de las normas operativas de manejo de inventario y despacho.

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

Actualmente la empresa no cuenta con un departamento de Auditoría Interna. El área de Finanzas está apoyando el fortalecimiento del control interno a través de la elaboración de nuevas políticas y procedimientos.

La empresa obtuvo la certificación ISO 9001-2015 para los procesos estratégicos, de producto y servicio y de gestión de recursos.

Durante el año 2017 el emisor realizó una transformación organizacional tomando en consideración la gestión de: servicio técnico, tecnología de información, operaciones, comercial y finanzas.

Dentro de este ámbito se fortaleció el manejo de cuentas claves y se creó el departamento de compras para generar capacidad de negociación de precios y plazos de pago. También se fortaleció el departamento de cobranzas a través de la reestructuración de las actividades del personal y la mejora de los procesos de venta y políticas de control interno.

Desde el año 2005 la Compañía utiliza el aplicativo modular GP, desarrollado por la empresa Microsoft, que apoya a las áreas financiera, comercial y de compras y permite que la información contable y transaccional se pueda visualizar de forma oportuna. De acuerdo a información provista por el emisor, se realizó una importante actualización del aplicativo en el mes de julio de 2018.

SIMED mantiene una póliza de seguro que cubre los riesgos de incendio, rotura de maquinaria, robo, equipo electrónico, fidelidad, vehículos, responsabilidad civil, dinero y valores, transporte interno y transporte de importación.

La empresa genera información financiera oportuna, consistente y clara, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio.

Además, de acuerdo al Informe de los Auditores Independientes sobre la Información Suplementaria, se determinó que la información de SIMED S.A. al 31 de diciembre de 2017 está preparada de conformidad con las disposiciones establecidas en la Resolución del Servicio de Rentas Internas. Por tanto, se presenta una opinión sin salvedades sobre el cumplimiento de obligaciones tributarias.

La auditoría externa a diciembre de 2017 reveló que no se encuentran deficiencias significativas de control interno, sin embargo, se realizaron recomendaciones de acciones correctivas no materiales que han sido aceptadas por la administración de SIMED y que fueron aplicadas a lo largo del 2018.

Por otro lado, se expone como hecho relevante que la administración identificó alrededor de USD 2.04 millones de cuentas por cobrar no recuperables, que se han registrado en el gasto de la empresa a diciembre-2018. La Administración ha establecido procesos de control a fin de que no vuelva a ocurrir este tipo de ajustes.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros de SIMED S.A., auditados por la firma Deloitte & Touche en 2014, y por KPMG para los años, 2015, 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 del emisor a diciembre-2018.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el período 2019-2021. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Gestión Operativa y Tendencias

Entre 2013 y diciembre 2018 las ventas de SIMED han tenido un crecimiento compuesto de 7.27% anual, porcentaje notable que fue posible gracias a la fuerte demanda del sector público, como se explicó en secciones previas de este informe. El mayor dinamismo se dio hasta el 2014, pero en los últimos años la empresa ha logrado incrementar sus ventas pese a la difícil coyuntura económica del 2015 y 2016.

La Unidad de Laboratorio General funciona en su mayor parte a través de convenios de comodato con plazos comprendidos entre 3 a 5 años, que permiten al cliente utilizar el equipo de

laboratorio requerido a cambio de la compra a SIMED de los reactivos e insumos que este necesita. Los equipos son sistemas cerrados de operación, por lo que no admiten la utilización de productos de terceros.

Este esquema aporta igualmente a la estabilidad de las ventas y a mantener una operación rentable. El riesgo de que el equipo sea devuelto antes del período de recuperación de la inversión se mitiga por la experiencia de SIMED en relación al análisis adecuado de las necesidades del cliente, la calidad de servicio que ofrece y las marcas que representa. Adicionalmente, los equipos devueltos pueden ser repotenciados y entregados en comodato a otro cliente.

El 57% de las ventas de SIMED se realizan a instituciones pertenecientes al sector público. Esta concentración expone a SIMED al riesgo de volatilidad en su generación ante contracción del gasto público en su sector o ante cambios regulatorios. Como mitigantes se consideran la importancia estratégica y social de la atención de salud, y el hecho de que no existen sustitutos claros para los productos e insumos que vende la empresa.

La concentración en el sector público se da casi en su totalidad en hospitales y centros médicos que forman parte del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social IESS (66%) y en entidades dependientes del Ministerio de Salud Pública (MSP) (32%). De igual forma, esto hace a la empresa sensible a circunstancias financieras específicas de estas instituciones, y le quita poder de negociación como proveedor.

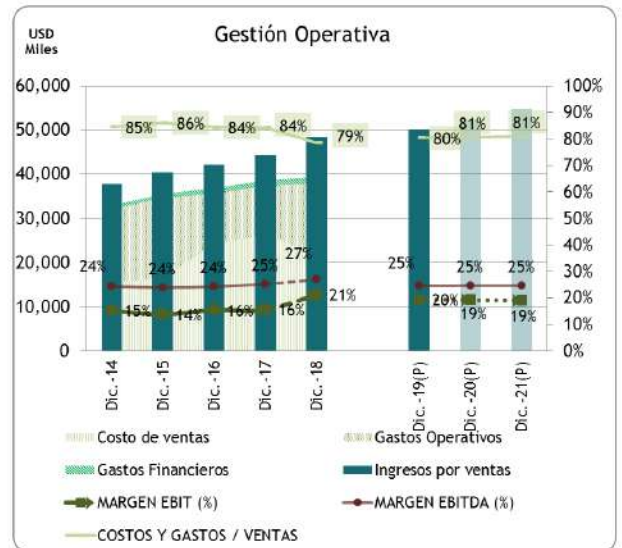
Cabe indicar por otro lado que a diciembre de 2018 las ventas relacionadas con el IESS se realizaron a 70 instituciones distintas y en el caso de MSP a 66, es decir un total de 136 instituciones cuyo proceso de subasta y venta se llevó a cabo individualmente, lo cual reduce la dependencia a instituciones específicas, considerando que el total de instituciones es de 600 y esta concentración mencionada corresponde al 22.7%.

Por último, las ventas al sector privado se encuentran adecuadamente diversificadas por cliente. A diciembre-2018 los 10 principales de este sector representan el 19% de los ingresos totales de SIMED.

A diciembre-2018 se proyectaban ventas 5.8% superiores al 2017, sin embargo, el porcentaje de crecimiento se ubicó en 9.5%, por encima de las expectativas planteadas en junio. Considerando la situación macroeconómica, la dependencia del sector público el crecimiento semestral y la expectativa de una mayor ejecución presupuestaria en el 2019, hemos proyectado un crecimiento anual de ventas para el 2019 del 3.4%,

similar a lo proyectado por el emisor, y del 4.5% para los dos años subsiguientes. Los mismos consideran la expectativa de una mayor participación de la línea hospitalaria en las ventas de la compañía.

Gráfico 4



Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Entre 2016 y 2017 SIMED ha presentado un margen bruto promedio de 41.3%, en función de la clasificación entre costo y gasto del informe auditado. Si bien el balance directo al cierre del 2018 presenta un margen bruto cercano al 55% en sus balances directos, en el informe auditado que se está preparando esperamos que este se ubique en niveles similares o ligeramente superiores al margen histórico antes indicado.

El peso del costo de ventas y el gasto operativo (eficiencia operativa) se ubica actualmente en el 78.6% de las ventas. Se evidencia que este peso es inferior al histórico, sin embargo, obedece a los cambios realizados en el método de depreciación y al castigo de cartera incobrable por alrededor de USD2 MM. En la proyección se considera de forma conservadora el supuesto de que en los años consiguientes este peso se mantenga en un promedio de 80.7%.

El EBITDA se ha incrementado en línea con las ventas, y desde el 2016 se ha beneficiado adicionalmente de una mayor eficiencia operativa derivada principalmente de la mejor absorción de sus gastos fijos por el crecimiento de los ingresos y del mejor margen bruto. A diciembre-2018 el EBITDA presenta un crecimiento de 17% respecto a la cifra del año 2017. Este incremento responde principalmente al crecimiento de las ventas y a la mayor eficiencia operativa de la empresa.

Gráfico 5



Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

Por otra parte, El ROA y el ROE terminan el 2018 en 9.2% y 22.2% respectivamente (4.50% y 13.46% en diciembre-2017). Se observa que ambos indicadores recuperan su tendencia histórica, debido a que el efecto del pago impositivo extraordinario en 2017 ya no se ve reflejado y a una significativa disminución del gasto de depreciación, por el cambio en la metodología de depreciación de los equipos médicos, que se explica con mayor detalle en la siguiente sección.

De acuerdo con el emisor, existen USD 433M registrados en impuestos pendientes de pago que se generaron por el cambio del método de depreciación. No existen más contingentes tributarios a la fecha.

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

A la fecha de corte, los activos de la empresa (USD 51.45 millones) son en su mayoría de naturaleza operativa y tendrían una recuperación esperada de un año o menos, por lo cual podrían ser liquidados en el corto plazo, bajo las consideraciones anotadas en los párrafos siguientes.

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Total Activo Corriente	82.0%	82.7%	83.2%	84.1%	74.7%
Fondos Disponibles	3.5%	7.8%	9.5%	0.5%	5.5%
Inversiones corto plazo	0.0%	0.5%	3.8%	0.0%	0.0%
CxC Comerciales	47.3%	47.7%	45.8%	59.6%	51.7%
Inventarios Neto	26.9%	24.4%	22.6%	22.4%	15.9%
Otras cuentas por cobrar	3.9%	2.2%	1.3%	0.8%	0.2%
Gastos anticipados	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.0%
Derechos fiduciarios	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otros activos corrientes	0.5%	0.1%	0.1%	0.5%	1.3%
Total Activo No Corriente	18.0%	17.3%	16.8%	15.9%	25.3%
Propiedad, planta y equipo	17.4%	16.9%	16.5%	15.7%	24.6%
Inventarios no corrientes	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Propiedades de inversión	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Activo Financiero no Corriente	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Inversiones Emp. Relac.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Activos Intangibles y Diferidos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total Activo	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

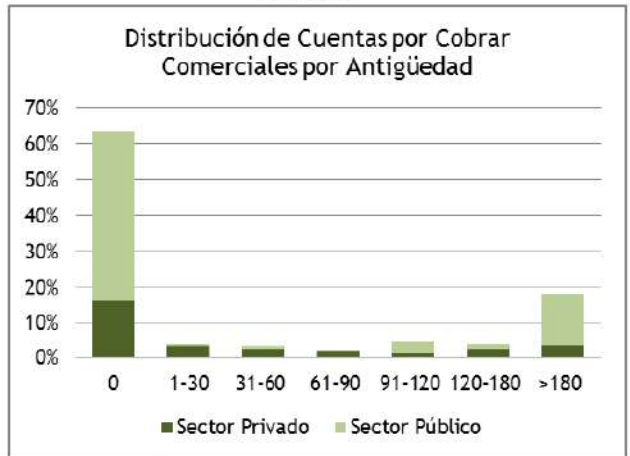
PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18
Total Pasivo Corriente	44%	43.9%	55.8%	54.8%	50.4%
Deuda Financiera CP	12%	17%	27%	23%	16%
Deuda Comercial	18%	12%	11%	9%	14%
Otros Pasivos CP	15%	15%	18%	23%	20%
Total Pasivo LP	15%	13.5%	9.1%	13.4%	10.5%
Deuda Financiera LP	12%	11%	6%	12%	9%
Otros pasivos LP	3%	3%	3%	2%	1%
PATRIMONIO	41.1%	42.7%	35.1%	31.8%	39.0%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: SIMED S.A.
Elaboración: BWR

El 52% corresponde a cuentas por cobrar comerciales. Como se aprecia en el gráfico siguiente, el 18% de la cartera mantiene una antigüedad superior a los 180 días y se ubica mayoritariamente en el sector público.

Gráfico 6



Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR.

Del gráfico anterior se puede extraer que el 64% de la cartera no se encuentra vencida. Actualmente, el 41% del total de cuentas por cobrar corresponde al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, y de este el 61% corresponde a deuda vigente y un 31% mantiene una antigüedad mayor a 180 días.

En 2017 SIMED reestructuró su departamento de cobranzas para reducir el riesgo de no pago en operaciones nuevas. A pesar de ello, a la fecha de corte el promedio de días de cobro es mayor al promedio histórico (exceptuando junio-2018). Además, se evidencia que la proporción de cuentas por cobrar superior a 180 días se ha incrementado con respecto al corte de junio-2018 aunque también se reconoce un efecto estacional.

En el caso de los inventarios (15.9% del activo), los mismos están compuestos en 64% por reactivos, insumos y consumibles; 22.4% por equipos nuevos que SIMED aún no ha colocado; 13.5% por repuestos y accesorios; 2.3% por el registro de importaciones en tránsito, y existe un saldo de provisión de repuestos que corresponde al -2.1%. SIMED revisa mensualmente la caducidad de los inventarios y en función de las ventas a diciembre-2018 estos en promedio rotarían en 138 días, por lo cual se

consideran liquidables en el corto plazo.

Por último, en el caso de la propiedad, planta y equipo (24.6% del activo), la misma está compuesta en su mayoría por equipos, y de estos el 91% está entregado en comodato y el restante 9% se encuentra en las bodegas de SIMED. Cabe indicar que este tipo de activos se depreciaba en tres años, sin embargo, a partir del año 2018 la empresa modificó su plazo de depreciación a 10 años por lo que el valor en libros de activo fijo aumentó significativamente, debido a los cambios en la depreciación acumulada.

Lo anterior implica una valoración contable del activo fijo superior a la que se manejaba anteriormente. Existe la contingencia de que este nuevo método de depreciación sobrestime el valor real de liquidación de equipos que ya han sobrepasado su vida útil para ser entregados bajo el modelo de comodato.

Cabe indicar que a la fecha de corte únicamente existen equipos registrados contablemente con antigüedad de 5 años, debido a que la empresa ha ido liquidando o dando de baja aquellos con mayor tiempo de uso y la reforma al método de depreciación se realiza a los últimos cinco años fiscales.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Los flujos operativos positivos de SIMED generalmente han podido cubrir las inversiones de capital (CAPEX) de la empresa y parte de los dividendos pagados.

En 2016 y 2017 se apreció una reducción del Flujo de fondos Operativo (FFO) por el pago extraordinario de impuesto a la renta explicado anteriormente que no sería recurrente, por lo que se evidencia una recuperación significativa en el año 2018.

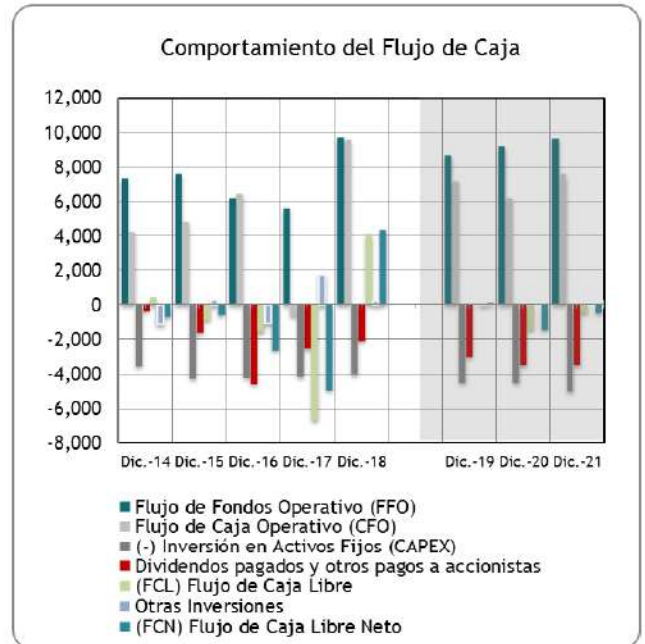
El ciclo de operación de SIMED requiere financiamiento en épocas de crecimiento debido a que mantiene un inventario elevado (138 días) y cuentas por cobrar con retrasos (202 días a dic-2018, 208 días a dic-2017), que contrastan con un menor financiamiento de proveedores (122 días).

Por su parte, en 2017 la cartera comercial mostró un deterioro significativo que impidió que el excedente operativo se convirtiera en flujo, por lo cual el CFO de ese año fue negativo. Esta situación se presentó principalmente por retrasos en el pago de clientes del sector público, sobre los cuales la empresa se encuentra realizando gestión y seguimiento permanente. A diciembre-2018 se evidencia en cambio una optimización de inventarios y un mayor apalancamiento con proveedores, que permite que el CFO se recupere

a niveles positivos, y superiores a lo registrado históricamente.

La mayor parte de las cuentas por cobrar corresponde al sector público, no obstante, el emisor espera recuperarlas de acuerdo con sus convenios. Pese a lo anterior se mantiene una proyección conservadora, que supone que las cuentas por cobrar mantendrán el tamaño relativo actual frente a las ventas.

Gráfico 7



Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

El modelo de negocio que SIMED utiliza para colocar sus equipos y asegurar la venta de los insumos relacionados requiere que las inversiones en CAPEX, compuestas principalmente por los equipos entregados en comodato, varíen en función de las ventas de la empresa. Adicionalmente, los equipos tienen una vida útil de entre 3 y 5 años, por lo cual estos requieren renovación periódica.

El requerimiento de CAPEX del 2013 al 2016 fue cubierto en 1.3 veces con el CFO generado en dicho período, mientras que en 2017 y a junio-2018 este tuvo que financiarse en parte vía deuda financiera. A diciembre-2018 la empresa cuenta con una cobertura de 2.4 veces y esperamos que esta relación se mantenga en la vigencia de la emisión sobre la unidad.

En función de las existencias de equipos que mantiene la empresa y su proyección de crecimiento en ventas, se espera que las inversiones en CAPEX del 2019 y 2020 se encuentren en un promedio de alrededor de USD 4.25 millones y en alrededor de los cinco millones a partir del 2020. La recuperación evidenciada del

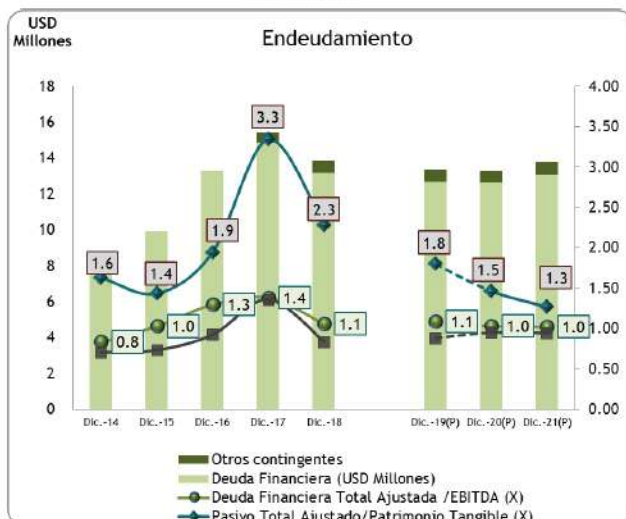
flujo operativo permitiría cubrir ampliamente esta necesidad.

El flujo de caja libre de SIMED ha sido negativo en casi todos los períodos analizados, lo cual obedece principalmente al reparto de dividendos entre 2015 y 2017, que representó en promedio el 81.5% de la utilidad anual inmediatamente anterior. A diciembre-2018 el monto pagado asciende a USD 2.1 MM. La empresa espera realizar pagos promedio de USD 3.5 MM en los siguientes tres años, que representarían cerca del 60% de los resultados anuales.

Las necesidades de liquidez han sido cubiertas históricamente mediante deuda financiera y en 2017 también con reservas líquidas que mantenía SIMED. No obstante, a diciembre-2018 la empresa presenta un endeudamiento sobre EBITDA más bajo que el evidenciado en la última fecha de corte (1.06 en diciembre-2018 frente a 1.38 en diciembre-2017).

Por otro lado, la empresa mantiene como resguardo de la emisión la condición de que el pasivo financiero sobre el EBITDA no supere el múltiplo de 2 veces. A diciembre-2018 este indicador se sitúa en 1.06 y en las proyecciones se mantiene por debajo del límite establecido.

Gráfico 8



Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.
La deuda financiera ajustada incluye garantías otorgadas a terceros por USD 683M.

El indicador de Deuda Financiera Total/ EBITDA llegó a su pico en junio-2018, sin embargo, se espera que se mantenga en un promedio de 1.05 hacia el año 2021.

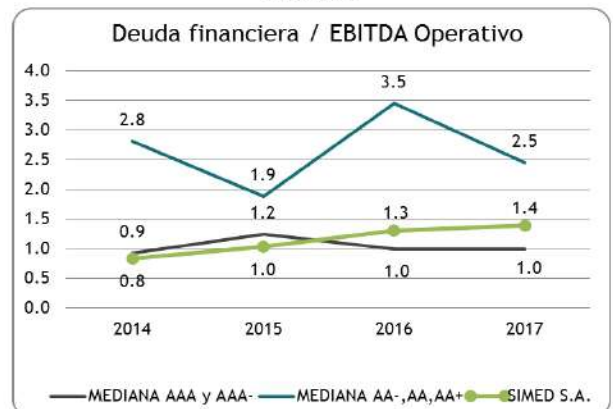
El endeudamiento financiero ha disminuido de igual forma en relación al patrimonio tangible¹⁶.

¹⁶ Patrimonio menos activos deteriorados, activos intangibles, activos diferidos, cuentas por cobrar a relacionadas, y otros activos que en opinión de la calificadora podrían no ser recuperables en caso de liquidación.

Para el cálculo de este indicador a diciembre-2018 se restaron del patrimonio USD 5.84 millones, que corresponden a cartera con antigüedad superior a los 180 días neta de provisiones para incobrables, activos intangibles y otros activos corrientes. Se espera que la tendencia se mantenga en el futuro.

El nivel de respaldo patrimonial se considera adecuado, tomando en cuenta la naturaleza comercial de la empresa, el hecho de que la mayoría de sus activos son recuperables en el corto plazo, y la solidez de su negocio.

Gráfico 9

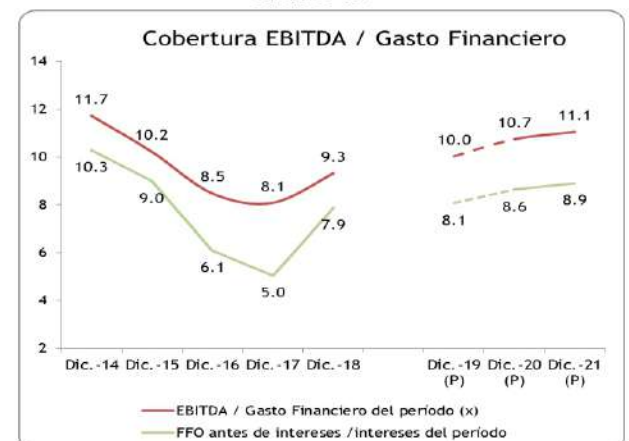


*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AAA, AAA- y AA+ por BWR
Elaboración: BWR

El nivel de endeudamiento de SIMED es más conservador que la mediana de emisores calificados por BWR en el rango 'AA'. El bajo nivel de endeudamiento le da al emisor flexibilidad financiera y le permite mitigar los riesgos asociados a la necesidad constante de realizar las inversiones para renovar equipos colocados y crecer en ventas, así como a escenarios de reducción en los flujos de cobro desde el sector público, que ya ha mostrado este comportamiento por el deterioro de las cuentas fiscales.

Capacidad de Pago y Liquidez

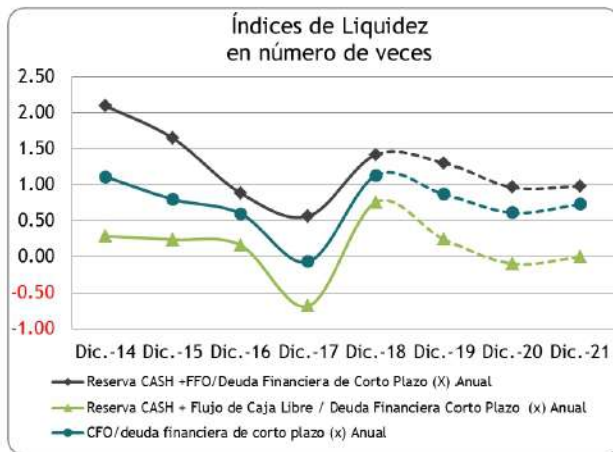
Gráfico 10



Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

La liquidez de la empresa ha sido limitada en los períodos analizados, debido a tres causas principales: a) el negocio requiere para su crecimiento de mayor capital de trabajo e inversión de capital por la compra de los equipos en comodato; b) los excedentes operativos luego de inversiones se han destinado al pago de dividendos e impuestos, y c) la deuda financiera se encuentra en un 61% en el corto plazo (64% en diciembre-2017).

Gráfico 11



Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Sin embargo, es importante destacar que a diciembre-2018 los indicadores de liquidez de la empresa mejoran notablemente y sus recursos líquidos cubren al 100% su deuda financiera de corto plazo.

En 2017 SIMED decide por otro lado optimizar el uso de sus reservas de liquidez, por lo que el efectivo y equivalentes se reduce de USD 3.8 millones en 2016 a USD 228M para 2017. Este valor vuelve a incrementar a USD 2 MM a junio-2018 y se ubica en USD 2.85MM en diciembre-2018. En el presente análisis se considera como supuesto que los recursos líquidos en promedio se mantengan cerca de los USD 1.5MM.

Se aprecia que el perfil de liquidez ha mejorado como estaba previsto, con las nuevas emisiones de mercado de valores.

A la fecha de corte, el 29.5% de la deuda financiera corresponde a operaciones de crédito con bancos locales; de esta, cerca del 80% vence en el corto plazo. Por su parte, el 70.5% restante corresponde a emisiones en el mercado de valores, de las cuales el 44.5% tiene vencimientos superiores a un año.

El riesgo de refinanciamiento de la empresa se mitiga por la posición de la empresa en el mercado y el bajo endeudamiento que mantiene. Se considera además que, si bien en etapas de crecimiento la liquidez es apretada, se esperaría

que de darse un escenario de contracción de ventas, el emisor pueda así mismo liberar parcialmente liquidez por la menor inversión en CAPEX, requerimientos disminuidos de capital de trabajo y pago de dividendos.

A continuación se puede observar la estructura de la deuda financiera. Cabe mencionar que las cuentas de intereses, depósitos no identificados y aportes a fideicomiso fueron ubicadas en el período 2019 y suman a diciembre-2018 USD 36.2M.

Estructura de la deuda financiera		
Año	Saldo USD (miles)	%
2019	8,231	62.52%
2020	3,090	23.47%
2021	1,818	13.81%
2022	25	0.19%
TOTAL	13,164	100.00%

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

Las presentes emisiones tienen garantía general, por lo cual están respaldadas por todos los activos no gravados del emisor, cuya calidad se analizó en un apartado anterior.

Fecha de corte	dic-18
Activo Corriente	38,420
Activo Total Ajustado (USD M)	45,318
Activo Total (USD M)	51,446

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	3,285	3,285	13.80
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	3,882	7,167	6.32
3era	Deuda sin garantía específica de balance	24,202	31,369	1.44
TOTAL		31,369	31,369	1.45

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 1.45 veces con los activos ajustados. 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.

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.

Además, el emisor certifica que a la fecha de calificación se han cumplido todos los resguardos tanto normativos como internos y que las obligaciones financieras de mercado de valores y del sistema financiero se encuentran al día.

RESGUARDOS

Para la III Emisión de Obligaciones de 2015 que se analiza en este estudio, SIMED S.A. se obliga a:

1. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a (1).
2. Los activos reales sobre los pasivos reales exigibles deberán permanecer en niveles de mayor a o igual a uno (1).
3. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
4. Mantener durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación.

El incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones.

Adicionalmente se establecen los siguientes compromisos adicionales:

1. Indicadores financieros:
 - a. Pasivo Financiero / EBITDA menor o igual a 2.00 veces
 - b. Pasivo Total / Patrimonio menor o igual a 2.50 veces
 - c. Capital Social / Activo Total mayor o igual a
 - d. Si la compañía llegare a incumplir uno o más de los índices señalados en un determinado semestre, tendrá como plazo el semestre siguiente para superar la deficiencia.
2. Constituir un Fideicomiso de Administración de Flujos como instrumento y mecanismo de retención de efectivo para el pago a los obligacionistas.

Para la IV Emisión de Obligaciones de 2017 que se analiza en este estudio, SIMED S.A. se obliga a:

1. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a (1).
2. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor a o igual a uno (1).
3. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
4. Mantener durante la vigencia de la emisión, la

relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación.

El incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones.

Hemos recibido la certificación por parte del emisor de que la empresa se encuentra cumpliendo todos los resguardos detallados anteriormente.

Adicionalmente, en el siguiente cuadro se puede apreciar el cumplimiento en los últimos 6 meses del indicador corriente de liquidez exigido por normativa para la emisión de valores:

Indicadores de liquidez			
Mes	Activo corriente USD (miles)	Pasivo corriente USD (miles)	Indicador Liquidez
Jul-18	38,793	26,375	1.47
Ago-18	38,604	25,793	1.50
Sept-18	39,853	25,963	1.54
Oct-18	40,079	25,414	1.58
Nov-18	39,343	26,164	1.50
Dic-18	38,923	26,553	1.47
Promedio semestral			1.51

Por último, cabe indicar que el emisor mantiene un el saldo agregado de los programas de papel comercial y emisiones de obligaciones que representa el 48.55% de su patrimonio, por lo cual cumple con el requerimiento legal de que este indicador sea inferior al 200%.

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 cinco emisiones de obligaciones y dos programas de papel comercial.

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, la III y IV Emisión de obligaciones no cuentan con negociaciones en mercado secundario en los últimos seis meses.

A la fecha de corte de este análisis, SIMED S.A. mantiene las siguientes emisiones vigentes en el mercado de valores, además de las que se analizan en el presente informe:



Descripción	Resolución aprobatoria	Última Calificación	Calificadora	Fecha de Comité
V Emisión de Obligaciones	SCVS. IRQ. DRMV.SAR.2018.00002825 de 29 de marzo de 2018	AA+	BankWatch Ratings	29/8/2018
II Programa de Papel Comercial	SCVS. IRQ. DRMV.SAR.2018.00002830 de 29 de marzo de 2018	AA+	BankWatch Ratings	29/8/2018

SIMED S.A.								
(Miles de USD)							PROYECCIONES	
Resumen Balance	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	
Caja y Equivalentes de Caja	1,152	2,830	3,804	228	2,851	2,500	1,000	
Cuentas por Cobrar Comerciales	15,484	17,330	18,404	25,499	26,615	28,820	29,981	
Inventarios	8,800	8,877	9,096	9,610	8,193	8,457	8,849	
Activos fijos	5,715	6,136	6,633	6,733	12,675	15,008	17,130	
Otros activos	1,607	1,163	2,273	743	1,112	642	642	
Total Activos	32,758	36,336	40,210	42,813	51,446	55,426	57,603	
Cuentas por Pagar Proveedores	5,873	4,328	4,718	3,918	7,430	7,647	6,015	
Deuda Financiera Total	7,670	9,922	13,276	15,439	13,847	13,365	13,289	
Deuda Financiera Corto Plazo	3,797	6,006	10,705	9,825	8,454	8,189	10,009	
Deuda Financiera Largo Plazo	3,873	3,916	2,571	5,044	4,710	4,493	2,598	
Otros contingentes	0	0	0	570	683	683	683	
Otros Pasivos	5,757	6,588	8,091	9,831	10,092	10,816	11,351	
Total Pasivos	19,300	20,838	26,085	29,188	31,369	31,828	30,655	
Patrimonio	13,458	15,498	14,125	13,625	20,077	23,599	26,948	
Resumen de Resultados	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	
Ventas	37,859	40,343	42,272	44,296	48,515	50,169	52,427	
Costo de ventas	-15,631	-16,733	-24,297	-26,549	-21,983	-29,600	-30,932	
Otros Ingresos Operativos	112	128	698	601	609	377	414	
Egresos Operativos	-16,423	-17,993	-11,411	-10,821	-16,169	-10,785	-11,325	
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5,805	5,617	6,564	6,926	10,363	9,785	10,170	
Gasto Financiero del periodo	-787	-946	-1,211	-1,384	-1,405	-1,228	-1,201	
Impuestos a la renta	-1,107	-1,146	-2,869	-4,276	-1,946	-2,412	-2,533	
Utilidad Neta de la gestión	4,023	3,653	3,182	1,867	5,578	6,522	6,849	
Otros Resultados Integrales	0	0	13	165	0	0	0	
Utilidad Integral Neta	4,023	3,653	3,195	2,032	5,578	6,522	6,849	
Resumen Flujo de Caja	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	
EBITDA OPERATIVO	9,227	9,665	10,259	11,181	13,099	12,310	12,906	
(-) Gasto Financiero del periodo	-787	-946	-1,211	-1,384	-1,405	-1,228	-1,201	
(-) Impuesto a la renta del periodo	-1,127	-1,160	-2,869	-4,210	-1,890	-2,412	-2,533	
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0	0	0	
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	7,313	7,559	6,179	5,587	9,804	8,671	9,171	
(-) Variación Capital de Trabajo	-3,084	-2,752	277	-6,229	-88	-1,530	-3,010	
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	4,229	4,807	6,456	-642	9,716	7,140	6,161	
(+/-) Flujo de caja no operativo	120	148	717	643	612	377	414	
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	112	128	698	601	609	377	414	
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	-2,044	0	0	
(+/-) Ajustes no operativos que no implican flujo	8	20	19	42	2,047	0	0	
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-341	-1,613	-4,568	-2,532	-2,076	-3,000	-3,500	
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-3,564	-4,229	-4,178	-4,150	-4,175	-4,500	-4,500	
(-) Inversión en activos intangibles	0	0	0	0	19	0	0	
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	444	-887	-1,573	-6,681	4,096	17	-1,425	
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-521	2,252	3,595	1,352	-1,705	-482	-75	
OTRAS INVERSIONES NETO	-1,119	313	-1,048	1,753	230	115	0	
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	-1,196	1,678	974	-3,576	2,622	-350	-1,500	
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	2,348	1,152	2,830	3,804	228	2,851	2,500	
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	-675	-574	-2,621	-4,928	4,327	132	-1,425	
Indicadores	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	
Patrimonio Tangible	11,851	14,533	13,445	8,905	14,073	18,062	21,411	
% crecimiento en ventas	10.86%	6.56%	4.78%	4.79%	9.52%	3.41%	4.50%	
MARGEN EBIT (%)	15.33%	13.92%	15.53%	15.64%	21.36%	19.50%	19.40%	
MARGEN EBITDA (%)	24.37%	23.96%	24.27%	25.24%	27.00%	24.54%	24.62%	
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	10.29	8.99	6.10	5.04	7.98	8.06	8.64	
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	11.72	10.22	8.47	8.08	9.32	10.03	10.74	
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	11.72	10.22	8.47	8.08	9.32	10.03	10.74	
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO (x) Anual - flexibilidad financiera	0.83	1.03	1.29	1.38	1.06	1.09	1.03	
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO (x) Anual- flexibilidad financiera	0.71	0.73	0.92	1.36	0.84	0.88	0.95	
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.36	0.39	0.48	0.53	0.41	0.36	0.33	
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	1.29	1.19	0.91	-0.07	1.43	1.12	0.67	
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	1.11	0.80	0.60	-0.07	1.15	0.87	0.62	
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.29	0.24	0.16	-0.68	0.76	0.25	-0.09	
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	7.31	1.54	0.46	-0.75	1.18	0.40	-0.12	

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.