

Resumen Calificación Inicial Cuarta Emisión de Papel Comercial (Estados Financieros junio 2018)

FARMAENLACE CÍA. LTDA.**Calificación**

Mariana Ávila
Subgerente de Análisis
mavila@icredelecuador.com

Hernán López
Gerente General
hlopez@icredelecuador.com

Instrumento	Calificación	Tendencia	Acción de Calificación	Metodología
Cuarta Emisión de Papel comercial	AAA		Inicial	Calificación de Obligaciones

Definición de categoría

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Fundamentos de Calificación

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., en comité No. 100- 2018, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M. el día 13 de agosto de 2018; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2015, 2016 y 2017, con sus respectivas notas, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha junio 2018, califica en Categoría AAA, a la Cuarta Emisión de Papel Comercial FARMAENLACE CÍA. LTDA.

La calificación se sustenta en la adecuada administración de la compañía, su apropiado manejo financiero, además de la adecuada estructuración de la Emisión en análisis. Al respecto:

- El sector farmacéutico, al ser complementario a los servicios de salud, se ha mantenido estable durante los últimos años.
- La compañía tiene una adecuada administración y planificación. tiene implementado un directorio

estatutario con miembros externos, que funciona de manera formal, manteniendo reuniones frecuentes, donde se formulan el plan estratégico y operativo de la empresa y se revisa su respectivo seguimiento.

- En lo que respecta a su posición financiera, FARMAENLACE CÍA. LTDA. ha presentado buenos índices de liquidez, un manejo adecuado de su cartera y de su endeudamiento, por otro lado, han aumentado las ventas en el periodo analizado y han optimizado su costo de ventas.
- La Emisión bajo estudio está adecuadamente instrumentada, cumple con todos los requerimientos formales en su estructuración y contempla tres compromisos adicionales.
- Los flujos proyectados son más que suficientes como para permitir a la empresa cumplir con todas las obligaciones derivadas de esta Emisión y con los demás requerimientos propios de su operación normal.

Objetivo del Informe y Metodología

El objetivo del presente informe es entregar la calificación de la Cuarta Emisión de Papel Comercial FARMAENLACE CÍA. LTDA. como empresa comercializadora toda clase de medicinas, preparados de medicinas, artículos sanitarios, artículos e instrumentales médicos, higiene y limpieza, a través de un análisis detallado tanto cuantitativo como cualitativo del entorno económico, posición del emisor y garante, solidez financiera y estructura accionarial del emisor, estructura administrativa y gerencial y posicionamiento del valor en el mercado.

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. respecto a éstas, ha sido fruto de un análisis realizado mediante un set de parámetros que cubren: sector y posición que ocupa la empresa, administración de la empresa y del portafolio, características financieras y garantías que lo respaldan.

Conforme el Artículo 12, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones de los respectivos contratos. Siendo este el aspecto principal en aquellos casos en los que exista garantías y resguardo suficientes que aseguren de alguna forma el cumplimiento de la obligación.

ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A., guardará estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa.

La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información.

La información que sustenta el presente informe es:

- Entorno macroeconómico del Ecuador.
- Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Información cualitativa proporcionada por el Emisor.

- Estructura del Emisor. (perfil de la empresa, estructura administrativa, proceso operativo, líneas de productos, etc.).
- Circular de Oferta Pública de la Emisión.
- Estados Financieros Auditados 2014 - 2016, con sus respectivas notas.
- Estados Financieros no auditados con corte de máximo dos meses anteriores al mes elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza.
- Detalle de activos y pasivos corrientes del último semestre.
- Depreciación y amortización anual del periodo 2014 - 2016.
- Depreciación y amortización hasta el mes al que se realiza el análisis.
- Declaración Juramentada de los activos que respaldan la Emisión con corte a la fecha del mes con el que se realiza el análisis.
- Proyecciones Financieras.
- Reseñas de la compañía.
- Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

Con base a la información antes descrita, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. analiza lo descrito en el Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor o del garante, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.

- Consideraciones de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

- Consideraciones sobre los riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

Emisor

- FARMAENLACE CÍA. LTDA. fue constituida mediante escritura pública el 23 de marzo de 2005 cuando Representaciones Ortiz Cevallos y Farmacéutica Espinosa se juntaron a través de una alianza estratégica.
- La compañía tiene como objeto social la importación, distribución, venta y comercialización de toda clase de medicinas, preparados de medicinas, artículos sanitarios, artículos e instrumentales médicos, higiene y limpieza. Asimismo, su operación principal se basa en la venta al por mayor de productos farmacéuticos, incluso veterinarios.
- FARMAENLACE CÍA. LTDA., cuenta con 3.080 trabajadores en total, repartidos a lo largo de sus sucursales. Es importante mencionar que el 3,73% del total del personal son personas con discapacidad. Las mujeres que trabajan en la empresa representan el 62,20% del total. Y el 96,43% están empleados por medio de un contrato fijo e indefinido en la empresa, el resto tienen un contrato temporal o tienen un contrato de pasantía.
- El modelo de contrato con el que FARMAENLACE CÍA. LTDA. emplea a su personal es por medio de contratos a plazos fijos e indefinidos. Entre su personal cuenta con profesionales con una amplia experiencia y con alto nivel de exigencia profesional y ética; los cuales mantienen altos los estándares de calidad y brindan un servicio oportuno y una atención personalizada.
- FARMAENLACE CÍA. LTDA., cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo, que le permiten estructurar una mejora continua en la organización administrativa, determinando además que cada uno de los lineamientos son modificados desde el Directorio y apoyan a la toma de decisiones de la compañía.
- FARMAENLACE CÍA. LTDA. tiene diseñado un plan de responsabilidad social permanente, mediante el cual busca mejorar las condiciones de vida de las personas y de los grupos más necesitados a los que se dirige de forma continua.
- La compañía trabaja con un Sistema de Gestión de Calidad apoyado en la normativa ISO 9001:2015, donde se aseguran de que los productos que ofrecen a los clientes cumplen con los requisitos exigidos en la prestación de su servicio. También este sistema busca cumplir con todos los requisitos legales del país y requisitos reglamentarios cuando aplican.
- Por otro lado, FARMAENLACE CÍA. LTDA. cuenta con una certificación por Buenas Prácticas de Almacenamiento, Distribución y Transporte que garantiza a los clientes la adecuada entrega de sus productos. De esta manera, se tiene un correcto control de los procesos dentro de la compañía, los cuales se enfocan en: adquisición de la mercancía, almacenamiento, distribución a los puntos de venta y transporte para comercializarlos.
- Para cumplir con todos estos estándares, FARMAENLACE CÍA. LTDA. tiene a SERVIENTREGA Ecuador S.A. como aliado estratégico el cual le apoya en la gestión operativa de distribución a los puntos de venta y a la distribución de los productos a clientes específicos, le ayuda a abastecer toda su red de puntos de venta donde no llegan con su propia flota de camiones.
- Adicionalmente, la compañía cuenta con su propio Centro de Distribución (CEDIS) con el cual tienen la capacidad de brindar un servicio eficaz y oportuno para la entrega de los productos. El personal del Centro de Distribución se mantiene en constante capacitación para mantener un adecuado manejo de los recursos otorgados, fomentando la mejora continua del Sistema de Gestión de Calidad.
- FARMAENLACE CÍA. LTDA. opera con dos líneas de negocio principalmente las cuales son: distribución farmacéutica a través de la venta de productos a farmacias independientes y asociadas y el manejo de sus marcas propias donde llega directamente al consumidor final con sus puntos de venta.
- Dentro de estas dos líneas de negocio operan cinco diferentes marcas. Farmacias El Descuento y DIFARMES son las dos marcas que funcionan bajo la línea de distribución farmacéutica. Mientras que Farmacias MEDICITY, Punto Natural y Farmacias Económicas funcionan como marcas de farmacias propias.
- A junio de 2018 FARMAENLACE CÍA. LTDA. cuenta con 595 farmacias en total, de las cuales el 41,68% de ellas son propias (248 farmacias) y el 58,32% funcionan bajo franquicia (347 farmacias). Todas sus farmacias están distribuidas a nivel nacional y cada una de sus marcas apunta a segmentos diferentes para abarcar todo el mercado.
- Es importante mencionar que se manejan modalidades diferentes de venta para cada punto de venta. La compañía dentro de la línea de marcas propias realiza la mayor parte de sus ventas de contado al consumidor final. Mientras que la línea de distribución con farmacias independientes maneja un periodo de cobro de 60 días.
- FARMAENLACE CÍA. LTDA. mantiene una gama de diferentes estrategias de distribución con la que busca beneficiar a su

propia cadena de farmacias y al pequeño empresario que opera su farmacia independientemente. A ellos se les ofrecen diferentes opciones de distribución como compra mayorista o incluso la opción de ser parte de la cadena a manteniendo una participación de su negocio propio, a manera de franquicia.

- Como estrategias este año la compañía ha planeado continuar con la consolidación de la empresa y generar un mayor crecimiento en ventas, la cual es la estrategia principal de expansión y posicionamiento que la compañía ha mantenido desde su inicio en el año 2005. Dentro de esta estrategia principal entran varias estrategias claves de las que destacan la estrategia de mercado y la estrategia de cobertura.
- La estrategia de mercado es una estrategia que tiene FARMAENLACE CÍA. LTDA. de posicionamiento de todas sus marcas, tanto propias como independientes. Y se basa en segmentar correctamente al mercado para enfocar cada punto de venta en un segmento específico. También busca diferenciarse de la competencia a través del servicio. Brindar un servicio al cliente acorde al segmento y a las necesidades que tenga cada uno. Por ejemplo, al cliente que quiere inmediatez focalizarlo al servicio de DIFARMES, o al cliente que busca medicamentos preventivos y consejo farmacéutico enfocarlo a MEDICITY.
- También cuentan con una estrategia de cobertura para lograr aumentar la cobertura total en el país. Esta estrategia consiste en la introducción constante de nuevos locales cada año y buscan ampliar su cobertura principalmente en áreas rurales. Concretamente, este año quiere incrementar las ventas en 9% respecto al año anterior mediante la apertura de 50 puntos de venta y cuentan con presupuestos y proyecciones que forman parte del plan a corto plazo de la compañía.
- Durante el periodo 2015 - 2017, las ventas presentaron una tendencia creciente, pasando de USD 255 millones en 2015 a USD 319 millones en 2017. Es decir, un incremento del orden del 25% durante el periodo analizado.
- La tendencia creciente evidenciada en los ingresos proviene de la introducción y cobertura geográfica que ha logrado tener la empresa dentro del mercado farmacéutico. Adicionalmente, destacan las estrategias implementadas por la compañía donde se pretende identificar necesidades y comportamientos de los consumidores según características socio- económicas y geográficas. Se busca orientar sus productos, estrategias de precios, distribución y promoción hacia las necesidades y gustos de sus clientes.
- La tendencia creciente presentada se acentúa para junio 2018. Una comparación entre los ingresos a junio de 2017 y junio de 2018 refleja un incremento del 10,38%, efecto de mayores ventas en la línea de mercaderías, específicamente en la línea de mercadería económicas, línea que mantiene la mayor participación sobre el total de los ingresos (61% de las ventas totales para junio 2018).
- El costo de ventas presentó una tendencia decreciente durante el periodo de estudio (2015 - 2017), coherente con la composición de las ventas realizadas. De esta manera, pasa de un 74,38% sobre las ventas totales el 2015 a 73,14% en 2017. El costo de ventas es una consecuencia de la conformación de las ventas y del tipo de modelo de negocio que se está empleando.
- Al 30 de junio de 2018, el costo de ventas de la empresa totalizó USD 126,97 millones y representaron el 73,85% de los ingresos, siendo superior al registrado en junio de 2017 (USD 113,53 millones y representó el 72,88% de los ingresos) comportamiento que va atado a la composición de sus ventas.
- La consecuencia lógica del incremento en las ventas de 2017, hasta niveles semejantes a los USD 319 millones y la disminución del costo de ventas es la presencia de un margen bruto que presenta una participación sobre las ventas superior a la presentada en los años anteriores (25,62% en 2015, 26,66% en 2016 y 26,86% en 2017). Esta relación cambia para febrero 2018, donde ante la combinación de mayores ventas y un mayor costo de ventas se produce un menor margen bruto (26,15% en junio 2018 frente a 27,12% en junio 2017).
- Por otro lado, los gastos operacionales presentan una mayor participación sobre las ventas totales, pasando de representar el 20,64% en 2015 a 21,68% en 2016 y finalmente 21,42% en 2017, coherente con el ya mencionado incremento en ventas, es importante denotar que entre los principales gastos operativos destacan los gastos de ventas. El incremento entre 2016 y 2017 obedece principalmente a un alza de USD 4,59 millones en gastos por servicios y suministros y USD 4,46 millones en gastos por beneficios a empleados.
- Una comparación de los resultados interanuales a junio de 2018 y junio de 2017 demuestra que, a pesar de los esfuerzos de la compañía por reducir su estructura operativa, el peso que tienen los gastos operativos aumenta, influyendo directamente en la utilidad operativa (disminución de 8,94% entre junio 2017 y junio 2018). Los gastos de operación pasaron de representar el 20,95% sobre las ventas en junio 2017 a representar el 21,06% en junio 2018.
- El EBITDA a diciembre 2017 cubre 30,20 veces el gasto financiero del año; en promedio durante el periodo (2015-2017) el EBITDA cubre en 20,04 veces el gasto financiero; para junio 2018 la cobertura disminuye hasta 21,93 veces. A pesar de la disminución antes mencionada, la cobertura que se mantiene sigue siendo holgada y se espera se mantenga.
- En cuanto a los gastos financieros, éstos se mantienen en niveles no superiores al 1% de las ventas durante el periodo de análisis. Fruto de lo anterior se evidenció una utilidad neta creciente, pasando de USD 7,68 millones (3,01% del total de las ventas) en 2015 a USD 9,21 millones (3,28% del total de las ventas) en 2016 y finalmente USD 11,65 millones (3,65% del total de las ventas) en 2017.
- Los activos están conformados principalmente por cuentas por cobrar comerciales (10% del total de activos en 2017 y 12% a junio 2018), inventarios (52% del total de activos en

- 2017 y 57% a junio 2018) y propiedad, planta y equipos (14% del total de activos en 2017 y 13% en junio 2018).
- Las cuentas por cobrar comerciales mantienen un comportamiento coherente con la evolución del negocio, es decir, han mantenido un comportamiento creciente en función del ya señalado aumento en ventas. Esta relación se acentúa para junio 2018, donde con mayores ventas se ha incrementado el valor de las cuentas por cobrar comerciales, incremento del 31% con respecto a diciembre 2017.
 - Durante el periodo 2015- 2017 se evidencia una disminución de la cartera vencida al pasar de USD 3,34 millones en 2015 a USD 2,19 millones en 2017. Adicionalmente se debe considerar que las cuentas más antiguas se encuentran cubiertas por una provisión para incobrables por USD 144 mil en 2017.
 - La concentración del riesgo de crédito es limitada debido a que la base de clientes es amplia y son independientes entre sí. La antigüedad promedio en días oscila entre 10 y 13 días denotando una buena recuperación por parte de la compañía.
 - Esta mejora también se ve reflejada en junio 2018, donde las cuentas por cobrar comerciales se concentran aún más en cuentas por vencer, alcanzando el 82%
 - Por otro lado, existió un incremento del orden de los USD 1,63 millones en el rubro cuentas por cobrar relacionadas, el peso de este rubro es marginal, sin llegar a representar más del 2,8% históricamente sobre las ventas.
 - Con fecha 19 de abril de 2017 se celebró el contrato de transferencia de acciones de la empresa "Netlab S.A." a favor de "Orceval Distribuciones Cía. Ltda.", "Esvaholding S.A." y "Farmaeholding S.A.". El valor de la venta total es de USD 2.399 millones. Al 31 de diciembre de 2017 el saldo de la cuenta por cobrar por este concepto es por USD 1,9 millones, reportada dentro del corto plazo. Con fecha 30 de diciembre de 2017, se firma un adendum modificatorio al contrato de transferencia de acciones, respecto al plazo de pago, considerando 18 meses plazo sin intereses. A partir del vencimiento de este plazo, los cesionarios cancelarán un interés del 3% anual, sobre los saldos no calculados.
 - Los inventarios crecen en un 15,28% el 2017, llegando a los USD 56,18 millones, compuestos en su mayor parte por medicinas (USD 37,57 millones) y neonatos (USD 6,47 millones), lo que se explica por las mayores ventas registradas y el aprovisionamiento de existencias de acuerdo a esta realidad, lo que provocó un ciclo mayor de rotación de los inventarios. La tendencia cambia para junio 2018; ante un incremento marginal en las ventas y niveles superiores de existencias. Los inventarios en junio 2018 llegan a USD 67,40 millones con un incremento del 20% respecto diciembre de 2017. Los días de inventario aumentan hasta niveles inferiores a los registrados durante el año 2017, llegando a 96 días en junio 2018; determinando que cuentan con inventarios para alrededor de tres meses.
 - El activo no corriente se encuentra compuesto principalmente por el rubro propiedad, planta y equipos, para 2017 representó el 14,20% del activo total.
 - En el 2016 este rubro incluye USD 2,4 millones correspondiente al terreno adquirido en el cantón Machachi que en el año 2015 fue registrado en "Propiedades de Inversión" y un monto de USD 1.05 millones en el 2016 y USD 785 mil en el 2015 reclasificado de la cuenta "Construcciones en Curso" a la cuenta contable "Adecuaciones" del grupo de otros activos.
 - Para 2017 la compañía compró un inmueble de 1.509 m² de terreno y 828 m² de construcción con fecha de escritura 14 de marzo de 2017 por un valor de USD 2 millones, localizado en la Av. Eloy Alfaro y Tomas Bermar. Se contabilizó la compra del terreno por USD 2 millones, la construcción existente fue realizada en años anteriores por "FARMAENLACE CÍA. LTDA." y corresponde al punto de ventas Medi Plaza. Este inmueble tiene varios locales comerciales que son rentados a terceros y que generaron un ingreso a la compañía por concepto de arrendamiento de 62 mil en el 2017. Hasta junio 2018 no se presentan cambios materiales en este rubro.
 - Mediante Acta de Junta General de Socios de la compañía FARMAENLACE CÍA. LTDA. celebrada el 15 de junio de 2017 se resuelve aprobar la fusión por absorción de la compañía Punto Natural S.A. Al 31 de diciembre de 2017, se mantiene registrado en la cuenta de inversiones en acciones un monto de USD 100 mil como inversión en Punto Natural S.A. y un monto de USD 953 mil por concepto de cuentas por cobrar relacionadas. A la fecha de emisión del presente informe aún no se ha efectuado la fusión por absorción de la compañía, esta debido a que el proceso se encuentra en revisión por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y seguros.
 - Durante el periodo de estudio (2015- 2017) los pasivos pasaron de USD 72,02 millones en el 2015 a USD 86,17 millones en 2017. Las cuentas por pagar comerciales representaron el 55,66% del total del pasivo a diciembre de 2017 (USD 47,96 millones), reflejando un incremento del 5,62% respecto del valor del 2016 (USD 45,41 millones), producto de la mayor actividad por parte de la compañía; este rubro alcanza el valor más alto en 2017 respecto del histórico (2015- 2017).
 - Producto de lo anteriormente mencionado el pasivo corriente mantuvo un comportamiento creciente entre el 2016 (USD 61,44 millones) y el 2017 (71 millones), situación similar a la presentada en el pasivo no corriente que aumentó en el orden del 46,46% específicamente por la contratación de nueva deuda financiera, USD 5 millones con la Corporación Interamericana de Inversiones, con vencimiento hasta 2021, con una tasa de interés del 5% + tasa libor. Adicionalmente existió un incremento de USD 1,23 millones en el rubro valores en garantía donde existió un incremento en los ingresos diferidos.

- En el análisis interanual, el pasivo total aumentó USD 21,53 millones en comparación a junio 2017, cambio que se presentó principalmente por el incremento del 21,95% en los pasivos corrientes. Coherente con las mayores cuentas por pagar proveedores, fruto de la mayor actividad por parte de la compañía y al provisionamiento de existencias antes comentado. Adicionalmente destacan nuevos préstamos con el BID (corto plazo), Citibank N.A. y Banco Bolivariano C.A. (largo plazo).
- Los pasivos corrientes al 30 de junio de 2018 presentaron una participación del 78,35% de los pasivos totales, siendo las cuentas por pagar comerciales la cuenta más representativa con el 57,91% de participación, llegando a los USD 53,85 millones. Por otro lado, los pasivos no corrientes presentaron un incremento del 71,85% en relación con junio 2017, alcanzando la suma de USD 20,13 millones, USD 8,42 millones más que el mismo periodo anterior, efecto de nueva deuda a largo plazo contraída específicamente con Banco Bolivariano C.A. (USD 3,20 millones) y Citibank N.A. (USD 1,5 millones).
- Para junio de 2018, la compañía presenta un incremento de 21,53 millones respecto al mismo periodo del año pasado, siendo sus principales fuentes de financiamiento las cuentas por pagar (58% del total de pasivos) y la deuda con costo (20% del total de pasivos).
- La deuda con costo de la compañía (obligaciones con instituciones financieras y emisiones emitidas) a junio 2018 presenta un incremento del 28% respecto a diciembre de 2017 (incremento de USD 3,95 millones). De esta manera, la deuda con costo de corto plazo disminuye de USD 9,88 millones a diciembre del 2017 a USD 9,22 millones a junio 2018. Por su parte, la deuda de largo plazo aumenta desde USD 4,34 millones en diciembre 2017 a USD 8,95 millones a junio 2018.
- Las cuentas por pagar comerciales tienen una participación promedio sobre el pasivo del 59,37% (2015 - 2017). Al 30 de junio de 2018, este rubro corresponde exclusivamente a proveedores por pagar y todas tienen plazos menores a un año. Estas obligaciones muestran un incremento de USD 5,89 millones respecto de diciembre de 2017. FARMAENLACE CÍA. LTDA. se apalanca más a través de proveedores que mediante deuda financiera.
- Los proveedores constituyen principalmente cuentas por pagar a laboratorios o casas farmacéuticas y otros proveedores para la compra de medicinas y artículos de bazar. El plazo promedio de pago a proveedores es de 65 días (69 días en el 2016).
- La evolución del endeudamiento evidencia la menor participación del pasivo corriente sobre los pasivos totales, coherente con la nueva con costo largo plazo contraída durante 2017. Para junio 2018, crecieron los pasivos (también la deuda con costo), efecto de la nueva deuda con costo contraída largo plazo.
- Producto de lo anteriormente mencionado, los pasivos pasaron de financiar el 81% de los activos en 2015 a financiar el 80% de los activos en 2017 (78% para junio de 2018) evidenciando que durante el periodo analizado la empresa ha optado por financiarse más mediante recursos de terceros que a través de recursos propios. La empresa ha reducido su dependencia en los pasivos de corto plazo al reducir el pasivo corriente/pasivo total del 86% el 2014 a 82% el 2017, mientras que la deuda financiera/pasivo total se mantiene en niveles cercanos al 19,54%.
- El patrimonio mantuvo un comportamiento creciente durante el periodo 2015- 2016, producto de utilidades registradas por USD 9,21 millones, dividendos declarados por USD 4,39 millones. Con fecha 30 de noviembre de 2016, mediante Escritura Pública celebrada ante la Notaría Cuarta del Distrito Metropolitano de Quito la compañía realizó un aumento de capital social por USD 1,5 millones, inscrito en el Registro Mercantil, con lo que el capital social pagado de la empresa ascendió a USD 8 millones.
- Por otra parte, el patrimonio mantiene un comportamiento estable en el periodo 2016- 2017, fruto de utilidades registradas por USD 11,65 millones, dividendos declarados por USD 11,61 millones y resultados integrales por USD -201 mil.
- Históricamente el patrimonio se encuentra conformado principalmente por el capital social representando y resultados del ejercicio representando el 85% promedio (2015 - 2017) del patrimonio total.
- El capital social representó en el 2017 el 37,04% del patrimonio (30,67% a junio 2018). El aumento en el patrimonio entre diciembre 2017 y junio 2018 se debe a los resultados del ejercicio en lo que va corrido de 2018, los que han sido semejantes a los presentados en junio 2017.
- Como se mencionó, el costo de ventas presentó una tendencia decreciente durante el periodo de análisis, producto de la composición de las ventas y del tipo de negocio para cada marca. A junio de 2018 éste se sitúa en torno al 73,85%. A este mismo mes, la utilidad es similar a la presentada en el mismo periodo del año pasado lo que se refleja en un retorno sobre activos y un retorno sobre la inversión semejantes al comparar junio 2017 y junio 2018. Estos índices, ROA y ROE, tenían valores aceptables a fines de 2017 (10,81% y 53,9% respectivamente), al igual que durante el año 2016 (9,84% y 42,3% respectivamente), lo que refleja la capacidad de la empresa para sortear el difícil año 2016 para la economía ecuatoriana en general y el buen desempeño que ha mantenido.
- En lo que respecta al índice de endeudamiento, éste se encontraba en torno a 0,78 reflejando un medio nivel de deudas; se debe considerar que la deuda financiera creció fruto de nuevos préstamos largo plazo con Citibank N.A. y Banco Bolivariano C.A., llegando a representar la deuda con costo el 70% del patrimonio.

- El análisis de la combinación de activos corrientes y pasivos corrientes demuestra que el capital de trabajo ha mantenido números positivos en el periodo 2015 a junio 2018. A diciembre 2017, se presenta un capital de trabajo de USD 9,67

millones (USD 18,39 millones para junio 2018). Debido a que la empresa mantiene niveles de inventario relativamente altos, la prueba ácida tiene valores inferiores al índice de liquidez.

Instrumento

- Con fecha 5 de abril de 2018, la Junta General de Socios de FARMAENLACE CÍA. LTDA. autorizó la Emisión de Papel Comercial por un monto de hasta USD 10.000.000.

CLASE	A
Monto	USD 10.000.000
Plazo	Hasta 359 días renovables
Pago capital	Al vencimiento

La Emisión está respaldada por Garantía General y amparada por los siguientes resguardos:

RESGUARDOS DE LEY

Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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.

No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

Mantener, durante la vigencia de la Emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el Artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, Libro II de la Codificación de

RESGUARDOS DE LEY

Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

COMPROMISOS ADICIONALES

Mantener una relación Activo Corriente/Pasivo Corriente superior a 1.05 (uno punto cero cinco) veces para el mes de diciembre de cada año, y una relación Activo Corriente/Pasivo Corriente superior a 1.03 (uno punto tres) para los periodos intermedios.

Mantener una relación Deuda Financiera/EBITDA inferior a 1.7 (uno punto siete) veces (EBITDA es igual a utilidad operativa más depreciación más amortización. En los semestres intermedios, el EBITDA será anualizado de manera lineal).

Mantener una relación pasivo sobre patrimonio no mayor a 4.5 (cuatro punto tres) veces.

Se debe mencionar que los activos que respaldan la presente emisión son inventarios (100%), consistentes en productos terminados.

Riesgos previsible en el futuro

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos por parte cualquiera de las empresas se verían afectados los flujos de la compañía. El riesgo se mitiga por un análisis detallado del portafolio de clientes y con políticas de cobro definidas a sus clientes.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales que son una constante permanente que genera incertidumbre para el mantenimiento del sector. De esta forma se incrementan los precios de los bienes importados. La compañía mantiene variedad de líneas de negocio que permite mitigar este riesgo, se transfieren los costos al cliente final.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de la compañía lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene la mayor parte de sus contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo efecto de la pérdida de información, en cuyo caso la compañía mitiga este riesgo a través del uso

de diversos sistemas que garantizan el manejo y respaldo de la información.

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, ICRE del Ecuador Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

Los activos que respaldan la presente Emisión son: cuentas por cobrar e inventarios, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantienen sobre los activos.
- Al ser el 56,60% de los activos, correspondientes a inventarios, existe el riesgo que éstos sufran daños, por mal manejo, por obsolescencia o pérdidas, provocando que la empresa no tenga producto que vender o provocando retrasos en las entregas. La empresa mitiga el riesgo a través de un control permanente de inventarios y controles de calidad de los productos al ingresar a la compañía, evitando de esta forma pérdidas o daños.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que han afectado la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado, provocando disminución de flujos propios de la operación. Sin embargo, la diversificación de clientes que mantiene la empresa mitiga este riesgo.
- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza de la cartera, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. La empresa mantiene un adecuado nivel de recuperación y cobranza, evidenciado en la cartera saludable que mantiene.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal e, Numeral 3, Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos del originador que respaldan la titularización incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas puede determinarse que:

Dentro de las cuentas por cobrar que mantiene FARMAENLACE CÍA. LTDA. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 2,47 millones por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 2,92% del total de los activos que respaldan la Emisión y el 2,07% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión no es representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos lo que tendría un efecto negativo en los flujos de la empresa. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

El resumen precedente es un extracto del informe de la Cuarta Emisión de Papel Comercial FARMAENLACE CÍA. LTDA. realizado con base a la información entregada por la empresa y de la información pública disponible.

Atentamente,

Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General