

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS OCTAVA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 164/2023 del 31 de julio de 2023

Información Financiera cortada al 31 de mayo de 2023

Analista: Ing. Juliana Pacheco

julianan.pacheco@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. fue constituida en marzo de 1987, con capital 100% ecuatoriano y presencia nacional. Comprende dos divisiones: Distribución, con atención a más de 5.300 puntos mayoristas y minoristas del país llegando a las 4 regiones del País; y Farmacias, que ha desarrollado 3 marcas en el mercado: Cruz Azul, Pharmacy's y Farmacias Comunitarias, con más de 2.000 locales a nivel nacional.

Revisión

Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2020-0002184, emitida el 27 de febrero de 2020

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 164/2023 del 31 de julio de 2023 decidió otorgar la calificación de **"AAA" (Triple A)** a la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. por un monto de cuarenta millones de dólares (USD 40'000.000,00).

Categoría AAA: "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 pertenecen y en la economía en general".

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, la presente calificación de riesgo **"no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste."**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

Según la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, la calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

La calificación otorgada a la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. lidera el mercado de la distribución farmacéutica y comprenden dos divisiones de negocio que son: Distribución y Desarrollo de Farmacias.¹

¹ **Distribución:** Comercialización de productos farmacéuticos, de consumo y aseo a farmacias a nivel nacional, subdistribuidores y mayoristas del canal farmacéutico y de consumo.
Desarrollo de Farmacias: Cuenta con más 2.000 farmacias a nivel nacional de las cuales 426 pertenecen a DIFARE y la diferencia bajo el esquema de franquicias.

- La compañía contempla conceptos de Buen Gobierno Corporativo, anualmente emite su informe de responsabilidad corporativa y sostenibilidad, que muestra los resultados de la gestión de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. y de las 10 empresas que conforman el Grupo DIFARE.
- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual han incursionado, determinando además que DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. cuenta con una amplia trayectoria, lo cual le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.
- DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. es una compañía que continuamente mejora sus procesos, para brindar un mejor servicio a sus clientes y de esa manera fortalecer el modelo del negocio, convirtiéndolo en un referente en el país y la región.
- DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. cuenta con su Oficina Matriz en Guayaquil y una Oficina Regional Quito; además de sucursales en Cuenca, Portoviejo, Ambato y Santo Domingo; y su Centro de Distribución en Guayaquil.
- Los ingresos de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., a lo largo del periodo analizado describen una tendencia creciente que obedece a las estrategias implementadas por la compañía, mismas que se enfocan en la prestación de servicios especializados, logística adecuada y un amplio surtido de productos para sus clientes. Es así que los ingresos pasaron de USD 744,30 millones en el año 2019 a USD 896,54 millones en diciembre de 2022. Analizando los cortes interanuales, la conducta creciente se mantiene, pasando de USD 372,01 millones en mayo de 2022, a USD 383,63 millones en mayo de 2023 (+3,12%) incremento que se atribuye a la apertura de nuevos puntos de ventas, lo que le permitió tender una mayor cobertura, otro factor que impulsó lo mencionado fue el crecimiento del mercado farmacéutico en el País, atención y captación de nuevos clientes a través de los diferentes canales.
- Los ingresos generados por la compañía le permitieron cubrir de manera adecuada sus costos y gastos, originando una utilidad operativa, cuyo peso dentro de los ingresos para diciembre de 2022 fue de 3,81% (igual porcentaje en el año 2021). Para mayo de 2023 el margen operativo cerró en 3,95% de los ingresos (3,78% de los ingresos en mayo de 2022), lo que evidencia un manejo aceptable de sus recursos.
- Tras el descuento de los gastos financieros, y el impuesto a la renta, la utilidad neta mostró una conducta relativamente estable, pues su representación sobre los ingresos pasó de 2,41% en 2021 a 2,43% en diciembre de 2022. Mientras que para mayo de 2023, la utilidad antes de impuestos significó el 3,03% de los ingresos (2,90% de los ingresos en mayo de 2022).
- Los activos totales de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. muestran una clara tendencia creciente entre 2019 y 2022, lo cual tiene relación con el incremento de su operación, pues los rubros determinantes en este comportamiento son precisamente las cuentas por cobrar clientes e inventarios. Es así que en el año 2019 los activos registraron USD 366,41 millones, mientras que al cierre de 2022 ascendieron a USD 488,74 millones. Para mayo de 2023, el escenario cambia, y el activo se contrae en 1,20%, totalizando USD 482,86 millones, conducta que responde a los movimientos del efectivo y bancos², cuentas por cobrar comerciales, propiedades de inversión y propiedad planta y equipo.
- Al 31 de mayo de 2023, la composición de la cartera, que incluye provisión de cuentas incobrables, estuvo concentrada en su mayoría en cartera por vencer, la cual representó el 89,28% (89,64% a diciembre de 2022) de la cartera total, mientras que la cartera vencida significó el 10,72% (10,36% en diciembre de 2022), cifras que evidencian una estructura de cartera relativamente sana.
- Los pasivos totales disminuyeron su participación en el financiamiento de activos, pasando de un 78,65% en 2021 a un 77,25% en diciembre de 2022 y 76,30% en mayo de 2023. Las cuentas más representativas fueron cuentas por pagar a proveedores, que para este último periodo financiaron a los activos en un 35,02% (32,97% en diciembre de 2022), seguida de obligaciones con costo de corto y largo plazo con el 26,57% de los activos (28,87% en diciembre de 2022).
- Por su parte el financiamiento del patrimonio frente a los activos creció de 21,35% en diciembre de 2021 a 22,75% en diciembre de 2022 y 23,70% en mayo de 2023, siendo su cuenta más representativa la de resultados acumulados.
- La representación del EBITDA (acumulado) sobre los ingresos de la compañía se mantuvo dentro de un rango entre el 4 y 5% a lo largo del periodo analizado, cerrando así en 4,90% en diciembre de 2022 y 4,82% en mayo de 2023. Los resultados demostraron además una cobertura adecuada sobre sus gastos financieros.

² De acuerdo a lo indicado por la Administración, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. quería adquirir una empresa dedicada a la venta de productos farmacéuticos, para lo cual tenía acumulado alrededor de USD 40 millones en la caja, sin embargo, al no concretarse dicha transacción se fue dando de baja el efectivo.

- DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. presentó indicadores de liquidez superiores a la unidad en cada uno de los ejercicios económicos analizados, lo que demuestra la capacidad de cubrir sus pasivos inmediatos con activos de corto plazo, además de la inexistencia de recursos ociosos.
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo sobre las 3,00 veces a lo largo de los ejercicios económicos analizados lo que evidencia que la compañía financia su operación principalmente con recursos de terceros.

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria y Universal de los Accionistas de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. celebrada el 10 de diciembre de 2019, resolvió por unanimidad aprobar y autorizar el proceso de la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. por un monto de hasta USD 40'000.000,00.
- Posteriormente con fecha 09 de enero de 2020, por medio de Escritura Pública, se suscribió el contrato de la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, ante la cual comparecieron DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. como Emisor y Cevallos Mora & Peña Abogados & Consultores Cía. Ltda. como Representante de los Obligacionistas.
- Con fecha 05 de marzo de 2020, PICAVAL Casa de Valores S.A. (Agente Colocador) inició la colocación de los valores de la presente Emisión de Obligaciones entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 07 de septiembre de 2020, logró colocar el 100,00% del total aprobado (USD 40.000.000,00).
- Hasta el 31 de mayo de 2023, el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones alcanzó la suma de USD 22,74 millones, esto después de haber cancelado de manera oportuna los respectivos dividendos.
- Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:
 - ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
 - ❖ Al 31 de mayo de 2023, la empresa cumplió con lo mencionado anteriormente.
- La Emisora se compromete a generar el flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas; y, a mantener durante la vigencia de la emisión, una relación de pasivos con instituciones financieras / activos totales, no mayor a 0,65 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será semestral con balances cortados a junio y diciembre de cada año. Para el cálculo de deuda financiera se considerarán todas las obligaciones con coto de corto y largo plazo contraídas en el sistema financiero y con el Mercado de Valores.
 - ❖ Al 31 de diciembre de 2022, la compañía cumplió con el límite de endeudamiento.
- Al 31 de mayo de 2023, el emisor presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 377,12 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 301,70 millones, cifra que genera una cobertura de 13,27 veces sobre el saldo de capital. De esta manera se puede determinar que la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una aceptable disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Las cifras para mayo de 2023 fueron comparadas con las proyecciones realizadas para el segundo trimestre del 2023 respectivamente, por lo que la calificadora hizo constar su avance.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los cuales se detallan a continuación:

- Establecimiento de medidas por parte del Gobierno ecuatoriano y los organismos oficiales respectivos para normar, regular o modificar la situación actual bajo la que opera la compañía.
- Uno de los principales factores que influiría en el sector es una nueva normativa en materia de control y revisión de precios de los productos farmacéuticos que comercializa DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. y la industria en general.
- La probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo, lo cual podría repercutir sobre el nivel de ventas de la compañía.
- Cambios en la normativa y reglamentos de salud, podrían afectar la operación de la compañía.
- Normativas exigentes por parte de los entes de control y principalmente por el ARCSA en los procesos de aprobación para la emisión de registros sanitarios de los productos, podría generar retraso en la emisión de los registros sanitarios necesarios para la comercialización de los medicamentos.
- Reducción de los niveles de inventarios en los principales distribuidores y cadenas de farmacias, lo que podría incrementar el riesgo de no codificación de productos nuevos en el futuro.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de su cartera, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera.
- La actividad de la compañía se encuentra estrechamente ligada a un riesgo laboral, debido al alto número de empleados que demanda su actividad, lo que podría afectar las operaciones del negocio en caso de que exista algún tipo de conflicto con la compañía.
- La probabilidad de impago de las empresas relacionadas sobre las cuentas por cobrar pendientes con DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., podría afectar al flujo de la compañía. Adicionalmente, el crédito que se les otorga a las empresas relacionadas responde más a la relación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos. No obstante, la administración de la compañía menciona que, cada compañía relacionada genera su propio flujo para responder con sus obligaciones, y cada compañía tiene un tope de crédito asignado.
- La pandemia que sufrió el planeta por el Covid19, incluyendo a Ecuador, detuvo la actividad comercial internacional y local. Esta situación generó que el país adopte medidas que han detenido la operación de varias empresas, generando una detención de sus ventas e ingresos, en muchos casos, por lo que los efectos económicos de esta actual situación no se pueden pronosticar y generan incertidumbre.
- Una desaceleración de la economía podría afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes la compañía les otorga crédito directo.
- Surgimiento de nuevos competidores en el mercado local, y consecuentemente reducción del mercado objetivo.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.

Según lo establecido en el literal i, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

En primera instancia resulta importante señalar que los activos que respaldan la Octava Emisión de Obligaciones son: Cuentas por Cobrar Clientes e inventarios libres de gravamen, pertenecientes a DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- Uno de los riesgos que podría mermar la calidad de las Cuentas por Cobrar Clientes que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se les ha facturado.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.

- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las Cuentas por Cobrar Clientes, neto, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración.
- Al referirnos a los inventarios que respalda la emisión, se debe señalar que estos podrían estar sujetos a riesgos relacionados con eventos ajenos y fuera de control de la compañía, como es el caso de incendios, atentados, robo, u otros similares. No obstante, con la finalidad de mitigar lo mencionado la compañía cuenta con amplias medidas de seguridad para resguardar la mercadería, asimismo cuenta con pólizas de seguros.
- Los inventarios que respaldan la emisión, si no son objeto de una adecuada gestión, podrían padecer de bajas rotaciones, calificándose en un determinado momento incluso como obsoleto, por lo cual y para contrarrestar este riesgo la compañía trabaja con estrictos controles de su existencia y realiza además estudios de mercado.
- Finalmente, las Cuentas por Cobrar Clientes, neto que respaldan la emisión tendrían un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar, mientras que en lo que respecta a los inventarios, su liquidación dependería de que la empresa se encuentre operando y de que los activos no hayan caído en obsolescencia.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Según lo establecido en el literal h, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

A mayo de 2023 la empresa registra dentro de la garantía general, cuentas por cobrar a vinculadas, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

No obstante, conforme certificado emitido por la empresa, dentro de las cuentas por cobrar de la compañía, que respaldan la presente emisión, no se registran cuentas por cobrar a vinculadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. celebrada el 10 de diciembre de 2019.
- Escritura de Emisión de Obligaciones del 09 de enero de 2020.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2019,

2020, 2021 y 2022 de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, al 31 de mayo de 2022 y al 31 de mayo de 2023.

- Contrato de Representación de Obligacionistas.
- Prospecto de Oferta Pública.
- Informe del Representante de Obligacionistas.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

En base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- 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, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo 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 sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

Adicionalmente, dentro de las áreas de análisis se toman en cuenta los siguientes puntos:

- Entorno económico y riesgo sectorial.
- Posición del emisor y garante
- Solidez financiera y estructura accionarial del emisor
- Estructura administrativa y gerencial
- Posicionamiento del valor en el mercado

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING CALIFICADORA DE RIESGOS S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma, pues no es una actividad para la cual esté autorizada.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una opinión de la evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la emisión y del emisor. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de la compañía, para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. La calificación de riesgo comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la emisión y del emisor.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 10 de diciembre de 2019, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de los Accionistas de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., la misma que resolvió autorizar por unanimidad que la compañía emita la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por un monto de hasta USD 40'000.000,00.

Posteriormente con fecha 09 de enero de 2020, por medio de Escritura Pública, se suscribió el contrato de la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, ante la cual comparecieron DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. como Emisor y Cevallos Mora & Peña Abogados & Consultores Cía. Ltda. como Representante de los Obligacionistas. De acuerdo al citado contrato, las principales características y condiciones de la emisión, se muestran a continuación:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

EMISIÓN DE OBLIGACIONES DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.					
Emisor	DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.				
Capital a Emitir	USD 40.000.000,00				
Unidad Monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América.				
Monto	Un monto distinto para cada clase, que será definido según la demanda de mercado y la efectiva colocación.				
Clase, Plazo, Tasa	Clase	Plazo	Tasa de Interés	Pago Intereses	Amortización
	A	450 días	5,50% nominal fija	Al vencimiento	Al vencimiento
	B	540 días	5,75% nominal fija	Al vencimiento	Al vencimiento
	C	1.800 días	7,50% nominal fija	Cada 90 días	Cada 180 días
	D	1.800 días	7,50% nominal fija	Cada 180 días	Cada 180 días
	E	2.160 días	7,75% nominal fija	Cada 90 días	Cada 180 días
	F	2.160 días	7,75% nominal fija	Cada 180 días	Cada 180 días
	G	2.160 días	7,75% nominal fija	Cada 180 días (180 de gracia)	Cada 180 días (180 de gracia)
H	1.440 días	7,00% nominal fija	Cada 180 días (180 de gracia)	Al vencimiento	
Valores	Desmaterializados, con un valor nominal mínimo de USD 1.000,00.				
Forma de cálculo del Intereses	Base comercial 30/360, de 360 días por año.				
Fecha de Inicio	Será la fecha en que se realice la primera colocación de los valores en el mercado primario de cada una de las clases.				
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador.				
Contrato de Underwriting	No contempla.				
Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.				
Tipo de Oferta	Pública.				
Destino de los recursos a captar	Capital de trabajo, consistente en el pago a proveedores, por la compra de inventarios, referentes con la apertura, equipamiento y/o remodelación de puntos de venta; e inversión en activos consistentes en la apertura de nuevos puntos de venta.				
Representante de Obligacionistas	Cevallos Mora & Peña Abogados & Consultores Cía. Ltda.				
Rescates Anticipados	No se contempla redención, rescates anticipados ni sorteos de los valores.				
Sistema de colocación	Bursátil.				
Agente Estructurador y Colocador	PICAVAL Casa de Valores S.A.				
Resguardos establecidos en el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <p>Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciera sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:</p> <ul style="list-style-type: none"> Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. 				
Límite de Endeudamiento	La Emisora se compromete a generar el flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas; y, a mantener durante la vigencia de la emisión, una relación de pasivos con instituciones financieras / activos totales, no mayor a 0,65 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será semestral con balances cortados a junio y diciembre de cada año. Para el cálculo de deuda financiera se considerarán todas las obligaciones con coto de corto y largo plazo contraídas en el sistema financiero y con el Mercado de Valores.				

Fuente: Escritura de Emisión / Elaboración: Class International Rating

A continuación, se presentan las tablas de amortización de capital y pago de intereses, de las clases efectivamente colocadas:

CUADROS 2, 3, 4, 5 y 6: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

CLASE A				
Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
7/9/2020				2.000.000
7/12/2021	2.000.000	137.500	2.137.500	-
Total	2.000.000	137.500	2.137.500	

CLASE C				
Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
6/4/2020				5.432.000
6/7/2020	-	101.850	101.850	5.432.000
6/10/2020	325.920	101.850	427.770	5.106.080
6/1/2021	-	95.739	95.739	5.106.080
6/4/2021	325.920	95.739	421.659	4.780.160
6/7/2021	-	89.628	89.628	4.780.160
6/10/2021	380.240	89.628	469.868	4.399.920
6/1/2022	-	82.499	82.499	4.399.920
6/4/2022	380.240	82.499	462.739	4.019.680
6/7/2022	-	75.369	75.369	4.019.680
6/10/2022	434.560	75.369	509.929	3.585.120
6/1/2023	-	67.221	67.221	3.585.120
6/4/2023	434.560	67.221	501.781	3.150.560
6/7/2023	-	59.073	59.073	3.150.560
6/10/2023	760.480	59.073	819.553	2.390.080
6/1/2024	-	44.814	44.814	2.390.080
6/4/2024	760.480	44.814	805.294	1.629.600
6/7/2024	-	30.555	30.555	1.629.600
6/10/2024	814.800	30.555	845.355	814.800
6/1/2025	-	15.278	15.278	814.800
6/4/2025	814.800	15.278	830.078	-
Total	5.432.000	1.324.050	6.756.050	

CLASE E				
Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
3/4/2020				13.350.000
3/7/2020	-	258.656	258.656	13.350.000
3/10/2020	801.000	258.656	1.059.656	12.549.000
3/1/2021	-	243.137	243.137	12.549.000
3/4/2021	801.000	243.137	1.044.137	11.748.000
3/7/2021	-	227.618	227.618	11.748.000
3/10/2021	801.000	227.618	1.028.618	10.947.000
3/1/2022	-	212.098	212.098	10.947.000
3/4/2022	1.068.000	212.098	1.280.098	9.879.000
3/7/2022	-	191.406	191.406	9.879.000
3/10/2022	1.068.000	191.406	1.259.406	8.811.000
3/1/2023	-	170.713	170.713	8.811.000
3/4/2023	1.068.000	170.713	1.238.713	7.743.000
3/7/2023	-	150.021	150.021	7.743.000
3/10/2023	1.201.500	150.021	1.351.521	6.541.500
3/1/2024	-	126.742	126.742	6.541.500
3/4/2024	1.201.500	126.742	1.328.242	5.340.000
3/7/2024	-	103.463	103.463	5.340.000
3/10/2024	1.201.500	103.463	1.304.963	4.138.500
3/1/2025	-	80.183	80.183	4.138.500
3/4/2025	1.335.000	80.183	1.415.183	2.803.500
3/7/2025	-	54.318	54.318	2.803.500
3/10/2025	1.335.000	54.318	1.389.318	1.468.500
3/1/2026	-	28.452	28.452	1.468.500
3/4/2026	1.468.500	28.452	1.496.952	-
Total	13.350.000	3.693.611	17.043.611	

CLASE F				
Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
5/3/2020				17.555.000
5/9/2020	1.053.300	680.256	1.733.556	16.501.700
5/3/2021	1.053.300	639.441	1.692.741	15.448.400
5/9/2021	1.053.300	598.626	1.651.926	14.395.100
5/3/2022	1.404.400	557.810	1.962.210	12.990.700
5/9/2022	1.404.400	503.390	1.907.790	11.586.300
5/3/2023	1.404.400	448.969	1.853.369	10.181.900
5/9/2023	1.579.950	394.549	1.974.499	8.601.950
5/3/2024	1.579.950	333.326	1.913.276	7.022.000
5/9/2024	1.579.950	272.103	1.852.053	5.442.050
5/3/2025	1.755.500	210.879	1.966.379	3.686.550
5/9/2025	1.755.500	142.854	1.898.354	1.931.050
5/3/2026	1.931.050	74.828	2.005.878	-
Total	17.555.000	4.857.030	22.412.030	

CLASE H				
Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
29/5/2020				1.663.000
29/11/2020	-	-	-	1.663.000
29/5/2021	-	116.410	116.410	1.663.000
29/11/2021	-	58.205	58.205	1.663.000

29/5/2022	-	58.205	58.205	1.663.000
29/11/2022	-	58.205	58.205	1.663.000
29/5/2023	-	58.205	58.205	1.663.000
29/11/2023	-	58.205	58.205	1.663.000
29/5/2024	1.663.000	58.205	1.721.205	-
Total	1.663.000	465.640	2.128.640	

Fuente: Escritura de Emisión / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de mayo de 2023)

Con fecha 27 de febrero de 2020, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la presente Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 40,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2020-00002184, la misma que en igual fecha fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores, determinando además un plazo de vigencia de la oferta pública hasta el 27 de noviembre de 2020.

Colocación de los Valores

Con fecha 05 de marzo de 2020, PICAVAL Casa de Valores S.A. (Agente Colocador) inició la colocación de los valores de la presente Emisión de Obligaciones entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 07 de septiembre de 2020, logró colocar el 100,00% del total aprobado (USD 40.000.000,00).

Saldo de Capital

Hasta el 31 de mayo de 2023, el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones alcanzó la suma de USD 22,74 millones, esto después de haber cancelado de manera oportuna los respectivos dividendos.

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:

- Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

❖ Al 31 de mayo de 2023 la compañía cumplió con lo mencionado anteriormente.

Se entenderá por activos depurados al total de activos del emisor menos: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Cabe señalar que el incumplimiento de este numeral dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión. Para el efecto se procederá conforme a lo previsto en los respectivos contratos de emisión para la solución de controversias, según lo estipulado en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Límite de Endeudamiento

La Emisora se compromete a generar el flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas; y, a mantener durante la vigencia de la emisión, una relación de pasivos con instituciones financieras / activos totales, no mayor a 0,65 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será **semestral** con balances cortados a **junio y diciembre de cada año**. Para el cálculo de deuda financiera se considerarán todas las obligaciones con costo de corto y largo plazo contraídas en el sistema financiero y con el Mercado de Valores.

- ❖ Al 31 de diciembre de 2022, la compañía cumplió con el límite de endeudamiento.

En el siguiente cuadro se puede apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 7: PARÁMETROS CUANTIFICABLES

Indicador	Límite	dic-22	may-23	Cumple
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1	-	1,21	Si
Activos depurados / obligaciones en circulación	Mayor o igual a 1,25	-	7,38	Si
Pasivos instituciones financieras / Total activos	No mayor a 0,65	0,25	-	Si

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

La Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo está respaldada por una Garantía General otorgada por DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Dicho esto, se pudo apreciar que al 31 de mayo de 2023, la compañía presentó un total de activos de USD 482,86 millones, de los cuales el 86,04% son activos libres de gravamen, de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 8: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (Mayo 2023)

Activos	Libres (USD)	%
Disponibles	20.656.062	4,97%
Exigibles	159.263.089	38,33%
Realizables	150.796.877	36,30%
Propiedad, Planta y Equipo	27.914.073	6,72%
Otros activos	56.842.942	13,68%
TOTAL	415.473.043	100,00%

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de mayo de 2023, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: "El monto máximo para emisiones de obligaciones de largo plazo, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en

acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias³.

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión, según lo estipulado en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de mayo de 2023, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 377,12 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 301,70 millones, cifra que genera una cobertura de 13,27 veces sobre el saldo de capital. De esta manera se puede determinar que la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Por otro lado, se debe indicar que, al 31 de mayo de 2023 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 7,48 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores.

CUADRO 9: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (Mayo 2023)

Descripción	USD
Total Activos	482.864.120
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	804.873
(-) Activos Gravados	67.391.077
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ⁴	4.258.308
(-) Derechos Fiduciarios ⁵	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo esté	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores ⁶	32.800.000
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	488.234
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁷	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	377.121.628
80.00% Activos Libres de Gravámenes y Monto Máximo de Emisión	301.697.302
Octava Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	22.738.460
Total Activos Deducidos / Saldo Emisión (veces)	16,59
80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	13,27

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de mayo de 2023, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto en circulación en Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,13 veces⁸ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 31 de mayo de 2023, la empresa ha otorgado garantías por USD 67,39 millones, lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 415,47 millones sería el máximo potencial impacto que tiene sobre sus activos.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, "El conjunto de los valores en circulación de los

³ "La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor."

⁴ Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

⁵ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

⁶ para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

⁷ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

⁸ (Total Activos Deducidos – Saldo Emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

procesos de titularización de flujos de fondos de bienes que se espera que existan y de emisiones de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al doscientos por ciento (200%) de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran por lo menos en un ciento veinte por ciento (120%) el monto excedido”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que los valores que mantiene en circulación representan al 31 de mayo de 2023, el 24,26% del 200% del patrimonio y el 48,52% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 10: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (Mayo 2023)

Descripción	USD
Patrimonio	114.454.548
200% del Patrimonio	228.909.096
Séptima Emisión de Obligaciones	7.250.000
Octava Emisión de Obligaciones	22.738.460
Novena Emisión de Obligaciones	25.550.000
Total Emisiones	55.538.460
Saldo Emisiones / 200% del Patrimonio	24,26%
Saldo Emisiones / Patrimonio	48,52%

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones Iniciales del Emisor

CUADRO 11: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ventas	752.795	789.051	825.581	862.416	899.540	938.137	978.391	1.020.371
Costo de ventas	612.398	641.000	670.676	700.600	730.758	762.113	794.814	828.917
Utilidad bruta	140.396	148.051	154.905	161.816	168.782	176.024	183.577	191.454
Gastos administrativos	33.824	35.560	37.206	38.866	40.539	42.279	44.093	45.985
Gastos de ventas	76.837	80.782	84.522	88.293	92.093	96.045	100.166	104.464
Utilidad operativa	29.735	31.709	33.177	34.657	36.150	37.700	39.318	41.005
Gastos financieros	5.031	6.677	7.644	6.581	5.649	4.827	3.562	2.357
Utilidad antes de impuestos	24.704	25.032	25.533	28.076	30.501	32.873	35.756	38.648
Impuesto a la renta	6.176	6.258	6.383	7.019	7.625	8.218	8.939	9.662
Utilidad neta	18.528	18.774	19.150	21.057	22.876	24.655	26.817	28.986

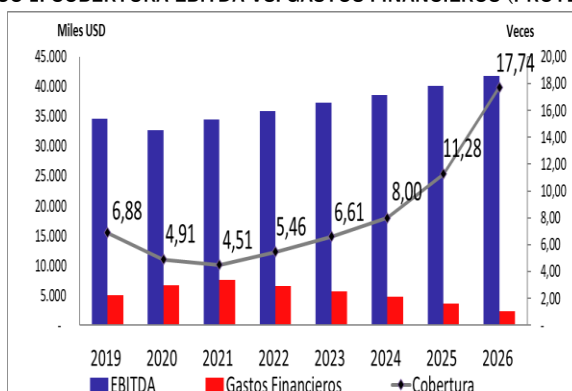
Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero proyectan en sus ingresos un crecimiento promedio (2020 a 2026) de 4,44%. Por su parte, la representación del costo de ventas sobre los ingresos sería constante con un 81,24%, lo que generaría una utilidad bruta promedio de 18,76% de los ingresos. Los gastos operacionales serían constantes a partir del año 2020 con el 14,74% de los ingresos, mientras que el resultado operacional, se presentaría positivo a lo largo de todo el periodo proyectado, con una representación constante del 4,02% de los ingresos.

Los gastos financieros tendrían una representación inferior al 1,00% de los ingresos, a lo largo del periodo proyectado y una vez descontados los impuestos de ley, la compañía arrojaría una utilidad neta que pasaría del 2,38% de los ingresos en el año 2020 al 2,84% en 2026.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva por parte del EBITDA frente a los gastos financieros, que pasaría de 4,91 veces en el año 2020 a 17,74 veces en el año 2026.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La cobertura del EBITDA sobre la deuda financiera se muestra creciente, desde 0,33 veces en 2020 hasta 2,67 veces en 2026. Los indicadores de rentabilidad se presentarían positivos tanto para el ROE como para el ROA.

El flujo de efectivo proyectado por otra parte, presenta los movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía, los mismos que con excepción de 2019, se presentan positivos a lo largo de la proyección; después se incluye los gastos de capital, que implican inversiones que planifica la compañía para el periodo proyectado, en adquisición de activos fijos, propiedades de inversión y activos intangibles; finalmente, las actividades de financiamiento contemplan las obligaciones actuales y las que la Compañía estima contraer.

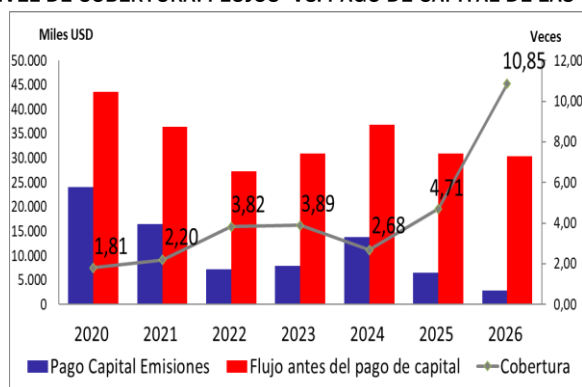
La proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones con costo, tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

CUADRO 12: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Utilidad neta	18.528	18.774	19.151	21.057	22.875	24.655	26.818	28.986
Cargos no monetarios	5.743	6.246	5.723	5.650	5.409	4.567	3.841	3.574
Capital de trabajo	(33.688)	(2.175)	(4.745)	(2.997)	(4.554)	(4.734)	(4.937)	(5.148)
Flujo de efectivo de Operación	(9.417)	22.845	20.129	23.710	23.730	24.488	25.722	27.412
Activo fijo	(20.000)	(10.000)	(2.125)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)
Propiedades de Inversión	(354)	(1.500)	(1.500)	(1.500)	(1.500)	(1.500)	(1.500)	(1.500)
Activo intangible	-	(1.000)	(2.000)	-	-	-	-	-
Flujo de efectivo de Inversión	(20.354)	(12.500)	(5.625)	(3.500)	(3.500)	(3.500)	(3.500)	(3.500)
Obligaciones bancarias	2.789	(17.530)	6.581	(8.451)	(4.679)	(1.897)	(8.727)	(11.579)
Colocaciones Mercado de Valores	16.240	40.000	-	-	-	-	-	-
Pagos Mercado de Valores	-	(24.067)	(16.552)	(7.152)	(7.952)	(13.752)	(6.552)	(2.805)
Compañías relacionadas	5.765	(1.424)	879	886	893	928	969	1.010
Reparto de dividendos	-	(5.003)	(5.069)	(5.171)	(5.685)	(6.176)	(6.657)	(7.241)
Flujo de efectivo de Financiamiento	24.794	(8.024)	(14.161)	(19.888)	(17.423)	(20.897)	(20.967)	(20.615)
FLUJO DE EFECTIVO NETO	(4.977)	2.321	343	322	2.807	91	1.255	3.297
Saldo Inicial	22.168	17.191	19.513	19.855	20.179	22.988	23.079	24.333
SALDOS AL FIN DEL AÑO	17.191	19.513	19.855	20.179	22.988	23.079	24.333	27.630

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁹ VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La cobertura del EBITDA frente a gastos de capital por su parte presentaría un comportamiento superior a la unidad, como efecto de la fortaleza del EBITDA, del mismo modo, el gasto de capital sobre el gasto de depreciación, presentaría indicadores superiores a la unidad a lo largo del periodo proyectado, llegando a 4,27 veces en 2026; al igual que la relación flujo libre de caja sobre deuda financiera, que a diciembre de 2026 registraría 3,09 veces.

Finalmente es importante señalar que la calificadora realizó un estrés al modelo de proyección. La proyección contempla una participación del costo de ventas sobre los ingresos, de 81,35% en 2019 y de 81,24% para el resto de los años; la afectación realizada consistió en elevar la representación del costo de ventas, de la siguiente manera: 82,00% hasta 2020, 81,5% de 2021 a 2024 y 81,6% para los 2 últimos años. Con esta afectación, el modelo aún arrojaría un saldo final de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva, en todos los años proyectados. Cabe señalar que esta sería la máxima afectación que soportarían las proyecciones, sin que se presenten pérdidas o saldos de efectivo negativos.

Últimas Proyecciones del Emisor

CUADRO 13: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	jun-30
Ventas	899.745	926.768	954.602	983.273	1.012.804	1.043.223	1.074.555	1.106.828	571.172
Costo de ventas	727.893	749.755	772.273	795.468	819.359	843.967	869.315	895.424	462.078
Utilidad bruta	171.851	177.013	182.329	187.805	193.446	199.256	205.240	211.404	109.094
Gastos administrativos	67.747	68.491	70.914	74.705	75.141	74.320	75.557	77.669	38.231
Gastos de ventas	65.524	67.492	69.519	71.607	73.758	75.973	78.255	80.605	41.596
Utilidad operativa	38.580	41.029	41.896	41.493	44.547	48.962	51.428	53.130	29.267
Gastos financieros	12.222	14.132	13.648	12.926	11.835	10.931	10.098	9.314	4.397
Utilidad antes de impuestos	26.357	26.897	28.248	28.567	32.712	38.031	41.330	43.816	24.870
Participación a trabajadores	3.954	4.035	4.237	4.285	4.907	5.705	6.199	6.572	3.731
Impuesto a la renta	5.601	5.716	6.003	6.070	6.951	8.082	8.783	9.311	5.285
Utilidad neta	16.803	17.147	18.008	18.211	20.854	24.245	26.348	27.933	15.855

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

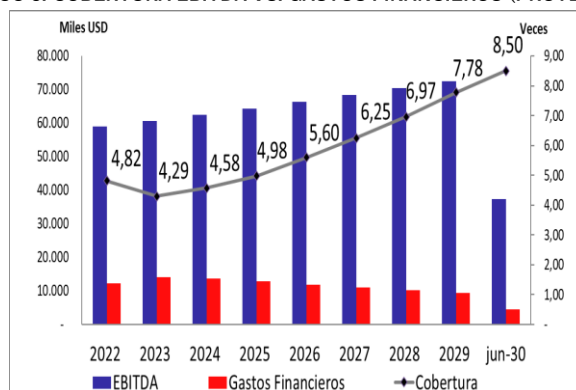
Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero consideran para los ingresos un crecimiento constante del 3,00% a partir del año 2023 (en 2020 el incremento sería del 5,00% frente al cierre de 2021). Por su parte, la representación del costo de ventas sobre los ingresos sería del 80,90% (2022 – IT 2030), lo que generaría una utilidad bruta de igual forma estable del 19,10%. Los gastos operacionales pasarían del 14,81% de los ingresos en 2022 al 14,88% en 2025 y a partir de entonces descenderían hasta un 14,30% en diciembre de 2029. Estos resultados arrojarían un margen operacional positivo a lo largo de todo el periodo proyectado, con una representación que llegaría al 4,80% de los ingresos en 2029.

⁹ (**) Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de las obligaciones vigentes en el Mercado de Valores.

Los gastos financieros tendrían una representación inferior al 2,00% sobre los ingresos durante el periodo proyectado, y una vez descontados los impuestos de ley, la compañía arrojaría una utilidad neta que pasaría del 1,87% de los ingresos en el año 2022 al 2,52% en 2029.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva por parte del EBITDA frente a los gastos financieros, que pasaría de 4,82 veces en el año 2022 a 7,78 veces en 2029 y 8,50 veces en junio de 2030.

GRÁFICO 3: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La relación del EBITDA sobre la deuda financiera se muestra creciente, desde 0,28 veces en 2022 hasta 0,53 veces en 2029 y 0,60 veces en junio de 2030. Los indicadores de rentabilidad se presentarían positivos tanto para el ROE como para el ROA.

El flujo de efectivo proyectado por otra parte, presenta movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía, mismos que se proyectan positivos a lo largo de los años; después se incluye los gastos de capital, que implican inversiones que planifica la compañía para el periodo proyectado, en adquisición de activos fijos, activos intangibles y otras inversiones en activos; finalmente, las actividades de financiamiento contemplan las obligaciones actuales y las que la compañía estima contraer.

La proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones con costo, tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

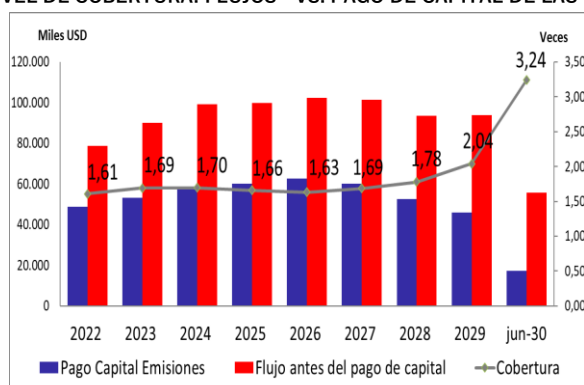
CUADRO 14: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	jun-30
Utilidad neta	16.803	17.147	18.008	18.211	20.854	24.245	26.348	27.933	15.855
Cargos no monetarios	20.314	19.633	20.588	22.868	21.747	19.323	18.908	19.318	8.119
Capital de trabajo	(25.292)	(13.518)	(14.243)	(16.246)	(15.923)	(16.293)	(16.854)	(17.426)	(8.908)
Flujo de efectivo de Operación	11.825	23.262	24.353	24.834	26.678	27.275	28.402	29.825	15.067
Activo fijo	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(3.000)
Activo intangible	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(500)
Inversión en activos	(100.000)	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujo de efectivo de Inversión	(107.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(3.500)
Obligaciones bancarias	17.662	8.340	9.508	6.581	8.318	8.020	(2.000)	(2.000)	(10.000)
Colocaciones Papel Comercial, vigente y futuros	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	15.000
Pagos Papel Comercial, vigente y futuros	(48.844)	(49.592)	(51.944)	(49.139)	(44.650)	(40.000)	(40.000)	(40.000)	(15.000)
Colocaciones Novena Emisión de Obligaciones	80.000	-	-	-	-	-	-	-	-
Pagos Novena Emisión de Obligaciones	-	(3.580)	(6.620)	(10.920)	(18.020)	(20.140)	(12.520)	(5.960)	(2.240)
Compañías relacionadas	(103)	230	237	244	251	259	267	275	302
Reparto de dividendos	(6.000)	(4.537)	(4.630)	(5.672)	(5.737)	(6.569)	(7.637)	(8.300)	(8.799)
Flujo de efectivo de Financiamiento	82.715	(9.138)	(13.449)	(18.906)	(19.837)	(18.430)	(21.890)	(15.985)	(20.737)
FLUJO DE EFECTIVO NETO	(12.460)	7.124	3.904	(1.072)	(159)	1.845	(488)	6.840	(9.170)
Saldo Inicial	42.228	29.768	36.892	40.796	39.724	39.565	41.409	40.921	47.761

SALDOS AL FIN DEL AÑO	29.768	36.892	40.796	39.724	39.565	41.409	40.921	47.761	38.591
-----------------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 4: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS¹⁰ VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

A partir del año 2023, la cobertura del EBITDA frente a gastos de capital presentaría un comportamiento superior a la unidad, como efecto de la fortaleza de su EBITDA; por otro lado, el gasto de capital sobre el gasto de depreciación presentaría indicadores inferiores a la unidad, llegando a 0,30 veces en 2022 y 0,31 veces en 2029. Finalmente, la relación de flujo libre de caja sobre deuda financiera, a diciembre de 2029 registraría 0,68 veces.

Finalmente es importante señalar que la calificadora realizó un estrés al modelo de proyección. Determinando así que la proyección contempla una participación constante de 80,90% del costo de ventas sobre los ingresos, la afectación realizada consistió en elevar la representación del costo de ventas, de la siguiente manera: 83,00% hasta 2024, 82,50% en 2025 y 81,00% a partir de 2026. Con esta afectación, el modelo aún arrojaría un saldo final de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva, en todos los cortes proyectados. Cabe señalar que esta sería la máxima afectación que soportarían las proyecciones, sin que se presenten pérdidas o saldos de efectivo negativos.

Comparativo de Resultados Reales Vs. Lo Proyectado

El análisis comparativo de las cifras reales al 31 de mayo de 2023 versus las proyectadas del segundo trimestre de 2023, reveló que las ventas alcanzaron un avance de 82,62%, mientras que los costos de ventas registraron un 81,31%, lo que generó un margen bruto con un avance de 88,19%. Después de descontar los gastos operativos, la compañía arrojó una utilidad operativa con un avance del 73,47%, mientras que su utilidad antes de impuestos registró una ejecución del 85,11%.

CUADRO 15: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO VS. REAL (USD)

Descripción	Proyectado jun-23	Real may-23	Avance
Ventas	464.308	383.625	82,62%
Costo de ventas	375.625	305.416	81,31%
Utilidad bruta	88.683	78.209	88,19%
Gastos Operativos	68.066	63.062	92,65%
Utilidad operativa	20.617	15.147	73,47%
Gastos financieros	6.955	3.520	50,62%
Utilidad antes de impuestos y participación	13.662	11.627	85,11%

Fuentes: Estructuración Financiera, DIFARE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Así mismo se debe señalar que el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 31 de mayo de 2023 registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación positivo, el mismo que arrojó un valor de USD 1,23 millones, mientras que su flujo de procedente de actividades de financiamiento fue negativo USD -21,65 millones.

¹⁰ (*) Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de las obligaciones vigentes en el Mercado de Valores.

millones y un flujo procedente de actividades de inversión de USD -1,76 millones, lo que generó un neto de efectivo y equivalentes de efectivo de USD 25,07 millones, monto que representó el 6,54% de los ingresos y el 5,19% de los activos. A pesar de lo mencionado el flujo neto al final del periodo (mayo de 2023) registró un avance de 69,49% frente a lo estimado al cierre de junio de 2023.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de efectivo, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Riesgo de la Economía

Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 2,9% en 2023 y 2,8% en 2024¹¹. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador del 2,6% en el 2023 y un 2,8% en 2024¹². Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a las políticas monetarias y las condiciones financieras restrictivas¹³.

Según el FMI, las tenues señales a inicios de 2023, de que la economía mundial podría lograr una estabilidad con inflación a la baja y crecimiento firme, se han disipado, en medio de una inflación persistentemente alta y de las turbulencias en el sector financiero¹⁴. Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento del 2,6% para el año 2023, impulsado por una variación positiva en el consumo final de los hogares, la formación bruta de capital fijo y las exportaciones de bienes y servicios¹⁵.

De igual manera, el año 2023 presenta desafíos para la economía ecuatoriana, los cuales podrían reflejarse en las perspectivas de crecimiento. Entre estos se destacan: la incertidumbre respecto al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva para controlar la inflación, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China y las condiciones del sistema financiero internacional, y su posible efecto en los precios del petróleo, el comercio exterior y en el desempeño del sector fiscal.

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 1,6% en 2023 (+1,1% en 2024). La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+0,8% en 2023 y +1,4% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 5,3% en 2023 y 5,1% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 1,6% en el año 2023 y del 2,2% en 2024¹⁶.

¹¹ <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/April/English/text.ashx>

¹² <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/5443e6bba11cd7fa7c0c678a20edd4dd-0350012023/related/GEP-June-2023-Regional-Highlights-LAC-SP.pdf>

¹³ <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

¹⁴ Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial: Una recuperación accidentada, abril 2023

¹⁵ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Administracion/EvolEconEcu_2022pers2023.pdf

¹⁶ <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>

Por último, el FMI menciona que la salud futura de la economía mundial depende fundamentalmente de un adecuado ajuste de la política monetaria, el curso de la guerra en Ucrania y la posibilidad de nuevas disrupciones por el lado de la demanda relacionadas con la pandemia; así como, de una eficaz cooperación multilateral¹⁷.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a mayo de 2023 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 16: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (millones USD 2007) año 2022	71.125	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,95%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (abr 2023)	51,46%	Inflación mensual (jun 2023)	0,37%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-may 2023	873,0 (Superávit)	Inflación anual (jun 2023)	1,69%
Reservas Internacionales (millones USD 07-jul-2023)	7.051,62	Inflación acumulada (jun 2023)	0,87%
Riesgo país (18 de jul 2023) ¹⁸	1.799 puntos	Remesas (millones USD) I-T 2023	1.191,99
Precio Barril Petróleo WTI (USD 18 jul 2023)	75,75	Tasa de Desempleo urbano (may 2023)	4,1%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg -INEC / Elaboración: Class International Rating

Producto Interno Bruto (PIB): Después de atravesar duras condiciones económicas en el 2020, en el año 2021 la economía ecuatoriana se recupera y el **Producto Interno Bruto (PIB)** registra un crecimiento del 4,2% respecto al año anterior. Para el año 2022, la economía se ha mostrado resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,9% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remesas recibidas. Por su parte, en el primer trimestre del 2023 el PIB creció en 0,7% en relación al primer trimestre de 2022 (t/t-4) y registró una variación de -3,4% respecto al trimestre anterior (t/t-1). El crecimiento interanual implica una mejora en prácticamente todas las industrias. Reflejando una recuperación en el primer trimestre de 2023 en la industria refinación de petróleo (+16,6% en comparación a su similar de 2022), seguida de acuicultura y pesca de camarón (+6,4% respecto al primer trimestre de 2022), correo y comunicaciones (+6,2% respecto a su similar de 2022), y, alojamiento y servicios de comida (+3,7% en relación al primer trimestre de 2022 (t/t-4)); adicionalmente se observó el incremento del consumo final de los hogares, gasto del gobierno y las exportaciones de bienes y servicios.¹⁹

El Banco Central del Ecuador con el fin de cuantificar el impacto económico generado por los eventos y manifestaciones sociales suscitados en junio de 2022 realizó una estimación de los daños y pérdidas. Para lo cual contó con la asistencia técnica del Banco Mundial y el apoyo de varias entidades públicas y privadas. De esta manera, se estima un efecto de USD 1.115,4 millones, de los cuales el 99% corresponde a pérdidas, siendo la industria de comercio la más afectada con una pérdida aproximada de USD 318,1 millones²⁰.

Actualmente, el mundo atraviesa un escenario incierto a causa del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, el cual puede desacelerar la economía mundial por la desvinculación de Rusia del sistema financiero internacional. Este acontecimiento puede resultar en un crecimiento de la economía ecuatoriana menor de lo previsto, dado que las exportaciones a Ucrania desaparecerían y las ventas a Rusia tendrían una reducción significativa por los problemas logísticos y financieros. La producción agrícola en el país, también se vería afectada, debido a los altos costos de producción y escasez de los fertilizantes, esto podría ocasionar una reducción del empleo, especialmente en el sector bananero. Por otro lado, se prevé una pérdida de competitividad generalizada debido al incremento considerable en la inflación dado el aumento en el precio de las materias primas y combustibles. Sin embargo, las finanzas públicas experimentarían una mejora considerable por el acelerado crecimiento del precio del petróleo.

¹⁷ Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial octubre 2022

¹⁸ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

¹⁹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformeIT_2023.pdf

²⁰ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/InformeBMImpactoParoNacional062022.pdf>

El **Riesgo País** registró 1.799 puntos al 18 de julio de 2023. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés²¹.

La coyuntura política actual define un indicador de riesgo país superior a los 1.700 puntos. Esto se relaciona en gran medida con la muerte cruzada aplicada por el Presidente de la República, que desencadenó el inicio de un nuevo período electoral. En este sentido, los inversionistas internacionales poseen un escenario de incertidumbre sobre el futuro de la economía ecuatoriana²².

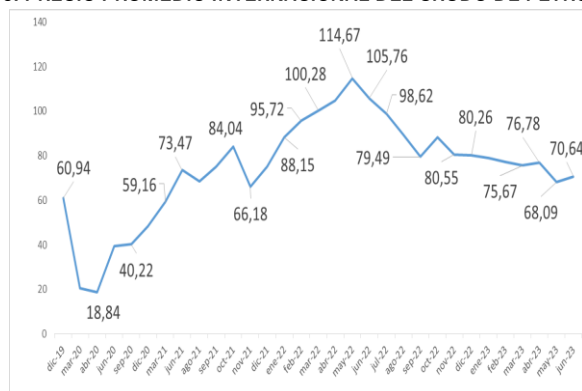
Para mayo de 2023, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 11.755,20 millones, monto inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2022 (llegó a USD 12.124,69 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de consumo, materias primas, bienes de capital, combustibles y lubricantes y diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de Estados Unidos, China, Panamá, Colombia, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** para mayo de 2023 alcanzaron USD 12.628,20 millones, siendo este rubro inferior a lo alcanzado en el mismo periodo de 2022 (USD 13.820,58 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta mayo de 2023 arrojaron una suma de USD 9.291,19 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 3.337,00 millones.

Hasta mayo de 2023, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 873,0 millones, USD 822,89 millones menos que el resultado comercial obtenido en su similar de 2022 (USD 1.695,89 millones). La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 627,44 millones, y la Balanza Comercial No Petrolera un superávit de USD 245,56 millones²³.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento creciente a partir de junio de 2020 donde registró un valor de USD 39,27 por barril, en mayo de 2022 llega a su nivel máximo con un valor de USD 114,67 por barril, posteriormente presenta una tendencia decreciente y en junio de 2023 cierra en USD 70,64 por barril (USD 75,75 por barril al 18 de julio de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2022 se fijó un valor de USD 59,20²⁴ por barril para las exportaciones de petróleo y para 2023 el precio promedio del barril de exportación se estimó en USD 64,84²⁵.

GRÁFICO 5: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: <https://finance.yahoo.com/quote/CL%3DF/history?p=CL%3DF> / Elaboración: Class International Rating

En mayo de 2023, las exportaciones de crudo se ubicaron en 14,70 millones de barriles, lo que representa 4,21% menos que su similar de 2022. De los cuales el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No

²¹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

²² <https://www.primicias.ec/noticias/economia/bonos-externos-caida-precios-muerte-cruzada/>

²³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IE/Mensual/m2056/IEM-322-e.xlsx>

²⁴ <https://www.finanzas.gob.ec/gobierno-nacional-envia-a-la-legislatura-la-proforma-presupuestaria-del-anos-2022/#:~:text=La%20CFDD%20del%20a%C3%B1o%202022,codificado%20a%20agosto%20del%202021.&text=Los%20supuestos%20macroecon%C3%B3micos%20que%20sustentan,de%20petr%C3%B3leo%3A%20USD%2059%2C20>

²⁵ https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2022/11/Anexo-1_Justificativo-Proforma-2023.pdf

Renovables exportó 2,77 millones de barriles, equivalente a la tarifa pagada en especies a las Compañías Privadas por la prestación del servicio de explotación petrolera; la diferencia, 11,93 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador²⁶.

Durante el primer trimestre de 2023, el precio promedio del petróleo ecuatoriano de exportación fue de USD 63,3 por barril, por debajo de lo que necesita el Presupuesto del Estado para financiarse. Lo que representa ingresos petroleros por USD 301 millones, 56% menos de lo registrado en el mismo período de 2022 (USD 677,7 millones). No obstante, se prevé un mejor escenario con el alza del precio del petróleo impulsada por dos factores: incremento de la demanda mundial gracias a la recuperación del consumo de China, y el recorte de la producción de petróleo hasta 2024 anunciado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+)²⁷.

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2022 sumó USD 17.163,52 millones, siendo un 22,81% superior a lo registrado en el año anterior (USD 13.976,16 millones). Hasta junio de 2023 la recaudación sumó un valor de USD 9.609,21 millones, es decir existió un incremento de 3,90% respecto al mismo período de 2022 (USD 9.248,26 millones). Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta mayo de 2023 se destaca, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 4.221,19 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.557,03 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 554,56 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 423,83 millones²⁸.

La **inflación mensual** en junio de 2023 registró una variación de 0,37%, mientras que la variación **anual** fue de 1,69% y la **acumulada** fue de 0,87%. Para junio de 2023, por divisiones de bienes y servicios la inflación mensual registró una variación en 8 agrupaciones que ponderan el 63,41% presentaron porcentajes positivos, siendo Alimentos y bebidas no alcohólicas; seguido de Bebidas alcohólica, tabaco y estupefacientes; y, Restaurantes y hoteles, las agrupaciones de mayor porcentaje. En otras 4 agrupaciones que en conjunto ponderan el 36,59% se registraron resultados negativos, siendo Muebles y artículos para el hogar y la conservación ordinaria del hogar; Transporte; y, Prendas de vestir y calzado, las de mayor variación²⁹.

En referencia al **salario nominal promedio**, para junio de 2023, se fijó en USD 524,83³⁰; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 450,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 472,04 para junio 2023³¹. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en junio de 2023, se ubicó en USD 772,35³², mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 840,00 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 108,76% del costo de la canasta.

Mediante Decreto Ejecutivo No. 611 firmando el 30 de noviembre de 2022, el Presidente de la República fijó el salario básico unificado (SBU) en USD 450,00, mismo que regirá a partir del 01 de enero de 2023³³.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8% en el año 2019 a 3,2% en 2022 y 3,2% en mayo de 2023. La tasa de **empleo adecuado**³⁴ pasó de 38,8% en el año 2019 a 36,0% en 2022 y 36,4% en mayo de 2023, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 19,4% en ese mismo orden y 18,9% a mayo de 2023³⁵.

A diciembre 2022, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,2% y la pobreza extrema en 8,2% (a diciembre de 2021 se registraron tasas del 27,7% y 10,5% respectivamente). En el área urbana la pobreza llegó al 17,8% y en el área rural alcanzó el 41,0% (a diciembre 2021 fue del 20,8% y 42,4% respectivamente). Por su parte, la

²⁶ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>, <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2023196.pdf>

²⁷ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroleo-precio-alza-ecuador-presupuesto/>

²⁸ <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

²⁹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>; <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202306.pdf>

³⁰ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>,

<https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCovuntura/CifrasEconomicas/cie202306.pdf>

³¹ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

³² https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2023/Junio/Boletin_tecnico_06-2023-IPC.pdf

³³ <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/guillermo-lasso-incremento-salario-basico-ecuador.html>

³⁴ Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliada a la seguridad social

³⁵ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Mayo/202305_Mercado_Laboral.pdf

medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³⁶, se ubicó en 0,466 a diciembre del 2022 (0,474 en diciembre de 2021), es decir no existe una variación estadísticamente significativa con respecto a su similar. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en diciembre de 2022 se ubicó en USD 88,72 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,00 mensuales per cápita (a diciembre de 2021 USD 85,60 y USD 48,24 respectivamente)³⁷.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 7,13% para julio de 2023, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,02%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 1,89%³⁸. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para junio de 2023 alcanzó la suma de USD 76.519,02 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.696,36 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendió a USD 19.120,12 millones³⁹.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a diciembre de 2022 se ubicó en USD 38.589 millones; lo que representa un aumento de USD 4.929 millones frente a diciembre de 2021 (+14,6%). La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que en 2022, la banca privada ecuatoriana fue una pieza clave en el proceso de reactivación económica del país. A través de la colocación de créditos, los bancos fueron aliados que apoyaron a los hogares, empresas y negocios con financiamiento y, así contribuyeron en la dinamización de la economía⁴⁰.

Para junio de 2023, la cartera de crédito total alcanzó la cifra de USD 40.362 millones, lo que representa un incremento de 11,7% frente a su similar período de 2022 (USD 4.241 millones más). A pesar de la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la cartera, los bancos continúan apoyando al dinamismo económico del sector productivo. De esta manera, del total de la cartera crediticia a junio de 2023, el 59% (USD 23.954 millones) está destinada a los créditos de producción (productivo, vivienda y microcrédito) y el 41% a los créditos de consumo (USD 16.407 millones). Según lo mencionado por la Asobanca, pese a los desafíos que enfrenta el país a nivel climático, social, económico y político, la banca privada ratifica su compromiso de seguir apoyando con financiamiento a empresas y familias, especialmente para actividades productivas y al mejoramiento de la calidad de vida de los ecuatorianos⁴¹.

En 2023 se prevé una desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito, debido en gran medida al contexto internacional. El incremento de las tasas de interés de política monetaria, que los bancos centrales de los países desarrollados han aplicado para hacer frente a la inflación internacional, eleva el costo del financiamiento externo para el país, incluyendo a los bancos privados, lo cual restringe la liquidez que podría venir del exterior⁴².

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el primer trimestre de 2023 totalizó USD 1.191,99 millones, cifra superior en 8,01% en comparación a su similar de 2022 (USD 1.103,59 millones), e inferior en 5,30% respecto al cuarto trimestre de 2022 (USD 1.258,65 millones). El aumento del flujo de remesas en el trimestre enero - marzo de 2023, se atribuye a la recuperación económica de Estados Unidos, España e Italia, países de donde provienen principalmente los flujos⁴³.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el primer trimestre de 2023 fueron de USD 17,18 millones; monto inferior en un importante 87,33% al registrado en su similar periodo en el 2022, en donde alcanzó USD 135,57 millones. Es el rubro más bajo registrado durante el primer trimestre de los últimos 8 años, resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador⁴⁴. La mayor parte de la IED se canalizó

³⁶ El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

³⁷ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2022/Diciembre_2022/202212_PobrezayDesigualdad.pdf

³⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

³⁹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Coyuntura/s731/BMS_14072023.xlsx

⁴⁰ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

⁴¹ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/07/2023-07-07-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

⁴² <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

⁴³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/eren2023i.pdf>

⁴⁴ <https://www.lahora.com.ec/pais/inestabilidad-politica-desplome-inversion-extranjera-directa-2023/>

principalmente a ramas productivas como: industria manufacturera; transporte, almacenamiento y telecomunicaciones; comercio, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Estados Unidos, España, China, Perú, Colombia, Chile, entre otros⁴⁵.

Para abril de 2023, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 47.417,92 millones, cifra superior a la reportada en abril de 2022, cuando fue de USD 45.763,48 millones y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** para abril de 2023 fue de USD 13.721,05 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 1.092,41 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de abril de 2023, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 51,46% del PIB superando significativamente el límite del 40% del PIB⁴⁶.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2021 registraron la suma de USD 7.897,87 millones y USD 8.458,65 millones al 31 de diciembre de 2022, mientras que para junio de 2023 totalizaron USD 6.966,53 millones (USD 7.521,12 millones al 14 de julio de 2023)⁴⁷. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas.

Las RL (Reservas de Liquidez)⁴⁸ constituidas alcanzaron USD 1.862 millones al 31 de mayo de 2023, mientras que las RL requeridas se ubicaron en USD 1.489 millones; es decir que el sistema presentó un exceso de liquidez por USD 373 millones⁴⁹.

La **calificación de deuda** para julio de 2023⁵⁰ de Standard & Poor's para Ecuador se situó en B- (estable) "altamente especulativa". Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default"⁵¹. Por otro lado, la agencia Fitch Rating ubicó la calificación en B- (estable), calificación que significa "altamente especulativa".

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

El origen de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. se remonta al año de 1983, cuando Carlos Cueva González y su esposa Galicia Mejía Zevallos, abrieron una farmacia de nombre "Marina" en la ciudad de Guayaquil. Gracias a la visión y una clara oportunidad en el mercado de la distribución de medicinas, para el año de 1987 se constituye la empresa bajo la denominación de Distribuidora Farmacéutica René (Difare) S.A., ofreciendo un servicio diferente, que se caracterizó por un mayor surtido de productos y rapidez en su entrega, acompañados de innovadoras políticas de negocio.

El 19 de mayo de 1989, según consta en la Escritura celebrada ante el Notario Décimo Quinto del Cantón Guayaquil, inscrita en el Registro Mercantil el 19 de septiembre del mismo año, la empresa reformó sus Estatutos, adquiriendo su denominación actual DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., con el objetivo de darle una proyección nacional a la compañía⁵². Con esto, en el año de 1995, se expande el negocio y abre oficinas en Quito y Cuenca.

⁴⁵ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/IED_WEBPUB.xlsx

⁴⁶ <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2023/06/Boletin-Deuda-Publica-ABR-2023.pptx>

⁴⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/RILD/RI.xlsx>

⁴⁸ La serie de Reservas Mínimas de Liquidez se presenta hasta la bisemana del 23 de febrero de 2022 (dato cierre de febrero). En adelante se presentarán datos de Reservas de Liquidez, de acuerdo a lo aprobado en la Resolución de la Junta de Regulación y Política Monetaria del 20 de enero de 2022 de modificó la normativa de constitución de reservas de liquidez y encaje.

⁴⁹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion_Jun23.pdf

⁵⁰ <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

⁵¹ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/moody-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-caa3-perspectiva-estable-152042.html>

⁵² De acuerdo a la escritura de constitución inicial de la empresa, esta tiene un periodo de duración de 50 años contados desde su inscripción en el Registro Mercantil, esto es hasta el 25 de mayo de 2037.

Para octubre del año 2012, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador aprobó la fusión por absorción de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., con las compañías Ecuafarmacias & Asociados S.A., Dromayor S.A., y ASEGENSA Asesoría y Servicios Generales S.A.

Las operaciones de la empresa consisten en la distribución y ventas al por mayor y menor de productos farmacéuticos, consumo y aseo a través de farmacias propias bajo las marcas “Pharmacy’s” y “Cruz Azul” y farmacias franquiciadas bajo las marcas “Cruz Azul” y “Farmacias Comunitarias”.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. lidera el mercado de la distribución farmacéutica y comprenden dos divisiones de negocio que son: Distribución y Desarrollo de Farmacias.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. cuenta con su Oficina Matriz en Guayaquil y una Oficina Regional Quito; además de sucursales en Cuenca, Portoviejo, Ambato y Santo Domingo; y su Centro de Distribución en Guayaquil.

El nuevo Centro de Distribución Especializado GD cuenta con 21.000 m², su funcionamiento permite ofrecer al mercado mejores prácticas logísticas, convirtiéndolo en un referente en el país y la región, cuenta con un diseño estructural que corresponde a la última tendencia en tipo de construcciones, empleando materiales eco amigables para minimizar los impactos ambientales. El CDE-GD forma parte en un Parque Logístico de 218.000 metros cuadrados de extensión.

El ámbito en el que la compañía desarrolla sus actividades no demanda por parte de DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A., investigación e innovación tecnológica, los fabricantes de cada uno de los productos comercializados son quienes la desarrollan intensivamente.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de mayo de 2023, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. el capital social de la Compañía se mantiene en USD 25'000.000,00, el cual está conformado por 25.000.000 acciones ordinarias y nominativas de valor nominal unitario de USD 1,00 cada una. Se debe destacar, que el 99,54% de la participación accionaria se concentra en uno de sus accionistas, tal como se observa a continuación:

CUADRO 17: ACCIONISTAS

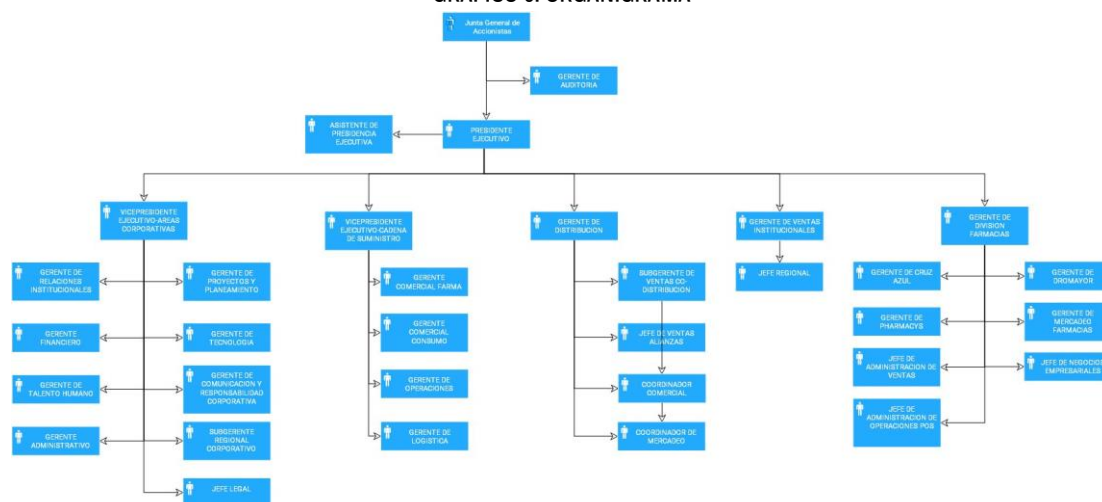
Nombre	Capital (USD)	%
HOLDING GRUPO DIFARE CIA. LTDA.	24.884.527	99,54%
HOLDING HCCG CIA. LTDA.	115.473	0,46%
Total	25.000.000	100,00%

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

El Gobierno de la compañía le corresponde a la Junta General de Accionistas, que constituye su órgano supremo, mientras que el Directorio es el órgano colegiado elegido por la Junta General de Accionistas, encargado de la administración de la sociedad, en los términos en los que señala los Estatutos de la empresa.

La organización de la compañía procura mantener una adecuada estructura financiera, así como procesos de comercialización, entre otras, bajo las directrices de accionistas, junta y principales ejecutivos. Así mismo se debe indicar que la estructura de la compañía, con sus políticas de organización, planificación e inversión, evita la dependencia de un líder organizacional, de este modo favorece el flujo ininterrumpido de sus actividades. A continuación, se expone la estructura organizacional de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.:

GRÁFICO 6: ORGANIGRAMA



Fuente y Elaboración: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.

Es importante recalcar que gran parte de la positiva trayectoria de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., se debe a la aptitud y visión que desde un inicio ha caracterizado a quienes se encuentran al frente de los principales cargos, que, gracias a su experiencia en cada uno de sus campos y profesionalismo, han favorecido al crecimiento del negocio con el cual varios van colaborando por más de dos décadas.

CUADRO 18: DIRECTORIO

Cargo	Nombre
Presidente	Carlos Enrique Cueva González
Miembro Principal	Carlos Oswaldo Cueva González
Miembro Principal	Fernando Enrique Cueva Mejía
Miembro Principal	Juan Arnao Ramírez
Miembro Principal	José María Marzo Serrano
Miembro Principal	José María Vázquez
Miembro Principal	Fausto Oswaldo Ruiz Donoso

CUADRO 19: PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
Presidente Ejecutivo	Carlos Oswaldo Cueva Gonzalez
Vicepresidente Ejecutivo	Fernando Enrique Cueva Mejia
Gerente Financiero	Felipe Eusebio Pincay Zambrano
Gerente División Farmacias	Julio Christian Coll Baquerizo
Gerente de Talento Humano	Minerva Leticia Navarrete Zambrano
Gerente de Comunicación y Responsabilidad Corporativa	Silvia Erika Banda Jaramillo
Gerente de Auditoría	Juan Tomas López Guevara

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

La compañía contempla conceptos de Buen Gobierno Corporativo, anualmente emite el informe de responsabilidad corporativa y sostenibilidad, que muestra los resultados de la gestión de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. y de las 10 empresas que forman parte del Grupo DIFARE, en conformidad con la opción esencial de los estándares GRI, el documento detalla el progreso para cumplir con los 10 principios de pacto global a los cuales se encuentran adheridos.

La aplicación de Prácticas de Buen Gobierno Corporativo está respaldada en la reforma de los Estatutos Sociales de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., celebrada el 15 de noviembre de 2013. Adicionalmente, es importante mencionar que uno de los principales aspectos del Gobierno Corporativo, es el funcionamiento del Directorio con directores externos.

La compañía monitorea el cumplimiento de estrategias planteadas y mantiene políticas que norman la transparencia y divulgación de información financiera, calidad de la contabilidad y de los reportes financieros, tanto a los accionistas, altas gerencias como al personal en general. Según la administración de la compañía, su actitud hacia los stakeholders es de total transparencia y de acciones que fortalezcan la relación.

Con respecto a la política de reparto de dividendos y utilidades, la compañía responde a las disposiciones de las juntas generales de accionistas.

Empleados

Otro de los aspectos en los cuales se refleja la importancia de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. y sus operaciones, es que la compañía se constituye en una importante plaza directa de trabajo para 4.983 personas⁵³ a mayo de 2023 (4.343 personas, en noviembre de 2022).

Dentro de la compañía no se han conformado Sindicatos, Comités de Empresa o contratos colectivos, que eventualmente pudieran representar un factor que influya en el normal desarrollo de sus operaciones.

La compañía cuenta con un proceso adecuado para la selección y contratación de personal idóneo para el desempeño de sus funciones dentro de la estructura organizacional, de tal manera que cuenta con personal calificado, con experiencia y orientado a un mismo objetivo.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Empresas vinculadas o relacionadas⁵⁴

CUADRO 20: COMPAÑÍAS RELACIONADAS

NOMBRE	TIPO DE VINCULACIÓN	EMPRESA VINCULADA	% PARTICIPACIÓN	STATUS LEGAL
CARLOS OSWALDO CUEVA MEJIA	ADMINISTRACIÓN	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	HOLDING GRUPO DIFARE CIA. LTDA.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN Y PARTICIPACIÓN	HOLDING OSM CIA.LTDA.	99.99%	ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	HOLDING HCCG CIA.LTDA.	<1%	ACTIVA
FERNANDO ENRIQUE CUEVA MEJIA	ADMINISTRACIÓN	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN Y PARTICIPACIÓN	TRADISAKIM S.A.	50%	ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	INVERSIONES INMOBILIARIAS CECG S.A.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN Y PARTICIPACIÓN	HOLDING FCM CIA.LTDA.	99.99%	ACTIVA
JULIO CESAR ANTONIO OCAÑA MOREIRA	ADMINISTRACIÓN	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	FRISONEX, FRISON IMPORTADORA, EXPORTADORA CIA. LTDA.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	OFTALVIS S.A.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	HUMALAB S.A.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	HOLDING GRUPO DIFARE CIA. LTDA.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	ASEGENSA ASESORIA Y SERVICIOS GENERALES S.A.		CANCEL. DE INSCRIP. ANOTADA EN RM
HOLDING GRUPO DIFARE CIA LTDA	PARTICIPACIÓN	DISTRIBUIDORA GENERAL DISTRIGEN S.A.		CANCEL. DE INSCRIP. ANOTADA EN RM
	PARTICIPACIÓN	DYVENPRO DISTRIBUCIÓN Y VENTA DE PRODUCTOS S.A.	99.99%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.	99.52%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	FRISONEX, FRISON IMPORTADORA, EXPORTADORA CIA. LTDA.	99.99%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	OFTALVIS S.A.	99.99%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	HUMALAB S.A.	99.99%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	LABORATORIOS STEIN S.A.	50%	CANCEL. DE INSCRIP. ANOTADA EN RM
	PARTICIPACIÓN	ARTISFARMA S.A.	75%	NO INFORMACIÓN
PARTICIPACIÓN	ASEGENSA ASESORIA Y SERVICIOS GENERALES S.A.	99.99%	CANCEL. DE INSCRIP. ANOTADA EN RM	
PARTICIPACIÓN	DISTRIBUIDORA GENERAL DISTRIGEN S.A.	99.00%	CANCEL. DE INSCRIP.	

⁵³ Cuentan con contratos de prestación de servicios.

⁵⁴ Adicionalmente, la compañía mantiene relaciones con la empresa TRANSPBARRENO: Empresa responsable de la transportación de mercadería para el sector farmacéutico y de consumo dentro del Ecuador

				ANOTADA EN RM
HOLDING ACCM CIA LTDA	PARTICIPACIÓN	CONSTRUCSERVER S.A.	99.99%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	SERVICIO DE ADMINISTRACION DE BIENES DIBIENS S.A.	16.00%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	HOLDING GRUPO DIFARE CIA. LTDA.	16.65%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	INVERSIONES INMOBILIARIAS CECG S.A.	16.00%	ACTIVA
ANDREA CAROLINA CUEVA MEJIA	PARTICIPACIÓN	ALEXANDRIA S.A.	8.63%	CANCEL. DE INSCRIP. ANOTADA EN RM
	ADMINISTRACIÓN	CONSTRUCSERVER S.A.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	SERVICIO DE ADMINISTRACION DE BIENES DIBIENS S.A.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	HOLDING ACCM CIA.LTDA.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	ALEXANDRIA S.A.		CANCEL. DE INSCRIP. ANOTADA EN RM
	PARTICIPACIÓN	HOLDING GGMZ CIA.LTDA.	>1%	ACTIVA
GALICIA GUADALUPE MEJIA ZEVALLOS	PARTICIPACIÓN	HOLDING ACCM CIA.LTDA.	99.99%	ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	CONSTRUCSERVER S.A.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN Y PARTICIPACIÓN	ADMINISTRADORA INTEGRAL DE PROPIEDADES S.A.	<1%	ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	ADINPROSA		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	SERVICIO DE ADMINISTRACION DE BIENES DIBIENS S.A.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	INVERSIONES INMOBILIARIAS CECG S.A.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN Y PARTICIPACIÓN	HOLDING GGMZ CIA.LTDA.	99.99%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	HOLDING FCM CIA.LTDA.	<1%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	HOLDING OSM CIA.LTDA.	<1%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	HOLDING ACCM CIA.LTDA.	<1%	ACTIVA
HOLDING FCM CIA LTDA	PARTICIPACIÓN	SERVICIO DE ADMINISTRACION DE BIENES DIBIENS S.A.	16%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	HOLDING GRUPO DIFARE CIA. LTDA.	16.65%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	INVERSIONES INMOBILIARIAS CECG S.A.	16%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	ALEXANDRIA S.A.	8.63%	CANCEL. DE INSCRIP. ANOTADA EN RM
HOLDING HCCG CIA LTDA	PARTICIPACIÓN	DYVENPRO DISTRIBUCION Y VENTA DE PRODUCTOS S.A.	<1%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.	<1%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	OFTALVIS S.A.	<1%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	HUMALAB S.A.	<1%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	HOLDING GRUPO DIFARE CIA. LTDA.	50.05%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	ASEGENSA ASESORIA Y SERVICIOS GENERALES S.A.	<1%	CANCEL. DE INSCRIP. ANOTADA EN RM
	PARTICIPACIÓN	DISTRIBUIDORA GENERAL DISTRIGEN S.A.	1%	CANCEL. DE INSCRIP. ANOTADA EN RM
CARLOS ENRIQUE CUEVA GONZALEZ	PARTICIPACIÓN	ALEXANDRIA S.A.	50.11%	CANCEL. DE INSCRIP. ANOTADA EN RM
	ADMINISTRACIÓN	DYVENPRO DISTRIBUCION Y VENTA DE PRODUCTOS S.A.		ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	ARTISFARMA S.A.		NO INFORMACIÓN
	ADMINISTRACIÓN Y PARTICIPACIÓN	HOLDING HCCG CIA.LTDA.	99.99%	ACTIVA
	ADMINISTRACIÓN	ALEXANDRIA S.A.		CANCEL. DE INSCRIP. ANOTADA EN RM
	PARTICIPACIÓN	ELECTROQUIL S.A.	<1%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	MEDIGLOBAL S.A.	58%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	PROMOTORA CHUROLOMA S.A.	<1%	ACTIVA
HOLDING OSM CIA. LTDA	PARTICIPACIÓN	DELIFE CIA.LTDA.	51%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	SERVICIO DE ADMINISTRACION DE BIENES DIBIENS S.A.	16%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	HOLDING GRUPO DIFARE CIA. LTDA.	16.65%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	INVERSIONES INMOBILIARIAS CECG S.A.	16%	ACTIVA
	PARTICIPACIÓN	ALEXANDRIA S.A.	8.63%	CANCEL. DE INSCRIP. ANOTADA EN RM

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / POP / Elaboración: Class International Rating

Otros Aspectos de la Empresa

Divisiones de Negocio y Productos

Distribución: Comercialización de productos farmacéuticos, de consumo y aseo a farmacias a nivel nacional, subdistribuidores y mayoristas del canal farmacéutico y de consumo.

Desarrollo de Farmacias: Cuenta con más 2.000 farmacias a nivel nacional de las cuales 518 pertenecen a DIFARE y la diferencia bajo el esquema de franquicias.

CUADRO 21: CADENA DE FARMACIAS FRANQUICIADAS

Cadena	Descripción
Farmacias Cruz Azul	Creada en el año 2000, es una de las franquicias más grande del Ecuador. Cuenta con 1591 puntos, de los cuales 518 farmacias son de propiedad de Difare y diferencia en modelo de franquicia, se encuentran ubicados en la Costa, Sierra, Oriente y Galápagos.
Pharmacy's	Creada en el año 2002, entre los servicios y beneficios que ofrece están el Programa de Medicación Continua (Controlmed), Pharmababy Programa de Beneficios Maternos, Entrega Total (Servicio a Domicilio), Pharmacys Plus (Tarjeta de Beneficios), Centro de Dermocosmética y Maquillaje. Cuenta con 130 locales distribuidos a nivel nacional de propiedad de Difare.
DROMAYOR	Se dedica a la venta al por menor y mayor de medicamentos y productos de aseo. Cuenta con 13 locales.
Farmacias Comunitarias	Creada en el año 2006, atiende a zonas rurales y ofrece precios más económicos. Cuenta con más de 800 establecimientos franquiciados.

Fuente/Elaboración: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.

Clientes

En cuanto a su cartera de clientes, de acuerdo a información remitida, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. cuenta con un portafolio diversificado, evitando de esta manera un posible riesgo de concentración⁵⁵.

Al 31 de mayo de 2023, el cliente más representativo registró apenas un 3,38% de los ingresos de la compañía y el 17,18% de las ventas corresponde a los 10 principales clientes, con porcentajes que oscilan entre el 0,98% y 3,38%.

Las ventas de la compañía se generan en mayor proporción con crédito directo, en el parcial, mayo de 2023 estas significaron el 54,90% sobre el total de ventas, la diferencia corresponde a ventas en efectivo, 34,67% y con tarjeta de crédito, 10,43%.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. cuenta con políticas de crédito y cobranzas claramente definidas, aplicadas por un comité que se encarga de asignar los cupos de crédito dependiendo de las garantías reales que posea el cliente y su historial de crédito, la política establece 60 días de cobro. Mientras que, para la recuperación de cartera, la compañía define una serie de actividades por plazo, con la finalidad de evitar el deterioro de clientes y problemas de crédito en plazos mayores.

Al 31 de mayo de 2023, la composición de la cartera, que incluye provisión de cuentas incobrables, estuvo concentrada en su mayoría en cartera por vencer, la cual representó el 89,28% (89,64% a diciembre de 2022) de la cartera total, mientras que la cartera vencida significó el 10,72% (10,36% en diciembre de 2022), cifras que evidencian una estructura de cartera relativamente sana.

CUADRO 22: ANTIGUEDAD DE LA CARTERA⁵⁶

Cartera total	2021	2022	may-23
Por Vencer	91,71%	89,64%	89,28%
Vencida de 1 a 30 días	1,54%	2,46%	2,17%
Vencida de 31 a 180 días	1,54%	5,27%	6,32%
Vencida de 181 a 360 días	1,60%	1,53%	1,57%
Vencida más de 360 días	3,62%	1,11%	0,66%
Total	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

La cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas por la compañía, es de 21,47% a mayo de 2023.

Proveedores

⁵⁵ La compañía tiene una buena capacidad de negociación con sus clientes

⁵⁶ Incluye cuentas por cobrar comerciales (corto y largo plazo), cuentas por cobrar relacionadas, anticipo a proveedores, otras cuentas por cobrar y provisión para cuentas incobrables.

Los productos que DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. comercializa, son adquiridos localmente, en su mayoría de laboratorios de renombre internacional. La compra y negociación de los productos se las realiza en el país, la compañía no realiza importaciones de los productos que distribuye.

A mayo de 2023, el 32,70% del costo de ventas se concentró en 3 proveedores, Proveedor A (13,07%), Proveedor B (11,52%) y Proveedor C (8,11%) en adelante se evidencia mayor dispersión, los proveedores de la Compañía registran participaciones individuales inferiores al 6,00%. Con lo anterior se establece un adecuado manejo del riesgo de concentración de proveedores.

La compañía mantiene una muy buena aceptación con sus proveedores, por lo que ha desarrollado capacidad de negociación con ellos.

La empresa recibe de sus proveedores crédito directo, sin necesidad de que para ello instrumenten garantías reales, cartas de crédito u otros similares. El plazo de financiamiento que recibe la compañía por parte de sus proveedores es de 90 días.

Los productos que comercializa la compañía son denominados “me too”, lo que quiere decir que estos son absolutamente reemplazables por otros de marca o genéricos puros, por lo cual no existe una dependencia a ningún proveedor. Cabe resaltar que, en el mercado farmacéutico nacional, al ser una industria muy competitiva, se encuentra fraccionado en términos de participación, donde el consorcio más grande del mercado alcanza una participación de alrededor del 5%.

El desarrollo de productos de la compañía está vinculado a su empresa relacionada DYVENPRO S.A., la cual es la casa de representación de productos del Grupo DIFARE.

La compañía presta atención a los cambios estructurales en el gusto de consumidores y en la generación de productos complementarios y/o sustitutos, cuyo desarrollo se encuentra a cargo de los proveedores.

Política de Precios

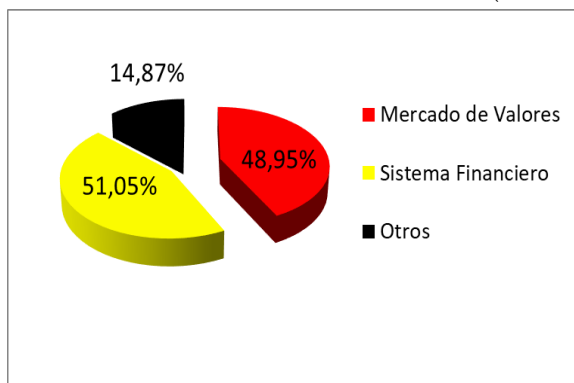
Al ser un mercado con precios regulados, la compañía ha logrado optimizar los costos mediante negociación con proveedores y alianzas exclusivas con laboratorios aprovechando las máximas condiciones.

Política de Financiamiento

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. ha financiado sus operaciones principalmente con pasivos, en mayo de 2023 estos fondearon el 76,30% de los activos (77,25% de los activos en diciembre de 2022). Cuentas por pagar a proveedores es históricamente el rubro con mayor participación, con corte a mayo de 2023, totalizó USD 169,08 millones y permitió el financiamiento del 35,02% del activo total a la misma fecha (32,97% en diciembre de 2022). La empresa recibe de sus proveedores crédito directo, sin necesidad de que para ello instrumenten garantías reales, cartas de crédito u otros similares. El plazo de financiamiento que recibe la compañía por parte de sus proveedores es de 90 días.

Le sigue en importancia la deuda con costo que ascendió a USD 128,31 millones en mayo de 2023, financió el 26,57% de los activos, y estuvo conformada por obligaciones bancarias, emisiones en el Mercado de Valores y otros pasivos con costo, referidos específicamente a pasivos por arrendamiento.

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA CON COSTO (MAYO 2023)



Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Política de Inversiones

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. refleja que sus inversiones se concentran principalmente en inventarios y en la adquisición de propiedad, planta y equipo. El crecimiento de los inventarios responde a la dinamización de la actividad; la inversión fija se sustenta en el crecimiento de la infraestructura de la compañía.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., se ha enfocado en la inversión en inventarios, para robustecer los ingresos por la distribución y el retail, es así que, en mayo de 2023, el rubro de inventarios aumentó en 16,71% con relación a diciembre de 2022, ascendiendo a USD 172,94 millones. Adicionalmente, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. registra propiedades de inversión por un monto de USD 4,57 millones (-16,45% con respecto a diciembre de 2022).

Principales Estrategias

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. es líder en su mercado, ha tenido un crecimiento sostenido desde el año 2014, mediante la implementación de nuevas farmacias y alianzas estratégicas con laboratorios, en los cuales la compañía es su distribuidor. La compañía también ha realizado atractivas negociaciones con clientes, lo que le ha permitido crecer significativamente en los últimos años. El desarrollo de productos está vinculado a nuestra empresa relacionada Dyvenpro S.A., la cual es la casa de representación de productos del Grupo.

Durante la emergencia sanitaria, la compañía fortaleció su canal de ventas a domicilio. Se mejoró rápidamente la capacidad para atender la demanda a domicilio, contratando personal temporal para atender la alta demanda y reubicando a personal administrativo (202 agentes de *call center* en el pico de la pandemia).

La compañía implementó estrategias de teletrabajo exitosas para el área administrativa mientras que las farmacias siguen trabajando con normalidad. Ciertas áreas continúan trabajando de forma remota desde casa. Como resultado del incremento de la demanda durante la pandemia, ha concentrado sus esfuerzos en ganar participación de mercado gracias a su capacidad logística y cobertura a través de la apertura de nuevos puntos.

Responsabilidad Social y Ambiental

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. y su grupo, basa su gestión en una planificación equilibrada, ética y responsable con sus grupos de interés comprometidos a incorporar prácticas alineadas a la Seguridad, Salud Ocupacional, Cuidado Ambiental y Apoyo a la Comunidad.

El último Informe de Responsabilidad Corporativa y Sostenibilidad, cargado en la página de la compañía correspondiente al año 2021⁵⁷, muestra los resultados de la gestión de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. y de las 10 empresas que forman parte del Grupo DIFARE, en conformidad con la opción esencial de los estándares GRI, el documento detalla el progreso para cumplir con los 10 principios de pacto global a los cuales se encuentran adheridos. El contenido del informe contempla los pilares de sostenibilidad del Grupo, el triple impacto (económico, social y ambiental) de la gestión y los aportes concretos a las 40 metas identificadas para los 7 objetivos de desarrollo sostenible.

La compañía es una de las pioneras en identificar los 7 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) a los que contribuye con metas a través de su gestión, actividades y programas, comprometidos con la agenda 2030 de las Naciones Unidas.

El modelo de negocio inclusivo y solidario en el sector farmacéutico y el primer Banco de Medicinas son dos de los programas que contribuyen a dinamizar el emprendimiento y la economía local. En 2019, finalizó la construcción del Centro de Distribución Especializado GD, el cual contribuye con toda la cadena de valor y ofrece las mejores prácticas logísticas para el manejo de productos.

En 2004 se creó la Fundación Educativa FE (DIFARE), que es una ONG cuya misión es "Desarrollar competencias profesionales de las personas que trabajan en el sector salud". Esta organización ha contribuido con la capacitación mediante programas académicos y uso de nuevas tecnologías a miles de beneficiarios, vinculados a la cadena de valor del sector farmacéutico, en donde se incluyen propietarios de farmacias, dependientes, personal administrativo y visitadores médicos.

Desde hace 8 años, colaboran con los centros educativos de Fe y Alegría, promoviendo actividades a favor de la salud con brigadas médicas, dotación de botiquines, charlas preventivas y chequeos a través de la campaña "Niños Felices y Saludables". Han logrado beneficiar a más de 1,500 estudiantes y sus familias.

Es una de las empresas fundadores del Programa Re-Emprende, diseñado por la Alianza para el Emprendimiento e Innovación (AEI), con el propósito de brindar asistencia técnica, financiamiento a emprendedores afectados por el terremoto de Ecuador del 2016, para que reinicien sus actividades productivas. A la fecha se han beneficiado a más de 3700 personas.

Grupo DIFARE forma parte de la junta directiva del Consorcio Ecuatoriano para la Responsabilidad Social CERES, una organización privada sin fines de lucro que privilegia el intercambio de experiencias entre los diversos actores de la sociedad, el diálogo constructivo, así como la construcción de capacidades que permitan fortalecer la gestión socialmente responsable de las empresas.

Acorde con el compromiso de la compañía con los ODS, son miembros de esta iniciativa global con impacto local de la Red Pacto Global Ecuador, conformada por 194 miembros comprometidos con la aplicación de los diez principios universales en cuatro áreas temáticas: derechos humanos, estándares laborales, medio ambiente y anti-corrupción.

Empresa Socialmente Responsable (ESR) enorgullece este distintivo que refleja el compromiso en el ámbito económico, social y ambiental.

En cuanto a la responsabilidad ambiental, para DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. es importante la Eficiencia Energética por lo cual en la empresa como en todo el Grupo, se han implementado procesos de optimización y sistematización integral, permitiendo el cuidado y ahorro de Energía Eléctrica. Este principio incluso se ha promovido entre sus franquiciados, quienes mediante el correcto uso de la tecnología generan más del 80% de sus pedidos on-line, siendo así más amigables con el ambiente. Además, las farmacias propias y franquiciadas de la empresa han incorporado el uso de fundas biodegradables como otro aporte al cuidado medio ambiental. Desde el 2019, sus farmacias han reducido el uso de 9 millones de fundas, poseen plantas de aguas residuales y promueven el reciclaje.

⁵⁷ El Informe de Responsabilidad Corporativa y Sostenibilidad se emite anualmente.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. desde el año 2014 es miembro de la Corporación Ecuatoriana de Responsabilidad Social.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. cuenta con diferentes reconocimientos como Distintivo Empresa Socialmente Responsable otorgado por el CERES y primer lugar como Mejor Marca Empleadora Farmacéutica por Employer Branding Ecuador 2021 y Ferias 360.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa y Normas de Calidad

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas, sujeta a la regulación de los organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Trabajo, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Normas Municipales y Defensoría del Pueblo.

Además, de acuerdo al giro del negocio de la empresa, ésta también se encuentra sujeta a lo que señala la Ley Orgánica de la Salud y el Reglamento de control de establecimientos farmacéuticos. La Ley Orgánica de la Salud tiene por objeto establecer los principios y normas generales para la organización y funcionamiento del Sistema Nacional de Salud que regirá en todo el territorio nacional, mientras que, de acuerdo al reglamento de control antes mencionado, el funcionamiento y control de botiquines, farmacias, distribuidoras farmacéuticas, casas de representación y laboratorios farmacéuticos, públicos y privados, están sujetos a las disposiciones establecidas en dicha normativa.

Por otro lado, en lo que concierne a normas de calidad, debe señalarse que DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. trabaja con BPA (Buenas Prácticas de Almacenamiento) para sus bodegas, distribución y farmacias, así como BPD (Buenas Prácticas de Dispensación), de acuerdo a lo que señalan diversos reglamentos y acuerdos ministeriales al respecto.

Riesgo Legal

Según la página institucional del Consejo de la Judicatura, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., registra varios procesos legales en su contra, principalmente de tipo laboral; también registra acciones legales como demandante, principalmente derivadas de la gestión de recuperación de cartera. Es importante indicar que, según informó la compañía, estos procesos se encuentran apropiadamente administrados y no son significativos para la compañía, de modo que no afectan el normal desempeño y continuidad del negocio.

Liquidez de los títulos

Con fecha 05 de marzo de 2020, PICAVAL Casa de Valores S.A. (Agente Colocador) inició la colocación de los valores de la presente Emisión de Obligaciones entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 07 de septiembre de 2020, logró colocar el 100,00% del total aprobado (USD 40.000.000,00).

La compañía es un emisor recurrente en el Mercado de Valores, por lo que, al 31 de mayo de 2023 registra las siguientes emisiones vigentes:

CUADRO 23: EMISIONES VIGENTES (USD, MAYO 2023)

Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Aprobado	Estado
Séptima Emisión Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-SA-2019-00000011	20.000.000	Vigente
Octava Emisión Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2020-00002184	40.000.000	Vigente
Novena Emisión de Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2022-000044620	80.000.000	Vigente

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes.

Conforme información remitida por la Bolsa de Valores, durante el último semestre, diciembre de 2022-mayo de 2023, el instrumento registró negociaciones en el mes de diciembre, de acuerdo al siguiente detalle.

CUADRO 24: PRESENCIA BURSÁTIL

Fecha	# Días	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
dic-22	3	4	2.171.650,81	21	14.29%

Fuente: Bolsa de Valores / Elaboración: Class International Rating

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Eventos Importantes

- Las cuentas por pagar experimentaron un aumento sostenido; debido al propio giro de negocio, los proveedores apalancan sin costo a la compañía.
- Por otro lado, la ejecución presupuestaria del 2022 se registró cumplimiento en la utilidad antes de impuestos, lo que se traduce que las estrategias implementadas por la compañía dieron resultado.

Situación del Sector

La principal actividad de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. es la distribución de productos farmacéuticos. El sector de comercio aporta con alrededor del 10% al PIB nacional. Por el lado de la oferta, aproximadamente el 90% de las plantas farmacéuticas del país son de capital ecuatoriano, según el Instituto Mundial de la Salud.

En Ecuador, el negocio de los medicamentos es un mercado concentrado en menos de 10 grupos económicos los mismos que sostienen un modelo de negocios. La estructura del mercado farmacéutico en el Ecuador depende en su mayoría de la demanda de medicamentos que está determinada esencialmente por la prescripción de los médicos en los servicios de consulta, atención ambulatoria, hospitalización y rehabilitación y/o por los usuarios (automedicación-auto prescripción). La industria farmacéutica es un mercado de alta exigencia, condición que obliga a las empresas ligadas a su operación de destacarse en calidad y atención.⁵⁸

Ecuador es uno de los países de la región con mayor tamaño de mercado farmacéutico. Sin embargo, es muy dependiente de las importaciones del exterior en comparación con la producción local. El mercado farmacéutico ecuatoriano se encuentra en crecimiento, debido a los cambios demográficos que está experimentando la población y al aumento del gasto público destinado a la salud. Ambas son tendencias que van a continuar su desarrollo actual, lo que incidirá en un aumento de las ventas farmacéuticas totales.⁵⁹

Según el estudio de Fitch Solutions, se proyectan unas ventas totales de USD 2.097 millones hacia el año 2023, llegando a la cifra de USD 2.900 millones en 2028. A lo anterior hay que sumar los esfuerzos del país por atraer inversión extranjera, ampliando el plazo de los incentivos de la Ley de Fomento Productivo hasta agosto de 2022. Los beneficios más destacados que establece esta Ley son: exoneración del pago al impuesto a la renta de

⁵⁸ https://www.farmasol.gob.ec/sites/default/files/Doc001-DICIEMBRE2021-PEI_2021-2024.pdf

⁵⁹ <https://www.cancilleria.gob.ar/es/ecuador-0>

las nuevas inversiones productivas entre 8 y 15 años y dispensación del impuesto a la salida de divisas por importación de bienes o materias primas.⁶⁰

La industria farmacéutica es una rama de la industria que se dedica al descubrimiento, desarrollo fabricación y la comercialización de medicamentos para la salud. En este análisis identificamos de manera general una serie de submercados que conforman el complejo entorno de los medicamentos, estos representan ecosistemas particulares y cada uno presenta una serie de características diferentes, en función de la regulación y del agente que compra el medicamento.⁶¹

El proyecto del Gobierno de Ecuador de crear un sistema de compra unificado de medicamentos y entrega de medicinas a través de farmacias privadas inicia el 31 de marzo de 2022 y su objetivo es la consolidación de todas las solicitudes de medicinas en un solo sistema.

En Ecuador el plan medicina cerca reduce su alcance, La estrategia pasa una etapa de ajustes. El Ministerio de Salud Pública (MSP) reduce el alcance de Medicina Cerca, el plan de externalización de farmacias que se activó en julio del 2022 para tratar de resolver el desabastecimiento de los hospitales públicos. Desde que comenzó el 2023, los pacientes notaron que disminuyó la cantidad de fármacos que recibían de manera gratuita en las cadenas farmacéuticas que firmaron convenios con el MSP. El Ministerio de Salud mantiene otros mecanismos para la adquisición de fármacos, entre ellos la subasta inversa, las compras por ínfima cuantía y las compras internacionales. Sin embargo, las quejas por falta de medicinas continúan en los hospitales.⁶²

El sector donde desarrolla sus actividades la empresa evidenció en el 2020 el mundo fue impactado por la pandemia del COVID-19 que modificó los comportamientos de los consumidores, impulsando los canales digitales de ventas. Algunas empresas, incluso, tuvieron que adelantar sus proyectos de desarrollo de estos canales que tenían previstos para años posteriores. Sin embargo, el 2023 se inicia con una recuperación del canal físico. La nueva flexibilidad ha hecho que los consumidores vuelvan a preferir este tipo de tiendas en donde puedan comprar todo en un solo establecimiento.

Esto, según un reporte de McKinsey & Company, una consultora global enfocada en la administración estratégica, denominado *State of Grocery* (estado de la tienda de comestibles), que revela que en Ecuador el canal físico se va recuperando frente a la caída que tuvo de -32 % entre el 2020-2022, y espera un crecimiento en la intención de uso de 3 % de cara al 2023.⁶³

El sector donde desarrolla sus actividades la empresa, tiene como barreras de entrada: La necesidad de economías de escala, la alta especialidad que se necesita para cada uno de los productos, registros sanitarios, fijación de precios, el cual es sometido a una revisión y control por las entidades pertinentes, la necesidad de profesionales especializados con títulos de al menos tercer nivel y con experiencia en las actividades desarrolladas por la compañía, la necesidad de fuertes inversiones de capital en infraestructura y tecnología, patentes y licencias, distribución y almacenamiento, nuevos productos y publicidad, etc., el acceso a proveedores que son mayormente internacionales, altas necesidades de capital de trabajo, alta diferenciación de los productos existentes, la experiencia en el sector y el *Know how* necesario para incursionar en este sector. La principal barrera de salida que tiene el sector es la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos altamente especializados o para adaptarlos a otra actividad.

El sector en general mantiene una aceptable capacidad para transferir al precio de sus productos los cambios en los costos, aranceles, entre otros; sin olvidar que la compañía desarrolla sus actividades en un mercado con precios regulados. Adicionalmente, el alto nivel de especialización y desarrollo, les permite a las empresas del sector poder generar o adquirir nuevos productos complementarios y/o sustitutos a los de la industria en general, es decir en sus mercados relevantes.

⁶⁰ <https://www.cancilleria.gob.ar/es/ecuador-0>

⁶¹ https://www.farmasol.gob.ec/sites/default/files/Doc001-DICIEMBRE2021-PEI_2021-2024.pdf

⁶² <https://www.elcomercio.com/sociedad-2/el-plan-medicina-cerca-reduce-su-alcance-en-ecuador.html>

⁶³ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/comercio-pospandemia-en-ecuador-el-canal-fisico-de-ventas-empieza-a-recuperarse-mientras-que-el-uso-del-canal-online-bajaria-el-26-en-2023-nota/>

Respecto al análisis FODA, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. informó que ya no utiliza dicho análisis, ahora se guía mediante un Plan Estratégico, donde constan las diferentes estrategias que le permiten ser más competitiva e innovadora en el mercado. Entre los puntos más importantes se encuentran:

- Unidades de negocios líderes en su mercado.
- Mejorar la experiencia al cliente.
- Innovación para la diferenciación.
- Upgrade tecnológico.

La empresa tiene estructura adecuada para evaluar los escenarios de cambio y por lo tanto actuar en concordancia con los mismos. Según la administración de la compañía, el emisor tiene la capacidad de llegar a determinar al máximo el nuevo escenario que puede enfrentar. Según el emisor, en lo que respecta a normativa legal la empresa está constantemente adaptándose a las leyes y normas que regulan su actividad. La empresa ha logrado generar cambios que mejoren su posicionamiento en el mercado.

Riesgo operacional

El riesgo operacional comprende la posibilidad de que el resultado económico y los flujos de una compañía se vean afectados al encontrarse expuesta a ciertos aspectos o factores de riesgo asociados con su recurso humano, procesos, la tecnología que utiliza, el manejo de la información, entre otros.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. promueve constantemente la capacitación de sus colaboradores a través de la Fundación Educativa Fedifare, en donde se capacita a los empleados en temas administrativos, de sus recursos humanos y económicos, conocimiento de productos, atención y servicio personalizados, destrezas y habilidades en ventas y mercadeo, uso de herramientas tecnológicas, y otros. Es importante mencionar que una de las principales estrategias de la compañía es activar acciones en la generación de demanda a través de la inversión en entrenamiento de su fuerza de ventas.

En cuanto al riesgo de provisión de productos para su reventa, debe indicarse que estos productos provienen de fuentes locales en un 100,00% y son vendidos a distribuidores con estructuras sólidas y que tengan cobertura de distribución, tal como lo es DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., que además es el líder en este mercado. Desde el año 2001 la relacionada DYVENPRO mantiene alianzas con laboratorios nacionales e internacionales que han confiado en Grupo DIFARE, para desarrollar y comercializar sus marcas en el país.

Respecto al manejo de información, es importante mencionar que para potencializar los negocios corporativos y PYMES (Pequeñas y Medianas Empresas) en especial del sector de la salud, a nivel local e internacional, la relacionada Desarrollo Integral de Soluciones Empresariales DIRES S.A., desarrolla soluciones integrales e innovadoras, tal como es el caso del sistema "NEPTUNO" que es utilizado para la administración de farmacias y que cuenta con más de 2.400 licencias en Ecuador, habiéndose instalado además en otros países de la región.

Es importante señalar además que DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. trabaja con IBM quien le presta el servicio de Hosting. Dentro del alcance de este servicio se definen características y lineamientos para la gestión de licencias, servicios, actividades de mantenimiento y soporte, disponibilidad y contingencia para software, comunicaciones y backups, así como el desarrollo de un Plan de Contingencia integral que incluye pruebas de esquema de replicación.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. cuenta con procedimientos de respaldo de su información diaria, semanal y mensual, así como con los procedimientos para el manejo de los medios de almacenamiento y su generación en el Data Center Principal de IBM (Guayaquil) y en el Data Center de la empresa (Guayaquil), con lo cual se mitiga el riesgo de que por cualquier eventualidad la información, y con ello la operación normal de la empresa, se vea suspendida.

Finalmente, para mitigar y compartir otros riesgos que pueden impactar el normal desarrollo de las operaciones de la empresa, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. cuenta con seguros en diversos

ramos como multirriesgo comercial: Incendio, lucro cesante por incendio, robo, dinero y valores, equipo electrónico y rotura de maquinaria; con vigencia hasta julio de 2023.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., se realizó en base a los informes financieros auditados de los años 2019, 2020, 2021 y 2022, junto a los Estados de Situación Financiera y de Resultados Integrales, internos no auditados, cortados al 31 de mayo de 2022 y al 31 de mayo de 2023.

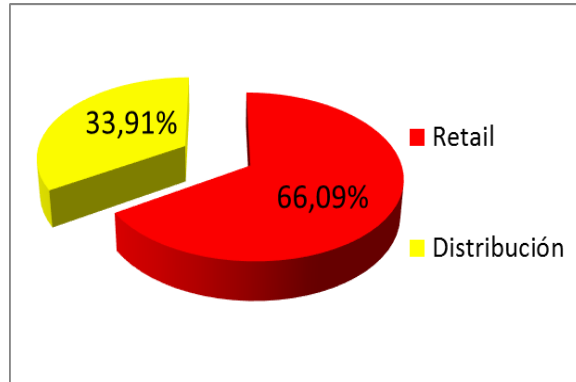
Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., a lo largo del periodo analizado describen una tendencia creciente que obedece a las estrategias implementadas por la compañía, mismas que se enfocan en la prestación de servicios especializados, logística adecuada y un amplio surtido de productos para sus clientes. Es así que los ingresos pasaron de USD 744,30 millones en el año 2019 a USD 896,54 millones en diciembre de 2022.

Analizando los cortes interanuales, la conducta creciente se mantiene, pasando de USD 372,01 millones en mayo de 2022, a USD 383,63 millones en mayo de 2023 (+3,12%) incremento que se atribuye a la apertura de nuevos puntos de ventas, lo que le permitió tender una mayor cobertura, otro factor que impulsó lo mencionado fue el crecimiento del mercado farmacéutico en el País, atención y captación de nuevos clientes a través de los diferentes canales.

Lo ingresos de la compañía son generados por dos divisiones: Distribución y Retail, la primera con una participación del 66,09% y la segunda con el 33,91% a mayo de 2023.

GRÁFICO 8: ESTRUCTURA DE INGRESOS (MAYO 2023)



Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

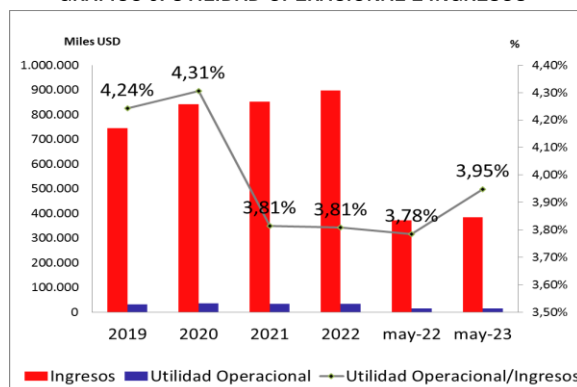
La participación de los costos de ventas sobre los ingresos presentó un comportamiento relativamente estable y estuvieron conformados principalmente por costos de ventas por consumo de inventarios, es así que pasaron de representar un 80,24% en diciembre de 2020 a un 81,24% en el año 2021 y un 80,95% en 2022; lo que derivó en un margen bruto también constante, que pasó de un 19,16% de los ingresos en 2020 a un 18,76% en diciembre de 2021 y un 19,05% en 2022.

Para mayo de 2023 el costo de ventas significó un 79,61% de los ingresos, porcentaje inferior al reportado en su similar de 2022, 81,29% de los ingresos. Estos porcentajes originaron un margen bruto que pasó de 18,71% en mayo de 2022 a 20,39% en mayo de 2023.

Por su parte los gastos operativos que estuvieron conformados mayormente por sueldos y beneficios sociales, significaron un 14,95% de los ingresos en diciembre de 2021 y 15,25% al cierre del año 2022 (16,44% en mayo de 2023 y 14,92% en mayo de 2022).

Los ingresos generados por la compañía le permitieron cubrir de manera adecuada sus costos y gastos, originando una utilidad operativa, cuyo peso dentro de los ingresos para diciembre de 2022 fue de 3,81% (igual porcentaje en el año 2021). Para mayo de 2023 el margen operativo cerró en 3,95% de los ingresos (3,78% de los ingresos en mayo de 2022), lo que evidencia un manejo aceptable de sus recursos.

GRÁFICO 9: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Tras el descuento de los gastos financieros⁶⁷, y el impuesto a la renta, la utilidad neta mostró una conducta relativamente estable, pues su representación sobre los ingresos pasó de 2,41% en 2021 a 2,43% en diciembre de 2022. Mientras que, para mayo de 2023, la utilidad antes de impuestos significó el 3,03% de los ingresos (2,90% de los ingresos en mayo de 2022).

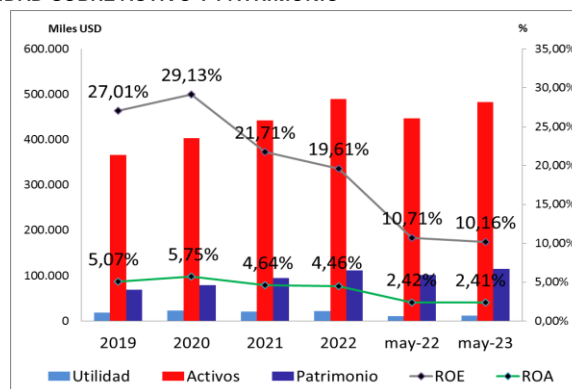
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los índices de rentabilidad de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. se presentaron positivos durante todo el periodo analizado lo que demostró que los activos generaron rentabilidad por sí mismos y que los accionistas percibieron rentabilidad sobre su inversión. Su comportamiento se encontró ligado a los resultados de la compañía.

CUADRO 25, GRÁFICO 10: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Indicador	2019	2020	2021	2022
ROA	5,07%	5,75%	4,64%	4,46%
ROE	27,01%	29,13%	21,71%	19,61%

Indicador	may-22	may-23
ROA	2,42%	2,41%
ROE	10,71%	10,16%



Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

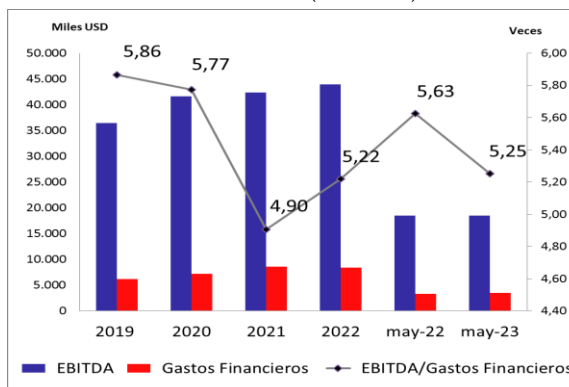
La representación del EBITDA (acumulado) sobre los ingresos de la compañía se mantuvo dentro de un rango entre el 4 y 5% a lo largo del periodo analizado, cerrando así en 4,90% en diciembre de 2022 y 4,82% en mayo de 2023. Los resultados demostraron además una cobertura adecuada sobre sus gastos financieros.

⁶⁷ Los gastos financieros según el informe de auditoría externa del año 2022 están conformados principalmente por intereses por emisión de obligaciones y papel comercial, intereses sobre pasivos financieros al costo, intereses devengados pasivo por arrendamiento, entre otros.

CUADRO 26, GRÁFICO 11: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)

Concepto	2019	2020	2021	2022
EBITDA	36.472	41.631	42.366	43.909
Gastos Financieros	6.219	7.209	8.638	8.411
EBITDA/Gastos Financieros (veces)	5,86	5,77	4,90	5,22

Concepto	may-22	may-23
EBITDA	18.458	18.495
Gastos Financieros	3.281	3.520
EBITDA/Gastos Financieros (veces)	5,63	5,25



Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado

Activos

Los activos totales de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. muestran una clara tendencia creciente entre 2019 y 2022, lo cual tiene relación con el incremento de su operación, pues los rubros determinantes en este comportamiento son precisamente las cuentas por cobrar clientes e inventarios. Es así que en el año 2019 los activos registraron USD 366,41 millones, mientras que al cierre de 2022 ascendieron a USD 488,74 millones. Para mayo de 2023, el escenario cambia, y el activo se contrae en 1,20%, totalizando USD 482,86 millones, conducta que responde a los movimientos del efectivo y bancos⁶⁸, cuentas por cobrar comerciales, propiedades de inversión y propiedad planta y equipo.

En su estructura, priman aquellos de tipo corriente, desde el 72,26% de los activos totales en 2021 hasta un 75,89% en diciembre de 2022 y 75,54% en mayo de 2023, en donde su cuenta más representativa fue inventarios⁶⁹ rubro que, para este último periodo representó el 35,82% del activo total (30,32% en diciembre de 2022), le sigue cuentas por cobrar clientes con el 29,78% (29,83% en diciembre de 2022) y de lejos, efectivo y bancos⁷⁰ con el 4,28% (6,59% en diciembre de 2022).

Al 31 de mayo de 2023, se registra en cuentas por cobrar relacionadas un saldo de USD 0,20 millones (0,04% de los activos), suma que disminuye significativamente frente a diciembre de 2022, cuando totalizó USD 7,86 millones (1,61% de los activos). Según lo informado por la Administración, esta disminución se debe a préstamos que han sido cancelados.

Por su parte, los activos no corrientes representaron el 24,46% de los activos totales en mayo de 2023 (24,11% en diciembre de 2022), conformados principalmente por propiedad y equipo neto, que para este periodo registró una participación del 15,15% de los activos (15,39% en diciembre de 2022), le sigue de lejos activos por derecho de uso con una participación del 3,41% (3,58% en diciembre de 2022). Por último, se encuentran los activos intangibles⁷¹ con una participación del 3,13% (2,77% en diciembre de 2022), conformados por licencias software, valores por renovación tecnológica de SAP y licenciamiento IBM para el nuevo Centro de Distribución Especializado GD. Estos son activos de vida útil finita; y, plusvalía, activos de vida útil indefinida, que corresponden al valor en exceso cancelado en la adquisición de nuevas farmacias, los mismos que son reconocidos en el momento en que se adquiere el control.

⁶⁸ De acuerdo a lo indicado por la Administración, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. quería adquirir una empresa dedicada a la venta de productos farmacéuticos, para lo cual tenía acumulado alrededor de USD 40 millones en la caja, sin embargo, al no concretarse dicha transacción se fue dando de baja el efectivo.

⁶⁹ En el informe de auditoría externa a diciembre de 2022, la Compañía realizó baja de inventarios por producto caducado por USD 1'861.348 registrado con cargo a los resultados del año.

⁷⁰ Difare tenía la intención de adquirir una compañía; sin embargo, la venta no se concretó por diferentes factores y como resultado la empresa comenzó a reducir su efectivo

⁷¹ Al 31 de diciembre de 2022 y 2021, corresponden principalmente a rubros relacionados con la implementación de SAP por el valor de USD2'522.835 y USD1'962.445, respectivamente.

Pasivos

Los pasivos totales disminuyeron su participación en el financiamiento de activos, pasando de un 78,65% en 2021 a un 77,25% en diciembre de 2022 y 76,30% en mayo de 2023.

Al referirnos a su estructura, se debe destacar que los pasivos corrientes predominaron a lo largo de los periodos analizados, es así que su financiamiento sobre el total de activos a mayo de 2023 fue de 53,32%, (55,25%, en diciembre de 2022), siendo su cuenta más relevante, Proveedores con el 35,02% de los activos (32,97% en diciembre de 2022), seguida de lejas de cuentas por pagar relacionadas con el 7,05% de los activos (6,35% en diciembre de 2022) y préstamos y obligaciones financieras⁷² con el 3,50% (1,95% en diciembre de 2022).

En cuanto a los pasivos no corrientes, estos financiaron el 22,98% de los activos en mayo de 2023 (22,01% en diciembre de 2022), siendo el grupo contable más relevante obligaciones con costo, que en mayo de 2023 financiaron el 18,85% de los activos (17,68% en diciembre de 2022).

En mayo de 2023, la deuda con costo de corto y largo plazo financió el 26,57% de los activos totales, misma que estuvo conformada por obligaciones bancarias, emisiones en el Mercado de Valores y otros pasivos con costo, referidos específicamente a pasivos por arrendamiento. Es importante indicar que su participación frente al pasivo y patrimonio fue de 34,83% y 112,11%.

Patrimonio

Por su parte el financiamiento del patrimonio frente a los activos creció de 21,35% en diciembre de 2021 a 22,75% en diciembre de 2022 y 23,70% en mayo de 2023, siendo su cuenta más representativa la de resultados acumulados⁷³, misma que significó el 15,40% de los activos en mayo de 2023 (15,49% en diciembre de 2022). Le sigue en importancia el capital social con el 5,12% en diciembre de 2022 y el 5,18% en mayo de 2023. Se debe destacar que el capital social no registró ninguna variación durante el periodo analizado, manteniéndose en la suma de USD 25,00 millones.

Finalmente, se encuentra la cuenta de Reservas que representó el 2,14% de los activos en el año 2022 y el 3,13% en mayo de 2023.

En cuanto a capitalización y distribución de utilidades, la compañía responde a las disposiciones de las juntas generales de accionistas. Del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

Flexibilidad Financiera

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. presentó indicadores de liquidez superiores a la unidad en cada uno de los ejercicios económicos analizados, lo que demuestra la capacidad de cubrir sus pasivos inmediatos con activos de corto plazo, además de la inexistencia de recursos ociosos. Esto conllevó a que su capital de trabajo sea positivo, el mismo que significó el 22,22% de los activos para mayo de 2023 (20,64% en diciembre de 2022).

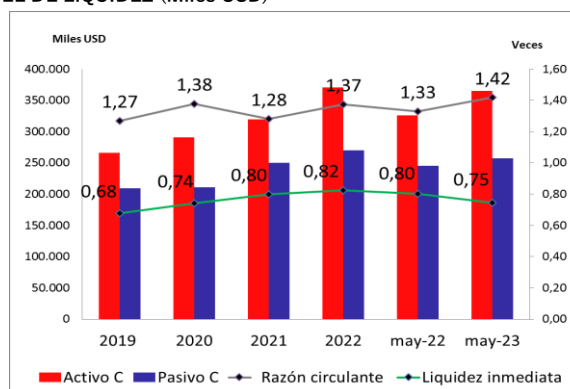
⁷² A mayo 2023, incluye sobregiro y un préstamo con el Banco Internacional para capital de trabajo.

⁷³ En este rubro se incluye, resultados acumulados, resultados del ejercicio y otros resultados integrales.

CUADRO 27, GRÁFICO 12: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Cuenta / Indicador	2019	2020	2021	2022
Activo Corriente	265.885	290.746	319.800	370.910
Pasivo Corriente	209.539	210.987	249.721	270.021
Razón circulante (veces)	1,27	1,38	1,28	1,37
Liquidez inmediata (veces)	0,68	0,74	0,80	0,82

Cuenta / Indicador	may-22	may-23
Activo Corriente	326.080	364.742
Pasivo Corriente	245.338	257.443
Razón circulante (veces)	1,33	1,42
Liquidez inmediata (veces)	0,80	0,75



Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Al analizar la liquidez inmediata, que excluye el valor de los inventarios dentro de los activos corrientes, se obtienen índices inferiores a la unidad, evidenciando la naturaleza de la compañía.

Indicadores de Eficiencia

Para diciembre de 2022 la compañía presentó un periodo de cobros de 58 días (54 días en diciembre de 2021), lo que determina que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso aproximadamente.

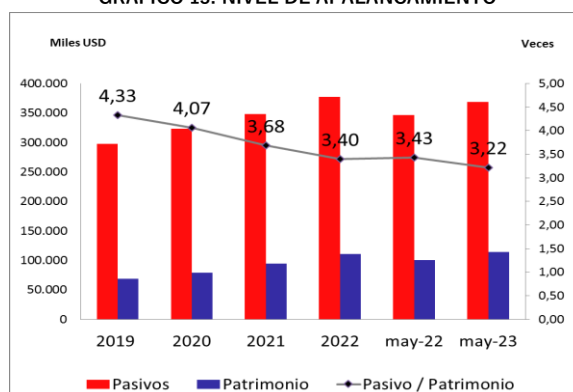
Por otro lado, al referirnos al indicador de Plazo de Proveedores, este registró 81 días a diciembre de 2022 (76 días en diciembre de 2021), determinando un adecuado calce entre el tiempo que logra cobrar sus facturas y el tiempo en el cual debe pagar a sus consignatarios, convirtiéndose en una ventaja para la empresa. En cuanto a la Duración de Existencias, se observó que a diciembre de 2022 este indicador se ubicó en 75 días (63 días en diciembre de 2021).

Comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo de periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un descalce de 51 días para diciembre de 2022 (42 días en 2021), lo cual implica que la empresa debe recurrir a otras fuentes de financiamiento, diferentes a proveedores, para cubrir estos días de flujo de la operación.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo sobre las 3,00 veces a lo largo de los ejercicios económicos analizados lo que evidencia que la compañía financia su operación principalmente con recursos de terceros.

GRÁFICO 13: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

El indicador que relaciona el pasivo total/capital social pasó de 13,92 veces en 2021 a 15,10 veces en 2022 y 14,74 veces en mayo de 2023, estos valores reflejan cuántas veces la deuda de la empresa supera al aporte de los accionistas en la Compañía.

Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 2,92 años para mayo de 2023 (3,21 años en diciembre de 2022) y el indicador que relaciona el pasivo total/EBITDA (anualizado) a mayo de 2023 fue de 8,38 años (8,60 años a diciembre de 2022), constituyéndose éste como el plazo en el cual la empresa podría cancelar el total de sus obligaciones con su flujo propio.

Contingentes

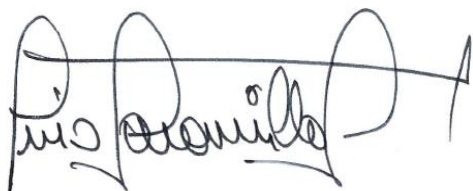
Según lo reportado, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. mantiene varias operaciones como codeudor en varias instituciones del sistema financiero nacional, por un monto que representa alrededor del 25,92% de los activos de la Compañía a mayo de 2023. Conforme indica la administración, estas operaciones crediticias responden a la gestión normal con empresas del Grupo y no representan un riesgo para la compañía.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁷⁴

Hasta el 13 de julio de 2023, el Mercado de Valores autorizó 30 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 16 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y los 14 restantes en la Bolsa de Valores de Quito, registrando un monto autorizado de USD 185,50 millones, valor que representó 32,42% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 572,26 millones). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 50,50%, mientras que las titularizaciones representaron el 17,08%.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL



Ing. Juliana Pacheco
Analista

⁷⁴ <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2019	2020	2021	may-22	2022	may-23
ACTIVO						
Efectivo y bancos	22.557	23.361	33.493	28.779	32.194	20.656
Cuentas por cobrar	107.568	111.274	128.243	135.361	143.236	145.170
Inventarios	123.790	134.391	119.963	129.233	148.183	172.938
Anticipo a Proveedores	9.604	13.881	17.145	20.545	13.436	13.893
Otros activos corrientes	2.366	7.840	20.955	12.163	33.861	12.085
ACTIVO CORRIENTE	265.885	290.746	319.800	326.080	370.910	364.742
Propiedades y equipos	73.698	76.304	81.616	78.722	75.199	73.164
Propiedades de inversión	4.563	4.280	4.365	4.290	5.470	4.570
Cuentas por cobrar comerciales	1.520	1.776	1.540	2.183	1.440	4.567
Activos intangibles	4.530	10.303	11.662	13.035	13.537	15.106
Activos por derecho de uso	14.847	16.053	21.336	20.141	17.480	16.471
Otros activos no corrientes	1.363	3.390	2.264	2.459	4.705	4.245
ACTIVO NO CORRIENTE	100.522	112.106	122.783	120.830	117.832	118.122
TOTAL ACTIVOS	366.408	402.852	442.582	446.910	#####	482.864
PASIVOS						
Préstamos y obligaciones financieras	15.890	15.080	7.472	9.125	9.546	16.920
Emisión de Obligaciones	23.030	10.087	48.844	35.140	36.225	11.496
Cuentas por pagar Proveedores	134.296	138.963	143.586	152.557	161.155	169.082
Cuentas por pagar Relacionadas	18.798	19.651	19.524	24.081	31.046	34.055
Pasivo por arrendamiento	5.056	9.746	12.826	12.826	8.887	8.887
Otros pasivos corrientes	12.468	17.460	17.469	11.610	23.162	17.002
PASIVOS CORRIENTES	209.539	210.987	249.721	245.338	270.021	257.443
Préstamos y obligaciones financieras	47.680	42.073	33.340	41.334	34.925	40.106
Emisión Obligaciones	15.964	44.226	35.324	29.988	43.777	43.178
Pasivo por arrendamiento	8.431	5.094	7.315	7.315	7.727	7.727
Otros pasivos no corrientes	16.053	20.966	22.371	22.059	21.124	19.956
PASIVOS NO CORRIENTES	88.129	112.360	98.350	100.697	107.553	110.967
Deuda Financiera	116.053	126.307	145.121	135.729	141.087	128.314
Deuda Financiera C/P	43.977	34.913	69.142	57.091	54.658	37.304
Deuda Financiera L/P	72.076	91.394	75.979	78.638	86.429	91.011
TOTAL PASIVOS	297.668	323.347	348.072	346.035	#####	368.410
PATRIMONIO						
Capital social	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
Reserva Legal	7.061	8.712	8.398	13.055	10.450	15.097
Utilidades retenidas	36.679	45.793	61.113	62.820	75.718	74.358
TOTAL PATRIMONIO	68.740	79.505	94.511	100.875	111.168	114.455

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

Cuenta	2019	2020	2021	may-22	2022	may-23
Ingresos	744.304	841.278	852.353	372.014	896.544	383.625
Costo de ventas	601.006	680.064	692.414	302.425	725.711	305.416
UTILIDAD BRUTA	143.298	161.214	159.939	69.589	170.833	78.209
Gastos operacionales	111.717	124.986	127.427	55.509	136.696	63.062
UTILIDAD OPERACIONAL	31.581	36.228	32.513	14.080	34.137	15.147
Otros ingresos (egresos) neto	0	0	1.707	0	1.626	0
Gastos financieros	6.219	7.209	8.638	3.281	8.411	3.520
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	25.361	29.019	25.582	10.799	27.353	11.627
Impuesto a la Renta	6.796	5.861	5.059	0	5.552	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	18.565	23.158	20.523	10.799	21.800	11.627

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2019	2020	2021	may-22	2022	may-23
Gastos Operacionales / Ingresos	15,01%	14,86%	14,95%	14,92%	15,25%	16,44%
Utilidad Operacional / Ingresos	4,24%	4,31%	3,81%	3,78%	3,81%	3,95%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	2,49%	2,75%	2,41%	2,90%	2,43%	3,03%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	170,11%	156,44%	158,42%	130,39%	156,59%	130,28%
Utilidad / capital permanente	17,83%	18,51%	18,76%	22,21%	17,89%	21,28%
Utilidad Operativa / capital permanente	30,33%	28,96%	29,73%	28,96%	28,01%	27,73%
(Otros ingresos- Otros egresos) / Utilidad Neta del Ejercicio	0,00%	0,00%	8,32%	0,00%	7,46%	0,00%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	33,50%	31,13%	42,09%	30,39%	38,58%	30,28%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	27,01%	29,13%	21,71%	10,71%	19,61%	10,16%
Rentabilidad sobre Activos	5,07%	5,75%	4,64%	2,42%	4,46%	2,41%
Utilidad operacional / activos operacionales	9,16%	9,85%	8,37%	8,50%	8,09%	8,38%
Resultados operativos medidos / activos totales	8,62%	8,99%	7,35%	7,56%	6,98%	7,53%
Liquidez						
Razón circulante	1,27	1,38	1,28	1,33	1,37	1,42
Liquidez inmediata	0,68	0,74	0,80	0,80	0,82	0,75
Capital de Trabajo	56.347	79.759	70.078	80.742	100.889	107.299
Capital de Trabajo / Activos Totales	15,38%	19,80%	15,83%	18,07%	20,64%	22,22%
Cobertura						
EBITDA	36.472	41.631	42.366	18.458	43.909	18.495
EBITDA (anualizado)	36.472	41.631	42.366	39.678	43.909	43.947
Ingresos	744.304	841.278	852.353	372.014	896.544	383.625
Gastos Financieros	6.219	7.209	8.638	3.281	8.411	3.520
EBITDA / Ingresos	4,90%	4,95%	4,97%	4,96%	4,90%	4,82%
EBITDA/Gastos Financieros	5,86	5,77	4,90	5,63	5,22	5,25
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,27	0,29	0,22	0,10	0,24	0,12
EBITDA / Deuda total	0,31	0,33	0,29	0,29	0,31	0,34
Flujo libre de caja / deuda total	0,25	0,27	0,53	0,07	0,74	0,36
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	1,72	5,16	3,33	2,84	16,24	29,36
Gastos de Capital / Depreciación	5,62	1,93	1,50	3,87	0,32	0,53
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	4,33	4,07	3,68	3,43	3,40	3,22
Activo Total / Capital Social	14,66	16,11	17,70	17,88	19,55	19,31
Pasivo Total / Capital Social	11,91	12,93	13,92	13,84	15,10	14,74
Deuda Financiera / EBITDA anualizado	3,18	3,03	3,43	3,42	3,21	2,92
Pasivo Total / EBITDA anualizado	8,16	7,77	8,22	8,72	8,60	8,38
Deuda Financiera / Pasivo	38,99%	39,06%	41,69%	39,22%	37,37%	34,83%
Deuda Total / Patrimonio	168,83%	158,87%	153,55%	134,55%	126,91%	112,11%
Pasivo Total / Activo Total	81,24%	80,26%	78,65%	77,43%	77,25%	76,30%
Capital Social / Activo Total	6,82%	6,21%	5,65%	5,59%	5,12%	5,18%
Deuda Total corto plazo / Deuda Total	37,89%	27,64%	47,64%	42,06%	38,74%	29,07%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	18,76%	19,74%	21,35%	22,57%	22,75%	23,70%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	52	48	54	53	58	55
Duración de Existencias (días)	75	72	63	65	75	86
Plazo de Proveedores (días)	82	75	76	76	81	84

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO IV: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO (Miles USD)

Cuenta (en miles USD)	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	dic-28	dic-29	jun-30
Caja y equivalentes	29.768	36.892	40.796	39.724	39.565	41.409	40.921	47.761	38.591
CxC comerciales CP	144.959	149.313	153.797	158.416	163.174	168.075	173.123	178.322	184.044
(-) provisión CxC	-3.920	-4.038	-4.159	-4.284	-4.412	-4.545	-4.681	-4.822	-4.977
CxC relacionadas	489	504	519	535	551	567	584	602	621
Inventarios	125.359	129.124	133.003	136.997	141.112	145.350	149.715	154.212	159.160
Otros Activos Corrientes	38.103	39.247	40.426	41.641	42.891	44.178	45.506	46.873	48.377
Activo Corriente	334.269	350.539	363.863	372.494	382.329	394.468	404.583	422.346	425.195
Propiedad de inversión	4.365	4.365	4.365	4.365	4.365	4.365	4.365	4.365	4.365
Activo fijo neto	78.985	76.052	72.841	69.442	66.669	66.591	67.408	68.303	68.690
Activo Intangible	13.354	13.815	14.241	14.632	14.988	15.308	15.594	15.845	15.957
Activos Derecho de Uso	20.298	21.136	21.833	20.974	21.144	21.578	22.067	22.603	17.484
Inversiones en activos	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Otros Activos no Corrientes	4.262	4.390	4.521	4.657	4.797	4.942	5.089	5.243	5.411
ACTIVO TOTAL	555.532	570.297	581.664	586.563	594.291	607.251	619.107	638.704	637.102
Oblig. con instituciones financieras	13.380	15.298	17.485	18.999	20.912	22.756	22.296	21.836	19.536
Valores emitidos	53.172	58.564	60.059	62.670	60.140	52.520	45.960	42.240	40.000
CXP -Proveedores	170.534	175.655	180.931	186.365	191.962	197.728	203.666	209.783	216.515
CXP Cías Relacionadas	7.656	7.885	8.122	8.366	8.617	8.876	9.143	9.418	9.720
Impuestos por pagar	2.613	2.691	2.772	2.856	2.941	3.030	3.121	3.214	3.318
Beneficios empleados	3.675	3.785	3.899	4.016	4.137	4.261	4.389	4.521	4.666
Pasivo por arrendamiento cp	9.499	9.892	10.218	9.816	9.895	10.098	10.327	10.578	8.183
Pasivo corriente	260.528	273.771	283.486	293.087	298.605	299.269	298.902	301.590	301.937
Oblig. con instituciones financieras LP	44.793	51.215	58.536	63.604	70.008	76.184	74.644	73.104	65.404
Valores emitidos LP	102.152	83.588	63.530	40.860	20.720	8.200	2.240	0	0
Obligaciones por beneficios definidos	22.988	23.678	24.389	25.122	25.876	26.653	27.454	28.279	29.186
Pasivo por arrendamiento lp	8.769	9.131	9.432	9.061	9.134	9.322	9.533	9.764	7.553
Pasivo no corriente	178.702	167.612	155.887	138.646	125.739	120.359	113.871	111.147	102.143
PASIVO TOTAL	439.230	441.384	439.373	431.733	424.344	419.628	412.773	412.737	404.079
Capital social	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
Reservas	14.093	15.774	17.488	19.289	21.110	23.196	25.620	28.255	31.048
Resultados acumulados	59.752	70.338	81.140	91.675	102.329	114.528	128.711	144.125	160.465
Otros resultados integrales	655	655	655	655	655	655	655	655	655
Resultados Ejercicio	16.803	17.147	18.008	18.211	20.854	24.245	26.348	27.933	15.855
PATRIMONIO	116.303	128.913	142.291	154.830	169.947	187.623	206.334	225.967	233.023

Fuente: POP / Elaboración: Class International Rating