

Ecuador
Emisión de Obligaciones
Primer seguimiento

SIMED S.A.

Calificación

Tipo de Instrumento	Resultado Calificación	Calificación Anterior	Último Cambio
VI EMISIÓN DE OBLIGACIONES	AA+	AA+	N/A

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

	jun 2018	dic 2018	jun 2019
Activos (USD MM)	45.4	51.2	53.2
Ventas (USD MM)	20.6	48.5	23.2
Margen EBITDA (%)	15.71%	27.47%	25.98%
ROE (%)	16.12%	30.88%	25.77%
Deuda / capitalización (%)	56.28%	41.51%	45.56%
CFO / Deuda Fin CP (X)	-0.33	1.20	-0.49
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.10	0.77	-0.98
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA (x)	2.87	1.06	1.56
Deuda Financiera	4.30	1.43	2.13

Fuente: SIMED S.A. Elaboración BWR

Contactos:

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

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

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de "AA+" a la VI Emisión de Obligaciones de SIMED S.A. La categoría AA+ 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 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 70% 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 con 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 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. En el segundo semestre del año esperamos generación positiva de efectivo gracias a la generación operativa y liberación de su capital de trabajo. En un mayor horizonte de tiempo, 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

Fecha Comité: 29 de agosto, 2019
Estados Financieros a: 30 de junio, 2019

endeudamiento se incrementara fuera los rangos aceptables en relación con su generación.

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

VI Emisión de Obligaciones (2019)	
Emisor:	SIMED S.A.
No. de Resolución	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2019-00002293 de
Fecha Aprobación SCVS	20 de marzo de 2019
Clase	Clase A
Monto Total Emisión:	5,000,000
Saldo:	5,000,000
Fecha de emisión:	01-Abr-19
Fecha Vencimiento:	15-Ene-22
Plazo de la Emisión:	1020 DÍAS
Periodicidad Pago de Capital*	Primero cuatrimestral, en adelante
Periodicidad Pago de Interés*	Primero cuatrimestral, en adelante
Tipo de Tabla de Amortización	Sistema francés
Tasa de interés	8.00%
Forma de Cálculo Interés	30/360
Garantía:	General
Objeto de la emisión	40% sustitución de pasivos, 40% capital de trabajo y 20% en inversiones de capital
Agente Estructurador:	ANALYTICA SECURITIES C.A.
Agente Colocador:	ANALYTICA SECURITIES C.A.
Agente Pagador :	DECEVALE S.A
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

*El primer pago se realizará de forma cuatrimestral, posteriormente trimestral

Los recursos que se capten a través de la 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

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%.

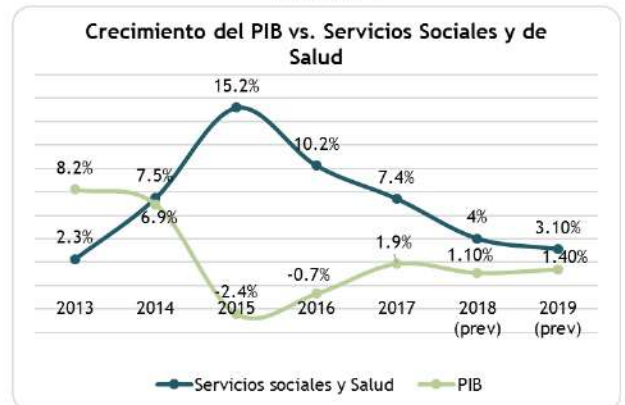
A nivel internacional, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento para 2019 de 0.4%, mientras que las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un decrecimiento de -0.5%, seguido de un crecimiento de 0.2% para 2020.

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



Fuente: Banco Central del Ecuador. Elaboración: BWR

A pesar de la contracción de gasto público, la proforma presupuestaria 2019 cumple con la disposición constitucional de incremento del 0.5% 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 2017-2021 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 con el 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

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

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

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 junio de 2019 esta línea de negocio representa 41.2% de las ventas (36.2% a diciembre-2018).

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 cortopunzantes 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 42 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 67.53% de sus ventas en 5 marcas (SIEMENS, BIOMERIEUX, HEMOCUE, BD, HORIBA).

La representación más importante es la de la línea de cuidado de la salud de SIEMENS AG (31.72%), 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 11.92% en esta marca.

La empresa tiene una representación del 11.09% en

la marca HEMOCUE, que es una empresa especializada en radiómetros utilizados en más de 130 países. Brindan soluciones de hematología, diabetes, anemia, gestión de datos, accesorios y consumibles.

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 7.45%.

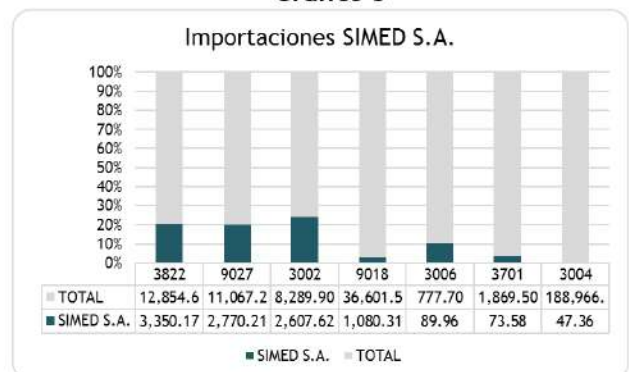
Finalmente, HORIBA es una compañía originaria de Japón que se dedica a la manufactura y venta de sistemas de medición de emisiones automotoras y de medio ambiente, equipos de análisis científico, equipos de análisis médico y equipos de medición en la industria de semiconductores, desde el año 1945. A la fecha de corte la concentración de ventas de esta marca asciende a 5.37%.

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 2019 el 98.09% de sus importaciones se realizaron bajo 7 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.

Los datos a continuación se presentan con el corte más reciente de información del Banco Central, es decir, mayo-2019.

Gráfico 3

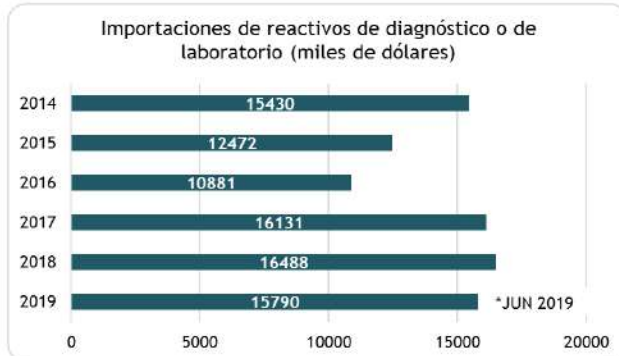


Fuente: SIMED S.A. y BCE Elaboración: BWR

La participación de mercado más importante es de la partida 3002 (31.46%) que se refiere a los reactivos de diagnóstico, que no se emplean directamente en pacientes. Esta partida a mayo-2019 representa el 25.53% de las importaciones de la compañía.

Por otro lado, la segunda partida más importante para la compañía es la 3822, que corresponde a reactivos de diagnóstico y laboratorio. En este segmento SIMED tiene una participación de mercado del 26.06% y representa el 32.80% de las importaciones de la compañía.

Gráfico 1



Fuente: Ministerio de Comercio Exterior Elaboración: BWR

Respecto a las importaciones nacionales de reactivos de diagnóstico y laboratorio (que incluye las partidas 3822 y 3002), se observa una tendencia creciente en los últimos años.

En tercer lugar de participación de mercado, se ubica la partida 9027, que a mayo-2019 tiene una participación de mercado del 25.03% y además representa el 27.12% del total de importaciones de SIMED. Esta partida se refiere a instrumentos y aparatos para análisis físico o químico.

Adicionalmente, la partida 3006 de preparaciones y artículos farmacéuticos tiene una representación de mercado del 11.57%, sin embargo, representa únicamente el 0.88% del total de importaciones de la compañía.

Cabe mencionar que un participante importante en las ventas de la compañía es el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social. De acuerdo con información provista a través de la plataforma de transparencia, este realizó pagos a SIMED durante el 2019 por un total de USD 4.99 MM por dispositivos médicos y de USD 406 M por equipos médicos. Mientras tanto, su principal competidor, Roche, recibió pagos en el mismo período por un total de USD 7.44 MM en 2019 por dispositivos médicos⁸.

Las principales compras del IESS a SIMED S.A. fueron para los hospitales Teodoro Maldonado Carbo en Guayas y Carlos Andrade Marín en Pichincha.

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 Yepez 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 una compañía española denominada Yellow Sea Investments, S.L.

Al corte de este informe SIMED S.A. tiene un patrimonio de USD 22.55MM; de este, el capital social representa el 19.95%. Cabe mencionar que el patrimonio de SIMED incrementó significativamente con 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 45.6% de la capitalización⁹ de la Compañía. Esta relación ha disminuido frente a los al mismo período del año anterior (56.3%).

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

⁸<https://www.iesg.gob.ec/compras-medicas/>

⁹ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



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.

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.

Por otro lado, se expone como hecho relevante que la administración ya subsanó contablemente los USD 2.04 millones de cuentas por cobrar no recuperables y ha establecido controles para que no vuelva a repetirse el evento. A la fecha de corte, SIMED indica que no existen contingentes adicionales ni se prevén para los periodos subsiguientes.

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, 2017 y los estados auditados por Ernst & Young para el año 2018. 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 junio-2019.

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 y a un posterior entorno operativo de bajo crecimiento.

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.

A junio-2019 el 70.4% de las ventas se realizan a instituciones pertenecientes al sector público (57% a diciembre-2018). 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. Adicionalmente, a junio-2019 SIMED reporta ventas por exportación de 0.2% del total.

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 (58%) y en entidades dependientes del Ministerio de Salud Pública (MSP) (38%). 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 junio-2019 las ventas relacionadas con el IESS se realizaron a 69 instituciones distintas y en el caso de MSP a 62, es decir un total de 131 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 405 y esta concentración mencionada corresponde al 32%.

Por último, las ventas al sector privado se encuentran adecuadamente diversificadas por cliente.

En junio-2019 se registra un crecimiento interanual de las ventas de 12.5%, superior al esperado inicialmente para todo el año (3.45%). Esto se debe a que las ventas al sector público en el primer semestre del año de 2018 se ejecutaron más lento de lo esperado (41% del valor anual). Esto hizo que el 57.4% de las ventas del emisor del 2018 se den en el segundo semestre.

Debido a este crecimiento, la estacionalidad del negocio y la situación macroeconómica, se proyecta un crecimiento anual de ventas se vaya ajustando hasta un 4.6% hasta fines de año, y se alcance un porcentaje similar en 2020. Este crecimiento considera la expectativa de una mayor participación de la línea hospitalaria.

Gráfico 2



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

Cabe mencionar que SIMED realizó una reclasificación entre gastos y costos que se aprecia únicamente en los estados financieros de fin de año. Por este motivo el margen bruto promedio a junio-2019 es cercano al 54.47% (53.48% a junio-2018) y en diciembre-2018 fue de 45.09%. Se espera que este se mantenga alrededor del 45% para los periodos subsiguientes.

Con el objetivo de analizar el peso total de los

costos y gastos, se evalúa la eficiencia operativa de la empresa, comprendida como la suma de gastos operativos y costos de venta sobre el total de ventas. A junio-2019 este indicador asciende a 80.9%. Se espera un porcentaje similar en los siguientes períodos, en consideración de que los cambios en el método de depreciación ya fueron ejecutados.

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 junio-2019 el EBITDA presenta un crecimiento de 86% interanual, ocasionado por la estacionalidad coyuntural que tuvieron las ventas al sector público el año anterior. Sin embargo, si se anualiza este indicador y se lo compara con 2018, se evidencia un decrecimiento anualizado respecto del 9.4%, ocasionado por un ligero incremento del peso operativo.

Por otra parte, El ROA y el ROE en junio-2019 ascienden a 10.45% y 25.77%, respectivamente (9.2% y 22.2% en diciembre-2018). Estos indicadores se ven beneficiados de un menor gasto de depreciación derivado del ajuste metodológico antes nombrado.

Gráfico 3



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

No existen 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 53.24 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.

ACTIVOS

	Dic-16	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Total Activo Corriente	83.2%	77.4%	85.1%	74.6%	74.7%
Fondos Disponibles	9.5%	0.5%	4.4%	5.6%	3.8%
Inversiones corto plazo	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%
CxC Comerciales	45.8%	54.7%	56.4%	51.3%	47.2%
Inventarios Neto	22.6%	20.8%	17.6%	16.3%	19.6%
Otras cuentas por cobrar	1.3%	0.7%	0.0%	0.5%	0.0%
Gastos anticipados	0.1%	0.3%	1.1%	1.0%	0.9%
Derechos fiduciarios	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otros activos corrientes	0.1%	0.4%	5.6%	0.0%	1.3%
Total Activo No Corriente	16.8%	22.6%	14.9%	25.4%	25.3%
Propiedad, planta y equipo	16.5%	22.4%	14.6%	25.0%	24.9%
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	0.0%	0.0%	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%	0.2%	0.2%	0.4%
Total Activo	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

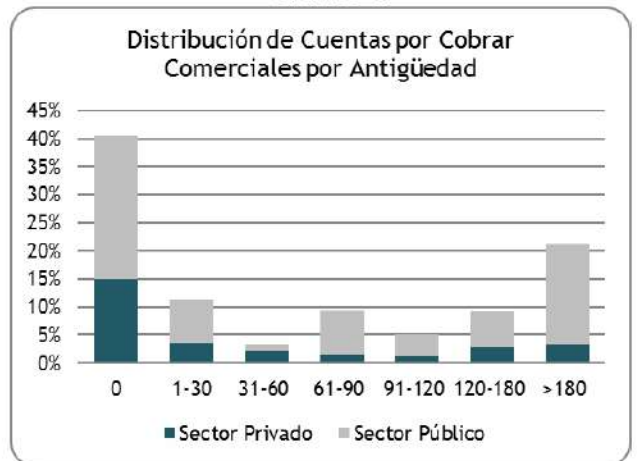
PASIVO Y PATRIMONIO

Cuenta	Dic-16	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Total Pasivo Corriente	55.8%	52.5%	55.8%	50.7%	47.6%
Deuda Financiera CP	27%	23%	29%	16%	25%
Deuda Comercial	11%	8%	9%	19%	10%
Otros Pasivos CP	18%	21%	17%	15%	12%
Total Pasivo LP	9.1%	12.4%	11.8%	10.6%	10.0%
Deuda Financiera LP	6%	11%	10%	9%	9%
Otros pasivos LP	3%	2%	2%	1%	1%
PATRIMONIO	35.1%	35.1%	31.9%	38.7%	42.4%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR

El 47.2% del activo corresponde a cuentas por cobrar comerciales. Como se aprecia en el gráfico siguiente, el 21% de la cartera mantiene una antigüedad superior a los 180 días y se ubica mayoritariamente en el sector público.

Gráfico 4



Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR.

Del gráfico anterior se puede extraer que el 41% de la cartera no se encuentra vencida. Además, el 41% del total de cuentas por cobrar corresponde al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, y de este el 31% corresponde a deuda vigente y un 69% mantiene una antigüedad mayor a 180 días.

Se evidencia que la cartera mayor a 180 días se ha deteriorado frente a diciembre-2018, sin embargo, el promedio de días de cobro se mantiene en valores similares. A la fecha, SIMED ha implementado procesos de control y de modelo de gestión para

acelerar el tiempo de recuperación de cartera. Adicionalmente, el emisor comenta que en su mayoría los clientes retrasados continúan comprando y haciendo abonos, por lo cual no implican una expectativa de pérdida. A la fecha de corte, el emisor mantiene una provisión de 3.6% del monto de cartera comercial bruta.

En el caso de los inventarios (19.6% del activo), los mismos están compuestos en su mayoría por reactivos, insumos y consumibles. SIMED revisa mensualmente la caducidad de los inventarios y en función de las ventas a junio-2019 estos en promedio rotarían en 188 días, por lo cual se consideran liquidables en el corto plazo.

Por último, en el caso de la propiedad, planta y equipo (24.9% del activo), se evidencia un crecimiento ocasionado por el restablecimiento de la depreciación acumulada. La empresa modificó el plazo de depreciación de 3 a 10 años. El nuevo método de depreciación se reestableció en los balances de 2018, 2017 y 2016.

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. A la fecha de corte, del valor contable de los activos fijos, menos del 1% de los activos fijos tiene una antigüedad superior a los 5 años, por lo cual consideramos que a la fecha este riesgo es bajo y no se ha materializado.

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.

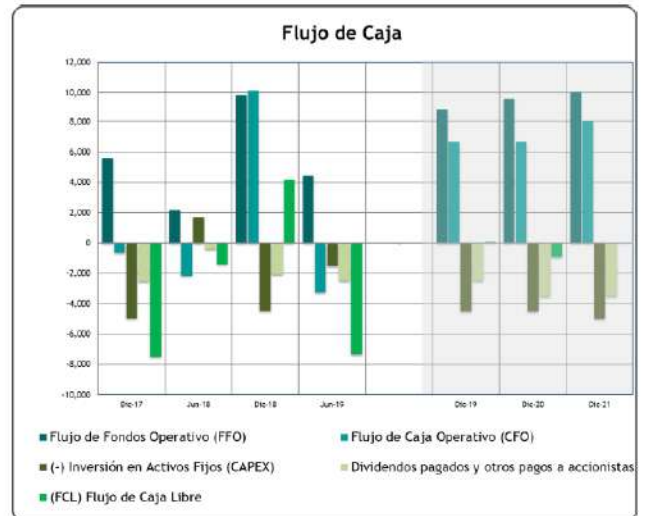
A junio-2019 se evidencia una fuerte recuperación del Flujo de Fondos Operativo (FFO), pues asciende a USD 4.4 MM (USD 2.2 MM a junio-2018). Este incremento fue ocasionado por la mayor generación explicada en secciones anteriores.

El ciclo de operación de SIMED requiere financiamiento en épocas de crecimiento debido a que mantiene un inventario elevado (188 días) y cuentas por cobrar con retrasos (202 días), que contrastan con un menor financiamiento de proveedores (92 días).

Adicionalmente, los incrementos en inventarios y en cuentas por pagar a proveedores, ocasionan que el Flujo de Caja Operativo (CFO) sea negativo en este período. Sin embargo, estas variaciones son

estacionales, por lo que esperamos que el flujo operativo sea positivo en alrededor de USD 6.6 MM para finales del 2019.

Gráfico 5



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

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.

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.

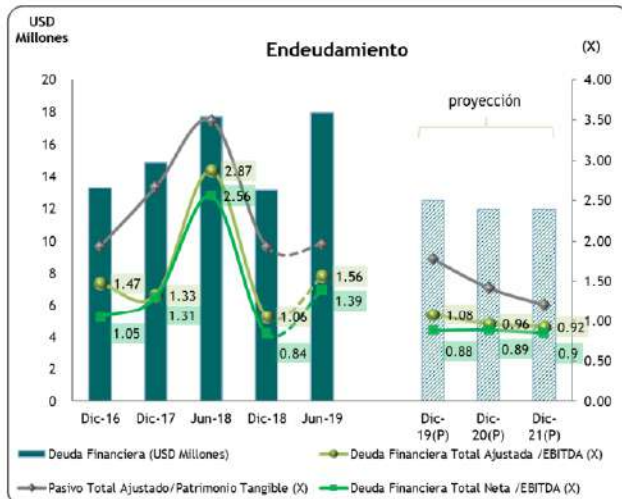
En función de las existencias de equipos que mantiene la empresa y su proyección de crecimiento en ventas, se espera que las inversiones en CAPEX del 2019 y 2020 se encuentren en un promedio de alrededor de USD 4.5 millones. La recuperación evidenciada del flujo operativo permitiría cubrir ampliamente esta necesidad.

Se espera que a finales del 2019 los requerimientos de CAPEX sean cubiertos en 1.48 veces por el Flujo de Caja Operativo.

El flujo de caja libre de SIMED ha sido negativo en casi todos los períodos analizados, lo cual obedece principalmente al reparto de dividendos y a las inversiones en activos fijos. Por otro lado, se esperaría que en escenarios recesivos estas necesidades disminuyan y por tanto la empresa

pueda generar flujos excedentes para el pago de sus obligaciones. Adicionalmente, el bajo nivel de deuda financiera que mantiene el emisor le otorga mayor flexibilidad para la obtención de recursos en caso de necesidad.

Gráfico 6



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

A junio-2019 el monto pagado por dividendos asciende a USD 2.5 MM. La empresa considerada en sus proyecciones pagos promedio de USD 3.5 MM en los siguientes tres años, que representarían cerca del 60% de los resultados anuales.

El indicador de Deuda Financiera Total/ EBITDA llegó a 1.56 veces en junio-2019 y se espera que cierre el año en 1.08 veces. 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.

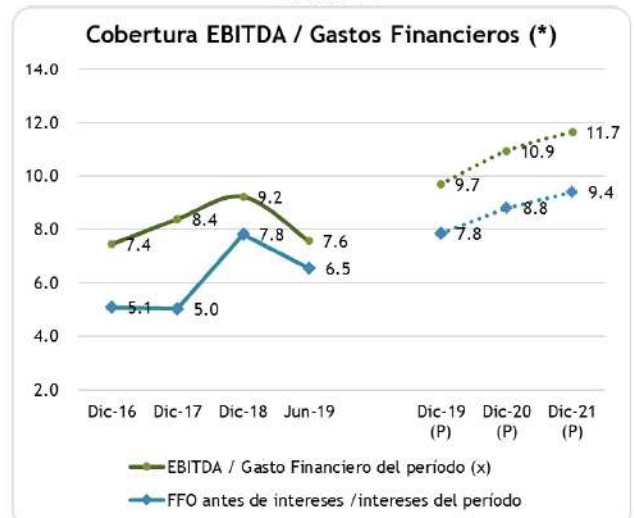
El endeudamiento financiero se ha mantenido en valores similares con relación al patrimonio tangible¹⁰. Para el cálculo de este indicador a junio-2019 se restaron del patrimonio USD 6.5 millones, que corresponden a cartera con antigüedad superior a los 180 días neta de provisiones para incobrables, activos 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.

¹⁰ Patrimonio menos activos deteriorados, activos intangibles, activos diferidos, cuentas por cobrar a relacionadas, y otros activos que en

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 7

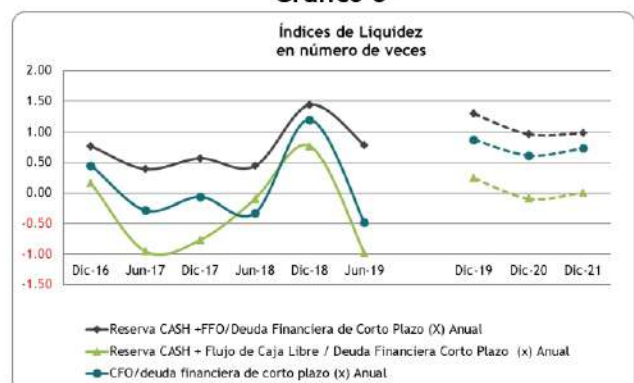


Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

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 64% en el corto plazo (61% en diciembre-2018).

Los indicadores de liquidez se ven afectados en junio-2019 por mayores requerimientos estacionales de capital de trabajo, sin embargo, se espera una recuperación importante hasta diciembre, que permitiría disminuir la deuda en aproximadamente USD 5 millones frente a los saldos actuales.

Gráfico 8



Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR.

Proyecciones ajustadas por BWR.

Debido a la decisión de la empresa de optimizar el uso de sus reservas de liquidez desde el año 2017,

opinión de la calificadora podrían no ser recuperables en caso de liquidación.

el promedio de efectivo y equivalentes durante los siguientes años se proyecta en USD1.5 MM en promedio. A junio-2019 los fondos disponibles de SIMED alcanzan los USD 2 MM.

A la fecha de corte, el 36% de la deuda financiera corresponde a operaciones de crédito con bancos locales; de esta, cerca del 90% vence en el corto plazo. Por su parte, el 64% restante corresponde a emisiones en el mercado de valores, de las cuales el 34% 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 la diferencia de USD 541 M frente al monto total de la deuda registrada contablemente pertenece a intereses bancarios, intereses de emisión, depósitos no identificados y aportes al fideicomiso.

Estructura de la deuda financiera		
Año	Saldo USD (miles)	%
2019	4,592	26.37%
2020	7,944	45.61%
2021	4,119	23.65%
2022	761	4.37%
TOTAL	17,416	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.

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 1.62 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.

Fecha de corte	Jun-19
Activo Corriente	39,766
Activo Total Ajustado (USD M)	49,686
Activo Total (USD M)	53,235

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	1,899	1,899	26.16
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	6,450	8,350	5.95
3era	Deuda sin garantía específica de balance	22,331	30,681	1.62
TOTAL		30,681	30,681	1.62

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 VI Emisión de Obligaciones de 2019 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) a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.
2. Los activos reales sobre los pasivos reales exigibles deberán permanecer en niveles de mayor a o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
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.

Además, la empresa se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de Pasivo/Activo menor o igual a 0.85 a partir de la autorización de la oferta pública y hasta redención total de los valores.

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
Ene-19	39,765	26,468	1.50
Feb-19	39,024	26,917	1.45
Mar-19	40,846	28,906	1.41
Abr-19	40,002	27,779	1.44
May-19	37,836	26,631	1.42
Jun-19	39,766	25,333	1.57
Promedio semestral			1.47

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 50.4% 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 VI Emisión de Obligaciones cuenta con las siguientes negociaciones en mercado secundario en los últimos seis meses:

VI EMISIÓN DE OBLIGACIONES SIMED S.A.				
Fecha	# Días Negociados	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
1-12-18	0	0	18	0.00%
1-1-19	0	0	22	0.00%
1-2-19	0	0	20	0.00%
1-3-19	0	0	19	0.00%
1-4-19	7	3,936,000	21	33.33%
1-5-19	2	912,000	20	10.00%
1-6-19	1	152,000	20	5.00%

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
III Emisión de Obligaciones (2015)	SCVS.IRQ.DRMV.2015.0737	AAA-	BankWatch Ratings	29/8/2019
IV Emisión de Obligaciones (2017)	SCVS.IRQ.DRMV.SA R.2017.00020750	AA+	BankWatch Ratings	29/8/2019
V Emisión de Obligaciones (2018)	SCVS.IRQ.DRMV.SA R.2018.00002825	AA+	BankWatch Ratings	29/8/2019
Segundo Programa de Papel Comercial (2018)	SCVS.IRQ.DRMV.SA R.2018.00002830	AAA-	BankWatch Ratings	29/8/2019

SIMED S.A.								PROYECCIONES	
(Miles de USD)	Dic-16	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19	Dic-19	Dic-20	
Resumen Balance									
Caja y Equivalentes de Caja	3,804	169	228	2,000	2,851	2,039	2,500	1,000	
Cuentas por Cobrar Comerciales	18,404	20,988	25,263	25,577	26,263	25,101	28,592	29,531	
Inventarios	9,096	8,470	9,610	7,983	8,329	10,447	7,933	8,302	
Activos fijos	6,633	6,524	10,327	6,570	12,810	13,260	15,143	17,266	
Otros activos	2,273	1,100	777	3,231	977	2,388	1,032	1,032	
Total Activos	40,210	37,251	46,205	45,362	51,230	53,235	55,200	57,130	
Cuentas por Pagar Proveedores	4,718	4,220	3,918	4,374	9,967	5,423	7,187	5,653	
Deuda Financiera Total	13,276	12,983	15,439	18,613	14,067	18,878	13,444	12,869	
Deuda Financiera Corto Plazo	10,705	10,839	9,825	13,132	8,436	13,382	8,029	9,349	
Deuda Financiera Largo Plazo	2,571	2,143	5,044	4,559	4,710	4,575	4,493	2,598	
Otros contingentes	0	0	570	921	921	921	921	921	
Otros Pasivos	8,091	7,509	10,651	7,915	7,372	6,380	10,849	11,384	
Total Pasivos	26,085	24,712	30,008	30,902	31,406	30,681	31,480	29,906	
Patrimonio	14,125	12,538	16,197	14,461	19,824	22,554	23,719	27,224	
Resumen de Resultados									
Ventas	42,272	19,771	44,296	20,643	48,494	23,239	50,676	52,957	
Costo de ventas	-24,297	-9,254	-24,548	-9,604	-26,628	-10,581	-27,821	-29,073	
Otros Ingresos Operativos	698	53	601	55	634	140	377	414	
Egresos Operativos	-11,411	-7,716	-11,057	-8,278	-11,472	-8,214	-13,188	-13,478	
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6,564	2,801	8,691	2,761	10,394	4,444	9,667	10,405	
Gasto Financiero del periodo	-1,211	-605	-1,384	-731	-1,443	-798	-1,283	-1,223	
Impuestos a la renta	-2,869	-1,992	-4,709	-345	-1,979	-938	-2,365	-2,591	
Utilidad Neta de la gestión	3,182	144	3,199	1,235	5,562	2,730	6,395	7,005	
Otros Resultados Integrales	13	0	165	0	142	0	0	0	
Utilidad Integral Neta	3,195	144	3,364	1,235	5,704	2,730	6,395	7,005	
Resumen Flujo de Caja									
EBITDA OPERATIVO	9,019	4,735	11,614	3,243	13,319	6,036	12,429	13,377	
(-) Gasto Financiero del periodo	-1,211	-605	-1,384	-731	-1,443	-798	-1,283	-1,223	
(-) Impuesto a la renta del periodo	-2,869	-1,993	-4,643	-346	-2,046	-815	-2,365	-2,591	
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el periodo	0	0	0	0	0	0	0	0	
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0	
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	4,939	2,137	5,587	2,165	9,830	4,423	8,780	9,563	
(-) Variación Capital de Trabajo	-110	-3,677	-6,229	-4,307	295	-7,675	-2,120	-2,902	
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	4,829	-1,540	-642	-2,142	10,125	-3,252	6,660	6,661	
(+/-) Flujo de caja no operativo	717	-59	643	-450	634	22	377	414	
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	698	53	601	55	634	140	377	414	
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	0	-112	0	-505	-2,044	-117	0	0	
(+/-) Ajustes no operativos que no impliquen flujo	19	0	42	0	2,044	0	0	0	
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-4,568	-1,731	-2,532	-400	-2,076	-2,500	-2,500	-3,500	
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-2,551	-1,816	-4,970	1,720	-4,472	-1,512	-4,500	-4,500	
(-) Inversión en activos intangibles	0	0	0	-108	-59	-117	0	0	
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-1,573	-5,146	-7,501	-1,379	4,152	-7,359	37	-925	
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	3,595	-534	2,172	2,823	-1,723	4,811	-624	-575	
OTRAS INVERSIONES NETO	-1,048	2,045	1,753	329	195	-764	236	0	
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	2,500	0	0	
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	974	-3,635	-3,576	1,772	2,624	-812	-351	-1,500	
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	2,830	3,804	3,804	228	228	2,851	2,851	2,500	
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	-2,621	-3,101	-5,748	-1,050	4,347	-8,123	273	-925	
Indicadores									
Patrimonio Tangible	13,445	11,655	11,443	9,106	16,736	19,005	18,195	21,699	
% crecimiento en ventas	4.78%	-53.23%	4.79%	4.41%	9.48%	12.58%	4.50%	4.50%	
MARGEN EBIT (%)	15.53%	14.17%	19.62%	13.38%	21.43%	19.12%	19.08%	19.65%	
MARGEN EBITDA (%)	21.34%	23.95%	26.22%	15.71%	27.47%	25.98%	24.53%	25.26%	
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.08	4.53	5.04	3.96	7.81	6.54	7.84	8.82	
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	7.45	7.82	8.39	4.43	9.23	7.56	9.68	10.93	
EBITDA / Gasto Financiero del periodo (x)	7.45	7.82	8.39	4.43	9.23	7.56	9.68	10.93	
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO (x) Anual - flexibilidad financiera	1.47	1.37	1.33	2.87	1.06	1.56	1.08	0.96	
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO (x) Anual- flexibilidad financiera	1.05	1.35	1.31	2.56	0.84	1.39	0.88	0.89	
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.48	0.51	0.49	0.56	0.42	0.46	0.36	0.32	
Reserva CASH +FFO / Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.76	-0.28	-0.07	-0.21	1.48	-0.37	1.08	0.77	
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.45	-0.28	-0.07	-0.33	1.20	-0.49	0.83	0.71	
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.16	-0.95	-0.76	-0.10	0.77	-0.98	0.25	-0.05	
Reserva en CASH+líneas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.46	-1.77	-0.84	-0.14	1.20	-1.06	0.40	-0.05	

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 financiero 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.