

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

A continuación, se presenta un detalle de la emisión calificada en este informe:

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:	2,880,417
Fecha de emisión:	1-Apr-19
Fecha Vencimiento:	15-Jan-22
Plazo de la Emisión:	1020 DÍAS
Periodicidad Pago de Capital*	Primero cuatrimestral, en adelante trimestral
Periodicidad Pago de Interés*	Primero cuatrimestral, en adelante trimestral
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 pandemia del COVID-19 ha afectado la economía global, debido al cierre de negocios y las restricciones para circular. De acuerdo con Banco Mundial, el PIB de todo el planeta se contraerá en 2020 en 5.2% mientras que América Latina y el Caribe lo hará en 7.2%. Para 2021, se espera un rebote del indicador, que crecerá en 5.2% de forma global y en 2.8% para la región.¹

Esta situación ha afectado los precios mundiales de los productos básicos, como el petróleo y gas, así como el comercio en general, por la fuerte desaceleración económica de Estados Unidos y China. Así mismo, industrias como el turismo, el transporte aéreo y otras que por su naturaleza implican aglomeración de personas se han visto especialmente afectadas.

La economía ecuatoriana no es la excepción, aunque presenta algunas particularidades, ya que esta ya venía contrayéndose ligeramente desde el último trimestre de 2019, debido a la tendencia a decrecer del precio del petróleo, una apreciación del dólar frente a otras monedas de la región y la imposibilidad de mantener un dinamismo que en los últimos 10 años había dependido principalmente del gasto público, impulsado a su vez por los ingresos petroleros y un endeudamiento creciente e insostenible.

En este escenario, el 2020 ha sido un año extremadamente complejo para Ecuador, con una economía sin flexibilidad monetaria, un alto endeudamiento, reservas de liquidez inexistentes, una caída significativa en ingresos por exportaciones petroleras, un sistema de salud con deficiencias para afrontar la pandemia, un gobierno con baja popularidad y vencimientos importantes de su deuda externa. A esto se sumó la rotura de un tramo del Sistema de Oleoducto Transecuatoriano (SOTE) y del Oleoducto de Crudos Pesados (COP), que afectó la producción de petróleo.

Dentro de este escenario, cabe resaltar el éxito del gobierno en las gestiones realizadas para conseguir un alivio financiero que le permitiera cumplir con sus objetivos financieros de corto plazo y reducir la severidad de la crisis. En agosto se consiguió la aprobación del reperfilamiento de los bonos de deuda externa, que permitirá a Ecuador reducir los intereses, ampliar los vencimientos hasta el año 2040 y reducir el capital de dicha deuda. En el mismo mes, se anunció un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional para acceder a un programa de crédito de USD 6,500 millones. El acuerdo tiene una duración de veintisiete meses. Ecuador tendrá un plazo de diez años para repagar el capital, con cuatro años de gracia. La tasa de interés sería cercana al 2.9%. Del monto anterior, USD 4,000 millones deben desembolsarse en 2020, USD 1500 millones en 2021 y USD 1000 millones en 2022. Hasta fin de año se espera el desembolso de los USD 2,000 millones restantes para este año, que le servirá al Estado para cubrir retrasos a proveedores acumulados los últimos dos meses². El riesgo país, que en abril de este año cerró en 5033 puntos base, cerró a noviembre en 1028, reflejo de la menor incertidumbre, aunque es todavía superior en 239 puntos base al de fines de diciembre de 2019.

La previsión más reciente del Banco Central del Ecuador (BCE) considera una contracción del PIB de -8.9% en 2020. Se espera que, luego de tocar fondo el segundo trimestre de 2020, la economía vaya poco a poco recuperando dinamismo. Si bien el BCE estima que el PIB del país crecerá en 3.1% en 2021,

este todavía sería inferior en 6.1% al del 2019. De acuerdo con las previsiones del FMI, recién en 2025 el PIB recuperaría nuevamente el valor de 2019.

Si bien las exportaciones petroleras son 26% más bajas que un año antes, cabe resaltar que el país ha logrado compensar esta situación y conseguir un superávit comercial, que en los últimos 12 meses llega a USD 3,300 millones. Aportan positivamente las exportaciones de productos mineros, que hasta octubre llegan a USD 646 millones, un crecimiento interanual de 176%. Por otro lado, las importaciones han caído interanualmente: -14% en insumos y -21% en bienes de capital.

El presupuesto general del Estado para 2021 tiene necesidades de financiamiento por USD 13,936 millones, de las cuales USD 10,506 millones ya estarían cubiertos, por lo cual la brecha financiera llegaría a una cifra manejable de USD 3,430 millones. La deuda pública total a octubre-2020 es de USD 59,331 millones, de los cuales el 70% corresponde a deuda externa.

El 2021 se vislumbra como un año de recuperación frente al 2020, pero todavía restan elementos importantes de incertidumbre, como son la evolución de la pandemia, el resultado de las elecciones presidenciales y de asambleístas, y la política económica y de relaciones internacionales que aplicará el nuevo gobierno, que se posicionará en mayo-2021, y que determinará la continuidad de los acuerdos de financiamiento con organismos internacionales.

El País necesita entrar en un pacto político, social y económico, donde intervengan todos los actores del País para buscar acciones consensadas de una política planificada de la economía que ofrezca seguridad y no políticas paliativas para cubrir problemas de turno.

El sector de la salud no presentó restricciones de movilidad u operatividad a partir de la pandemia, por lo cual el desarrollo de sus actividades se efectuó normalmente. Es importante recordar que, además, 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 la estrategia nacional, 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).

Adicionalmente, en la coyuntura actual, el Gobierno se ha pronunciado respecto a la importancia del sector e indicó que se buscará garantizar el acceso de la población al sistema de salud, con las asignaciones presupuestarias que fuesen necesarias. Así, en mayo de 2020 el Gobierno indicó que las inversiones en salud previo a la pandemia fueron de alrededor de 10 mil millones de dólares y que se realizó una asignación adicional de 760 millones a consecuencia del brote por COVID-19³.

Además, a junio de 2020 el Gobierno realizó una inversión importante para la compra de insumos de bioseguridad con un crédito del Banco Interamericano de Desarrollo, el mismo que indicó que Ecuador tuvo una asignación adicional de crédito por 700 millones de dólares, de los cuales, 368.8 millones fueron entregados hasta mayo de 2020 y 280 millones desembolsados en el mes de junio⁴.

De acuerdo con el plan *Toda una Vida* del Gobierno al 2021⁵ 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.

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

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

La Planificación Territorial en Salud del Ministerio de Salud Pública (MSP) definió como primer eje el fortalecimiento del primer nivel de atención. Dentro de este contexto, el proyecto de Fortalecimiento de la Red de Servicios de Salud y

³ <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/05/25/nota/7851387/inversion-salud-ecuador-rebote-cristobal-roldan>

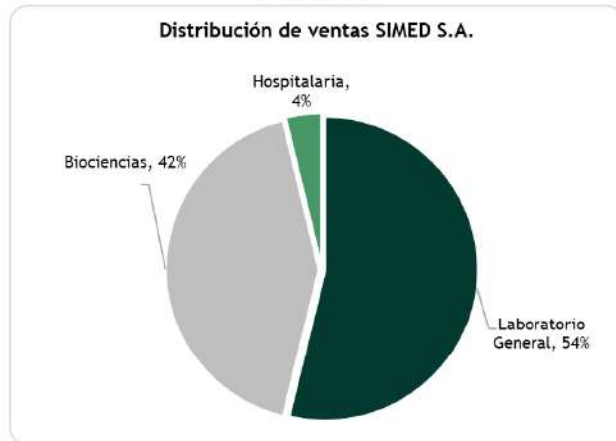
⁴ <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/06/23/nota/7881861/gobierno-adquirio-400-toneladas-metricas-insumos-bioseguridad>

⁵ http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/10/PNBV-26-OCT-FINAL_OK.compressed1.pdf

enfocada en equipos altamente especializados en el área de banco de sangre, oncodiagnóstico, microbiología y biología molecular. Esta línea incluye las pruebas PCR para detección de COVID-19.

- **Hospitalaria:** 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.

Gráfico 2



Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR

En la actualidad, el emisor mantiene 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 85.16% en 5 marcas (SIEMENS, SEEGENE, BIOMERIEUX, SD BIOSENSOR Y BD).

La representación más importante es la de la línea de cuidado de la salud de SIEMENS (37.28%), 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).

A diferencia de periodos anteriores, la segunda marca más importante es de la línea Seegene con un 18.59% de participación. Esta representación corresponde a productos y sistemas para problemas

respiratorios, entre ellos lo relacionado al COVID-19, segmento en donde la empresa inició sus actividades en el 2020.

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 14.99% en esta marca.

Por otro lado, SD Biosensor es una empresa que se dedica al bio diagnóstico y produce pruebas rápidas de diferentes enfermedades cardiovasculares, hormonales, inflamatorias y de tumores. A la fecha de corte SIMED cuenta con una representación del 7.72% en su composición de marcas.

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 6.59%.

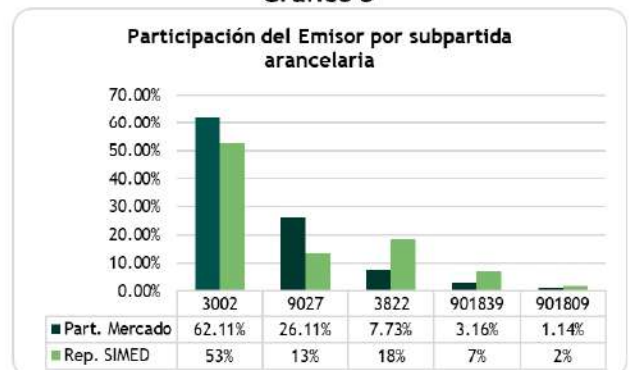
El mercado de equipos e insumos médicos y de laboratorio tiene varios participantes y se aprecian liderazgos específicos dependiendo de la línea de negocios.

En lo que respecta a la participación del mercado del emisor, se evalúa la distribución de las importaciones de las diferentes partidas arancelarias que maneja la compañía.

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 de importaciones de subpartidas arancelarias fueron tomados del Banco Central del Ecuador con corte a octubre-2020.

Ya que más del 93% de las importaciones se concentran en cinco subpartidas, se presenta dicho desglose en el gráfico 3.4

Gráfico 3



Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR.
*9027: 9027809090 3822: 3822009000, 3002:3002132000
Acumulado enero a octubre 2020

La participación de mercado más importante se encuentra en la partida 3002 (62%), que se refiere a los reactivos de diagnóstico, que no se emplean directamente en pacientes.

En segundo lugar, se encuentra la partida 9027 que representa el 13% del total de importaciones de SIMED y tiene una participación del mercado de 26.1%. Esta partida se refiere a instrumentos y aparatos para análisis físico o químico.

Por otro lado, la tercera 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 7.7% y representa el 18% de las importaciones de la compañía.

Adicionalmente, en la partida 9018 de instrumentos y aparatos de medicina tiene una participación de mercado del 3.16% y representa el 7% de las importaciones de la compañía.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

SIMED S.A. forma parte del grupo económico integrado por el Holding Omni Invest y dos empresas relacionadas. Conforme consta en el catastro del SRI, el grupo ha revelado todos sus beneficiarios finales y no tiene registros en paraísos fiscales. El grupo consolida estados financieros y sus principales cifras auditadas a diciembre-2019 se muestran a continuación:

Cuenta	Miles de USD
Activos	62,432
Patrimonio	26,863
Utilidad Neta	6,438
Deuda financiera	19,188

Cabe mencionar que el 93.9% de los activos y el 91.8% de la deuda financiera de la Corporación pertenecen a SIMED S.A., por lo que se analizan las cifras individuales del emisor.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Al corte de este informe SIMED S.A. tiene un patrimonio de USD 22.08MM; de este, el capital social representa el 20.37%. 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%
Jiménez Yépez Alfredo Adonay	1	0.0%
TOTAL	4,500,000	100%

En los últimos cuatro años los dividendos a los accionistas han representado entre 60% 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 50.6% de la capitalización⁹ de la Compañía. Esta relación ha aumentado frente al mismo período del año anterior (48.2%).

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.

⁹ 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 y cuenta con la calificación BPA de buenas prácticas de almacenamiento.

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 con información provista por el emisor, se realizó una importante actualización del aplicativo en el mes de julio de 2018.

Por otra parte, en el año 2020 la compañía inició la segunda fase de su sistema de control de gestión que permite la automatización de ciertos procesos y el control de desperdicios del producto.

Adicionalmente, SIMED prevé inversiones asociadas con tecnología de respaldo para los procesos administrativos y de relación con clientes, además de un sistema de manejo de infraestructura de datos que se pondrían en marcha a partir del año 2021.

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. 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 KPMG para los años 2016 y 2017 y los estados auditados por Ernst & Young para el año 2018 y 2019. 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 octubre-2020.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros para el período 2020-2024. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas. Cabe mencionar que las proyecciones incluyen el efecto por la emergencia sanitaria y sus consecuentes restricciones de movilidad e impactos en la economía.

Gestión Operativa y Tendencias

Entre 2014 y diciembre 2019 las ventas de SIMED han tenido un crecimiento compuesto de 4.35% anual, que fue posible gracias a la fuerte demanda del sector público. El mayor dinamismo se dio en 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.

A la fecha de corte, la empresa presenta un crecimiento interanual del 1.8%, por encima del presupuesto planificado para el final del año pese al impacto negativo que tuvo la pandemia en la demanda de sus principales reactivos, especialmente en el segundo trimestre del año. Sin embargo, en este análisis se mantiene como supuesto un 0% de crecimiento en ventas para 2020, en línea con la proyección conservadora recibida de parte del emisor.

SIMED ha logrado compensar la caída en la venta de reactivos con la comercialización de pruebas PCR para COVID-19 con clínicas privadas y entidades públicas a nivel nacional, además de la entrega en comodato de equipos relacionados con la pandemia. SIMED espera mantener este mercado en el mediano plazo, por lo que cuenta con la representación de una marca reconocida en este ámbito.

En cuanto a las ventas tradicionales del emisor, la unidad de Laboratorio General funciona en su mayor parte a través de convenios de comodato con plazos comprendidos entre 3 a 5 años con el sector privado o de *apoyo tecnológico* con el sector público, 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 con el 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 octubre-2020 las ventas de SIMED se concentran en un 40.1% en el sector público (66.51% a diciembre-2019). Si bien la representación del sector público se contrae a la fecha de corte, esta concentración expone a SIMED al riesgo de volatilidad en su generación ante restricciones del gasto público en su sector o ante cambios regulatorios de importancia. Adicionalmente, la concentración supone un riesgo de liquidez en cuanto se retrasen los días de cobro. Como mitigantes se consideran la importancia estratégica y social de la atención de salud y el alto grado de especialización de los productos que comercializa la empresa y sus insumos. La empresa también busca mitigar este riesgo a través de un control minucioso de la documentación de los procesos y la gestión proactiva con cada institución para minimizar errores y retrasos.

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 (54.8%) y en entidades dependientes del Ministerio de Salud Pública (MSP) en un 39.9%. De igual forma, esto hace a la empresa sensible a circunstancias financieras específicas de estas instituciones, y le quita poder de negociación como proveedor. Sin embargo, los procesos de demanda y cobranza dependen de cada institución y no se centralizan a nivel del IESS o MSP.

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

Como se indicó anteriormente, en vista de las condiciones macroeconómicas las proyecciones se realizan de forma conservadora, por lo que se proyecta que el año 2020 no registre crecimientos frente al cierre del 2019. Al cierre del año se estima que el margen de ventas se establezca en alrededor de 40.2%, debido a un impacto a consecuencia del castigo de inventarios previsto por la empresa. En los siguientes periodos, se estima que el margen bruto de la compañía se mantenga estable en alrededor del 43.5%. SIMED realiza reclasificaciones entre el costo y el gasto en sus estados financieros auditados, por lo cual el margen bruto difiere significativamente frente a los estados directos. Así, a octubre-2020 el margen bruto contable se ubica en 52.4% (54% a octubre-2019).

Gráfico 4



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

Con el objetivo de evaluar la eficiencia operativa de la empresa se utiliza como indicador la suma de gastos operativos y costos de venta sobre el total de ventas. A octubre-2020 este indicador es de 81.1% y se evidencia una reducción del gasto de forma interanual. Dicha disminución responde al cambio en los requerimientos operativos del negocio bajo la situación actual por la emergencia sanitaria y a la estrategia del emisor para mantener un margen estable al cierre del año.

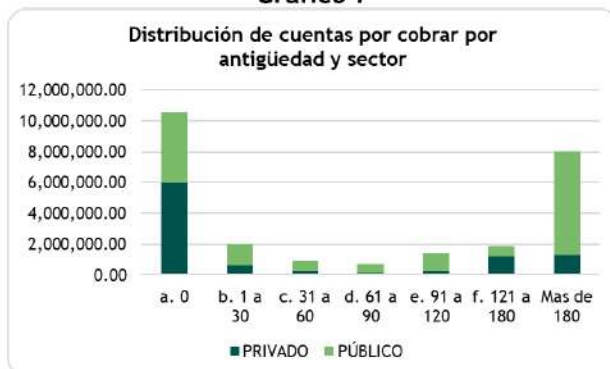
Si bien existen reducciones importantes del gasto, se utiliza una proyección con un nivel de eficiencia operativa cercano al 87% para el cierre de 2020, que incorpora gastos adicionales a consecuencia de castigos de inventario y depreciación acelerada de nuevos equipos no recurrentes. Por lo tanto, el peso

vencida y podría ser recuperada en el corto plazo. SIMED mantiene procesos de control y de modelo de gestión para controlar el tiempo de recuperación de cartera.

Debido a la situación actual por la crisis sanitaria a causa de COVID-19, se espera un deterioro de la cartera del emisor, lo cual implicaría un aumento en los días de cobro del periodo hasta por 15 días adicionales a lo registrado en diciembre-2019, en un escenario moderado.

A continuación, se observa la composición de las cuentas por cobrar por sector a la fecha de corte:

Gráfico 7



Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR.

En el caso de los inventarios (17.5% 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 del costo de ventas a octubre-2020 estos en promedio rotaron en 181 días, por lo cual se consideran liquidables en el corto plazo. Cabe mencionar que a diciembre-2019 la rotación fue de 148 días, debido a que este indicador está influenciado por la distinta clasificación en los estados financieros directos entre el costo y el gasto. Para la proyección, se utiliza la clasificación de costos y gastos de los balances auditados, por lo que el promedio de días de inventario se ubicaría en alrededor de 162. En términos monetarios, el inventario es de USD 10.8MM a octubre-2020, es decir, 2% por debajo del cierre de 2019. Para el 2020 se espera un castigo adicional por inventarios caducados que no sería recurrente en los siguientes periodos.

Por último, en el caso de la propiedad, planta y equipo (35.6% del activo), se evidencia un crecimiento interanual ocasionado por el restablecimiento de la depreciación acumulada y la adopción de las normas NIIF 16 en lo referente a los activos por arrendamiento. Cabe mencionar que la compañía efectuará la compra de nuevos equipos hacia finales del 2020 con depreciación acelerada, efecto que se considera en las proyecciones correspondientes.

En lo que respecta al método de depreciación adoptado por SIMED, a octubre-2020, los activos fijos con antigüedad superior a cinco años no superan el 1% del total (0.67%), por lo que no se considera que exista un riesgo material por una valoración contable que sobreestime el valor real de liquidación de equipos que hayan sobrepasado su vida útil.

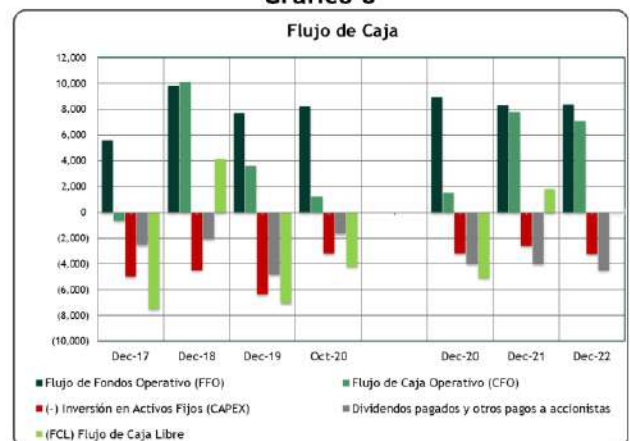
FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

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

A octubre-2020 se evidencia un ligero aumento interanual del Flujo de Fondos Operativo (FFO), pues alcanza los USD 8.1MM (USD 6.5MM a octubre-2019).

El ciclo de operación de SIMED requiere financiamiento en épocas de crecimiento debido a que mantiene un inventario elevado y cuentas por cobrar con retrasos, que contrastan con un menor financiamiento de proveedores. En escenarios contractivos debería pasar lo contrario, aunque a la fecha de análisis no se aprecia este efecto, ya que el requerimiento de capital de trabajo se incrementa en USD 6.9MM frente a diciembre-2019 por un mayor pago a proveedores y mayores compras de inventarios.

Gráfico 8



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

Gracias a la mayor generación en octubre-2020, en comparación a meses anteriores, el Flujo de Caja Operativo (CFO) se vuelve positivo en el corte analizado. Si bien el emisor espera una CFO positivo para fin de año, nuestra proyección considera como supuesto mayores cuentas por cobrar provenientes de las mayores ventas del último trimestre y mayores demoras en la cobranza, así como a nuevas adquisiciones de inventario planificadas, y menor plazo promedio de financiamiento de proveedores por la mezcla de ventas actual, lo que en conjunto harían que el CFO termine en alrededor de

USD1.5MM. En lo que respecta a los años 2021 y 2022, se espera que el emisor pueda generar flujos positivos en función de la recuperación de las ventas.

Debido al entorno macroeconómico y en especial a las potenciales consecuencias de la emergencia sanitaria en la economía nacional, la proyección supone que las cuentas por cobrar sufran un deterioro por alrededor de 15 días, lo que presionaría la liquidez de la empresa y la generación de flujos en el año 2020. El emisor espera generar cobros en función de los convenios y la sostenida gestión con sus principales clientes.

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. Actualmente la compañía realiza renovaciones en función de contratos previamente establecidos con clientes con el objetivo de cuidar su liquidez y capacidad de pago en medio del entorno actual. Cabe mencionar que SIMED prevé la compra de USD 700M de equipos relacionados con la pandemia por COVID-19 que se reflejarán a finales del 2020.

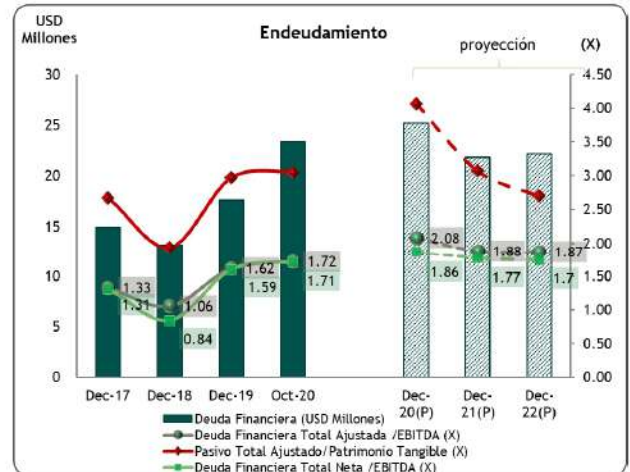
En ese sentido y en función de las existencias de equipos que mantiene la empresa y su proyección de crecimiento en ventas, se espera que las inversiones en CAPEX del 2020 se encuentren en alrededor de USD 3MM y en USD2.6MM para el año 2021. La recuperación evidenciada del flujo operativo permitiría cubrir ampliamente esta necesidad.

El flujo de caja libre (FCL) sería negativo en 2020 en alrededor de USD 5MM, por lo anteriormente expuesto y la empresa proyecta un pago de USD 4MM de dividendos, del cual a la fecha de corte ya se han pagado USD 1.65MM. Para 2021 esperamos que el FCL retome valores positivos en los periodos 2021 y 2022.

En lo que respecta a las necesidades de endeudamiento, el indicador de Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA llega a 1.72 veces en octubre-2020, nivel inferior al evidenciado en el primer cuatrimestre del año en función del crecimiento del EBITDA que se mencionó en secciones anteriores. Hacia finales del año este indicador se ubicaría por cercano a las 2 veces, lo cual se considera adecuado en vista de las condiciones macroeconómicas y a la estructura de plazos de la deuda financiera.

El endeudamiento financiero con relación al patrimonio tangible se ha incrementado en los últimos dos años, pero se espera que empiece a disminuir desde 2021¹⁰. Para el cálculo de este indicador a agosto-2020 se restaron del patrimonio USD 10.3MM, que corresponden a cartera con antigüedad superior a los 180 días neta de provisiones para incobrables, activos intangibles y otros activos corrientes

Gráfico 9



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

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.

Cabe mencionar que, dentro del pasivo, USD 4.87MM corresponden al reconocimiento contable de los arrendamientos operativos que exige la norma NIIF 16. Estos se consideran como pasivos operativos para efectos del presente análisis.

Capacidad de Pago y Liquidez

A continuación, se muestra la cobertura de EBITDA sobre los gastos financieros de SIMED S.A. La cobertura alcanza las 6.4 veces y se espera que a futuro se mantenga por encima de las 5 veces.

Esta proyección considera la expectativa de un costo financiero más elevado, asociado a la recuperación de la cartera del sector público, en contratos específicos en los que se recibieron bonos del gobierno.

Pese a la contracción esperada, este indicador refleja una alta flexibilidad financiera por parte del emisor para cubrir el costo financiero de su deuda.

¹⁰ 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.

activos intangibles, diferidos, deteriorados y otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador.

RESGUARDOS

Para la VI Emisión de Obligaciones que se analiza en este estudio, SIMED S.A. se obliga a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:

1. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a (1). A la fecha de corte este indicador es de 1.54 veces.
2. Los activos reales sobre los pasivos reales exigibles deberán permanecer en niveles de mayor a o igual a uno (1). Actualmente es de 1.55.
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.

Adicionalmente, como limitación de endeudamiento, en el contrato de emisión la compañía 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 la redención total de las Obligaciones de Largo Plazo.

El incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión.

Indicadores de liquidez			
Mes	Activo corriente USD (miles)	Pasivo corriente USD (miles)	Indicador Liquidez
may-20	41,521,281	26,456,363	1.57
dic-19	40,982,190	26,890,408	1.52
ene-20	42,716,020	29,410,253	1.45
feb-20	40,785,786	26,107,876	1.56
mar-20	39,172,005	24,804,947	1.58
abr-20	38,975,188	24,819,016	1.57
Promedio semestral			1.54

En el cuadro anterior se puede apreciar que el indicador corriente de liquidez exigido por el ente regulador de 1 vez para la emisión de valores a la fecha de corte se ha cumplido.

Por último, cabe indicar que el emisor mantiene un saldo agregado de los programas de papel comercial y emisiones de obligaciones que representa el 76.47% de su patrimonio, por lo cual cumple con el requerimiento legal de que este indicador sea inferior al 200%.

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

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 de calificación ha colocado en el mercado siete emisiones de obligaciones y dos programas de papel comercial.

A la fecha de corte de este análisis, SIMED S.A. mantiene las siguientes emisiones vigentes en el mercado de valores:

Descripción	Resolución aprobatoria	Última Calificación	Calificadora	Fecha de Comité
IV Emisión de Obligaciones	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2017-00020750	AAA-	BWR	28/12/2020
V Emisión de Obligaciones	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2018-00002825 de 29 marzo 2018	AAA-	BWR	28/12/2020
VI Emisión de Obligaciones	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2019-00002293 de 20 de marzo de 2019	AA+	BWR	28/12/2020
VII Emisión de Obligaciones	SCVS-IRQ-DRMV-2020-00000716 de 23 de enero de 2020	AA+	BWR	28/12/2020
VIII Emisión de Obligaciones	SCVS-IRQ-DRMV-2020-00007520 de 19 de noviembre de 2020	AA+	BWR	28/12/2020

Según confirmación recibida por parte de la Bolsa de Valores de Quito, la VI emisión de obligaciones no tuvo presencia bursátil por negociaciones en mercado secundario en el periodo analizado.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente 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 comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2020.