

Ecuador
Papel Comercial
Calificación inicial

FARMACIAS Y COMISARIATOS DE MEDICINAS S.A. FARCOMED

Calificación

| Tipo Instrumento | Resultado Calificación | Calif. Anterior | Último cambio |
|-------------------------------|------------------------|-----------------|---------------|
| Programa Papel Comercial 2018 | 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.

Ultimo 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

| (USD Millones) | 2017 (diciembre) | 2018 (junio) |
|--|---------------------|-----------------|
| Activos | 176,2 | 173,0 |
| Ventas | 236,3 | 122,5 |
| Margen EBITDA (%) | 5,81% | 5,11% |
| ROE (%) * | 11,44% | 14,66% |
| Deuda / capitalización (%) | 57,82% | 55,00% |
| CFO / Deuda Fin CP (X)* | 0,97 | -0,35 |
| Cash + FCL neto / Deuda Fin CP (X) | 0,95 | -0,21 |
| Deuda Financiera Total Ajustada /EBITDA (x)* | 4,05 | 4,25 |
| Deuda Financiera Total Ajustada/FFO (x)* | 7,56 | 7,84 |

* Indicador anualizado para junio-2018
Fuente: Farcomed
Elaboración BWR

Contactos:

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

Andrea Coronel
(5932) 226 9767 ext. 108
acoronel@bwratings.com

Fundamento de la Calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de "AA" al Programa de Papel Comercial de Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. FARCOMED analizado en el presente informe. Esta categoría corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una **muy buena capacidad del pago de capital e intereses**, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general. La calificación otorgada refleja nuestra opinión en cuanto al cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses en los términos y condiciones de la emisión calificada y demás compromisos financieros de la empresa.

La calificación utiliza una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y 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 de la emisión.

El análisis considera el riesgo de crédito tanto de Farcomed como del Grupo Corporativo GPF, al que pertenece, dado que las decisiones estratégicas, de inversión, endeudamiento y transferencia de flujos entre empresas relacionadas se toman bajo una visión corporativa. Adicionalmente, la calificación considera el corto plazo del programa de papel comercial y la fortaleza de generación de liquidez de la empresa y el perfil de largo plazo de su deuda financiera.

Posición competitiva fuerte y mercado regulado. El Grupo GPF mantiene una importante trayectoria y posicionamiento en el mercado. Los ingresos de Farcomed y del Grupo se generan principalmente por la comercialización de medicinas, cuya demanda tiene menor sensibilidad en épocas de recesión. Al mismo tiempo, es una industria altamente regulada y con fuerte presión competitiva.

Generación con tendencia a mejorar. Las ventas y la generación operativa de los últimos años se vio afectada entre otros factores, por problemas operativos derivados de la implementación de nueva tecnología; sin embargo, actualmente la mayoría de estos se encuentran resueltos y la generación muestra tendencia a mejorar. El negocio se beneficia de un margen bruto estable que hace que sus flujos sean más predecibles. Adicionalmente, se espera que las inversiones que GPF ha realizado se reflejen en mejoras adicionales en su eficiencia y una mayor fortaleza competitiva proveniente de un mejor conocimiento del cliente y una capacidad logística potenciada.

Endeudamiento elevado en relación a la generación con tendencia a recuperarse. El nivel de endeudamiento alto del Grupo en relación a la generación ha sido coyuntural por las inversiones en CAPEX e intangibles y la menor generación operativa de los últimos años, sin embargo, desde el 2017 este mantiene una tendencia a reducirse, tanto por la disminución de las obligaciones financieras como por una mayor generación de flujo operativo.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga por una adecuada estructura de capital, soportada en deuda de largo plazo y un patrimonio con tendencia a fortalecerse por la reinversión del total de las utilidades del Grupo que se mantendría a futuro. Además de la posición de la empresa en el mercado y su posición financiera, que le hacen un buen sujeto de crédito para el sistema bancario, se espera que la empresa continúe siendo generadora de flujos de caja libre positivos, que permitan continuar reduciendo su deuda financiera, como espera la Administración.

La perspectiva de la calificación es estable, sin embargo, esta podría verse afectada si es que la tendencia de mayor generación y menor endeudamiento no se cumplen de acuerdo a lo esperado.



CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

| Programa de Papel Comercial 2018 | |
|---|--|
| Emisor: | Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. FARCOMED |
| No. De Seguimiento | Calificación inicial |
| Monto Programa | 10.000.000,00 |
| Plazo del Programa | 720 días |
| Plazo de la Emisión | 359 días |
| Pago de Capital | Al vencimiento del plazo de la emisión |
| Cupón de Interés | Cero cupón |
| Garantía | General |
| Tipo de emisión | Desmaterializada |
| Destino de la emisión | Reestructuración de pasivos financieros, y al pago de proveedores por compras de inventario para abastecimiento y posterior venta. |
| Calificadora de Riesgos | BankWatch Ratings |
| Agente Estructurador y Colocador | VectorGlobal WMG Casa de Valores S.A. |
| Agente Pagador: | DECEVALE S.A. |
| Rep. Obligacionistas: | AVALCONSULTING CÍA. LTDA. |

El emisor, dentro del plazo y montos autorizados, de acuerdo a sus necesidades de fondos, y mientras esté vigente la autorización de oferta pública, podrá hacer nuevas emisiones de papel comercial, dentro del cupo disponible de emisión.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

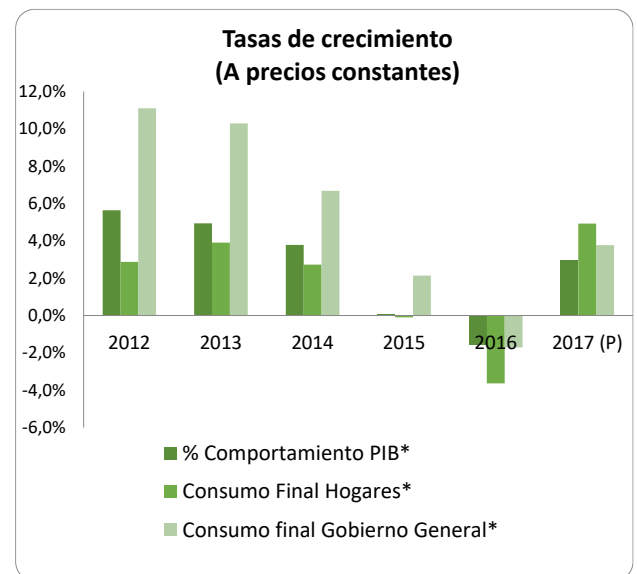
De acuerdo a las cifras oficiales del Banco Central del Ecuador (BCE), la economía ecuatoriana para el 2017 registró una recuperación económica del orden de 3% en términos constantes, sustentada especialmente en un mayor precio del petróleo y mayores exportaciones, en parte por los efectos del Acuerdo Comercial firmado con la Unión Europea. Por otro lado, el consumo de los hogares y el consumo final del gobierno mantuvieron una variación positiva del 4.9% y 3.8% respectivamente.

El BCE a la fecha de elaboración del presente informe no dispone de la previsión de crecimiento para el 2018 pues posterior a la aprobación por parte de la Asamblea Nacional de las propuestas de política económica planteadas mediante la Ley Orgánica para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo, y Estabilidad y Equilibrio Fiscal, esperan poder incluir su impacto en las distintas variables macroeconómicas.

A nivel internacional no existe un consenso respecto al crecimiento económico proyectado del país.

Mientras que la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento de 2%, las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) son de un crecimiento de 2.5%, seguido de un 2.2% para 2019. El resultado definitivo dependerá de la capacidad que tenga el Gobierno de conseguir mayor financiamiento externo que cubra sus requerimientos de liquidez, así como del éxito de su programa de incentivos para el sector privado. En el primer trimestre del 2017 el PIB creció interanualmente en 1.9%.

Gráfico 1



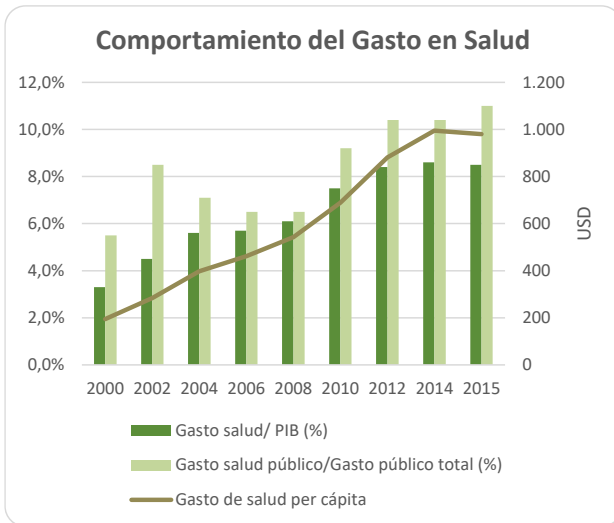
*PIB y consumo a precios constantes
Fuente: BCE
Elaboración: BWR

El sector de la Salud en el Ecuador está considerado por el Plan Nacional del Buen Vivir como eje fundamental del desarrollo y bienestar. Como parte de esta estrategia el Estado diseñó e implementó el Modelo de Atención Integral de Salud (MAIS) 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).

Según datos de la Organización Mundial de la Salud se observa que el gasto anual en salud respecto al PIB ecuatoriano ha registrado una tendencia creciente desde el año 2000 y en el 2015 representó el 8.5% del PIB. Así mismo, se observa que el gasto per cápita en salud ha crecido de forma importante. Este crecimiento ha venido acompañado del aumento de los recursos del sector público destinados a la salud, así en 2015 un 11% del total del gasto público fue destinado a este rubro.



Gráfico 2



Fuente: Organización Mundial de la Salud
Elaboración: BWR

Desde el 2015 el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) está implementando un plan intensivo de nueva infraestructura hospitalaria, que abarca 14 construcciones a nivel nacional y su equipamiento con tecnología de punta, con una inversión de casi USD 700 millones.¹ 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. Estos hechos han influido en que la demanda de fármacos en el país aumente. Con corte junio-2018, un 16% del total de la canasta básica es destinado al cuidado de la salud.

La industria farmacéutica conforma al grupo de empresas que se dedican al desarrollo y producción de medicinas enfocadas a la prevención y tratamiento de enfermedades. Este mercado genera ocho mil plazas de trabajo directas y veinte mil fuentes de trabajo de manera indirecta. El mercado farmacéutico en Ecuador está dividido en sector privado cuyos medicamentos se venden en farmacias, clínicas privadas y cadenas farmacéuticas y uno de manejo público que se abastece mediante compras públicas de fármacos.

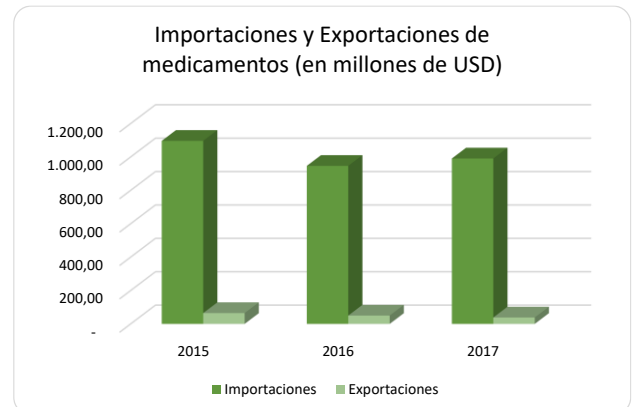
Cabe señalar que las cadenas farmacéuticas tienen diversificación de sus ventas entre medicamentos básicos, de uso continuo, eventual, y en algunos casos además artículos de bazar, lo que permite a

las comercializadoras equilibrar el crecimiento de ventas y los márgenes.

El sector público representa, en promedio, aproximadamente el 40% de las ventas locales de los laboratorios nacionales. Actualmente existen 338 laboratorios farmacéuticos, sin embargo, pocas Compañías manejan una participación de mercado importante.²

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 importados. En la discusión de la mesa sectorial de Química, Farmacéutica, Productos de Aseo y Cosméticos, la ministra de Industrias y Productividad señaló que la balanza comercial del sector farmacéutico es altamente negativa y que se debe trabajar en el acceso de los productos elaborados en el Ecuador en mercados externos. De las peticiones realizadas por el sector privado se pueden destacar la solicitud a los entes reguladores de garantizar la calidad de los productos, eliminación de los aranceles para materias primas importadas y estabilidad normativa y jurídica.³

Gráfico 3



Fuente: Trade Map
Elaboración: BWR

El 10 de mayo del 2018, se suscribió el Acuerdo Productivo Nacional entre varios entes del Estado y empresas farmacéuticas privadas que pretende fomentar la producción y creación de medicamentos en el país mediante el aumento de la capacidad instalada y la mejora de la calidad de los procesos de manufactura de medicamentos.⁴ Con este acuerdo se pretende dar incentivos arancelarios

¹ https://www.iess.gob.ec/en/web/afiliado/noticias?p_p_id=101_INSTANCE_3dH2&p_p_lifecycle=0&p_p_col_id=column-2&p_p_col_count=4&_101_INSTANCE_3dH2_struts_action=%2Fasset_publisher%2Fview_content&_101_INSTANCE_3dH2_assetEntryId=7778875&_101_INSTANCE_3dH2_type=content&_101_INSTANCE_3dH2_groupld=10174&_101_INSTANCE_3dH2_urlTitle=iess-construye-modernos-hospitales-en-todo-el-pais&redirect=%2Fen%2Fweb%2Fafiliado%2Fnoticias?mostrarNoticia=1

² <http://farma.ebizaro.com/ecuador-como-productor-farmacaceutico/>

³ <http://www.elcomercio.com/actualidad/importaciones-sector-farmacaceutico-supera-exportaciones.html>

⁴ http://www.ecuadorinmediato.com/index.php?module=Noticias&func=nc=news_user_view&id=2818836776



para materias primas e insumos pues actualmente los fabricantes de medicamentos pagan un arancel por la importación de materia prima y equipos, mientras que los medicamentos importados no pagan aranceles.

El desafío del sector farmacéutico ecuatoriano se centra en el incremento de la capacidad instalada, la mejora en tecnología y el desarrollo de productos de calidad que cumplan estándares nacionales e internacionales. Esperamos que la firma del Acuerdo Comercial con la Unión Europea incentive a la industria farmacéutica a importar maquinaria que genere una industria más eficiente.

Además al ser una industria especialmente vigilada por la importancia de los productos farmacéuticos para la salud poblacional, debe encontrarse atenta a cualquier cambio normativo para así minimizar riesgos y contingentes de los entes reguladores. Actualmente existen controles específicos en cuanto a registros sanitarios, regulación de precios, promoción y publicidad y permisos de funcionamiento.

La venta de medicinas se encuentra regulada por las disposiciones de la Ley de Producción, Importación, Comercialización y Expendio de Medicamentos de Uso Humano, la Ley Orgánica de Salud y el Reglamento de Control y Funcionamiento de Establecimientos Farmacéuticos, normas que establecen los procesos y precios de venta al consumidor de los medicamentos que son establecidos por el Consejo Nacional de Fijación y Revisión de Precios de los Medicamentos de Uso y Consumo Humano.

En julio del 2015, se emitió el nuevo Reglamento para la fijación de precios de medicamentos que se presenta en tres regímenes: a) Regulado: medicamentos que se consideran estratégicos, b) Liberado: aquellos productos que no se consideran estratégicos, cuyo precio deberá ser notificado a la autoridad en forma semestral; y c) Fijación Directa: que se aplicará en casos de incumplimiento de alguno de los anteriores. Este reglamento entró en vigencia el 8 de abril del 2016.

La Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria (ARCSA) mediante Resolución No.- ARCSA-DE-007-2017-JCGO publicada en el Registro Oficial el 24 de mayo del 2017 emitió la normativa técnica sanitaria para regular, controlar y vigilar la autorización y la emisión del permiso de funcionamiento para distribuidoras farmacéuticas, casas de representación de medicamentos y laboratorios farmacéuticos.⁵ La normativa señala que toda distribuidora farmacéutica deberá:

- Contar con un responsable técnico.
- Cumplir con Normas de Buenas Prácticas de Almacenamiento, Distribución y Transporte y que las instalaciones cuenten con condiciones óptimas para los medicamentos.
- En el caso de laboratorios farmacéuticos se debe contar con un Director Técnico, de profesión Químico Farmacéutico o Bioquímico Farmacéutico.
- Queda prohibido dentro de los establecimientos farmacéuticos la instalación de cualquier tipo de consultorio médico, odontológico, obstétrico, psicológico, y laboratorios químicos. Además no se podrá aplicar tratamientos o toma de muestras.

En cuanto a la publicidad y promoción, ningún producto sujeto a venta bajo prescripción médica puede ser publicitado en medios de comunicación, mientras que los productos de venta libre no deberán afectar a los derechos del consumidor, por lo que debe ser publicidad no engañosa, que no cause miedo, que no sea desleal y que no incentive su uso indiscriminado.

En 2017, el mercado farmacéutico ecuatoriano alcanzó los USD 1469MM lo que significó un crecimiento de 6.34% frente a 2016. El precio promedio de los medicamentos también sufrió un incremento de 3.35%, a pesar de lo cual el precio promedio de los medicamentos se mantiene un 13.6% por debajo del precio promedio de Latinoamérica.⁶

En el país actualmente funcionan 5734 farmacias: 2747 en la región Costa, 2609 en la Sierra, 345 en el Oriente, 25 en Galápagos y 8 en zonas no delimitadas geográficamente. Estas farmacias se encuentran concentradas en tres grupos grandes, dado que en los últimos años las farmacias pequeñas se han reducido significativamente, y se han incrementado las que forman parte de las cadenas, especialmente 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”, que tiene la intención de favorecer al negocio independiente.

El sector farmacéutico ha mostrado históricamente menor sensibilidad que otras industrias en épocas de recesión económica, por tratarse de bienes de

⁵ http://www.pbplaw.com/arcsa-reglas-control-funcionamiento-establecimiento-farmacuticos/#_ftn1

⁶ IMS, 2017.



primera necesidad, de forma que la demanda de fármacos tiende a ser menos elástica al precio frente a una oferta limitada de productos sustitutos.

No obstante, la alta competencia entre las distintas farmacias y las regulaciones de precios generan presión en los márgenes de utilidad. Adicionalmente, esto impulsa a las grandes cadenas a aplicar distintas estrategias de precio o diferenciación para mantener e incrementar la lealtad de sus clientes.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed es una empresa ecuatoriana constituida en 1930, dedicada principalmente a la comercialización y distribución de productos farmacéuticos, de perfumería y bazar y otros que se expendan en almacenes y farmacias. La matriz de la sociedad anónima se encuentra en Quito, así como el centro de distribución, logística y bodegaje, y desde donde se efectúan los despachos a las distintas provincias del país.

Farcomed forma parte del holding empresarial Corporación GPF que se conformó jurídicamente en el año 2010, período a partir del cual se empezó también a consolidar información financiera. El Grupo se encuentra conformado por Farcomed (farmacias Fybeca), Econofarm S.A. (farmacias SanaSana), Tiecone (tiendas OkiDoki), Farmaliadas S.A., Farmagestión, Terraplaza, Abefarm S.A. ABF y Provefarma. De las empresas de Grupo, Farcomed es la empresa de mayor experiencia marcada por una trayectoria de 88 años en el mercado minorista farmacéutico.

Econofarm S.A. se creó en el año 2000 como una estrategia de la Administración para atender a un nuevo segmento de mercado, con un enfoque en un estrato diferente de clientes y con distinta planificación en precios de venta.

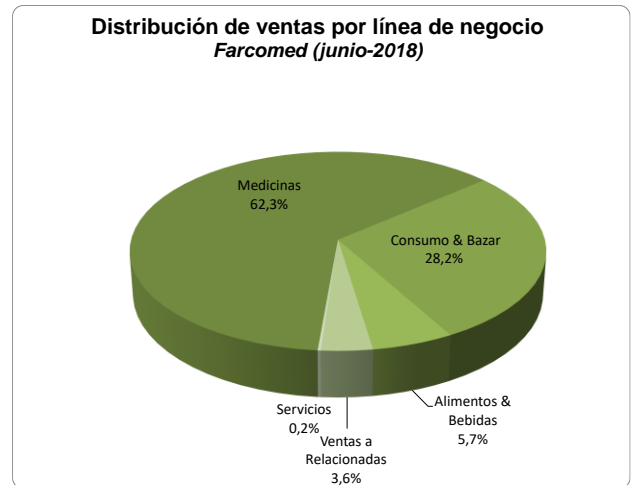
El Grupo tiene una importante presencia con su red comercial de farmacias, conformada por 565 locales a nivel nacional, de los cuales el 83% pertenecen a la red "SanaSana" y el 17% restante a Fybeca. Cuenta además con 31 locales de la marca OkiDoki.

El 62.3% de las ventas de Farcomed provienen de la comercialización de medicinas, el 28.2% se origina de la venta de artículos de consumo, bazar y el 9.5% corresponde a la venta de alimentos y bebidas, ventas a relacionadas y servicios.

La estructura de las ventas en Farcomed y Econofarm S.A. es similar, aunque en Econofarm S.A. 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.

Gráfico 4

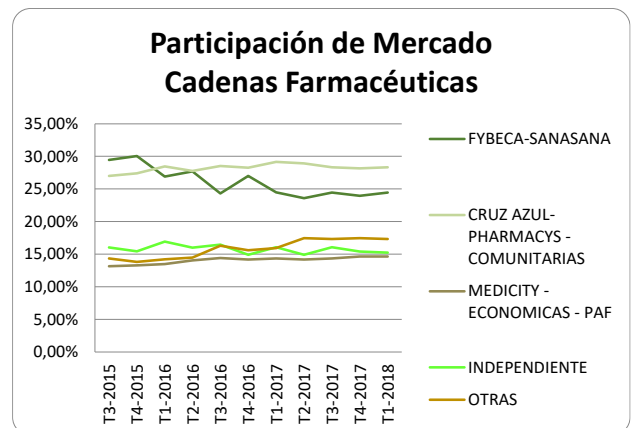


Fuente: Farcomed
Elaboración: BWR

Corporación GPF emplea a 4.334 colaboradores, de los cuales 1.276 pertenecen a Farcomed. La Compañía a la fecha de elaboración del presente informe no mantiene Comité de Empresa.

En cuanto al posicionamiento en el mercado, como se mencionó, los participantes principales son tres cadenas representativas. El 52.8% del mercado privado de comercialización y distribución de medicinas está cubierto por las dos más grandes del país, Corporación GPF con 24.5% de participación y Difare con el 28.3%, incluyendo a la línea de farmacias económicas que son parte de cada grupo.

Gráfico 5



Fuente: Corporación GPF
Elaboración: BWR

Farmaenlace es el tercer grupo importante del sector, y es la que gana participación en los dos últimos años. El 15.2% se encuentra atomizado en otras cadenas pequeñas de alcance local y farmacias de barrio.

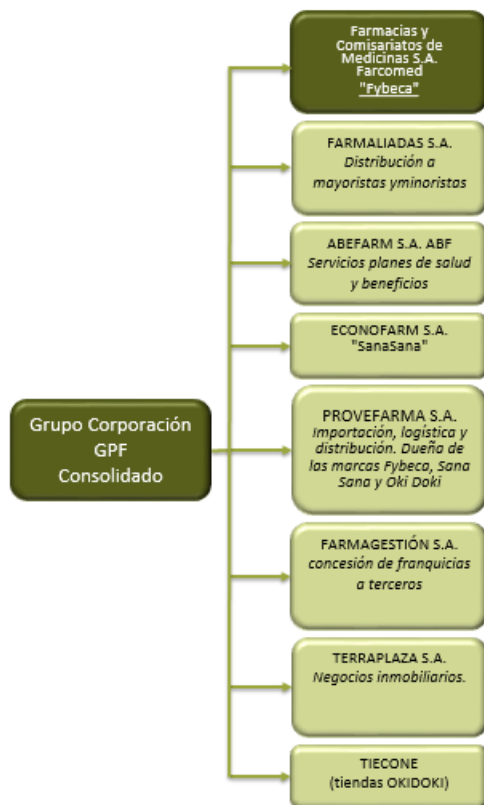


La competencia es agresiva en servicios, precios y promociones, en especial entre los tres miembros mayoritarios del mercado. En ese sentido, el Grupo GPF procura desarrollar ventajas competitivas que sean poco asequibles a sus competidores directos a fin de mantener su posicionamiento.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Corporación GPF constituye la cabeza y es propietaria de todas las empresas que conforman el Grupo, incluyendo Abefarm S.A. ABF y Farmaliadas S.A., que eran subsidiarias directas de Farcomed, pero cuyas acciones fueron vendidas al Grupo a fines de noviembre del 2014. Las actividades de las subsidiarias se relacionan principalmente con la venta de medicina y productos de consumo y sus operaciones están domiciliadas en el Ecuador.

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



ACCIONISTAS Y SOPORTE

Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed es una sociedad anónima de nacionalidad

ecuatoriana, cuyas acciones están distribuidas de la siguiente manera:

| Accionista | Capital (USD) | % Participación |
|--|-------------------|-----------------|
| Corporación Grupo GPF S.A. | 20.697.390 | 100,00% |
| Villamar Villafuerte Galo Enrique René | 10 | 0,00% |
| TOTAL | 20.697.400 | 100,00% |

La Corporación Grupo GPF es una sociedad anónima ecuatoriana tenedora de acciones, cuyos principales accionistas pertenecen a la familia Villamar.

Al corte de este informe Farcomed tiene un patrimonio de USD 43.5 millones; de este el capital social representa el 48%.

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 ha soportado la operación del Grupo a través de financiamiento cuando lo ha requerido.

Actualmente, la Corporación GPF no cuenta con una política establecida de reparto de dividendos, sin embargo, la Corporación suscribió un contrato para una línea de crédito con el International Finance Corporation, perteneciente al Banco Mundial, que incluye ciertas condiciones que la Corporación debe cumplir, entre estas se encuentra no repartir dividendos mientras no lleguen a un indicador Deuda Financiera/EBITDA de 2 veces.

La deuda financiera ajustada (incluye contingentes) representa el 55% de la capitalización⁷ de la Compañía. Esta relación se considera sana y se espera que siga mejorando en función de las proyecciones del emisor.

ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

Consideramos que los órganos administrativos de la Corporación GPF, 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 está conformada por profesionales calificados con una trayectoria técnica, comercial y operativa importante.

La Corporación se encuentra gobernada por la Junta General de Accionistas y administrada por el Directorio, Presidente del Directorio y el Presidente Ejecutivo.

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

⁷ Capitalización = Deuda financiera ajustada + patrimonio



El Directorio está conformado por tres directores internos. Como buena práctica de Gobierno Corporativo, actualmente la empresa mantiene cuatro 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 asesor del Presidente Ejecutivo que apoya a las gestiones estratégicas, operativas y administrativas del Grupo.

El Presidente Ejecutivo es elegido por la Junta General de Accionistas y tiene como parte de sus funciones supervisar la buena marcha del negocio; elaborar el plan estratégico y el presupuesto y supervisar su cumplimiento y aprobar las políticas y reglamentos administrativos internos y supervigilar su cumplimiento. Si bien la propiedad del Grupo es de carácter familiar, desde enero del 2013 la Presidencia Ejecutiva se maneja de manera independiente.

Dentro del organigrama actual del Grupo existen los cargos de Gerente Corporativo de Control de Riesgos y el Director de Experiencia al Cliente pues su estructura actual está enfocada en el cumplimiento de los objetivos estratégicos que impactan al cliente, quien es la razón de ser del negocio. Las dos personas a cargo cuentan con una sólida preparación técnica, así como con experiencia dentro del sector en el que se desenvuelve el Grupo, y tienen varios años de experiencia dentro de la Institución.

La gestión a través de Comités es parte de la cultura de la empresa. En los mismos existe una participación colaborativa entre los cargos gerenciales y personal ejecutivo en asuntos estratégicos. A la fecha de corte del presente informe se mantienen siete comités que se realizan de manera mensual o bimensual y que permiten tener una constante coordinación y seguimiento de la ejecución de las estrategias y decisiones definidas de las empresas del Grupo.

En cuanto a los órganos de fiscalización y control, la Junta General en 2018 nombró un Comisario Principal y un Comisario Suplente, que vigilan las operaciones sociales, y son independientes de la Administración.

Actualmente la empresa cuenta con un departamento de Auditoría Interna y Cumplimiento con el soporte permanente del área legal. Como parte de sus procesos, el área de Control y Gestión mantiene revisiones de los planes de trabajo para monitorear el cumplimiento legal en forma permanente y desarrolló una matriz de riesgos regulatoria que se actualiza continuamente.

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

Salvaguardar la salud y seguridad de sus clientes es parte fundamental de los procesos que lleva a cabo la Corporación GPF, es por ello que Provefarma cuenta con un sistema de gestión de calidad para así cumplir con los requisitos de clientes y entes legales. Provefarma se encuentra habilitada para realizar las actividades de almacenamiento, distribución y transporte. La Compañía cuenta con el permiso de operador logístico, certificado de buenas prácticas de almacenamiento, distribución y transporte y mantiene la licencia para distribuir medicamentos que contienen sustancias sujetas a control y fiscalización. Estos permisos son otorgados por la Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria (ARCSA). Con la finalidad de comprobar que las actividades son desarrolladas acorde a la normativa se establecen de forma trimestral auditorías internas.

Cumpliendo con las disposiciones legales establecidas para el manejo de medicamentos se realizan controles mensuales de la fecha de caducidad de los medicamentos y si están por expirar se procede a trasladarlos al centro de logística avanzada para la devolución a sus proveedores, quienes son responsables de incinerarlos en centros autorizados.

Las estrategias del Grupo a corto y mediano plazo son:

- Fortalecer el servicio al cliente a través de una atención diferenciada y de excelencia.
- Mejorar la rotación de inventario.
- Manejar liquidez adecuada para cumplir compromisos con sus acreedores.
- Fomentar la actitud vendedora en todos sus colaboradores.

Como parte de las decisiones estratégicas de la Corporación se emprendió el proyecto “Mundo Vanguardista”, que tiene como enfoque dotar a la Corporación de soluciones tecnológicas para la optimización de sus procesos, y que ha requerido inversiones significativas de parte del Grupo desde el 2014.

Desde el año 2015, el Grupo utiliza un sistema de planificación de recursos empresariales (ERP), desarrollado por la empresa Oracle, que apoya al área financiera, comercial y de compras y permite el acceso a información confiable, precisa y oportuna además otorga la posibilidad de compartir datos entre todos los componentes de la Organización. Es importante mencionar que el



cambio de ERP, le generó varios problemas operativos que afectaron sus ingresos operativos del 2015 y 2016. A la fecha de corte, estas debilidades en el sistema han sido solventadas en su mayoría.

La Corporación en julio del 2016 puso en marcha la implementación de una nueva infraestructura física y de sistemas para la administración de inventario, que incluye tecnología robotizada para los procesos de recepción y despacho, los cuales están conectados con los procesos de monitoreo de inventario y requerimientos de compra. Una segunda fase que consiste en implementar aplicativos en los puntos de venta se realizará en el 2018 y 2019.

En 2016, la Corporación construyó el nuevo Centro de Logística Avanzada- CLA cuya finalidad es mejorar la eficiencia del servicio al cliente de la empresa, optimizando la disponibilidad de inventario en sus puntos de venta del país. Este centro logístico es el lugar donde se centraliza el despacho y administración de los productos del Grupo. En 2017, el CLA logró estabilizar sus operaciones logrando incrementar la productividad diaria, el número de pedidos y un control exhaustivo de sus inventarios.

Farcomed mantiene pólizas de seguro que cubren el riesgo de sus instalaciones, muebles, enseres, equipos de oficina y mercadería.

La empresa genera información financiera oportuna, y es auditada a fin de cada año por firmas de reconocido prestigio. Con respecto a la consistencia y claridad de la información, el Grupo atravesó por dificultades en sus sistemas transaccionales que dificultaron la oportunidad de presentación y exactitud de cuentas específicas de sus estados financieros, y la calidad de su control interno a partir del segundo semestre del 2015. No obstante, desde 2017 la Corporación se ha enfocado en corregir los inconvenientes existentes y se espera que las regularizaciones necesarias se completen dentro del 2018, por lo que consideramos que actualmente la situación no genera riesgos materiales para la emisión calificada.

Farcomed, conforme autorización del Ministerio del Trabajo, consolida la participación a trabajadores con sus compañías relacionadas Econofarm S.A., Provefarma S.A. y Farmaliadas S.A., dado que forman parte de un mismo grupo económico y sus negocios son similares y complementarios.

Las provisiones de jubilación y desahucio se realizan en función de los estudios actuariales realizados por profesionales independientes.

Farcomed mantiene juicios de impugnación a observaciones emitidas por el Servicio de Rentas

internas por USD 1MM, mientras que Econofarm S.A. mantiene una glosa por USD 278M. Estos valores se consideran en el cálculo de los indicadores de endeudamiento por ser contingentes.

El emisor presentó el Informe Integral de Precios de Transferencia del 2017 elaborado por Baker & McKenzie mismo que indica que las operaciones entre empresas relacionadas cumplen con el principio de plena competencia.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas:

Para el presente análisis se utilizaron los estados financieros consolidados de Corporación Grupo Fybeca S.A. GPF, y los estados financieros individuales de Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed desde el 2014 al 2015, auditados por la firma PricewaterhouseCoopers del Ecuador Cía. Ltda. y por Deloitte & Touche para los años, 2016 y 2017. Dichos informes no contienen observaciones respecto a la razonabilidad de su presentación bajo normas NIIF. Adicionalmente se han analizado los estados financieros directos individuales y consolidados a junio-2018.

Para determinar la capacidad de pago del emisor consideramos importante analizar en conjunto sus estados financieros consolidados y los individuales. Analizar información consolidada es de suma importancia para la Calificadora 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.

Hemos recibido de parte del emisor las proyecciones de los estados financieros individuales para los periodos 2018 a 2020 y consolidados para los periodos 2018 y 2019. La calificadora ha sensibilizado dichas proyecciones con el fin de incorporar su propia visión y expectativas.

Cabe indicar que, salvo que se indique lo contrario, las cifras y gráficos presentados en el presente informe reflejan la información consolidada del Grupo, el cual mantiene la mayoría de activos, pasivos e ingresos del grupo que encabeza.

Gestión Operativa y Tendencias

Corporación GPF, con sus principales filiales, han sido empresas que históricamente han mostrado una generación operativa positiva y un margen a nivel corporativo relativamente estable, que es característico de su negocio. Sin embargo, tanto el emisor como el Grupo sufrieron un decrecimiento de sus ingresos operativos. En el caso de la Corporación GPF, estos decrecieron un 11.9% en

2015, 14.4% en 2016 y 1.1% en 2017. Además de la desaceleración económica, desde el año 2015, la Corporación puso en marcha la ejecución del proyecto tecnológico denominado “Mundo Vanguardista”, mediante el cual se realizó el cambio de ERP y se inició la construcción del centro de logística avanzada (CLA) que generó varios problemas operativos que al momento se encuentran solucionados en su mayor parte.

Los ingresos operativos se encuentran compuestos por la venta de medicinas, artículos de consumo y bazar, recargas electrónicas, arriendo de perchas, promociones y publicidad entregada a terceros y en catálogos.

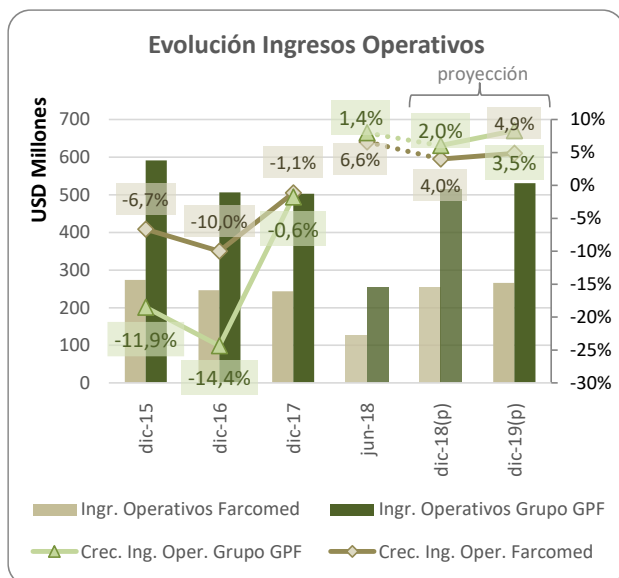
A la fecha de corte (junio-2018) observamos un crecimiento anual de los ingresos operativos de la Corporación de 1.4%, mientras que los ingresos del emisor varían interanualmente un 6.6%.

Nuestra proyección del 2018 supone un crecimiento anual de 2.04% y 4.01% con un nivel de ingresos estimado en USD 513MM y USD 253MM para la Corporación y el emisor respectivamente, en línea con las expectativas de la Administración.

Para finales del 2019, esperamos que los ingresos de la Corporación crezcan un 3.45% y que los ingresos de Farcomed lo hagan en 4.86%.

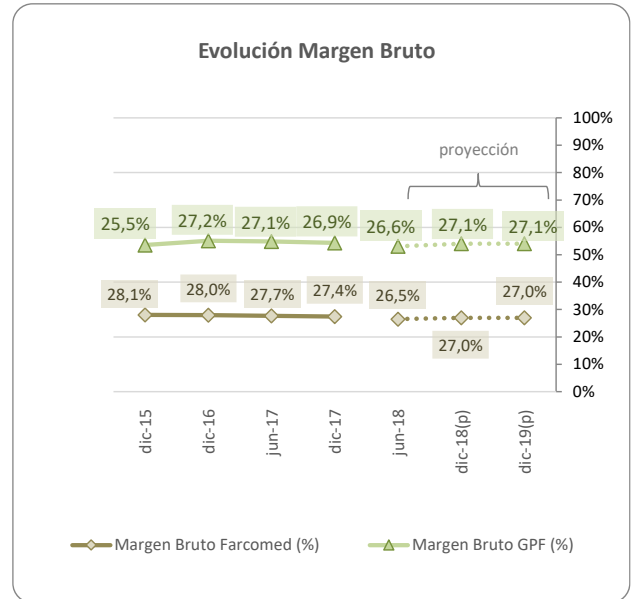
La proyección considera mayores ingresos gracias a la apertura de nuevos locales en ubicaciones estratégicas del país y niveles adecuados de inventario en sus puntos de venta, con lo cual se generarían mayores ingresos en sus líneas de negocio.

Gráfico 6



Fuente: Grupo GPF y Farcomed. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Gráfico 7



Fuente: Grupo GPF y Farcomed. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

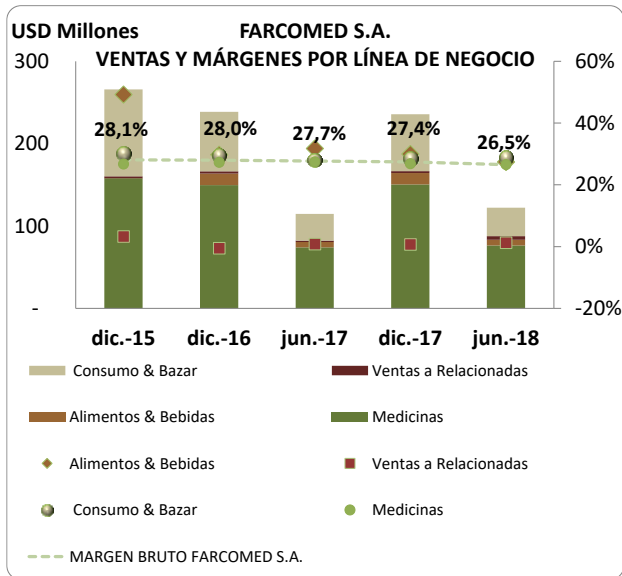
El Grupo GPF maneja un margen bruto estable y a la fecha de corte este se establece en 26.6%, muy cercano al margen del emisor que se ubica en 26.5%. Esperamos que este margen se ubique en los dos casos cercano al 27% para el cierre del 2018 y que se mantenga en dichos niveles en 2019.

La rama de medicinas aporta con mayor volumen de facturación pero los mayores márgenes porcentuales provienen de la venta de bienes de consumo, bazar alimentos y bebidas.

Los medicamentos al ser bienes de primera necesidad generan una demanda inelástica, por lo que de existir un aumento en el precio de los mismos, su efecto puede ser generalmente trasladado al cliente final.

La estabilidad en el margen ayuda a disminuir los riesgos del negocio pues como se explicó anteriormente el precio de venta de medicinas en el país se encuentra regulado. Como consecuencia de la estabilidad del margen, los flujos de GPF pueden ser más predecibles en el futuro.

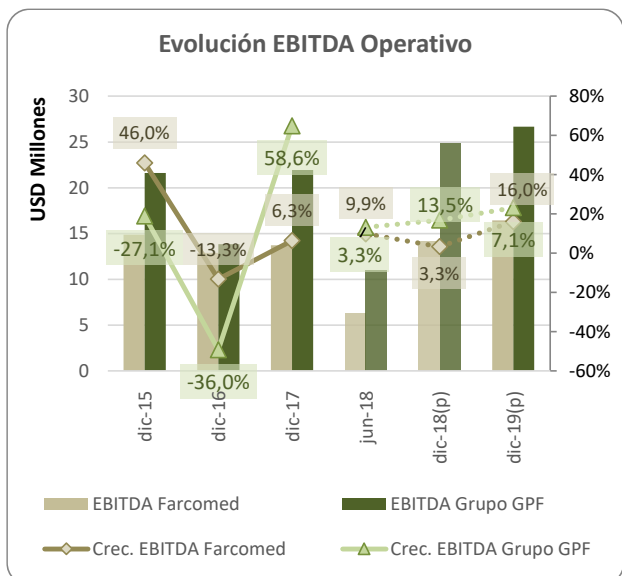
Gráfico 8



Fuente: Farcomed. Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

El EBITDA del Grupo GPF en los años analizados es volátil debido a la fluctuación de los ingresos operativos explicada anteriormente. Desde el 2017, se observa una mayor eficiencia operativa derivada principalmente de mayores ingresos operativos y la reducción del 6% de los gastos operativos que se consiguió gracias a la implementación del centro de logística avanzada. Esto significó que en 2017, a pesar de la reducción de los ingresos operativos en 0.64%, el EBITDA del Grupo aumente un 58.57%.

Gráfico 9



Fuente: Grupo GPF y Farcomed. Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

A la fecha de corte, se observa un crecimiento del EBITDA del Grupo del 3.32% gracias a una mayor

generación. Para finales del 2018, esperamos un crecimiento del EBITDA del 13.48% debido a la mayor generación, que permite diluir costos fijos, y un mejor margen frente al presentado en 2017.

Es importante notar que el EBITDA de Farcomed representa el 57% del EBITDA del grupo GPF, lo que demuestra que el emisor es el principal generador de flujos. En los próximos años esperamos que esta relación se mantenga en promedio en niveles similares.

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

A la fecha de corte, de los activos de la Corporación GPF (USD 295.37 millones) son en su mayoría de naturaleza operativa y un 48% tendría una recuperación esperada de un año o menos.

ACTIVOS

| ACTIVOS GPF | dic-15 | dic-16 | jun-17 | dic-17 | jun-18 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total Activo Corriente | 53% | 50% | 50% | 50% | 48% |
| Fondos Disponibles | 4% | 4% | 5% | 6% | 4% |
| Inversiones corto plazo | 1% | 1% | 1% | 0% | 1% |
| CxC Comerciales | 6% | 6% | 7% | 7% | 6% |
| Inventarios Neto | 38% | 35% | 32% | 33% | 32% |
| Otras cuentas por cobrar | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Gastos anticipados | 4% | 2% | 3% | 3% | 3% |
| Otros activos corrientes | 0% | 3% | 3% | 1% | 2% |
| Total Activo No Corriente | 47% | 50% | 50% | 50% | 52% |
| Propiedad, planta y equipo | 30% | 30% | 30% | 30% | 29% |
| Inventarios no corrientes | | | | | |
| Propiedades de inversión | | | | | |
| Activo Financiero no Corriente | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Inversiones Emp. Relac. | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Activos Intangibles y Diferidos | 13% | 15% | 15% | 15% | 17% |
| Otros activos | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Total Activo | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

PASIVO Y PATRIMONIO

| PASIVOS GPF | dic-15 | dic-16 | jun-17 | dic-17 | jun-18 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total Pasivo Corriente | 65% | 61% | 55% | 57% | 57% |
| Deuda Financiera CP | 16% | 13% | 7% | 9% | 9% |
| Deuda Comercial | 43% | 44% | 41% | 42% | 37% |
| Otros Pasivos CP | 6% | 4% | 7% | 6% | 11% |
| Total Pasivo LP | 16% | 23% | 28% | 27% | 26% |
| Deuda Financiera LP | 14% | 21% | 26% | 24% | 23% |
| Otros pasivos LP | 2% | 2% | 2% | 2% | 3% |
| PATRIMONIO | 19% | 16% | 17% | 16% | 17% |
| Total Pasivo y Patrimonio | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fuente: Grupo GPF
Elaboración: BWR

En el caso de los inventarios (22.2% del activo), los mismos están compuestos en 63% por medicinas y el 37% restante por mercadería en tránsito, suministros y papelería, repuestos y materiales y otros bienes de consumo. La Corporación revisa mensualmente la caducidad de los inventarios y en función de las ventas del 2017 estos en promedio rotaron en 100 días, por lo cual se consideran liquidables en el corto plazo.



En el caso de la propiedad, planta y equipo (29% del activo), la misma está compuesta en su mayoría por inmuebles, maquinaria y equipos, entre ellos el centro de logística avanzada que opera con tecnología de punta para la distribución de productos que se comercializan a nivel nacional y el edificio corporativo que funciona en Amaguaña. Su capacidad para ser liquidados dependerá de la demanda de ese tipo de bien en el momento específico.

Por último, un 17% corresponde a activos intangibles que hacen referencia principalmente a los proyectos tecnológicos relacionados con el proyecto Mundo Vanguardista, a valores pagados a terceros por la compra de farmacias y concesiones de áreas comerciales otorgadas a la Corporación en centros comerciales.

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

Si bien la generación operativa medida por el Flujo de Fondos Operativo (FFO) del Grupo ha mantenido una tendencia histórica positiva, este se aprieta por una alta carga tributaria proveniente del pago de Impuesto a la Renta, que en la mayoría de años analizados ha estado definida por el pago mínimo por anticipo.

El flujo de caja operativo (CFO) fluctúa en función de los requerimientos de capital de trabajo, principalmente en requerimientos de inventarios y pagos a proveedores. Si bien este ha sido positivo en todos los años analizados, se contrajo fuertemente en 2016 y desde 2017 muestra nuevamente tendencia a mejorar.

A pesar de que el Grupo realiza actividades de tipo comercial, se han realizado inversiones significativas en CAPEX y activos intangibles (USD 72 millones en los últimos tres años), que en su mayoría han estado relacionadas con el proyecto “Mundo Vanguardista”. Si bien en su mayoría la generación operativa pudo cubrir dichos requerimientos de flujo, el FCL (Flujo de Caja Libre) a diciembre-2015 y 2016 fue negativo en USD -7.1MM y USD -10.9MM respectivamente. Estos valores fueron cubiertos principalmente sus excedentes de liquidez acumulados y venta de activos no productivos en 2015 y con deuda financiera en 2016.

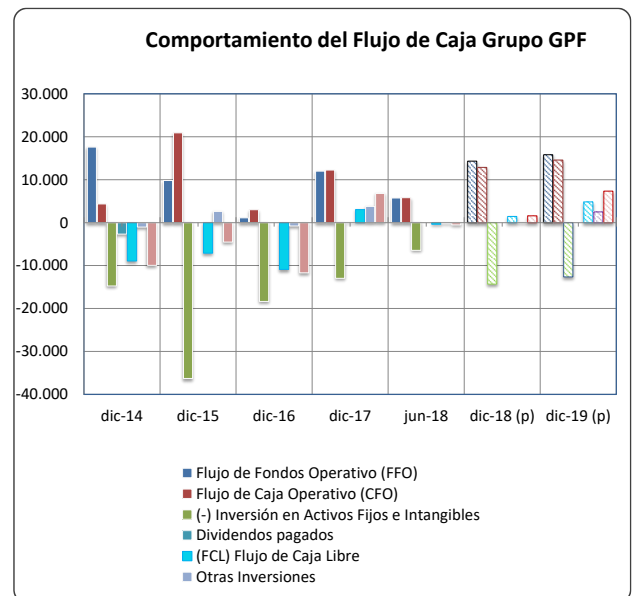
En el 2017, el Grupo presentó un CFO positivo de USD 12.24MM que se utilizó en inversiones en activos intangibles y CAPEX por un monto de USD 12.9MM. A pesar de estas inversiones el Grupo logró generar un FCL de USD 3MM gracias a la generación de otros ingresos no operativos y a los flujos del anticipo de

venta de un terreno no productivo por USD 4 millones.

Con corte junio-2018, observamos que GPF presenta un CFO positivo y un FCL casi nulo, pues hasta la fecha de corte la generación operativa ha podido cubrir casi todas las inversiones de CAPEX e intangibles, que hasta la fecha de corte llegan a USD 6.5MM. Sin embargo, el grupo ha logrado disminuir la deuda financiera en USD 5.5 millones gracias a la utilización de los excedentes indicados en el párrafo anterior.

En función del comportamiento de las inversiones de capital realizadas hasta el mes de junio y los planes del Grupo, se ha considerado un estimado hasta fin de año de USD 14MM. Se estima que el CFO podrá cubrir la totalidad de las necesidades de flujo del Grupo hasta fines de año, estaría en capacidad de reducir la deuda financiera en USD 2.5 millones adicionales.

Gráfico 10



Fuente: Grupo GPF. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

La política de cobro generalmente se adapta a la forma de pago del cliente que usualmente realiza sus consumos con tarjetas de crédito, tarjetas de débito y efectivo, e históricamente se ha ubicado cerca de los 16 días a finales del año. Esperamos que esta tendencia se mantenga para finales del 2018 y 2019.

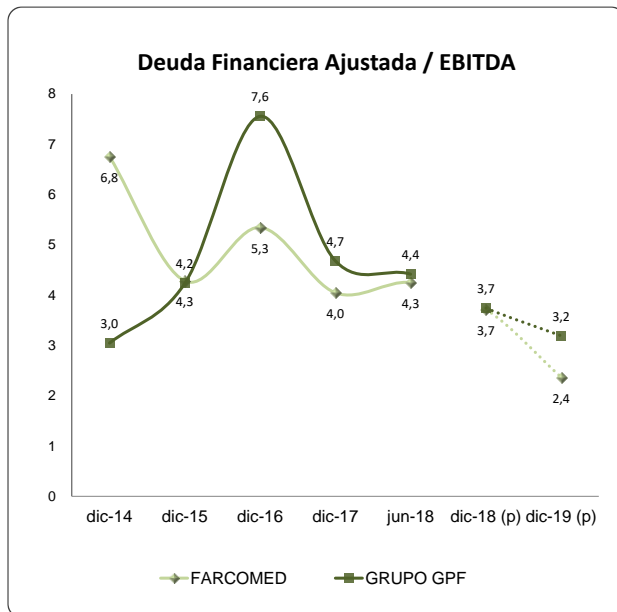
Respecto al inventario, GPF se encuentra en un proceso de optimización de sus niveles gracias a la implementación del centro de logística avanzada que les ha permitido tener mejoras en la trazabilidad y calidad de sus operaciones. Los niveles de inventario se han ubicado en promedio en 100 días de venta en los últimos tres años, sin



embargo, a la fecha de corte ya se observa una optimización de la rotación con 93 días y esperamos que en 2019 se logre mejorar aún más este indicador ubicándolo en 82 días respecto a las ventas.

Por el lado de las cuentas por pagar, la política varía en función del proveedor, en función de la rotación histórica de sus productos, aunque en términos generales están entre 110 a 130 días. Esperamos que en los próximos años los días de cuentas por pagar se mantengan en promedio en 109 días aproximadamente. Se espera que la gestión conjunta entre el Grupo y cada proveedor proveniente de la información que genera el sistema, permita en el tiempo la implementación de estrategias de optimización en el inventario.

Gráfico 11



Fuente: Grupo GPF y Farcomed. Elaboración: BWR.
Proyecciones ajustadas por BWR.

Para el cálculo del indicador, en la deuda financiera ajustada se incluyen contingentes con el SRI por USD 1.4MM del Grupo GPF y USD 1MM para Farcomed.

A la fecha de corte, las obligaciones financieras totales de GPF suman USD 95.6 millones, únicamente un 14.3% más que el año 2014. No obstante, la menor generación operativa, que se contrajo fuertemente en 2016, hizo que el endeudamiento en relación a la generación se incrementara de forma importante. Desde 2017 este indicador muestra una tendencia a recuperarse y esperamos que hasta fines de 2018 la relación entre deuda y CFO a una relación más moderada.

En 2016 la Corporación adquirió un crédito con el Internacional Finance Corporation (IFC) por USD 18.5 MM a un plazo de ocho años con tasas de interés variable y con dos años de gracia. Este contrato

mantiene algunas condiciones que GPF debe cumplir, entre las que se encuentran:

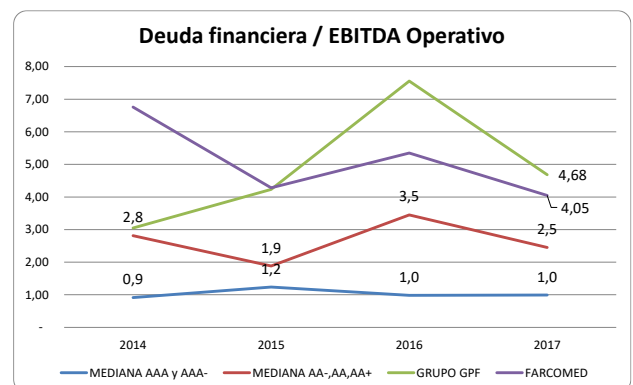
- Mantener un indicador de Deuda Financiera/ EBITDA menor o igual a 3.0 veces para el 2017 y 2018.
- Mantener un ratio de cobertura de deuda mayor o igual a 1.2 veces.
- Mantener un índice de liquidez ajustado mayor o igual a 1.4 veces.
- Se podrán repartir dividendos cuando el indicador Deuda Financiera/ EBITDA alcance las 2 veces.

El IFC acordó una concesión de excepción a primera cláusula que estuvo en incumplimiento para el 2017 y se encuentra a la espera de la aceptación de la modificación de esta cláusula para 2018 pues la Corporación espera un indicador EBITDA/ Deuda Financiera de 3.5 veces para 2018 y de 3 veces para 2019.

También es importante mencionar que del monto de obligaciones ajustadas del Grupo un 7% corresponde a obligaciones con accionistas que de acuerdo a la Administración se pagarían en el año 2020, por lo cual se consideran fondos estables.

Se espera que el indicador de Deuda Financiera Total/ EBITDA se ubique en 3.74 y 3.19 veces para el 2018 y 2019 respectivamente, niveles que no contradecirían las coberturas pactadas con el IFC, debido a que el acreedor no considera como deuda financiera a la deuda con accionistas nombrada en el párrafo anterior.

Gráfico 12



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

El cuadro anterior muestra que el nivel de deuda del Grupo y del emisor en 2017 no se compara favorablemente con la mediana de emisores calificados por BWR en el rango 'AA'. Sin embargo, consideramos que este hecho ha sido coyuntural debido a la situación por la que atravesó el grupo y



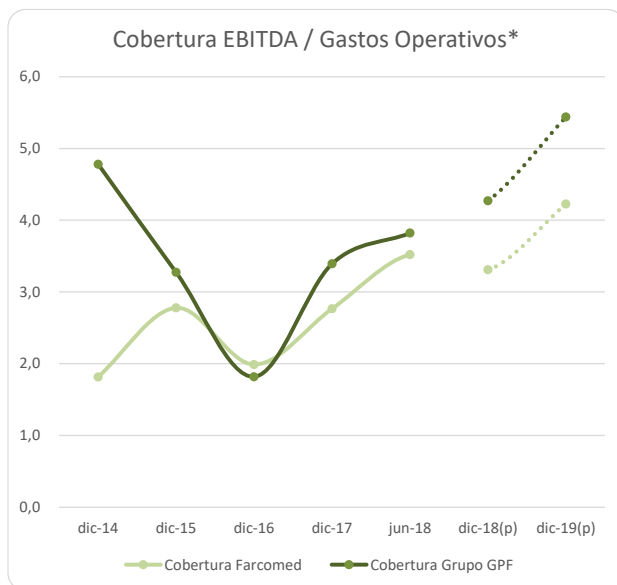
el emisor durante los años pasados y las importantes inversiones en CAPEX e intangibles que ya se encuentran realizadas en su mayoría. La calificación asignada contempla la expectativa de que los niveles de endeudamiento en relación a la generación muestren una mejora importante hasta fin de año y siguen fortaleciéndose en 2019 y 2020.

Es importante recalcar que la restricción del pago de dividendos y demás compromisos que mantiene el Grupo con el IFC genera una expectativa positiva respecto a que las expectativas antes indicadas se cumplan dentro de los tiempos esperados.

Capacidad de Pago y Liquidez

El gráfico a continuación muestra que la generación del Grupo frente al gasto financiero y FFO, si bien refleja la volatilidad de la generación presentada en períodos anteriores, a la fecha de corte muestra una adecuada flexibilidad financiera. Esperamos que dicha relación se ubique en 4.3 veces en el 2018 y que en 2019 sea de 5.4 veces, niveles que consideramos holgados.

Gráfico 13



Fuente: Grupo GPF y Farcomed. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

La liquidez del Grupo ha sido limitada en los períodos analizados, debido a que las decisiones de inversión requirieron importantes recursos. Adicionalmente, el pago de impuestos bajo el esquema de impuesto mínimo genera una carga pesada bajo niveles bajos de generación.

El alto endeudamiento que mantiene en relación a la generación se mitiga por la adecuada estructura de la deuda del Grupo, ya que a la fecha a la fecha de corte un 71.6% se encuentra concentrado en el largo plazo y únicamente el 28.4% restante vence en el corto plazo.

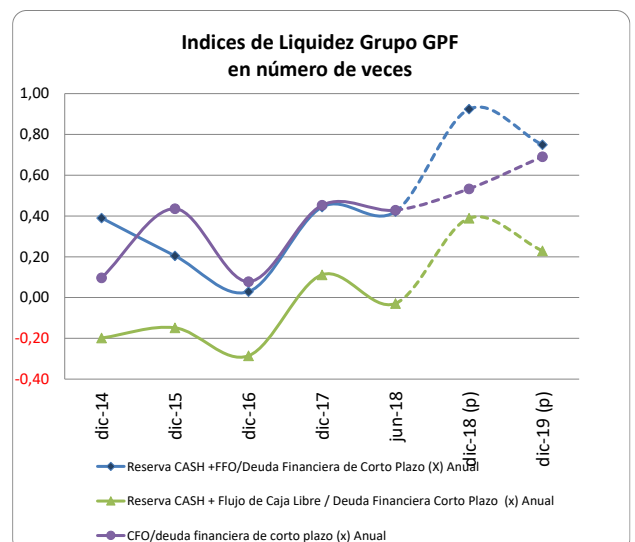
| Estructura de la Deuda Financiera | | |
|-----------------------------------|-------------------|-------|
| Año Vencimiento | Saldo (USD miles) | % |
| 2018 | \$8,214 | 8.6% |
| 2019 | \$4,285 | 4.5% |
| 2020 | \$18,144 | 19.0% |
| 2021 | \$5,990 | 6.3% |
| más de 2021 | \$58,946 | 61.7% |
| Total | \$95,579 | |

Nota: La deuda con accionistas por USD 7.1 millones se clasificó en 2020 debido a la expectativa del grupo de cancelarla en dicho año.

Bajo el actual entorno operativo el riesgo de refinanciamiento en el país fluctúa con la liquidez de la economía, que a su vez depende del financiamiento que consiga el Gobierno para mantener el gasto público. Por otro lado, consideramos que por su perfil, garantías y estructura esta sería una de las empresas que mantendrá alternativas de fondeo en escenarios de estrés.

Es importante considerar también que bajo las expectativas de generación del 2018 y de los próximos años y el hecho de que las inversiones más importantes ya se han implementado en su mayoría, tanto Farcomed como el grupo GPF generaría en todo el período de la emisión flujos de caja libre que le permitirá disminuir la deuda financiera de forma importante, haciéndole menos dependiente del refinanciamiento de su deuda financiera.

Gráfico 14



Fuente: Grupo GPF y Farcomed. Elaboración: BWR. Proyecciones ajustadas por BWR.

Por último, cabe anotar que por su naturaleza comercial, las inversiones de CAPEX no son mandatorias y en el futuro responderán



principalmente a la planificación de crecimiento del negocio, por lo cual en un escenario de menor liquidez en la economía las mismas pueden ser pospuestas en función de las circunstancias.

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

| | |
|-------------------------|---------|
| Fecha de corte | jun-18 |
| Activo Ajustado (USD M) | 156.499 |
| Activo Total (USD M) | 173.031 |

| jun-18 | | | | |
|--------------|---|---------------------------------------|---------------------|---------------------------------|
| Prelación | Descripción | Pasivo + conting. Tributarios (USD M) | Pasivo Acum (USD M) | Cobert. Activo Ajustado (veces) |
| 1era | Pasivos tributarios*, empleados e IESS | 8.230 | 8.230 | 19,02 |
| 2nda | Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria) | - | 8.230 | 19,02 |
| 3era | Deuda sin garantía específica de balance | 121.250 | 129.479 | 1,21 |
| TOTAL | | 129.479 | 129.479 | 1,21 |

Fuente: Estados financieros de Farcomed. Elaboración: BWR

El cuadro anterior clasifica a los pasivos del emisor en función del grado de prelación que estos tendrían en caso de liquidación. 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.

La presente emisión tiene garantía general, por lo cual está respaldada 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 1.09 veces con los 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 previsible al momento.

En cuanto a la capacidad de los activos registrados en el balance del emisor para ser liquidados, el 52.1% de los mismos sería exigible en un plazo menor a un año. Del 47.9% restante, el 70% es activo fijo, cuya capacidad de ser liquidado, así como su valor de liquidación dependerán de las circunstancias específicas de cada momento, tanto de la empresa como del mercado.

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.

En la misma declaración, Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed se compromete, para el programa de papel comercial que se analiza en este estudio, a mantener activos libres de gravamen por USD 10MM, conformados por cuentas por cobrar relacionadas y no relacionadas por USD 10MM, y se compromete a mantenerlas y reponerlas de ser el caso por el saldo en circulación hasta su redención total.

De las cuentas por cobrar relacionadas existentes en el balance del emisor, que a junio 2018 suman USD 35.6 millones, USD 21.3 millones son de naturaleza comercial, y la diferencia se encuentra relacionada principalmente a arriendos por cobrar (USD 7.1 millones), préstamos otorgados (USD 10.3 millones) y cuentas por cobrar por servicios corporativos (USD 3 millones).

Las empresas relacionadas son principalmente aquellas pertenecientes a Corporación GPF, por lo que no se advierten consideraciones importantes de riesgo en relación a su consideración. Adicionalmente, Farcomed mantiene al mismo tiempo cuentas por pagar con relacionadas por USD 17.5 millones, que de acuerdo a lo indicado por la Administración se compensarán en parte con las cuentas por cobrar que se mantengan con las mismas compañías deudoras, asegurando así su recuperación en el corto plazo.

RESGUARDOS

Resguardos del Programa de Papel Comercial

Para el programa de papel comercial 2018 que se analiza en este estudio, Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed se obliga a:

1. Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
 - a. 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; y,
 - b. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a 1, entendiéndose como activos reales a aquellos activos que



pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.

2. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
3. Mantener, durante la vigencia del programa, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Libro II de la Codificación de las Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

El emisor se compromete adicionalmente a mantener como límite de endeudamiento que los pasivos con costo, es decir, pasivos con Instituciones Financieras y con el Mercado de Valores, no superen en ningún momento dos veces el patrimonio de la Compañía, mientras el programa del papel comercial se encuentre vigente.

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 un programa de papel comercial y una titularización de flujos.

A la fecha de corte de este análisis, Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed no mantiene ninguna emisión vigente en el mercado de valores, además del que se analiza en el presente informe.

Atentamente,

Patricio Baus

Gerente General

| FARCOMED | | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (Miles de USD) | dic-14 | dic-15 | dic-16 | dic-17 | jun-18 |
| Resumen de Resultados | | | | | |
| Ventas | 288.576 | 266.546 | 239.265 | 236.269 | 122.517 |
| % crecimiento | 5,4% | -7,6% | -10,2% | -1,3% | 6,5% |
| MARGEN BRUTO (%) | 26,4% | 28,1% | 28,0% | 27,4% | 26,5% |
| EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 10.195 | 14.883 | 12.905 | 13.721 | 6.260 |
| MARGEN EBITDA (%) | 3,5% | 5,6% | 5,4% | 5,8% | 5,1% |
| EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 10.195 | 14.883 | 12.905 | 13.721 | 6.260 |
| MARGEN EBITDAR (%) | 3,5% | 5,6% | 5,4% | 5,8% | 5,1% |
| EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 6.486 | 10.507 | 8.209 | 9.139 | 4.073 |
| MARGEN EBIT (%) | 2,2% | 3,9% | 3,4% | 3,9% | 3,3% |
| Gasto Financiero del período | -5.614 | -5.356 | -6.489 | -4.961 | -1.778 |
| Impuestos a la renta | -2.382 | -2.367 | -2.355 | -1.415 | -903 |
| UTILIDAD NETA | 2.880 | 5.689 | 677 | 4.407 | 3.037 |
| Resumen Balance | | | | | |
| Caja y Equivalentes de Caja | 7.160 | 4.269 | 6.254 | 6.577 | 2.861 |
| Cuentas por Cobrar Comerciales | 13.152 | 20.950 | 26.860 | 30.960 | 34.004 |
| Inventarios | 48.779 | 58.010 | 47.665 | 46.796 | 43.902 |
| Cuentas por Pagar Proveedores | 51.182 | 58.572 | 57.987 | 64.585 | 59.375 |
| Deuda Financiera Total | 68.915 | 63.755 | 69.015 | 55.537 | 53.229 |
| Otros Pasivos | 8.332 | 12.046 | 9.856 | 15.595 | 16.875 |
| Patrimonio | 33.417 | 36.286 | 36.548 | 40.515 | 43.552 |
| Patrimonio Tangible | 16.901 | 26.321 | 19.377 | 23.694 | 27.020 |
| Resumen Flujo de Caja | | | | | |
| EBITDA OPERATIVO | 10.195 | 14.883 | 12.905 | 13.721 | 6.260 |
| (-) Gasto Financiero del período | -5.614 | -5.356 | -6.489 | -4.961 | -1.778 |
| (-) Impuesto a la renta del período | -2.382 | -2.367 | -2.355 | -1.415 | -1.086 |
| (-) Dividendos " preferentes" pagados en el período | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations) | 2.199 | 7.161 | 4.061 | 7.345 | 3.396 |
| (-) Variación Capital de Trabajo | -6.837 | -5.332 | 836 | 4.486 | -6.112 |
| CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations) | -4.638 | 1.830 | 4.897 | 11.831 | -2.717 |
| (+) ingresos no operativos que impliquen flujo | 5.289 | 2.742 | 1.261 | 1.643 | 1.841 |
| (-) egresos no operativos que impliquen flujo | 0 | 0 | 0 | 0 | -195 |
| (+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo | 919 | -53 | 111 | -106 | 0 |
| (-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período | -208 | -3.732 | -1.775 | 0 | 0 |
| (-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX) | -2.180 | -4.461 | -1.158 | -1.600 | -224 |
| (-) Activos Diferidos, Intangibles y otros | 679 | -93 | -304 | -242 | -331 |
| (FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow) | -139 | -3.767 | 3.032 | 11.527 | -1.625 |
| Margen de Flujo de Caja Libre % | 0,0% | -1,4% | 1,3% | 4,9% | -1,3% |
| VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA | -3.839 | -125 | 4.845 | -12.514 | -2.308 |
| OTRAS INVERSIONES NETO | 726 | -15 | -6.183 | 1.027 | 182 |
| VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO | -3.252 | -2.892 | 1.985 | 323 | -3.715 |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE) | 10.412 | 7.160 | 4.269 | 6.254 | 6.577 |
| Indicadores | | | | | |
| FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x) | 1,39 | 2,34 | 1,63 | 2,48 | 2,91 |
| EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x) | 1,82 | 2,78 | 1,99 | 2,77 | 3,52 |
| EBITDA/ Gasto Financiero del período (x) | 1,82 | 2,78 | 1,99 | 2,77 | 3,52 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financi | 6,76 | 4,28 | 5,35 | 4,05 | 4,25 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad fi | 6,06 | 4,00 | 4,86 | 3,57 | 4,02 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%) | 67% | 64% | 65% | 58% | 55% |
| Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual | 0,06 | 0,17 | 0,12 | 0,60 | 0,44 |
| CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual | (0,12) | 0,04 | 0,14 | 0,97 | (0,35) |
| Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera) | (0,00) | (0,09) | 0,09 | 0,95 | (0,21) |
| 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 | 0,02 | (0,06) | (0,08) | 1,05 | (0,18) |

| GRUPO GPF | | | | | | |
|--|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (Miles de USD) | | dic-14 | dic-15 | dic-16 | dic-17 | jun-18 |
| Resumen de Resultados | | | | | | |
| Ventas | | 664.210 | 579.430 | 499.736 | 496.185 | 248.150 |
| % crecimiento | | 8,5% | -12,8% | -13,8% | -0,7% | 1,1% |
| MARGEN BRUTO (%) | | 23,5% | 25,5% | 27,2% | 26,9% | 26,6% |
| EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados) | | 29.631 | 21.601 | 13.830 | 21.929 | 10.974 |
| MARGEN EBITDA (%) | | 4,5% | 3,7% | 2,8% | 4,4% | 4,4% |
| EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | | 29.631 | 21.601 | 13.830 | 21.929 | 10.974 |
| MARGEN EBITDAR (%) | | 4,5% | 3,7% | 2,8% | 4,4% | 4,4% |
| EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | | 18.580 | 10.596 | 2.347 | 8.778 | 6.195 |
| MARGEN EBIT (%) | | 2,8% | 1,8% | 0,5% | 1,8% | 2,5% |
| Gasto Financiero del período | | -6.198 | -6.599 | -7.606 | -6.465 | -2.872 |
| Impuestos a la renta | | -5.850 | -5.186 | -5.116 | -3.462 | -2.389 |
| UTILIDAD NETA | | 9.840 | 7.363 | (7.578) | 2.150 | 1.398 |
| Resumen Balance | | | | | | |
| Caja y Equivalentes de Caja | | 19.236 | 13.851 | 14.319 | 20.343 | 14.322 |
| Cuentas por Cobrar Comerciales | | 17.421 | 17.297 | 17.568 | 20.061 | 18.661 |
| Inventarios | | 104.881 | 114.141 | 105.279 | 100.677 | 94.322 |
| Cuentas por Pagar Proveedores | | 106.402 | 130.337 | 131.573 | 127.415 | 109.197 |
| Deuda Financiera Total | | 90.275 | 91.447 | 104.514 | 102.680 | 96.947 |
| Otros Pasivos | | 16.529 | 21.445 | 17.300 | 24.374 | 37.806 |
| Patrimonio | | 58.287 | 57.168 | 48.103 | 50.021 | 51.419 |
| Patrimonio Tangible | | 21.947 | 8.394 | -8.185 | -3.232 | -7.536 |
| Resumen Flujo de Caja | | | | | | |
| EBITDA OPERATIVO | | 29.631 | 21.601 | 13.830 | 21.929 | 10.974 |
| (-) Gasto Financiero del período | | -6.198 | -6.599 | -7.606 | -6.465 | -2.872 |
| (-) Impuesto a la renta del período | | -5.850 | -5.186 | -5.116 | -3.462 | -2.389 |
| (-) Dividendos " preferentes " pagados en el período | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations) | | 17.583 | 9.816 | 1.107 | 12.002 | 5.713 |
| (-) Variación Capital de Trabajo | | -13.224 | 11.079 | 1.880 | 239 | 93 |
| CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations) | | 4.359 | 20.896 | 2.987 | 12.240 | 5.807 |
| (+) ingresos no operativos que impliquen flujo | | 4.030 | 8.258 | 3.904 | 4.152 | 859 |
| (-) egresos no operativos que impliquen flujo | | 0 | 0 | -1.211 | -851 | -588 |
| (+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo | | 120 | 34 | 1.765 | 483 | 0 |
| (-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período | | -2.678 | 0 | 0 | -33 | 0 |
| (-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX) | | -5.980 | -19.618 | -7.203 | -4.705 | -593 |
| (-) Activos Diferidos, Intangibles y otros | | -8.786 | -16.683 | -11.146 | -8.261 | -5.877 |
| (FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow) | | -8.935 | -7.114 | -10.905 | 3.025 | -392 |
| Margen de Flujo de Caja Libre % | | -1,3% | -1,2% | -2,2% | 0,6% | -0,2% |
| VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA | | 2.232 | -871 | 12.154 | -768 | -5.494 |
| OTRAS INVERSIONES NETO | | -1.034 | 1.027 | -815 | 3.694 | -135 |
| VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO | | -7.737 | -5.386 | 468 | 6.024 | -6.021 |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE) | | 26.973 | 19.236 | 13.851 | 14.319 | 20.343 |
| Indicadores | | | | | | |
| FFO+cargos fijos/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x) | | 3,84 | 2,49 | 1,15 | 2,86 | 2,99 |
| EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x) | | 4,78 | 3,27 | 1,82 | 3,39 | 3,82 |
| EBITDA/ Gasto Financiero del período (x) | | 4,78 | 3,27 | 1,82 | 3,39 | 3,82 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financi | | 3,05 | 4,23 | 7,56 | 4,68 | 4,42 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad fi | | 2,40 | 3,59 | 6,52 | 3,75 | 3,76 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%) | | 61% | 62% | 68% | 67% | 65% |
| Reserva CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual | | 0,39 | 0,20 | 0,03 | 0,44 | 0,42 |
| CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual | | 0,10 | 0,44 | 0,08 | 0,45 | 0,43 |
| Reserva en CASH+lineas de crédito disponibles y comprometidas + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual(flexibilidad financiera) | | (0,20) | (0,15) | (0,29) | 0,11 | (0,03) |
| 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 | | (0,22) | (0,09) | (0,31) | 0,25 | (0,04) |

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

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

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la Calificadora emite opiniones sin ninguna garantía. A menos que se indique lo contrario, la calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de un cliente, emisor o emisión. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza de forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de la Calificadora y ningún individuo o grupo de individuos, es particularmente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometida en la oferta o venta de ningún valor. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida y por lo tanto las opiniones en ellos expresadas son de responsabilidad de la Calificadora y de ningún individuo en particular. Un informe de calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para un proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento, a discreción de la Calificadora por una razón justificada y de acuerdo a la norma vigente. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Las calificaciones no implican una opinión sobre si el precio de mercado es adecuado, sobre la conveniencia de algún valor para un inversionista en particular, o sobre la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los valores. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye su consentimiento para usar su nombre sin autorización. Todos los derechos reservados. ©®. BANKWATCH RATINGS 2018.