

Ecuador
 Papel Comercial

**Farmacias y Comisariatos
 de Medicinas S.A.
 FARCAMED**

Nueva Calificación

Emisor	Calif. Actual	Calif. Anterior	último cambio
Farcomed S.A.	AA	NR	NR

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación

Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación

NR: No registra cambio de calificación; N/A: No aplica

Resumen Financiero

GRUPO GPF (USD MM)	dic-13	dic-14	may-15
Activos	254.8	271.5	268.5
Ventas	612.3	664.2	267.6
Margen EBITDA (%)	3.4%	4.7%	4.9%
ROA (%) *	3.4%	3.7%	4.7%
Deuda /Capitalización (%)	59.5%	57.2%	58.1%
CFO / Deuda Fin CP	0.3	0.1	-0.2
Cash + FCL / Deuda Fin CP	-0.5	-0.1	-0.7
Deuda Financiera Total/ FFO (X)	7.3	4.9	4.3

*Indicador anualizado

(x) Indicador en número de veces

Actividad del Emisor:

Empresas que se dedican a la comercialización de productos farmacéuticos, de perfumería, bazar y otros. Dentro de sus competencias pueden también ofrecer programas y planes para el cuidado de la salud.

Contactos

Carlos Ordóñez, Ecuador;
 (593 2) 226 97 67 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Lorena Oliva, Ecuador;
 (593 2) 226 97 67 ext. 108
loliva@bwratings.com

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatchRatings decidió otorgar la calificación de “AA” a la emisión de papel comercial de Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed, que se analiza en el presente estudio. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión y demás compromisos financieros de la empresa. Una calificación de ‘AA’ se otorga a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis de riesgo de crédito, tanto de Farcomed como de su Grupo Corporativo GPF, debido a la estrecha relación que existe entre el emisor y las empresas del Grupo. Las empresas se manejan bajo las estrategias de Grupo y bajo una visión corporativa.

Farcomed, y las principales empresas del Grupo se desarrollan en un mercado con alta competencia y cada vez más regulado. La calificación se sustenta en la capacidad de la empresa y del Grupo de generar flujos operativos importantes y consistentes. Se desenvuelven en un mercado donde las principales empresas del Grupo son líderes, tienen un importante posicionamiento y trayectoria, lo que les permite consolidar ventajas diferenciales sobre sus competidores.

La alta competencia del mercado farmacéutico, especialmente entre las grandes cadenas de comercialización, ha implicado la necesidad de una mayor inversión en infraestructura y el desarrollo de nuevas ventajas competitivas. En ese sentido, la Administración de GPF inició desde el año 2011 un plan de inversión en CAPEX que pretende mejorar procesos y generar ahorros en costos y gastos, que se espera se evidencien a mediano plazo. En este período, la Administración ha limitado en alguna medida las inversiones y se han diferido en algún porcentaje hacia el 2016, en consideración a la contracción de liquidez en el entorno operativo.

Las inversiones en infraestructura y la reestructuración administrativa han requerido en los últimos años deuda financiera que se esperaba se incrementara hasta fin de año. El nivel de deuda es consistente con las estrategias del grupo y se espera que se vaya disminuyendo desde fines del 2016.

En cuanto a la liquidez, estimamos que en 2015 la empresa requerirá refinanciar la deuda de corto plazo y adquirir nuevo endeudamiento para ejecutar su plan de inversión. Si bien el nivel de liquidez del sistema financiero y de la economía en general se ha contraído, el riesgo de refinanciamiento se mitiga por la trayectoria y posición del emisor y del Grupo en su industria y en el País.

Las proyecciones analizadas estiman que la presión en los indicadores de deuda y liquidez de ambas empresas de manera individual y a nivel corporativo se mantendrá hasta el año 2016, período estimado para la implementación de sus inversiones estratégicas. A partir de ese año se espera que el peso del gasto se vaya diluyendo con la generación operativa y con el control de costos que justifican parte de la inversión que el Grupo está realizando actualmente.

FECHA COMITE: julio 31, 2015

ESTADOS FINANCIEROS A: mayo 31, 2015

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch Ratings considera que son confiables. BankWatch Ratings no audita la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. Las calificaciones de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este.

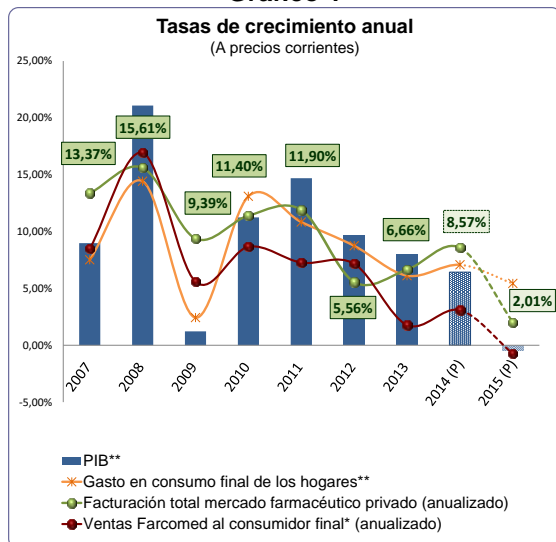
www.bankwatchratings.com

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES

Emisión de Papel Comercial	
Emisor:	Farmacías y Comisariatos de Medicinas S.A. FARCAMED
Monto Total Programa:	USD 20,000,000
Monto Primera Emisión Clase A:	USD 1,000,000
Plazo Programa:	720 días
Plazo Emisión:	359 días
Cupón de Interés:	cupón cero
Pago de Capital:	Al vencimiento de la emisión
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	100% Reestructuración de pasivos
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings del Ecuador S.A.
Agente Estructurador y Colocador:	Analytica Securities C.A. Casa de Valores FARCAMED a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE
Agente Pagador :	Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE
Rep. Obligacionistas:	Avalconsulting Cia. Ltda.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1



*Las ventas de Farcomed y del mercado farmacéutico del 2015 están anualizadas con cifras al 31 de mayo.2015; sin considerar factores estacionales ni venta a empresas relacionadas.

**Las variables macroeconómicas están actualizadas en función de las últimas estimaciones del Banco Central del Ecuador, publicadas en las previsiones anuales. Fuente: BCE, IMS, Corporación GPF. Elaboración: BWR.

El mercado farmacéutico en Ecuador está dividido en un sector privado y uno de manejo público. El análisis de la facturación del mercado farmacéutico privado muestra que este ha tenido un comportamiento histórico similar al del Producto interno bruto (PIB). La perspectiva esperada de crecimiento para el período 2015 evidencia una desaceleración en las tasas de variación, tanto en la economía en general como en el sector farmacéutico específicamente. En el caso del PIB,

en términos corrientes se espera un decrecimiento de -0.49%, según las últimas previsiones publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE); mientras que, las ventas del mercado farmacéutico se estiman podrían crecer en 2% anual (información de mercado entregada por el emisor).

La coyuntura macroeconómica del país, que depende en gran medida de los ingresos petroleros, cuyo precio ha disminuido significativamente en el primer semestre del año 2015, ha provocado una contracción de la liquidez local y una restricción general a los productos importados en este período.

Si bien el sector farmacéutico ha mostrado históricamente menor sensibilidad en épocas de recesión económica, por tratarse de bienes de primera necesidad, de forma que la demanda de fármacos tiende a ser menos elástica al precio frente a una oferta limitada de productos sustitutos, aun así existe una tendencia evidente a desacelerar el crecimiento de las ventas del sector en los dos últimos años.

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

El sector farmacéutico ecuatoriano es estructuralmente importador, incluso los medicamentos que se producen localmente poseen en su mayor parte materia prima y material de empaque importados¹. De acuerdo a la actual política del Gobierno Central de dar impulso a la matriz productivo, las regulaciones instan a la incorporación de materia prima local en las medicinas que se producen en el país, en al menos un 30% de su costo de producción².

El sector farmacéutico opera generalmente bajo economías de escala, y en mercados pequeños como el Ecuador³, los costos de fabricación son mayores, factor que resta competitividad al producto nacional frente al importado.

Además, alrededor del 80%⁴ de la demanda local se inclina a consumir el producto importado cuyas marcas están bien posicionadas pues se respaldan en laboratorios internacionales que realizan una gestión de comercialización más eficiente⁵.

1 Quezada Pavón Antonio, Espae – Espol, “La industria farmacéutica en el Ecuador: Mirando hacia adelante”, Enero - Marzo 2011.
 2 Resol No. 12-195 emitida por el MIPRO, Fuente: Asociación de Laboratorios Farmacéuticos Ecuatorianos ALFE.
 3 Quezada Pavón Antonio, Espae – Espol, “La industria farmacéutica en el Ecuador: Mirando hacia adelante”, Enero - Marzo 2011.
 4 Diario El Telégrafo, “La industria farmacéutica mejora su tecnología y mantiene su crecimiento”, Enero 16, 2012.
 5 http://www.telegrafo.com.ec/?option=com_zoo&task=item&item_id=26791&Itemid=11
 6 Diario El Comercio, “Cuatro temas pendientes tiene la industria farmacéutica”, Octubre 9, 2011. http://www.elcomercio.com.ec/reportajes/incentivos-industria-farmacautica-farmacauticas_0_568743219.html



El Gobierno quiere también promover la producción y comercialización local de medicamentos genéricos, a fin de aumentar el acceso de la población a la salud y disminuir el gasto en medicamentos de hospitales públicos. Esta medida podría favorecer a las comercializadoras privadas, ampliando su nicho de mercado y mejorando su margen de ganancia en el mediano plazo.

En relación a la oferta, existen alrededor de 5 mil 700 locales de farmacias en el país, según datos de la Superintendencia de Control de Poder de Mercado⁶, concentradas en cinco grupos grandes, que son las propietarias de la mayor parte, dado que en los últimos años las farmacias pequeñas que atendían a sectores muy específicos han tendido a desaparecer, y dar paso a las que forman parte de las cadenas, bajo la modalidad de franquicia.

A partir de esta realidad, el sector comenzó a ser regulado a través de la Superintendencia de Control de Poder de Mercado (SCPM) la cual expidió el “Manual de Buenas Prácticas del mercado farmacéutico”, el mismo que está en proceso de socialización, y tiene la intención de favorecer al negocio independiente.

Por otra parte, al ser un sector de interés social, los precios están regulados por el Ministerio de Salud Pública del Ecuador, institución que establece márgenes máximos a través de la cadena de distribución y ejerce un control de precios de venta de los laboratorios por producto y presentación individual, en función del costo de producción o importación.

En julio del 2014, el Gobierno propuso un nuevo reglamento para la fijación de precios de la industria, el mismo que está en proceso de ser aplicado. Este reglamento contempla una segmentación de los medicamentos y techos máximos calculados en función de la mediana actual de cada segmento establecido, dirigido especialmente a los medicamentos considerados como estratégicos, entre ellos los de enfermedades catastróficas y medicación continua, que significa alrededor del 85% del mercado.

Se estima que los precios de los medicamentos considerados como estratégicos podrían tener una reducción del 30%, mientras que los medicamentos no estratégicos podrían presentar un incremento en precios entre el 10% al 20%⁷, pero hasta el momento de este análisis no se ha aplicado el

mismo ni existe una incidencia directa en los precios de los medicamentos.

Actualmente, los laboratorios están autorizados a obtener un margen del 20% sobre su costo de producción, el distribuidor puede incrementar su precio en un 10% sobre su costo y las farmacias pueden obtener un margen bruto de entre 20% y 25% en relación al costo.

El sector farmacéutico es altamente regulado, como se ha mencionado, los participantes más grandes hacen economías de escala para cubrir los costos fijos de la cadena de distribución, además, diversifican el negocio farmacéutico con otras líneas conexas, y se apoyan en los servicios adicionales y promociones, con esto pueden tener un manejo más flexible del margen.

Otro factor que ejerce presión en los márgenes es la competencia, cada vez mayor entre cadenas, lo que impulsa a las empresas a realizar mayor inversión, incorporar herramientas tecnológicas como valor agregado, con un enfoque en ampliar la cobertura a nivel nacional ya sea mediante locales propios o a través de franquicias.

El marco legal que regula el sector constituye un riesgo, pero también se ha convertido en una barrera de entrada importante para operadores internacionales. Cabe indicar que si bien existe control de precios, los incrementos autorizados por el Estado hasta ahora han logrado compensar la tasa de inflación. El mayor desafío gira en torno a la posibilidad de continuar aplicando estrategias que compensen el control de los precios, lo cual es más factible para los participantes más grandes.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. FARCOMED, es una empresa comercial que se dedica a la distribución de medicinas y artículos de bazar, la cual se creó en 1985 en Quito. Farcomed es ahora parte de la Corporación Grupo Fybeca S.A. (GPF), que se conformó jurídicamente en el año 2010, período a partir del cual se empezó también a consolidar información financiera.

Farcomed es la empresa de mayor experiencia dentro del Grupo, marcada por una trayectoria de 84 años en el mercado de comercialización de medicinas y productos de consumo masivo.

Econofarm, se creó desde hace 14 años como una estrategia de la Administración para atender a un nuevo segmento de mercado, enfocándose en un estrato diferente de clientes y con distinta planificación en precios de venta.

⁶<http://www.scpm.gob.ec/wp-content/uploads/2015/01/Concentraci%C3%B3n-Geogr%C3%A1fica.pdf>

⁷ Diario El Universo, “Ministerio de Salud señala que medicamentos estratégicos bajarán un 30% de su precio”, 28 de enero del 2015. <http://www.eluniverso.com/noticias/2015/01/28/nota/4492686/medicamentos-estrategicos-bajaran-30-mientras-que-no-estrategicos>

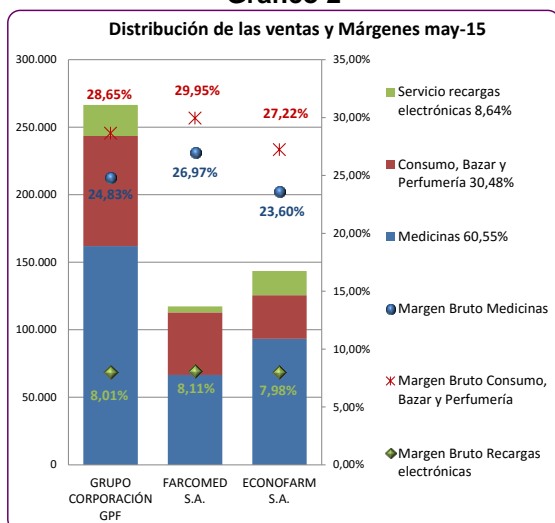


El Grupo tiene una importante presencia con su red comercial de farmacias, que en puntos de venta es la segunda más importante del país, conformada por 564 locales propios y 51 franquicias a nivel nacional. A diferencia de su competencia directa, el Grupo GPF es propietario de la mayoría de sus locales, los mismos que pertenecen en un 83% a la red “Sana Sana” (sin incluir franquicias) y 16% a Fybeca.

El 60.5% de las ventas corporativas proviene de la comercialización de medicinas, el 30.5% se origina de la venta de artículos de consumo, bazar y perfumería, el 8.6% corresponde al servicio de recargas electrónicas de telefonía celular y televisión por cable y el 0.3% restante se comercializa a través de la marca Oki Doki que son locales de venta de comida rápida (a mayo 2015).

De manera individual, la estructura de las ventas en Farcomed y Econofarm es similar, aunque en Econofarm existe una mayor participación del segmento de medicinas por su esquema de ventas al mostrador, a diferencia de Farcomed que actualmente opera como un autoservicio. En ambas empresas, la rama de medicinas aporta con volumen de facturación pero los mayores márgenes porcentuales provienen de la venta de bienes de consumo, bazar y perfumería.

Gráfico 2



Fuente: Corporación GPF
Elaboración: BWR.

Corporación GPF conserva el liderazgo en el mercado por su participación en ventas y emplea a 5,242 empleados, de los cuales 1,503 pertenecen a Farcomed y 2,634 a Econofarm (datos a mayo 2015).

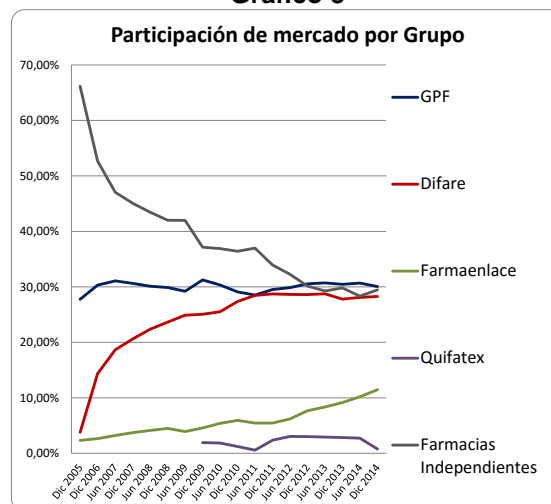
En cuanto al posicionamiento en el mercado, como se mencionó, este está conformado por 5 cadenas representativas. El 57.5% del mercado privado de

comercialización y distribución de medicinas, está cubierto por las dos más grandes del país, Corporación GPF con 30.05% de participación y Difare con el 27.5%⁸, incluyendo a la línea de farmacias económicas que son parte de cada grupo.

Farmaenlace es el tercer grupo importante del sector, y es la que gana participación en los dos últimos años. El 2.54% del mercado corresponde a Quifatex y el 27.6% se encuentra atomizado en otras cadenas pequeñas de alcance local y farmacias de barrio.

La competencia es agresiva en servicios, precios y promociones, en especial entre los tres miembros mayoritarios del mercado. En ese sentido, el Grupo GPF procura desarrollar ventajas competitivas que sean poco asequibles a sus competidores directos a fin de mantener su posicionamiento. La participación de mercado de las farmacias independientes disminuye en el tiempo, debido a que por lo general son absorbidas o se convierten en franquicias de los grupos grandes. Según datos de la SCPM, son 2.569 farmacias independientes las que desaparecieron del mercado desde el 2001 hasta el 2014.

Gráfico 3



Fuente: Corporación GPF, IMS.

Elaboración: BWR.

*Corporación GPF: Marcas: Fybeca y Sana Sana.

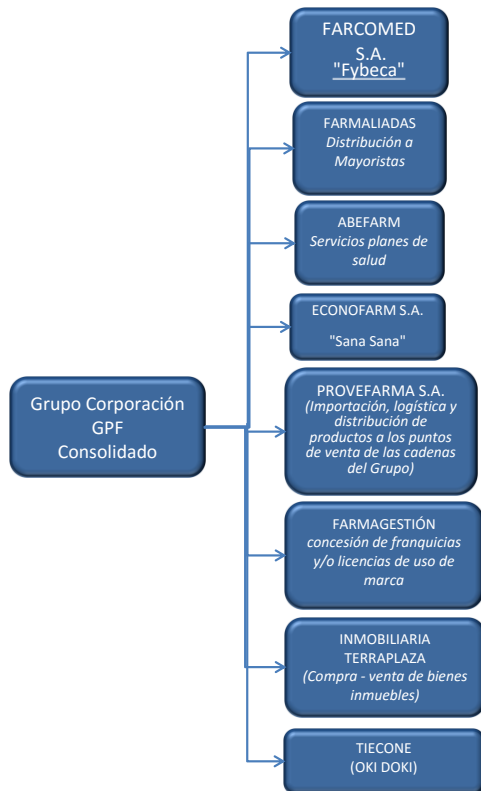
*Grupo Difare: Marcas: Cruz Azul, Pharmacy's y Farmacias Comunitarias. *Farmaenlace: Marcas: Medicity y Farmacias Económicas.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Corporación GPF constituye la cabeza y es propietaria de todas las empresas que conforman el Grupo, incluyendo Abefarm y Farmaliadas, que eran subsidiarias directas de Farcomed, pero cuyas acciones fueron vendidas al Grupo a fines de noviembre del 2014. La mayor parte de la

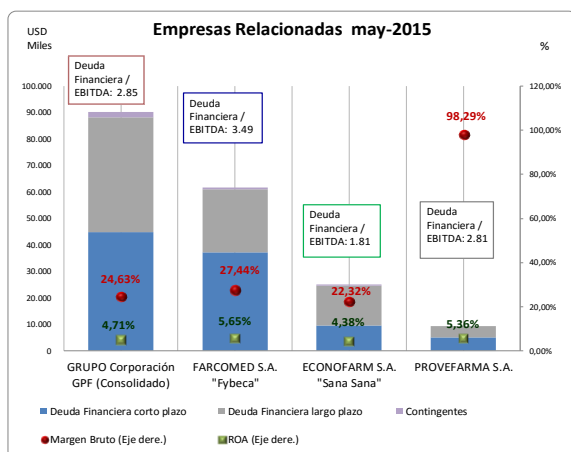
⁸ IMS, Corporación GPF

generación operativa de la corporación (99% de los ingresos y 95% del EBITDA) proviene de tres empresas: Econofarm, Farcomed y Provefarm. El resto de empresas del Grupo generan marginalmente.



Fuente: Corporación GPF
Elaboración: BWR.

Gráfico 4



Fuente: Estados Financieros consolidados e individuales internos al 31 de mayo del 2015
Elaboración: BWR.

Econofarm es la empresa que más aporta a los ingresos por ventas y servicios del Grupo, con el 54% de participación, seguido de Farcomed que abarca el 43.8% y Provefarm el 3.6%. A pesar de generar un mayor volumen de ventas, en Econofarm el margen bruto es menor, como consecuencia de la estrategia en precios que maneja en función del nicho de mercado al que atiende. La

independencia que tengan las empresas del Grupo en la adquisición de sus propios inventarios favorece sus márgenes operativos.

Sin embargo, Farcomed administra la mayor parte de los activos totales del Grupo debido a que es la empresa que concentra la mayoría de inversiones en CAPEX, en una relación de 10 veces a 1 el tamaño del activo fijo en Econofarm.

En el caso de Farcomed la infraestructura de sus locales está diseñada para ser un autoservicio, implicando mayores costos de establecimiento y gastos recurrentes de operación que son más altos debido a la necesidad de contratar un mayor número de empleados.

Farcomed históricamente ha sido la empresa que financia la mayor parte de los proyectos y la que asume casi la totalidad del gasto financiero del Grupo (alrededor del 80%), gastos por depreciación y amortización, propios y de sus empresas relacionadas. Farcomed es dueño de sus locales mientras que en Sana Sana la mayor parte de los locales son arrendados para tener flexibilidad de movimiento.

Provefarm es un operador logístico que se encarga de la distribución de inventarios, motivo por el cual, su facturación depende de las sinergias con sus empresas relacionadas. Desde el año 2014, esta empresa empezó a asumir un mayor peso del gasto operativo y de la deuda financiera corporativa. Adicionalmente, los nuevos proyectos en CAPEX que el Grupo está realizando están ingresando al activo fijo de Provefarm.

En diciembre 2014, Econofarm se fusionó con la cadena Farvictoria, que son farmacias que operan en Guayaquil y que ya estaban bajo la marca Sana-Sana, sin embargo era una entidad jurídica aparte, desde el 2015, esta está fusionada con Econofarm.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

La estructura accionaria de Farcomed y Econofarm está concentrada en un 99% bajo la propiedad de Corporación GPF.

La Presidencia de la Corporación la ejerce uno de los accionistas mayoritarios, mientras que la Gerencia General tanto de Farcomed como de Econofarm la ocupan funcionarios externos ajenos a la propiedad accionarial.

En cuanto al soporte de los accionistas hacia la institución, el Grupo tiene la capacidad y respaldo financiero para dar garantías en caso de ser requerido, y han mantenido una política de reparto



de dividendos de cerca del 90% de las utilidades generadas, en períodos anteriores al 2013.

Actualmente, la Corporación GPF no cuenta con una política establecida de reparto de dividendos, sin embargo, al estar las empresas del Grupo en un ciclo de inversión, existe el compromiso de los accionistas y de la Administración de repartir un monto menor de las utilidades generadas a nivel corporativo, 49% efectivizados en el 2013, 33% en el año 2014 y entre el 30% al 40% en el año 2015.

ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

El Grupo GPF se encuentra en un momento de expansión, con un plan de adquisiciones importante en volumen de activos fijos e intangibles, dentro de un programa de renovación tecnológica, que se prolongará hasta el 2016. Históricamente, ha sido un Grupo que ha invertido en infraestructura para poder competir directamente con sus pares, en un mercado con alta competencia, lo cual ha requerido de mayores niveles de endeudamiento para la Corporación e individualmente para las empresas.

La planificación estratégica de la Administración consideraba realizar un mayor porcentaje de inversiones en el año 2015; no obstante, la coyuntura actual de menor liquidez en la economía ecuatoriana y una perspectiva de desaceleración de ventas de las compañías, impulsó a replantear la estrategia y diferir parte de las inversiones para el siguiente período.

La orientación de la Administración para mejorar la cobertura del Grupo estará vinculada en el mediano plazo con la ampliación de franquicias bajo la marca “Sana Sana” pues el crecimiento de “Fybeca” en número de locales será marginal. Por otro lado, la facturación de este y los próximos años dependerá de estrategias que buscan potenciar la rentabilidad y eficiencia de locales comerciales ya instalados.

Una de las principales estrategias ha sido fortalecer el sistema de distribución y logística, el cual constituye una ventaja competitiva que permite soportar el crecimiento esperado a nivel de Grupo, lo que podría incluso facilitar el establecimiento futuro de alianzas con el sector público.

Si bien la propiedad del Grupo es de carácter familiar, desde enero del 2013 la Gerencia General se maneja de manera independiente. Adicionalmente, el Grupo sigue un Protocolo familiar que establece condiciones de contratación para quienes ocupan cargos administrativos.

El Directorio de Corporación GPF está integrado por profesionales con experiencia en el mercado y que dirigen el negocio técnicamente. Los Directores cuentan además con la asesoría de miembros externos que tienen una trayectoria en diferentes ramas del mercado empresarial – corporativo.

Corporación GPF se ubica dentro de los diez mayores empleadores del país⁹. Los empleados no han conformado Comité de Empresa y no se ha registrado ningún tipo de conflicto laboral. La provisión para jubilación patronal se encuentra al día y se la realiza en base a un estudio actuarial practicado por un profesional independiente, según información reportada por auditoría externa.

Consideramos que los órganos administrativos del emisor, la calificación de su personal, y los sistemas de administración y planificación de la empresa son adecuados y no representan riesgos significativos en relación a la capacidad de pago del emisor al momento. Las principales instancias de gobierno corporativo como son el Directorio y la Gerencia General están compuestas por profesionales calificados, con experiencia relevante para el negocio.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas: Para el presente análisis se han revisado estados financieros individuales de Farcomed y consolidado del Grupo.

Analizar información consolidada es de suma importancia para la Calificadora BWR dado que las decisiones estratégicas, de inversión, endeudamiento y transferencia de flujos entre empresas relacionadas se toman de forma centralizada, a través de la administración corporativa del Grupo GPF.

Las dos mayores empresas generadoras de flujos son Farcomed, que concentra la mayoría de endeudamiento del Grupo y Econofarm, que lidera la estrategia de crecimiento.

Las fuentes de información empleadas para la elaboración del presente reporte son:

- Estados financieros consolidados del Grupo Corporación GPF auditados por PWC¹⁰ (2012, 2013, 2014) y balances

⁹ Superintendencia de Compañías

¹⁰ PriceWaterHouseCoopers.



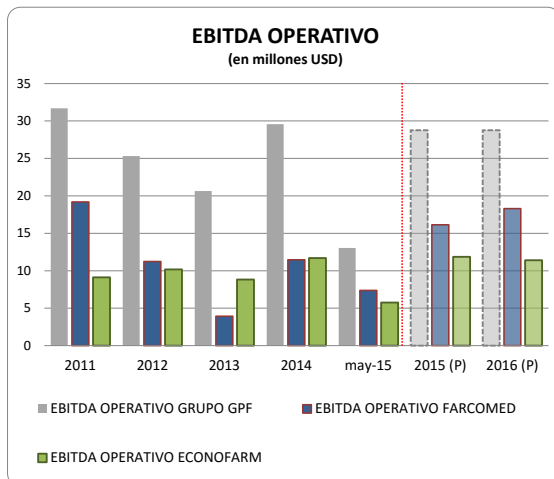
directos no auditados del Grupo al 31 de mayo del 2015.

- Estados financieros individuales de Farcomed, Econofarm y la relacionada Provefarma, auditados por PWC (2011, 2012, 2013, 2014) y balances directos no auditados de las tres empresas al 31 de mayo del 2015.

Los estados financieros individuales y de Grupo, analizados en este estudio, están preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera. Los auditores externos emiten su informe con criterio favorable y sin salvedades. Toda la documentación analizada es de propiedad del Grupo GPF y su contenido está bajo la responsabilidad de sus administradores.

Gestión Operativa y Tendencias

Gráfico 5



Fuente: Estados financieros consolidados e individuales Corp. GPF.
Elaboración: BWR.

Corporación GPF, con sus principales filiales, han sido empresas que históricamente muestran una generación operativa positiva, con un margen a nivel corporativo relativamente estable, y resultados netos que le permiten tener indicadores de retorno sobre activos y patrimonio atractivos.

El año 2015 se proyecta como un año de desaceleración para el Grupo, a partir de los resultados obtenidos hasta el mes de mayo. Las ventas de Farcomed al mes de análisis alcanzaron un monto de USD 117 MM, que significó un incremento de apenas 0.51% con respecto a mayo 2014. Mientras que, las ventas del Grupo fueron de USD 267 MM, con un decrecimiento de -1.07% (frente a mayo 2014).

Esta contracción de las ventas en el período se explica desde algunos factores, el primero es la tendencia a desaceleración del consumo en el país, en un momento macroeconómico en el que hay

menos liquidez y restricción a las importaciones. El segundo factor, fue la decisión estratégica de la Administración de dejar parte de la línea de negocio de recargas electrónicas, por requerir alta operatividad y generar menor rentabilidad. Esto impacta en el volumen total de ventas de este período.

Para el siguiente semestre 2015, se está proyectando una recuperación de esta línea luego de renegociaciones con las operadoras, con lo que se incrementaría en alguna medida las ventas.

Según la proyección sensibilizada de BWR, se estima cero crecimiento para las ventas de Farcomed y un decrecimiento de -2.4% en las ventas del Grupo para el 2015, y luego un crecimiento moderado promedio de 3% en los siguientes años.

Por otra parte, al disminuir una línea menos rentable, el margen bruto se incrementó a mayo 2015, gracias a una mayor contribución en volumen de ventas de los segmentos de medicinas y bazar, cuyo margen es varios puntos más alto. El margen bruto de Farcomed pasó de 26.1% en mayo 2014 a 27.44% en mayo 2015. Es decir, el impacto del cambio del mix de ventas, junto con ajustes de precios realizados en algunas líneas, significó un cambio en el margen que beneficia al EBITDA y compensa en alguna medida la disminución del volumen de ventas.

Los flujos de las empresas que conforman el Grupo se mueven a discrecionalidad de la Administración y según las estrategias corporativas, lo cual se pone en evidencia en la volatilidad de los crecimientos anuales del gasto operativo, en particular de Farcomed, que es la que generalmente fondea al resto de empresas. A partir del 2014, las decisiones estratégicas se están direccionando hacia transparentar las cifras de cada empresa, de forma que cada una asuma el gasto que le corresponde de acuerdo al rol operativo que desempeña en el Grupo.

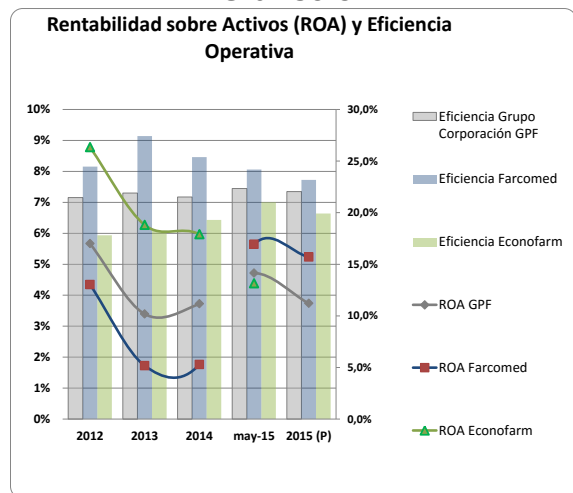
El Grupo mantiene una estructura pesada del gasto pese a estar conformado por empresas de carácter comercial. Esta posición se explica en parte por la diversificación de negocios y nuevas inversiones que el Grupo está realizando en busca de una mejora en procesos críticos de operación.

El gasto operativo de Farcomed significó el 24.6% de las ventas a mayo 2015, que representa un porcentaje menor en comparación al promedio histórico. La mejora en la eficiencia en Farcomed se explica por la estrategia de la Administración de transferir parte de la nómina corporativa (350

personas) a Provefarma, redistribuyendo parte del gasto.

La Administración se ha propuesto mejorar el margen que les proporciona el segmento de consumo, bazar y perfumería y pretende impulsar el margen bruto a través de la comercialización de medicamentos genéricos, aprovechando la coyuntura del mercado.

Gráfico 6



Fuente: Estados financieros consolidados e individuales Corp. GPF.
 Elaboración: BWR.

El EBITDA anualizado del Grupo a mayo-2015 crece en 5.8%, sin embargo, las proyecciones sensibilizadas son conservadoras y se prevé una contracción del EBITDA de -3% hasta finalizar el año, bajo el supuesto de que los gastos pudieran expandirse en mayor medida en el segundo semestre y porque pueda ganar participación la línea de recargas. Por otra parte, el EBITDA de Farcomed mejora ostensiblemente, en parte por el incremento del margen bruto y sobre todo por la distribución del gasto operativo a otras filiales. De esta forma el EBITDA de Farcomed crecería en 40% anual en el 2015, según la proyección.

El peso del gasto del Grupo será menor a partir del año 2016 con la recuperación de las ventas y una mayor eficiencia en la gestión de costos y gastos, objetivo que precisamente justifica parte de la inversión que el Grupo está realizando actualmente. El EBITDA crecería apoyado también por el aporte de la generación de ingresos de nuevos puntos de venta a partir de este período.

El crecimiento orgánico de GPF, a través de locales propios, en los próximos años estará supeditado a la flexibilidad gubernamental para otorgar los permisos de funcionamiento, a la situación macroeconómica y al comportamiento de las ventas.

Estructura del Balance

ACTIVOS GPF	dic-13	may-14	dic-14	may-15
Total Activo Corriente	57%	56%	56%	55%
Fondos Disp. e Inversiones temp.	11%	7%	7%	5%
CxC Comerciales	6%	6%	5%	5%
Inventarios Neto	36%	37%	39%	36%
Otras cuentas por cobrar	1%	0%	1%	0%
Anticipos a proveedores	0%	1%	0%	2%
Gastos anticipados	3%	4%	4%	6%
Otros activos corrientes	0%	0%	0%	0%
Total Activo No Corriente	43%	44%	44%	45%
Activo fijo y propiedades de inversión	35%	35%	33%	33%
Inversiones Emp. Relac., y otras	1%	1%	0%	0%
Activos Intangibles y diferidos	7%	7%	9%	11%
Otras cxc de LP y otros activos	1%	0%	1%	1%
Total Activo	100%	100%	101%	100%

PASIVOS GPF	dic-13	may-14	dic-14	may-15
Total Pasivo Corriente	63%	57%	61%	58%
Deuda Financiera CP	17%	12%	16%	17%
Deuda Comercial	40%	39%	39%	35%
Otros Pasivos CP	5%	6%	6%	7%
Total Pasivo LP	16%	20%	16%	18%
PATRIMONIO	22%	23%	23%	24%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	100%	100%	100%	100%

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

El flujo operativo del GPF fluctúa en función de los requerimientos de capital de trabajo. En los períodos analizados, el Grupo ha tenido la capacidad suficiente para cubrir con la generación operativa el gasto financiero y el impuesto a la renta. La cobertura promedio del gasto financiero con el flujo de caja ha sido entre 3.5 y 6 veces, es decir que la corporación maneja un nivel de flexibilidad financiera.

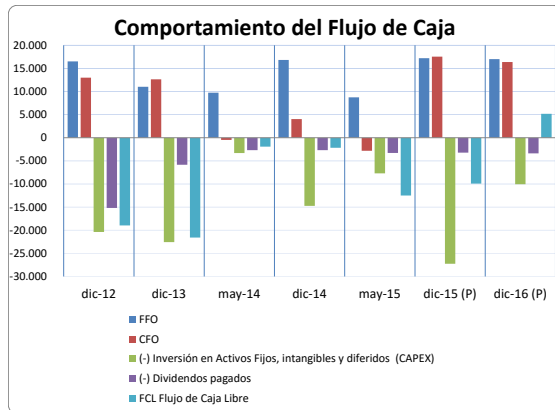
El capital de trabajo varía en función de los requerimientos sobre todo de inventarios y pagos a proveedores. La actual posición de deuda del Grupo provino de: mayores anticipos de impuesto a la renta, anticipos generados por los proyectos que están en ejecución y que todavía no se encuentran contablemente activados, y principalmente de la anticipación en el pago a proveedores. La relación con proveedores se ha ido modificando paulatinamente a raíz de un nuevo manual que está gestionando el Gobierno en cuanto al control de buenas prácticas comerciales. Mientras que, los inventarios a mayo 2015 presentan una variación positiva importante, como efecto de la desaceleración en las ventas.

La variación de capital de trabajo del Grupo al mes de mayo 2015 fue negativa en USD 11.5 MM, que dio como resultado un flujo de caja operativo negativo (CFO) en este período, de forma que los requerimientos de CAPEX, inversión en intangibles y pago de dividendos, debieron ser refinanciados con nueva deuda bancaria. En el análisis del flujo de caja libre de Farcomed se



aprecia una variación negativa de otros financiamientos no operativos, que corresponde a las cuentas por cobrar a empresas relacionadas del Grupo. En el flujo de GPF esa variación se elimina por la consolidación.

Gráfico 9



Fuente: Estados financieros consolidados Corp. GPF.
Elaboración: BWR.

El Grupo maneja un volumen de deuda financiera de USD 88.1 MM al cierre del mes de análisis, de la cual el 51% es de corto plazo y el 49% restante es de largo plazo, la mayor parte con bancos locales. La deuda financiera total de Farcomed por sí sola asciende a USD 61 MM, con una composición de 61% en el corto plazo, esta incluye además de la deuda bancaria, una deuda financiera de las relacionadas por USD 4.8 MM.

El Grupo muestra una posición de deuda financiera sobre capitalización que ha sido históricamente más agresiva en comparación a otras empresas que operan en el mercado de valores y que están calificadas bajo la misma categoría.

El Grupo se ha apalancado en gran medida en deuda financiera para su crecimiento, así, la relación de deuda sobre capitalización ha sido en promedio de 58% en los últimos tres años. Se prevé que este indicador se mantenga alto hasta el año 2016, horizonte en el que la Administración ha planificado realizar inversiones estratégicas, intensivas en capital, que permitirán mejorar el sistema operativo y logístico.

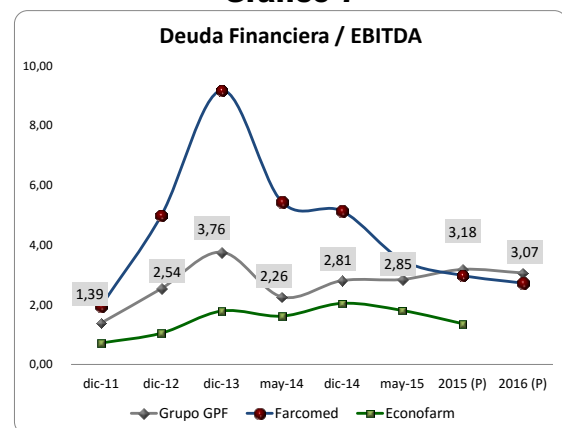
El nivel de endeudamiento en relación a la generación del EBITDA del Grupo también ha sido en promedio alto, justificado por la inversión en CAPEX de los últimos años. Al mes de mayo 2015, este indicador fue de 2.85 veces en el caso del Grupo, y 3.49 veces para Farcomed.

La proyección para los períodos 2015 y 2016 estima que este indicador se mantenga en cerca de tres veces, debido al momento de inversión de la empresa en estos años, que serían financiados con

deuda bancaria y de mercado de valores. Además, el indicador proyectado tiene una sensibilidad en el cálculo del EBITDA en un escenario conservador.

La reestructura planteada por la Administración en cuanto a los niveles de deuda y gasto de cada una de las relacionadas, en el mediano plazo beneficiaría a todas las empresas del Grupo y buscaría mayor equilibrio en los indicadores. Al mes de mayo 2015, se observa que disminuye la presión del indicador de endeudamiento de Farcomed y se nivela más hacia el índice del Grupo. Mientras que, la previsión sería que los indicadores de Econofarm y Provefarm se incrementen.

Gráfico 7



Fuente: Estados financieros consolidados e individuales Corp. GPF.
Elaboración: BWR.

Deuda Bancaria: Vencimientos

(Expresado en USD Míles)

al 31 de mayo del 2015	Farcomed S.A.	Econofarm S.A.
Pagos Corrientes	32.764	9.088
Dos Años	14.871	5.708
Tres Años	6.574	4.362
Cuatro Años o más	1.996	2.890
Deuda Financiera Total	56.205	22.047

Pagos Corrientes	58,3%	41,2%
Dos Años	26,5%	25,9%
Tres Años	11,7%	19,8%
Cuatro Años o más	3,6%	13,1%

Fuente: Detalle de la deuda Grupo Corporación GPF.

Elaboración: BWR.

*En el cuadro de deuda bancaria no se incluyen USD 4.8 MM de deuda financiera registrada en el balance Farcomed, que corresponde a deuda de sus relacionadas y que no tiene plazo de vencimiento.

Los índices de deuda calculados incluyen las deudas con relacionadas y los contingentes tributarios sin recargo de intereses que ya fueron parcialmente ejecutados en este año.

Los niveles de endeudamiento continuarán siendo altos hasta el año 2016, horizonte en el que la Administración ha planificado realizar sus inversiones estratégicas. Esta posición revertirá su tendencia sólo en la medida que en que el

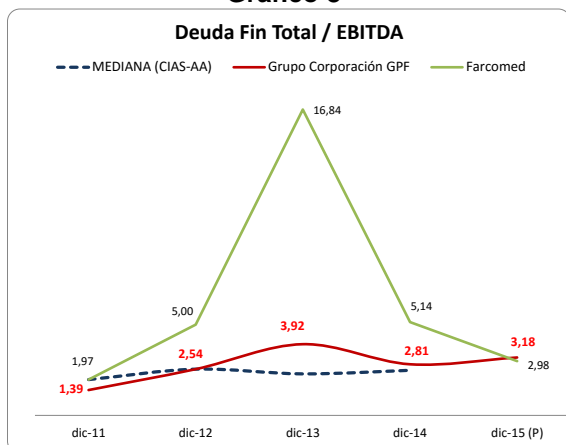


crecimiento del EBITDA se mantenga en los niveles esperados.

Los dividendos en efectivo reconocidos a los accionistas no han permitido reducir los niveles de apalancamiento de los últimos períodos, ni fortalecer el patrimonio tangible que, en el caso de Econofarm y desde nov-2014 también de Provefarma, presenta incluso valores negativos. Se espera que el crecimiento del negocio en los años 2014 y 2015 esté apoyado por el compromiso de los accionistas de no repartir dividendos por más del 30% de las utilidades generadas por el Grupo.

Mientras dure esta etapa de inversión (2014 – 2016), la Administración contempló un límite de endeudamiento en relación a la capacidad de generación de EBITDA del Grupo máxima de 4 veces, sin embargo, según las nuevas estimaciones en CAPEX, la dinámica en ventas y la eficiencia en gastos permitirá que este índice se ubique en niveles menores, de alrededor de 3 veces.

Gráfico 8



*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR
Fuente: Estados financieros consolidados e individuales Corp. GPF.
Elaboración: BWR.

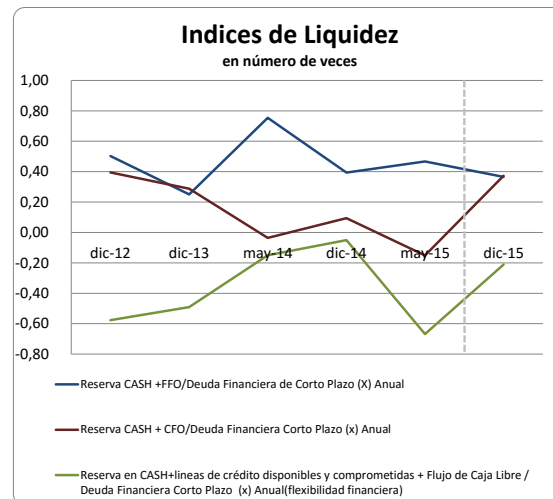
Capacidad de Pago y Liquidez

A pesar de que el ciclo de los negocios del Grupo es de corto plazo, al igual que la necesidad de financiar el capital de trabajo, la Administración ha decidido realizar inversiones de mediano y largo plazo que están contribuyendo a presionar el flujo de caja a nivel corporativo.

Es posible que, mientras dure esta etapa de expansión, se observen indicadores de liquidez negativos en Farcomed y el Grupo.

Por lo general, Farcomed, Econofarm y Provefarma son generadores de Flujo de Caja Operativo (CFO) positivo, con excepción de períodos extraordinarios en los que requieren financiar inventarios o cuentas por cobrar, que a su vez dependen de la

estacionalidad en las ventas. El cambio en el esquema de pago a proveedores todavía muestra requerimientos de capital de trabajo en el 2015. Al ser este un período de desaceleración de ventas, se esperaría que hasta fin de año la variación de capital de trabajo sea menor, en relación al 2014.



Fuente: Estados financieros consolidados Corp. GPF.
Elaboración: BWR.

El pago de dividendos, las inversiones en CAPEX e intangibles sí demandan de un volumen importante de flujo, presionando el flujo de caja libre neto (FCL) que se estima será negativo en cifras del Grupo en el 2015, dado que el Grupo invertirá USD 27.2 MM en ese año (valor estimado en las proyecciones analizadas).

A la fecha de análisis, Corporación GPF tiene que refinanciar la totalidad de su deuda financiera de corto plazo, riesgo que se mitiga, aunque no totalmente por el acceso que han demostrado las principales compañías del Grupo a líneas de crédito bancario y por una estructura más equilibrada a nivel corporativo de la deuda en el corto, como en el largo plazo. El financiamiento que proviene del mercado de valores ha contribuido a una reprogramación positiva de plazos en el pasivo.

Corporación GPF logra refinanciar la mayor parte de su deuda financiera de corto plazo mediante las líneas de crédito que mantiene disponibles a la fecha. Se debe mencionar que las líneas de crédito de bancos locales que han sido concedidas a favor del Grupo no están comprometidas.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN Y CAPACIDAD DE LOS ACTIVOS PARA SER LIQUIDADOS

De acuerdo a la certificación suscrita por Farcomed y que fue recibida por BWR, el monto a ser emitido



se encontraría dentro del límite legal establecido respecto al monto de activos libres de gravamen.

Por otro lado, el endeudamiento con el mercado de valores representa a mayo 2015 el 16.4% del patrimonio de Farcomed, cumpliendo con lo especificado en la nueva Ley del Mercado de valores.

A continuación se detalla la prelación de los pasivos, de acuerdo a la Ley, donde la emisión analizada se encontraría en la tercera prelación:

FARCOMED S.A.

Fecha de corte	may-15
Activo Líquido (USD M)	3.379,55
Activo Ajustado (USD M)	136.674,63
Activo Total (USD M)	160.753,44

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gtia General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	10.791,75	10.791,75	0,31	12,66
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	50.072,00	60.863,75	0,06	2,25
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	68.230,60	129.094,34	0,03	1,06
TOTAL		129.094,34	129.094,34	0,03	1,06

*En la primera prelación se incluyen contingentes tributarios.

** En la tercera prelación se incluyen otros pasivos fuera de balance (deuda garantizada de terceros relacionados).

Para el cálculo de la cobertura de los activos que muestra el cuadro anterior, se ha restado del activo total a los activos diferidos, y a otros que por su naturaleza podrían no ser recuperables en un escenario conservador (activos ajustados). A la fecha de corte, los activos de la empresa son en su mayoría de naturaleza operativa, y se han realizado las provisiones por deterioro de los activos financieros en la medida que se ha estimado necesario. Consideramos que los activos de la empresa son de buena calidad, y no existen riesgos significativos previsibles al momento.

Resguardos

De acuerdo al contrato de emisión de Papel Comercial, Farcomed S.A. establece los siguientes compromisos y resguardos:

De conformidad con lo establecido en el Art. 11 de la Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, los resguardos a los que se somete el EMISOR son:

Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:

1.- Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a

0.85 a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores;

2.- Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

3. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

4.- Mantener la relación de los activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, de la sección I, Capítulo IV, del subtítulo I, título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES

La emisión propuesta sería la primera experiencia de Farcomed como emisor de papel comercial; no obstante, la empresa participa en el mercado de valores como originador de una titularización de flujos futuros.

El monto de la titularización emitido por Farcomed fue de USD 12.5MM, colocados en un 100% y en dos fechas distintas, las primeras cinco subseries el 9 de agosto del 2012 y las cinco restantes el 13 de agosto del 2012. A la fecha de corte de este análisis Farcomed S.A. ha cumplido con el pago de los dividendos de capital e interés en tiempo y forma.

Su empresa relacionada Econofarm emitió, también como originador de una titularización de flujos futuros, USD 12.5MM en una sola clase, que fue colocada de igual manera en su totalidad y de la cual se han cancelado también en tiempo y forma los dividendos de capital e interés.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite 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 del papel en el mercado y no al contrario.

GRUPO CORPORACIÓN GPF

(Miles de USD)	dic-11	dic-12	dic-13	may-14	dic-14	may-15
Resumen de Resultados						
Ventas	505.875	570.655	612.278	270.467	664.210	267.579
% crecimiento	0,0%	12,8%	7,3%	6,0%	8,5%	-3,3%
MARGEN BRUTO (%)	23,6%	23,2%	22,7%	23,0%	23,5%	24,6%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	31.695	25.320	20.647	14.517	29.580	13.042
MARGEN EBITDA (%)	6,3%	4,4%	3,4%	5,4%	4,5%	4,9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	31.695	25.320	20.647	14.517	29.580	13.042
MARGEN EBITDAR (%)	6,3%	4,4%	3,4%	5,4%	4,5%	4,9%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	23.625	17.827	12.505	10.013	18.580	9.066
MARGEN EBIT (%)	4,7%	3,1%	2,0%	3,7%	2,8%	3,4%
Ingresos y egresos no operativos	2.631	2.394	5.306	-272	3.981	547
Gasto Financiero del período	-3.206	-4.216	-5.520	-2.521	-6.198	-2.512
Impuestos a la renta	-5.439	-4.600	-4.120	-2.253	-6.573	-1.799
UTILIDAD NETA	17.142	11.957	8.171	4.966	9.791	5.302
Resumen Balance						
Caja	25.203	25.928	19.432	15.786	18.212	14.005
Cuentas por Cobrar Comerciales	13.728	17.661	16.109	14.324	14.338	12.962
Inventarios	74.223	83.244	91.974	93.998	104.881	96.722
Cuentas por Pagar Proveedores	78.028	93.074	102.711	97.401	106.402	92.816
Deuda Financiera Total	42.672	62.619	78.816	78.816	76.797	76.094
Otros Pasivos	18.177	18.510	18.142	19.593	21.749	23.255
Patrimonio	56.043	52.810	55.137	57.411	62.250	64.263
Patrimonio Tangible	34.487	25.316	26.505	25.975	21.506	14.653
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	31.695	25.320	20.647	14.517	29.580	13.042
(-) Gasto Financiero del período	-3.206	-4.216	-5.520	-2.521	-6.198	-2.512
(-) Impuesto a la renta del período	-5.439	-4.600	-4.120	-2.253	-6.573	-1.799
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	23.051	16.504	11.007	9.742	16.810	8.730
(-) Variación Capital de Trabajo	464	-3.524	1.621	-10.205	-12.789	-11.551
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	23.514	12.980	12.628	-463	4.021	-2.821
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	2.631	2.394	5.306	241	4.030	1.145
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-513	-49	-598
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	727	0	-4.040	0	722	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-15.189	-5.844	-2.692	-2.678	-3.288
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-62.596	-18.519	-20.387	-1.587	-6.046	-3.120
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-16.524	-1.868	-2.187	-1.723	-8.681	-4.594
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-54.847	-18.962	-21.582	-1.937	-2.165	-12.495
Margen de Flujo de Caja Libre %	-10,8%	-3,3%	-3,5%	-0,7%	-0,3%	-4,7%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	41.675	19.947	16.197	-2.019	2.277	7.035
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-723	-260	-639	310	-1.360	1.252
OTRAS INVERSIONES NETO	2.387	0	-472	0	28	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	35.101	0	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	23.593	725	-6.496	-3.646	-1.220	-4.208
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	1.610	25.203	25.928	19.432	19.432	18.212
CAJA FINAL	25.203	25.928	19.432	15.786	18.212	14.005
Indicadores						
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	8,19	4,91	2,99	4,86	3,71	4,47
FCF+cargos fijos/cargos fijos (intereses periodo+cuenta leasing) / EBITDAR	8,19	4,91	2,99	4,86	3,71	4,47
EBITDAR/cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)(x)	9,89	6,01	3,74	5,76	4,77	5,19
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	9,89	6,01	3,74	5,76	4,77	5,19
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "preferentes" y cuota leasing	8,33	4,08	3,29	0,82	1,65	-0,12
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (X)	(1,59)	(0,40)	(0,32)	0,04	0,08	(0,47)
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	0,30	0,64	0,56	-0,14	0,27	-0,37
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1,39	2,54	3,92	2,26	2,81	2,85
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	0,60	1,52	2,98	1,81	2,20	2,40
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	44%	55%	59%	58%	57%	58%
Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,79	0,50	0,25	0,75	0,39	0,47
Reserva CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,80	0,39	0,29	(0,04)	0,09	(0,15)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(1,87)	(0,58)	(0,49)	(0,15)	(0,05)	(0,67)
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	(1,81)	(0,58)	(0,52)	(0,14)	(0,08)	(0,64)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(1,81)	(0,58)	(0,52)	(0,14)	(0,08)	(0,64)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(1,87)	(0,58)	(0,49)	(0,15)	(0,05)	(0,67)

CORPORATIVO

FARMACIAS Y COMISARIATOS DE MEDICINAS FARCOMED S.A.

(Miles de USD)	dic-11	dic-12	dic-13	may-14	dic-14	may-15
Resumen de Resultados						
Ventas	252.190	268.502	273.762	116.676	288.576	117.267
% crecimiento	1,8%	6,5%	2,0%	2,3%	5,4%	-2,5%
MARGEN BRUTO (%)	26,0%	26,0%	25,2%	26,1%	26,4%	27,4%
Otros Ingresos Operativos	9.457	6.337	5.677	1.929	4.908	2.046
% crecimiento	-2,2%	-33,0%	-10,4%	-18,5%	-13,5%	0,1%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	19.191	11.229	3.923	4.758	11.465	7.377
MARGEN EBITDA (%)	7,6%	4,2%	1,4%	4,1%	4,0%	6,3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	19.191	11.229	3.923	4.758	11.465	7.377
MARGEN EBITDAR (%)	7,6%	4,2%	1,4%	4,1%	4,0%	6,3%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	15.263	8.932	(1.903)	2.147	6.552	5.364
MARGEN EBIT (%)	6,1%	3,3%	-0,7%	1,8%	2,3%	4,6%
Ingresos y egresos no operativos	3.220	2.096	11.161	2.323	5.223	1.071
Gasto Financiero del período	-2.915	-3.467	-4.448	-2.045	-5.614	-2.016
Impuestos a la renta	-3.127	-2.144	-2.165	-993	-3.280	-972
UTILIDAD NETA	11.932	5.943	2.646	1.432	2.852	3.795
Resumen Balance						
Caja	12.132	9.490	7.175	5.038	6.915	3.380
Cuentas por Cobrar Comerciales	12.921	13.963	14.347	8.570	12.006	8.194
Inventarios	37.979	40.568	44.587	43.427	48.779	46.994
Cuentas por Pagar Proveedores	38.126	43.599	49.769	48.760	51.182	44.995
Deuda Financiera Total	36.553	54.601	64.343	60.464	57.186	61.086
Otros Pasivos	11.403	10.142	12.556	14.560	17.879	16.627
Patrimonio	40.599	35.803	33.101	34.325	33.885	37.332
Patrimonio Tangible	18.255	14.378	18.864	11.359	16.224	13.253
Resumen Flujo de Caja						
EBITDA OPERATIVO	19.191	11.229	3.923	4.758	11.465	7.377
(-) Gasto Financiero del período	-2.915	-3.467	-4.448	-2.045	-5.614	-2.016
(-) Impuesto a la renta del período	-3.127	-2.144	-2.165	-993	-3.280	-972
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	13.149	5.619	-2.690	1.720	2.571	4.389
(-) Variación Capital de Trabajo	-384	-3.807	4.446	3.820	-571	-8.368
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	12.765	1.811	1.756	5.540	2.000	-3.979
(+) ingresos no operativos	7.003	6.636	11.300	2.803	5.223	1.679
(-) egresos no operativos	-3.783	-4.541	-138	-480	0	-608
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	100	0	-3.638	0	1.734	349
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-6.986	-10.738	-5.348	-208	-2.067	-349
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-11.786	-13.255	-17.112	-994	-2.246	-275
(-) Activos Diferidos e Intangibles	-679	-1.227	4.032	-850	799	-502
(-) Otros activos	-731	1.370	-3.237	3.002	2.992	3
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-4.096	-19.943	-12.387	8.813	8.435	-3.682
Margen de Flujo de Caja Libre %	-1,6%	-7,4%	-4,5%	7,6%	2,9%	-3,1%
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	5.734	18.048	9.742	-3.879	-7.157	3.900
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-59	-747	791	-6.883	-2.954	-3.552
OTRAS INVERSIONES NETO	0	0	-462	0	1.417	0
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	0	-187	0	-200
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	1.579	-2.641	-2.316	-2.137	-260	-3.535
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	10.552	12.132	9.490	7.175	7.175	6.915
Caja Final	12.131	9.490	7.175	5.038	6.915	3.380
Indicadores						
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	5,51	2,62	0,40	1,84	1,46	3,18
FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	5,51	2,62	0,40	1,84	1,46	3,18
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del periodo)(x)	6,58	3,24	0,88	2,33	2,04	3,66
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	6,58	3,24	0,88	2,33	2,04	3,66
CFO+ cargos fijos/cargos fijos (siempre que diga cargos fijos debe referirse a: gasto financiero,pago de dividendos "preferentes" y cuota leasing)	5,38	1,52	1,39	3,71	1,36	(0,97)
FCF+cargos fijos/cargos fijos+deuda de corto plazo (x)	-0,04	-0,48	-0,19	0,65	0,37	-0,09
CFO/CAPEX (flexibilidad financiera)	1,08	0,14	0,10	5,57	0,89	(14,46)
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	1,97	5,00	16,84	5,45	5,14	3,49
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	1,34	4,15	15,01	5,00	4,53	3,30
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	48%	61%	67%	64%	63%	62%
Reserva en CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	0,49	0,18	(0,07)	0,12	0,08	0,28
Reserva en CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,47	0,06	0,05	0,38	0,06	(0,26)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera)	(0,15)	(0,65)	(0,34)	0,60	0,26	(0,24)
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	(0,15)	(0,68)	(0,33)	0,40	0,21	(0,33)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,15)	(0,68)	(0,33)	0,40	0,21	(0,33)
Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles no comprometidas y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,15)	(0,65)	(0,34)	0,60	0,26	(0,24)



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 de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2015.