

Ecuador
Emisión de Obligaciones
Calificación Inicial

SIMED S.A.

Calificación

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

CUENTA	Oct-18	Dic-18	Oct-19
Activos (USD MM)	46.8	51.2	56.8
Ventas (USD MM)	36.7	48.5	38.6
Margen EBITDA (%)	20.42%	27.47%	24.10%
ROE (%)	18.18%	30.88%	24.11%
Deuda / capitalización (%)	50.36%	41.51%	48.19%
CFO / Deuda Fin CP (X)	0.11	1.20	0.05
Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X)	-0.05	0.77	-0.62
Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)	1.77	1.06	1.81
Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)	2.50	1.43	2.59

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 otorgar la calificación a de "AA+" a la VII 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 48.5% 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 endeudamiento se incrementara fuera los rangos aceptables frente a su generación.

Fecha Comité: 26 de diciembre, 2019
Estados Financieros a: 31 de octubre, 2019

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES CALIFICADAS

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

VII Emisión de Obligaciones		
Emisor:	SIMED S.A.	
Clase:	Clase A	Clase B
Monto Total Emisión:	8,000,000	
Monto:	3,000,000	5,000,000
Plazo de la Emisión:	1050 DÍAS	1410 DÍAS
Periodicidad Pago de Capital:	Primer pago a los 210 días de la emisión, segundo y tercer pago trimestrales, cuarto cuatrimestral y quinto en adelante trimestrales	
Periodicidad Pago de Interés:	Primer pago cuatrimestral, segundo al cuarto trimestral, quinto cuatrimestral y sexto en adelante trimestral.	
Tipo de Tabla de Amortización:	Estructura variable	
Tasa de interés:	8.00%	8.25%
Forma de Cálculo Interés:	30/360	
Garantía:	General	
Objeto de la emisión:	Reestructuración de pasivos financieros bancarios, financiamiento de capital de trabajo e inversiones de capital.	
Agente Colocador:	ANALYTICA SECURITIES C.A.	
Agente Pagador :	DECEVALE S.A	
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.	

Los recursos que se capten a través de la VII 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 estrategia de endeudamiento del gobierno anterior y que se mantuvo durante los dos primeros años de gobierno de Moreno fue agotando sus fuentes mientras caía el precio del petróleo y crecía la incertidumbre en cuanto al nivel real de deuda del país.

Bajo dicho escenario, que requería ajustes inminentes, el gobierno firmó la carta de intención con el FMI (11 de marzo de 2019) bajo la modalidad de Facilidad Ampliada, que aplica para países con desequilibrios importantes, que requieren mayor plazo para lograr el ajuste y estabilización.

Es de esperarse que en adelante la economía del país y la dinámica de los distintos sectores giren en torno al nuevo acuerdo y en el nivel en que las propuestas y compromisos se vayan cumpliendo. Será un reto para el gobierno manejar política y

socialmente los acuerdos con el FMI y alcanzar consensos en la Asamblea.

El incumplimiento en las metas planteadas podría restringir el flujo de fondos aprobado, lo cual presionaría la liquidez del Estado y dispararía ajustes violentos con costos sociales y económicos más altos. En el escenario de incumplimiento de los acuerdos con el FMI, sería menos probable que el país alcance en tres años metas de crecimiento sanas y sostenibles y que se completen los cambios estructurales necesarios para promover el crecimiento económico en el futuro.

Si los acuerdos se cumplen, el FMI estima que la economía crecería entre un 0.5% y un -0.5% en 2019 (actualmente la previsión del gobierno se acerca a la del FMI). La desaceleración económica estaría fomentada por la reducción del gasto público, que según el Ministerio de Finanzas ya ha comenzado. Los recortes se darían principalmente en compras de bienes y servicios, lo que significa una caída en las ventas de empresas que atienden al sector público. Entre octubre y diciembre se espera la desvinculación de 10 mil personas, según el ministro de Economía, Richard Martínez.¹

El FMI espera lenta recuperación desde el año 2022. El FMI piensa que Ecuador no tendrá que recurrir a mercados financieros internacionales en 2019 y 2020. Sería suficiente el financiamiento de los multilaterales y los ajustes planteados. Esta perspectiva generó inicialmente una disminución del riesgo país, lo que facilitó la renegociación de la deuda (bonos globales) que vencía en 2020, a plazos más largos. El 17 de junio, se concluyó un canje de bonos de USD 1,175 millones, con plazo al 2029.

El acuerdo garantiza financiamiento por tres años (USD 4,200MM del FMI y USD 6,000MM de seis organismos multilaterales) lo que ayudará a suavizar el costo del ajuste y facilitar la implementación de reformas estructurales, orientadas principalmente a: apuntalar la dolarización, recuperar competitividad del sector real, y promover empleo, fortalecer la protección a los más vulnerables y mejorar la transparencia en la gestión pública.

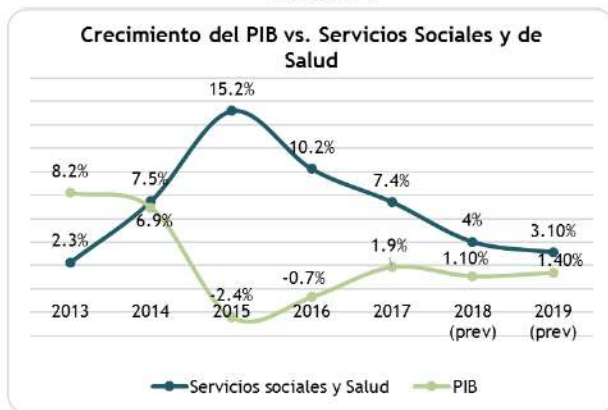
No obstante, se indica que, tras la firma del convenio de financiamiento con el FMI, el Estado emitió el Decreto 883 que eliminaba el subsidio a la gasolina en el país. Sin embargo, a consecuencia de un paro nacional de gran magnitud, el decreto fue derogado el 15 de octubre de 2019 y se espera la emisión de un nuevo decreto que incluya medidas económicas para mayor captación de recursos económicos y su direccionamiento a los sectores más vulnerables. El 18 de noviembre de este año el riesgo país aumentó en un solo día en 32%, luego de

¹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/burocratas-despidos-servicio-publico-gobierno/>

que la Asamblea Nacional negara la reforma económica propuesta por el Ejecutivo. Esto implica un mayor costo marginal para nuevo endeudamiento en mercados internacionales. El nuevo proyecto se aprobó en la Asamblea y posterior a ello el Ejecutivo remitió el veto.

Cabe mencionar que el 19 de diciembre de 2019 el Directorio del Fondo Monetario Internacional anunció la aprobación de un desembolso de 498 millones de dólares, cuya entrega se realizaría de forma inmediata².

Gráfico 1



Fuente: Banco Central del Ecuador. Elaboración: BWR

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 2021³ respecto a los servicios de salud, se planifica la inversión social a través de las construcciones de centros de salud y hospitales. Además, hacia el 2030 Ecuador planifica un avance en la garantía del derecho a la salud en el marco de un Estado intercultural y plurinacional.

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

- Aumentar la cobertura, calidad y acceso a

servicios de salud de recién nacidos hasta el 98.9%.

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

La Planificación Territorial en Salud del Ministerio de Salud Pública (MSP) definió como primer eje el fortalecimiento del primer nivel de atención. Dentro de este contexto, el proyecto de Fortalecimiento de la Red de Servicios de Salud y Mejoramiento de la Calidad, que inició en 2012 y se ha extendió hasta el 2018, financió la puesta en marcha de nuevos centros de salud, así como la readecuación de los existentes y la adquisición de equipamiento biomédico, tecnológico y mobiliario (clínico, básico y de oficina) para los mismos.⁴

De acuerdo con las previsiones macroeconómicas del Banco Central del Ecuador, los servicios sociales y de salud crecerían en un 0.57% para el año 2019, en términos constantes. Así, el monto de este rubro en 2019 ascenderá a USD 2,528 MM, es decir, 3.51% del PIB.⁵ Si bien la proforma presupuestaria 2020 aún no ha sido aprobada, el ejecutivo se ha pronunciado repetitivamente respecto a la asignación suficiente de recursos para la salud, en función de sus objetivos en este ámbito.

Además, la Ministra de Salud indicó en la rendición de cuentas a diciembre-2018 que el Ministerio de Salud ejecutó USD 2,641 MM en talento humano, adquisición de medicamentos, pagos de servicios privados y en la Red Pública Integral de Salud.

Asimismo, el Ministerio de Salud indicó que en 2018 se construyeron 12 nuevos centros de salud y 2 hospitales. Cabe mencionar que en cuestiones de salud pública, el Ministerio atiende al 62.72% (47.2 millones de atenciones y consultas), mientras que el IESS atiende al 30.62% (6.66% ISSFA e ISSPOL).⁶

Desde el 2015 el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) implementó un plan intensivo de nueva infraestructura hospitalaria, que abarcó catorce construcciones a nivel nacional y su equipamiento con tecnología de punta, con una inversión de casi USD 700 millones.⁷ La mayoría de las inversiones se completaron en 2017. Además, desde el 2014, el IESS debe brindar sus servicios a cónyuges e hijos de todos los afiliados.

² <https://www.elcomercio.com/actualidad/directorio-fmi-aprobacion-dinerio-ecuador.html>

³ http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2017/10/PNBV-26-OCT-FINAL_0K.compressed1.pdf

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

⁵ IEM 442 (e) Banco Central del Ecuador

⁶ <https://www.salud.gob.ec/en-2018-se-evidencio-un-sistema-nacional-de-salud-fortalecido/>

⁷ <https://www.iess.gob.ec/en/web/afiliado/noticias>

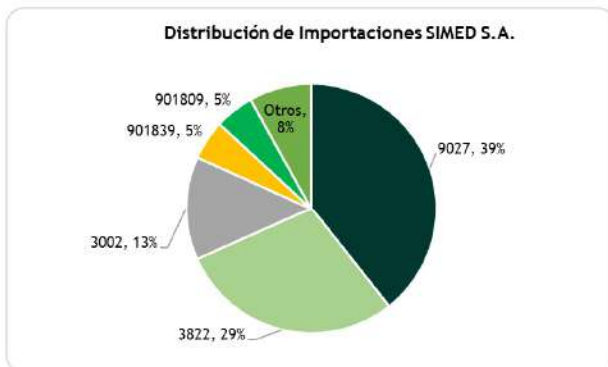
descartables médicos e insumos para las líneas diagnósticas y las biociencias. Se evidencia una concentración del 8.75%.

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 5.70%.

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 más del 90% de importaciones se realizaron en cinco partidas arancelarias, con los siguientes porcentajes de representación:

Gráfico 3



Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR.
*9027: 9027809090, 3822: 3822009000, 3002:3002132000
Acumulado enero a octubre 2019

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.

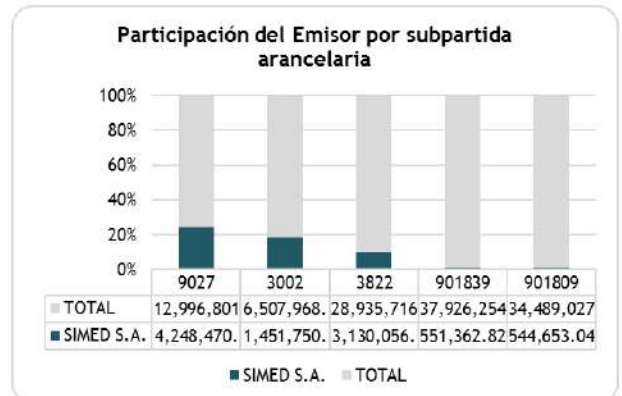
Los datos a continuación se presentan con el corte más reciente de información del Banco Central, es decir, octubre-2019.

La participación de mercado más importante de SIMED (33% del total a octubre-2019) es en la partida 9027, y además representa el 39% del total de importaciones de SIMED. Esta partida se refiere a instrumentos y aparatos para análisis físico o químico.

En segundo lugar, se encuentra la partida 3002 (22%) que se refiere a los reactivos de diagnóstico, que no se emplean directamente en pacientes. Esta partida a octubre-2019 representa el 13% de las

importaciones de la compañía.

Gráfico 4



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

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 11% y representa el 29% de las importaciones de la compañía.

Adicionalmente, la partida 9018 de instrumentos y aparatos de medicina tiene una representación de mercado del 3% y representa el 10% de las 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 (hasta el mes de octubre) por un total de USD 9.69 MM por dispositivos médicos y de USD 411 M por equipos médicos. Mientras tanto, su principal competidor, Roche, recibió pagos en el mismo período por un total de USD 10.62 MM en 2019 por dispositivos médicos⁹.

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

Al corte de este informe SIMED S.A. tiene un patrimonio de USD 21.7MM; de este, el capital social representa el 20.74%. 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

⁹<https://www.iesg.gob.ec/compras-medicas/>

equipos que forman parte de su activo fijo.

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%

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.

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 48.2% de la capitalización¹⁰ de la Compañía. Esta relación ha disminuido frente a los al mismo período del año anterior (50.4%).

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.

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

¹⁰ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio

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.

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 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 octubre-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 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-2019 el 48.48% de las ventas se realizan a instituciones pertenecientes al sector público (57% a diciembre-2018), como consecuencia del paro nacional, pues la administración pública se detuvo en este período. 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 al alto grado de especialización de los productos que comercializa la empresa y sus insumos. Adicionalmente, a octubre-2019 SIMED reporta ventas por exportación de 0.89% 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 (54.91%) y en entidades dependientes del Ministerio de Salud Pública (MSP) (43.14%). 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.

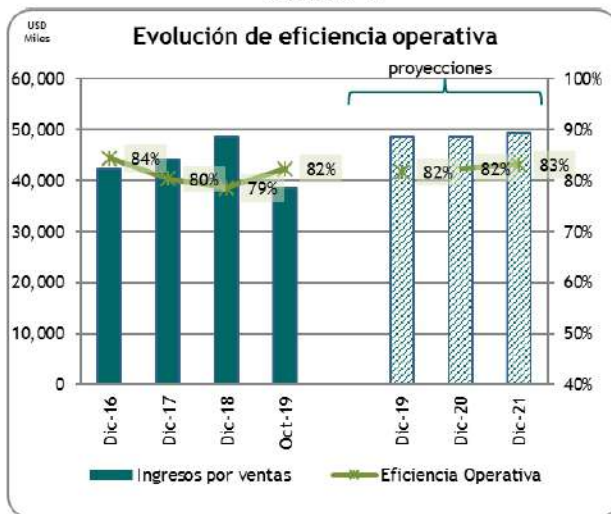
A octubre-2019 las ventas de la compañía son 5.2% superiores a octubre-2018. Sin embargo, SIMED espera que a diciembre-2019 las ventas no registren crecimiento, principalmente debido a que el último trimestre del 2018 tuvo mayor ejecución del presupuesto público, por lo que el 57.4% de las ventas del emisor del 2018 se dieron en el segundo semestre.

Debido a la situación macroeconómica, las proyecciones se realizan de forma conservadora, por lo que se proyecta que el año 2020 registre un

crecimiento de apenas 0.10%.

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 octubre-2019 es cercano al 54% (53.7% a octubre-2018) y en diciembre-2018 fue de 45.09%, en función de las reclasificaciones entre costo y gasto que maneja la compañía. Se espera que este se mantenga alrededor del 45% para los periodos subsiguientes.

Gráfico 5



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

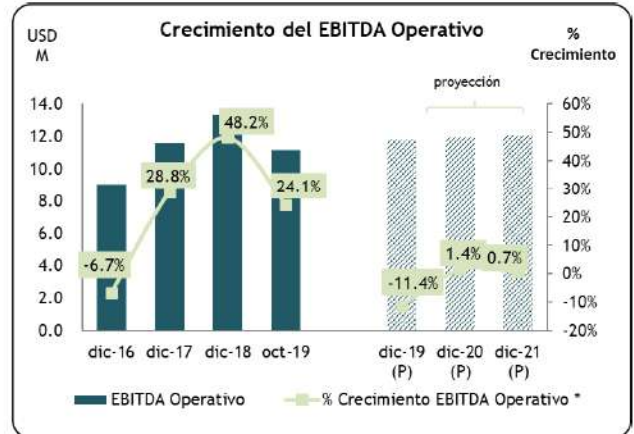
Con el objetivo de analizar el peso total de los costos y gastos, se evalúa la eficiencia operativa de la empresa, comprendida como la suma de gastos operativos y costos de venta sobre el total de ventas. A octubre-2019 este indicador asciende a 82.3%, principalmente por un mayor aumento en el gasto de depreciación. Se espera un porcentaje similar en los siguientes periodos, en consideración de que los cambios en el método de depreciación ya fueron ejecutados. Cabe mencionar que el efecto de este gasto no repercute en el EBITDA.

Así, 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 octubre-2019 el EBITDA presenta un crecimiento de 24.1% interanual, ocasionado por la estacionalidad coyuntural que tuvieron las ventas al sector público el año anterior. Sin embargo, la proyección a diciembre 2019 en comparación al año 2018, registra un decrecimiento del 11.4%, ocasionado por un ligero incremento del peso operativo.

Por otra parte, El ROA y el ROE en octubre-2019 ascienden a 9.27% y 24.11%, respectivamente (9.2% y 22.2% en diciembre-2018). No se evidencian contingentes tributarios a la fecha.

Gráfico 6



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

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

A la fecha de corte, los activos de la empresa (USD 56.81 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	oct-18	dic-18	oct-19
Total Activo Corriente	83.2%	77.4%	85.4%	74.6%	71.2%
Fondos Disponibles	9.5%	0.5%	0.4%	5.6%	1.4%
Inversiones corto plazo	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%
CxC Comerciales	45.8%	54.7%	61.5%	51.3%	42.9%
Inventarios Neto	22.6%	20.8%	19.7%	16.3%	20.2%
Otras cuentas por cobrar	1.3%	0.7%	1.9%	0.5%	0.6%
Gastos anticipados	0.1%	0.3%	0.8%	1.0%	1.4%
Derechos fiduciarios	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otros activos corrientes	0.1%	0.4%	1.1%	0.0%	1.1%
Total Activo No Corriente	16.8%	22.6%	14.6%	25.4%	28.8%
Propiedad, planta y equipo	16.5%	22.4%	14.0%	25.0%	28.1%
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%	0.1%	0.5%	0.2%	0.5%
Total Activo	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

PASIVO Y PATRIMONIO

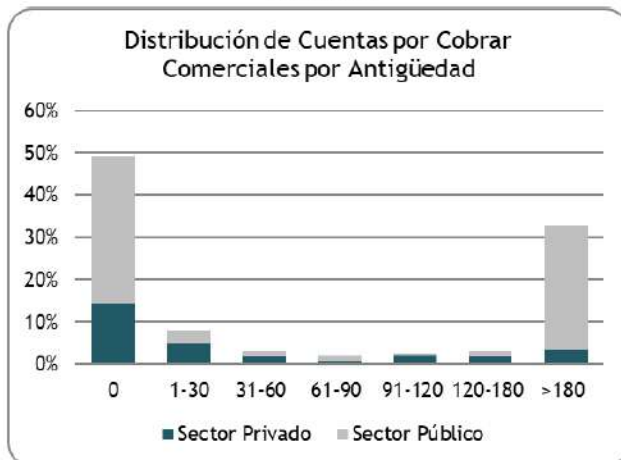
Cuenta	dic-16	dic-17	oct-18	dic-18	oct-19
Total Pasivo Corriente	55.8%	52.5%	54.2%	50.7%	51.4%
Deuda Financiera CP	27%	21%	23%	16%	27%
Deuda Comercial	11%	8%	14%	19%	12%
Otros Pasivos CP	18%	23%	17%	15%	13%
Total Pasivo LP	9.1%	12.4%	12.4%	10.6%	10.4%
Deuda Financiera LP	6%	11%	11%	9%	9%
Otros pasivos LP	3%	2%	2%	1%	1%
PATRIMONIO	35.1%	35.1%	33.4%	38.7%	38.2%
Total Pasivo y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR

El 43.9% del activo corresponde a cuentas por cobrar comerciales. Como se aprecia en el gráfico

siguiente, el 33% de la cartera mantiene una antigüedad superior a los 180 días y se ubica mayoritariamente en el sector público.

Gráfico 7



Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR.

Si bien existe una gran cantidad de cuentas por cobrar en el rango más alto, la empresa ha realizado acercamientos con los respectivos deudores y espera obtener los cobros hacia finales del año.

Por otra parte, el 47.06% de la cartera no se encuentra vencida y podría ser recuperada en el corto plazo. En lo que respecta al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, un 46% es deuda vigente y el 54% restante se encuentra vencido, mayoritariamente por más de 180 días.

Se evidencia que la cartera vencida más de 180 días ha aumentado 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 3.66% del monto de cartera comercial bruta.

En el caso de los inventarios (20.2% 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 octubre-2019 estos en promedio rotarían en 202 días, por lo cual aún se consideran liquidables en el corto plazo.

En la declaración juramentada realizada por el emisor, este se compromete a mantener libre de gravamen los documentos y cuentas por cobrar de clientes no relacionados y los inventarios, por un monto equivalente al saldo en circulación de la séptima emisión de obligaciones que se analiza en

este informe.

Por último, en el caso de la propiedad, planta y equipo (28.1% 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 no se ha materializado.

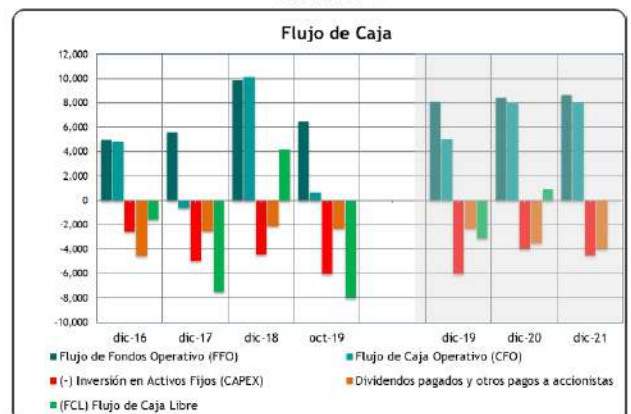
FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

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 octubre-2019 se evidencia una fuerte recuperación del Flujo de Fondos Operativo (FFO), pues asciende a USD 6.45 MM (USD 5.29 MM a octubre-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 (202 días) y cuentas por cobrar con retrasos (197 días), que contrastan con un menor financiamiento de proveedores (115 días).

Gráfico 8



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

Adicionalmente, los incrementos en inventarios y en cuentas por pagar a proveedores ocasionan que el Flujo de Caja Operativo (CFO) se reduzca a USD 631.20M en este período. Sin embargo, estas variaciones son estacionales, por lo que esperamos que el flujo operativo sea positivo en alrededor de USD 5 MM para finales del 2019.

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 alrededor de USD 6.1MM y USD 4MM respectivamente. 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 un 80% por el Flujo de Caja Operativo.

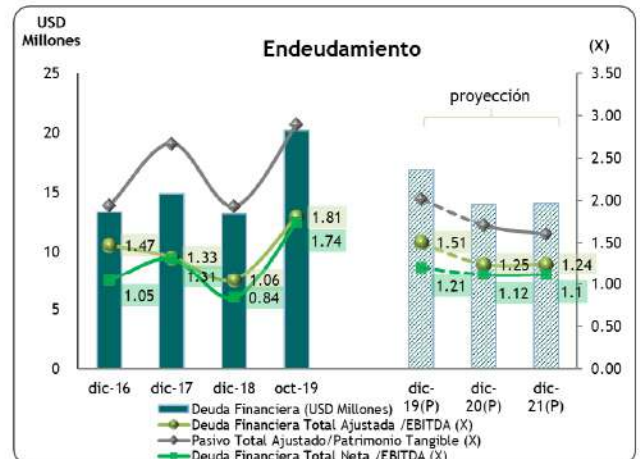
En consideración del pago de dividendos y la inversión en CAPEX, se espera un flujo de caja libre negativo para finales del año 2019. Cabe mencionar que en escenarios recesivos estas necesidades disminuirían y por lo tanto la empresa podría generar flujos excedentes para el pago de sus obligaciones. Adicionalmente, la empresa mantiene un endeudamiento por debajo de las dos veces, lo que le otorga mayor flexibilidad para la obtención de recursos en caso de que fuere necesario.

El indicador de Deuda Financiera Total/ EBITDA llegó a 1.74 veces en octubre-2019 y se espera que cierre el año en 1.21 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 tangible¹¹. Para el cálculo de este indicador a junio-2019 se restaron del patrimonio USD 9.6MM, 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, con una reducción de las cuentas vencidas.

Gráfico 9

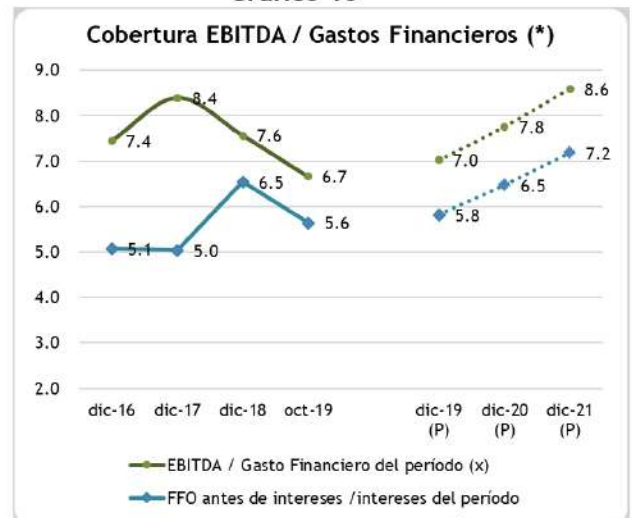


Fuente: SIMED S.A. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR. La deuda financiera ajustada incluye garantías otorgadas a terceros

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.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 10



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

La liquidez de la empresa ha sido limitada en los períodos analizados, debido a tres causas principales: a) el negocio requiere para su crecimiento de mayor capital de trabajo e inversión de capital por la compra de los equipos en comodato; b) los excedentes operativos luego de inversiones se han destinado al pago de dividendos

¹¹ Patrimonio menos activos deteriorados, activos intangibles, activos diferidos, cuentas por cobrar a relacionadas, y otros activos que en

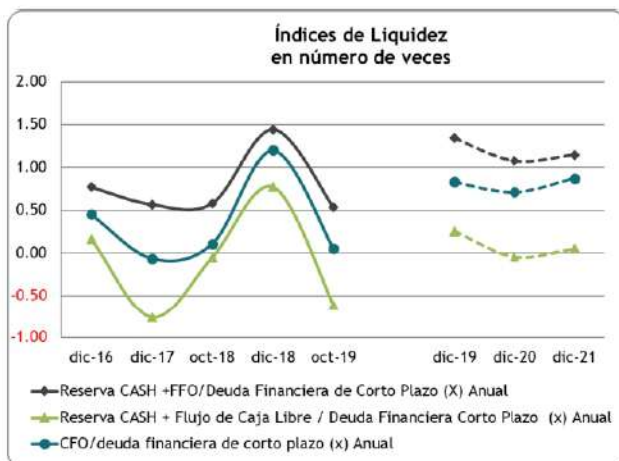
opinión de la calificadora podrían no ser recuperables en caso de liquidación.

e impuestos, y c) la deuda financiera se encuentra en un 74.78% en el corto plazo (64.17% en diciembre-2018).

Los indicadores de liquidez se ven afectados en octubre-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 4MM frente a los saldos actuales.

Debido a la decisión de la empresa de optimizar el uso de sus reservas de liquidez desde el año 2017, el promedio de efectivo y equivalentes durante los siguientes años se proyecta en USD 1.75 MM en promedio. A octubre-2019 los fondos disponibles de SIMED alcanzan los USD 792M.

Gráfico 11



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

A la fecha de corte, el 41.89% de la deuda financiera corresponde a operaciones de crédito con bancos locales; de esta, cerca del 97% vence en el corto plazo. Por su parte, el 58.11% restante corresponde a emisiones en el mercado de valores, de las cuales el 40.90% 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 por año de amortización. Cabe mencionar que la diferencia de USD 113.8 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	6,017	29.98%
2020	9,422	46.95%
2021	3,894	19.41%
2022	733	3.65%
TOTAL	20,065	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 1.35 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	Oct-19
Activo Total Ajustado (USD M)	47,232
Activo Total (USD M)	56,808

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	2,582	2,582	18.29
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	8,454	11,036	4.28
3era	Deuda sin garantía específica de balance	24,077	35,113	1.35
TOTAL		35,113	35,113	1.35

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 VII Emisión de Obligaciones 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. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación según lo establecido en el artículo once de la Sección I, Capítulo II, Título II. De la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros - Libro II, Ley de Mercado de Valores y demás normas reglamentarias de valores pertinentes.
4. Los activos reales sobre los pasivos 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.
5. 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 los valores.
6. La compañía se compromete durante la vigencia de la emisión a presentar ante el Representante de los Obligacionistas un informe respecto al mantenimiento de los índices financieros señalados.

El incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido a todas las emisiones, excepto el punto 5 para la IV emisión de obligaciones del año 2017.

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 53.70% 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 seis 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 (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
VI Emisión de Obligaciones	SCVS-IRQ-DRMV-SAR-2019-00002293	AA+	BankWatch Ratings	29/8/2019
Segundo Programa de Papel Comercial	SCVS.IRQ.DRMV.SA R.2018.00002830	AAA-	BankWatch Ratings	29/8/2019

SIMED S.A.							PROYECCIONES	
(Miles de USD)	Dic-16	Dic-17	Oct-18	Dic-18	Oct-19	Dic-19	Dic-20	
Resumen Balance								
Caja y Equivalentes de Caja	3,804	228	200	2,851	792	3,500	1,500	
Cuentas por Cobrar Comerciales	18,404	25,263	28,788	26,263	24,396	22,488	23,900	
Inventarios	9,096	9,610	9,231	8,329	11,501	10,627	10,045	
Activos fijos	6,633	10,327	6,537	12,810	15,973	16,567	17,710	
Otros activos	2,273	777	2,091	977	4,146	2,058	2,058	
Total Activos	40,210	46,205	46,846	51,230	56,808	55,241	55,213	
Cuentas por Pagar Proveedores	4,718	3,918	6,372	9,967	6,787	6,665	6,078	
Deuda Financiera Total	13,276	15,439	15,861	14,067	20,179	17,796	14,907	
Deuda Financiera Corto Plazo	10,705	9,825	10,887	8,436	15,091	11,792	7,019	
Deuda Financiera Largo Plazo	2,571	5,044	4,974	4,710	5,088	5,083	6,967	
Otros contingentes	0	570	0	921	0	921	921	
Otros Pasivos	8,091	10,651	8,976	7,372	8,147	7,803	9,377	
Total Pasivos	26,085	30,008	31,210	31,406	35,113	32,263	30,362	
Patrimonio	14,125	16,197	15,636	19,824	21,695	22,977	24,851	
Resumen de Resultados								
Ventas	42,272	44,296	36,667	48,494	38,568	48,558	48,606	
Costo de ventas	-24,297	-24,548	-16,962	-26,628	-17,728	-26,658	-26,685	
Otros Ingresos Operativos	698	601	535	634	373	253	387	
Egresos Operativos	-11,411	-11,057	-13,931	-11,472	-14,029	-13,001	-13,405	
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	6,564	8,691	5,773	10,394	6,811	8,899	8,517	
Gasto Financiero del período	-1,211	-1,384	-1,190	-1,443	-1,396	-1,681	-1,543	
Impuestos a la renta	-2,869	-4,709	-1,007	-1,979	-1,418	-2,017	-1,987	
Utilidad Neta de la gestión	3,182	3,199	2,411	5,562	4,171	5,453	5,373	
Otros Resultados Integrales	13	165	0	142	0	0	0	
Utilidad Integral Neta	3,195	3,364	2,411	5,704	4,171	5,453	5,373	
Resumen Flujo de Caja								
EBITDA OPERATIVO	9,019	11,614	7,488	13,319	9,295	11,806	11,968	
(-) Gasto Financiero del período	-1,211	-1,384	-1,190	-1,443	-1,396	-1,681	-1,543	
(-) Impuesto a la renta del período	-2,869	-4,643	-1,007	-2,046	-1,418	-2,017	-1,987	
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período	0	0	0	0	0	0	0	
(-) Dividendos pagados a accionistas minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	4,939	5,587	5,291	9,830	6,481	8,108	8,438	
(-) Variación Capital de Trabajo	-110	-6,229	-4,308	295	-5,850	-3,073	-436	
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	4,829	-6,42	983	10,125	631	5,035	8,002	
(+/-) Flujo de caja no operativo	717	643	-1,166	634	175	253	387	
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	698	601	535	634	373	253	387	
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-1,701	-2,044	-199	0	0	
(+/-) Ajustes no operativos que no implican flujo	19	42	0	2,044	0	0	0	
(-) Dividendos totales pagados a los accionistas	-4,568	-2,532	-400	-2,076	-2,300	-2,300	-3,500	
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-2,551	-4,970	515	-4,472	-6,070	-6,070	-4,000	
(-) Inversión en activos intangibles	0	0	-387	-59	-443	0	0	
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-1,573	-7,501	-455	4,152	-8,007	-3,083	889	
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	3,595	2,172	992	-1,723	7,033	3,729	-2,889	
OTRAS INVERSIONES NETO	-1,048	1,753	-565	195	-1,085	3	0	
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	0	0	0	0	
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	974	-3,576	-28	2,624	-2,058	649	-2,000	
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	2,830	3,804	228	228	2,851	2,851	3,500	
(FCFN) Flujo de Caja Libre Neto	-2,621	-5,748	-1,020	4,347	-9,092	-3,080	889	
Indicadores								
Patrimonio Tangible	13,445	11,443	13,929	16,736	12,120	16,426	18,299	
% crecimiento en ventas	4.78%	4.79%	-17.22%	9.48%	5.19%	0.13%	0.10%	
MARGEN EBIT (%)	15.53%	19.62%	15.75%	21.43%	17.66%	18.33%	17.52%	
MARGEN EBITDA (%)	21.34%	26.22%	20.42%	27.47%	24.10%	24.31%	24.62%	
FFO + cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5.08	5.04	5.45	7.81	5.64	5.82	6.47	
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	7.45	8.39	6.29	9.23	6.66	7.02	7.76	
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	7.45	8.39	6.29	9.23	6.66	7.02	7.76	
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO (x) Anual - flexibilidad financiera	1.47	1.33	1.77	1.06	1.81	1.51	1.25	
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO (x) Anual- flexibilidad financiera	1.05	1.31	1.74	0.84	1.74	1.21	1.12	
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	0.48	0.49	0.50	0.42	0.48	0.44	0.37	
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.76	-0.07	0.11	1.48	0.07	0.68	1.28	
CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0.45	-0.07	0.11	1.20	0.05	0.43	1.14	
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	0.16	-0.76	-0.05	0.77	-0.62	-0.01	0.27	
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO (luego de inversiones en terceros)/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.46	-0.84	-0.08	1.20	-0.77	-0.01	0.45	

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

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

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