

**QUINTA, SEXTA Y SÉPTIMA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO Y  
TERCER Y CUARTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL-  
DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.**

Comité No: 38,39,40,41,42-2018		Fecha de Comité: 28 de febrero de 2019
Informe con Estados Financieros no auditados al 31 de diciembre de 2018		Quito – Ecuador
José Ignacio Mora	(593) 2323-0541	jmora@ratingspcr.com

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Quinta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo	AAA	Novena*	SCV-INMV-DNAR-14-29608 (6 de noviembre de 2014)
Sexta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo	AAA	Quinta*	SCVS-INMV-DNAR.16.0002288 (9 de mayo de 2016)
Tercera Emisión de Papel Comercial	AAA	Tercera*	SCVS-INMV-DNAR.17.1534 (2 de mayo de 2017)
Cuarta Emisión de Papel Comercial	AAA	Primera	SCVS-INMV-DNAR-SA-2018-00011868 (27 de diciembre de 2018)
Séptima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo	AAA	Primera	SCVS-INMV-DNAR-SA-2019-00000011 (4 de enero de 2019)

\*Las revisiones anteriores fueron realizadas por otra calificadora de riesgos

**Significado de la Calificación**

**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 de menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

*"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y, la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio."*

**Racionalidad**

El Comité de Calificación PCR otorga la calificación de "AAA" a la **Quinta, Sexta Emisión de Obligaciones y Tercer Papel Comercial**, y mantiene la calificación de "AAA" a la **Séptima Emisión de Obligaciones y al Cuarto Papel Comercial** de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. La calificación considera la trayectoria y posicionamiento del emisor como líder en el mercado de distribución de fármacos y Retail, lo que desemboca en una excelente capacidad de pago. La calificadora de riesgos reconoce la adecuada administración del negocio que le han permitido mantener estabilidad en los márgenes financieros aún en situaciones de stress, así como las inversiones efectuadas en el nuevo centro de distribución para expandir su capacidad productiva y soportar el crecimiento presentado en el periodo de estudio. Por último, PCR resalta la experiencia del emisor en el mercado de valores, así como el cumplimiento de las proyecciones presentadas y resguardos.

**Riesgos Previsibles en el Futuro**

- La empresa depende de la regulación del mercado farmacéutico; lo cual afectaría directamente al precio de venta de sus productos, e incide en los ingresos operacionales y por ende en el monto de ventas de sus productos; esta debilidad es contrarrestada debido a que el sector farmacéutico es inelástico por lo que posibles fluctuaciones en los precios no afectarían significativamente al emisor.
- Probabilidad de impago por parte de algún cliente, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A., mantiene una cartera de clientes antiguos y de renombre internacional, por lo cual es poco probable el impago.
- Cierta dependencia de las ventas del emisor a las relaciones comerciales con los principales laboratorios del país, en donde el principal proveedor mantiene una concentración de alrededor del 15%. PCR considera que la posición de liderazgo de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE

S.A., dentro del mercado farmacéutico le otorga cierto poder de negociación con sus principales proveedores.

- A partir del año 2019, entra en vigencia la norma NIIF 16 donde se contemplan los arrendamientos como parte del activo y pasivo. Debido a que el emisor arrienda varios espacios para sus puntos de venta, sus estados financieros podrían verse afectados. Cabe indicar que la mencionada norma contable no afectaría la capacidad de pago del emisor.

### **Aspectos de la Calificación**

La calificación de riesgo otorgada al instrumento se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

#### **Entorno Macroeconómico:**

Ecuador presenta una economía primaria exportadora de crudo, lo cual le genera una importante dependencia del petróleo, es decir, presenta comportamientos post cíclicos a la evolución del precio de este recurso natural. Los años con mayor crecimiento económico fueron en el 2011 y 2012, con tasas de 7,87% y 5,64% respectivamente. Posteriormente a estos años, hasta el 2015, su tasa de crecimiento disminuyó para finalmente presentar una tasa de decrecimiento de 1,58% para el año 2016.

En el año 2017 Ecuador presentó una importante recuperación en sus indicadores macroeconómicos a diferencia del 2016, reflejado en un crecimiento económico de 2,37% y reducción del déficit fiscal, así como una disminución en el desempleo y en los indicadores de pobreza, esto se debió básicamente al aumento en el precio del petróleo, la depreciación del dólar que ha ayudado a la competitividad del país, y el incremento de la deuda pública. Para junio de 2018, Ecuador registró una tasa de variación interanual en el PIB de 0,92%, en donde la industria que presentó mayor dinamización fue la de Suministro de Electricidad y Agua, cuya tasa fue de 6,45%. Adicionalmente, Ecuador registró una inflación acumulada de -0,19% al finalizar el primer semestre de 2018. Lo ocurrido en el año 2017 no son cimientos sólidos para un crecimiento de largo plazo, debido que actualmente el gobierno continúa financiándose con fuentes externas y la inversión en el Ecuador no ha mostrado una sólida recuperación, por tal motivo, esto es posible evidenciarlo en la tasa de variación interanual del PIB a junio de 2018, comparado con la tasa de expansión interanual de junio 2017.

A junio de 2018, el dólar se depreció respecto a los periodos similares analizados en años anteriores. Esta depreciación de la moneda oficial del país ha contribuido en cierta medida a la reactivación de las exportaciones, puesto que éstas crecieron en 13,31%, en el valor acumulado en el periodo de junio 2017 a junio 2018. Por otro lado, las importaciones presentaron mayor porcentaje de crecimiento (19,49%), esto se debe a la recuperación económica, y, además, a que en el transcurso del 2017 se eliminaron las salvaguardias. Lo mencionado provocó que durante el 2018 (enero a junio) la balanza comercial presentó un comportamiento inestable, finalizando el año con un superávit de US\$ 150,14 millones.

Por otra parte, para el mes de junio de 2018, ha sido posible evidenciar una ligera disminución en la colocación y en las captaciones por parte del total de los bancos, siendo el sector de bancos el más representativo del sistema financiero. La colocación disminuyó de junio 2017 a junio 2018 en 4,34%, mientras que las captaciones decrecieron en el mismo periodo en 13,70%.

Para diciembre de 2018, se puede observar que el precio del petróleo bajó en 20% con respecto al precio de esta materia prima para diciembre de 2017, infiriendo así el cierre del año 2018 con un nivel de endeudamiento mayor que permitirá cubrir las brechas fiscales.

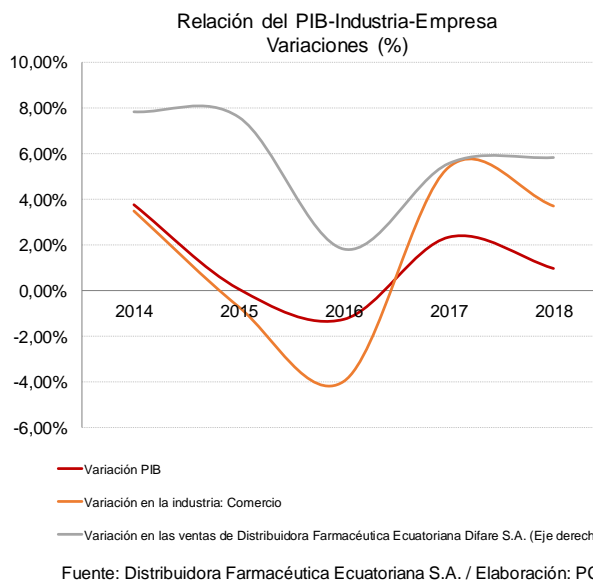
En la última década, el Estado ha desempeñado un rol protagónico en el desarrollo de la economía ecuatoriana, esto debido a que el gasto del gobierno se ha incrementado de manera significativa, representando en promedio el 14% del total del PIB. En primer lugar, este aumento del gasto público se debió al alza en el precio del petróleo que se produjo en años anteriores, sin embargo, cuando este precio decayó, el gobierno tuvo que recurrir al endeudamiento para de este modo poder mantener el mismo nivel de gasto público, y de esta forma, la economía no se vea impactada en gran medida. Ecuador posee una política de deuda la cual manifiesta que el límite máximo de endeudamiento debe ser del 40% respecto con el PIB, y en base a la metodología aplicada referente al cálculo de la deuda, para junio de 2018, el país presentó un endeudamiento de aproximadamente el 32,6%. Es importante recalcar que esta metodología de cálculo solo toma en cuenta la deuda pública externa, la cual fue de US\$ 34 mil millones a junio 2018.

En base a los pronósticos realizados por el FMI, se previó un crecimiento del PIB real para el 2018 de 1,1%, y una deflación de 0,2%. El actual gobierno dentro de su programa económico ha propuesto llevar a cabo una serie de medidas y acciones para dinamizar la economía, entre las cuales se encuentran: recaudación de más ingresos por medio de un sistema tributario óptimo, reducción del gasto público, incentivar las inversiones y fomentar las exportaciones, generar alianzas entre el sector público y privado, fomentar la

participación de la economía popular y solidaria, nuevas modalidades de contratos en el mercado laboral y ampliación a créditos productivos y de inversión<sup>1</sup>

#### Análisis de la Industria:

La principal actividad del emisor es la distribución de productos farmacéuticos. Con ello, el sector de comercio aporta alrededor de un 10,41% del PIB. Para analizar el comportamiento ante un cambio en el entorno económico frente a cambios cíclicos, se tomará en cuenta la relación del comportamiento del PIB, industria y empresa. En este sentido, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. ha tenido una tendencia de crecimiento constante a diferencia de la industria de comercio que ha sido negativa en años de stress, se aprecia que la industria en el año 2015 y 2016 fue decreciente, así como el PIB. No obstante, retoman la tendencia de crecimiento en el año 2017 y la mantienen hasta el 2018, donde la industria de comercio creció en menor proporción que el emisor. En este



sentido, se concluye que, el emisor no es sensible ante situaciones de stress ni a la coyuntura económica lo cual se considera una fortaleza de la empresa. Por otra parte, el sector analizado abarca algunas industrias, por tanto, no se adapta completamente al giro del negocio del emisor.

Por su parte el sector farmacéutico tiene más de un siglo de existencia en el Ecuador, en la actualidad aproximadamente el 90% de las plantas farmacéuticas en el Ecuador son de capital ecuatoriano y administradas por los mismos, según la IMS<sup>2</sup>. A partir del 2003 se decretó un congelamiento en los precios de los medicamentos y a partir de ese decreto los precios en este mercado casi no han variado, este congelamiento de precios disminuye el desarrollo de productos de clase genérica, productos Over The Counter y el incremento de inversión, si por alguna razón un medicamento llega a dominar parte del mercado, este será intervenido por el Estado para ser regulado.

Por otra parte, a finales del mes de junio de 2018, la Asamblea Nacional aprobó la Ley Orgánica para el Fomento Productivo, Atracción de Inversiones, Generación de Empleo y Estabilidad y Equilibrio Fiscal. Dentro de las medidas que pueden tener potenciales efectos positivos sobre el sector comercial se encuentran la aplicación del acceso al crédito productivo, la remisión en entidades como SRI e IESS exoneraciones tributarias para nuevas inversiones y la eliminación del anticipo mínimo del impuesto a la renta.

El principal objetivo de la regulación de este mercado es eliminar las estrategias rentistas y garantizar productos de calidad que beneficien a los consumidores.

En el 2017, el mercado farmacéutico represento el 1,4% del PIB, por otra parte, se estima que las ventas anuales del mercado se acercan a los US\$ 1,5 miles de millones con una tasa de crecimiento compuesto del 6% en los últimos diez años.

Respecto con las importaciones de productos farmacéuticos efectuadas en 2017 provinieron principalmente de Colombia, Alemania, EE.UU., México, Argentina, Suiza, Chile, Brasil, India y Uruguay, que en conjunto concentraron dos tercios del monto total importado. Mientras que las exportaciones de productos farmacéuticos alcanzaron US\$ 38,8 millones en 2017, revirtiendo la tendencia creciente experimentada hasta el 2015, año en el que se obtuvo un techo de US\$ 65,7 millones de exportaciones. El crecimiento anual compuesto en los últimos diez años fue de 1,9%. Los principales destinos de las exportaciones de fármacos en 2017 fueron Panamá (41%), Perú (11%), México (9%), Colombia (8%), Chile (7%), y Rep. Dominicana (6.6%).

Para el caso ecuatoriano, se estima que las compañías farmacéuticas extranjeras proveen mediante importaciones entre 80% y 85% de los fármacos que se consumen a nivel local, suministrando la totalidad de los productos farmacéuticos innovadores y porciones significativas de los fármacos similares con marca y genéricos. La porción restante es cubierta por la producción local. Con todo, se debe resaltar la tendencia

<sup>1</sup> Para mayor información acerca del Informe Soberano consulte en nuestra página: <http://informes.ratingspcr.com/file/view/6347>

<sup>2</sup> IMS: Instituto Mundial de la Salud

mostrada por la comercialización y utilización de medicamentos genéricos en los últimos años, que se ha visto impulsada por las iniciativas gubernamentales para incentivar el consumo de estos productos, incluyendo la prioridad que reciben en las compras públicas.

La distribución de productos farmacéuticos participa un grupo diverso de empresas, de las cuales, los dos mayores grupos, Holding Grupo DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE Cía Ltda. y Corporación Grupo Fybeca S.A. GPF, que representan más de 55% de las ventas de este segmento. Las grandes cadenas de distribución tienen una importante capacidad de negociación frente a los laboratorios debido al volumen de compras que realizan<sup>3</sup>.

#### **Perfil y Posicionamiento del Emisor**

El origen de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.) 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, las oportunidades que el mercado de la distribución de medicinas presentaba sirvió para ofrecer un servicio diferenciado, que se caracterizó por un mayor rapidez en la entrega de productos, amplitud de surtido e innovadoras políticas de negocios que los llevo a captar la atención de pequeñas y medianas farmacias. Para el año de 1987 se constituye la empresa bajo la denominación de Distribuidora Farmacéutica René (DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.) S.A., se caracterizó por un mayor surtido de productos y rapidez en su entrega.

En 1989, cambió su denominación social a DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.) S.A. con el objetivo de darle una proyección nacional a la compañía. Con esto, en el año de 1995, se expande el negocio y abre oficinas en Quito y Cuenca.

La División de Distribución ha permitido alcanzar una mayor cobertura a 3400 puntos de ventas a nivel nacional, entre farmacias, sub-distribuidores y mayoristas del canal farmacéutico y de consumo.

#### **Productos**

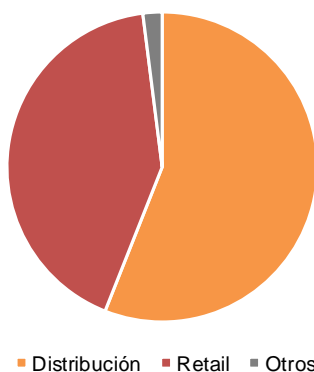
Las principales actividades que desarrolla DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA S.A., se encuentran relacionadas con el sector farmacéutico y comprenden tres divisiones de negocio que son: Distribución y Desarrollo de Farmacias.

**Distribución:** Comercialización de productos farmacéuticos, de consumo y aseo a farmacias a nivel nacional, sub-distribuidores y mayoristas del canal farmacéutico y de consumo. Se han desarrollado modelos de negocio colaborativos con laboratorios como Novartis, Bayer, Merck Sharp & Dohme y Pfizer

**Desarrollo de Farmacias:** Cuenta con 1576 farmacias a nivel nacional de las cuales 344 pertenecen a DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. y la diferencia se encuentran bajo el esquema de franquicias.

A continuación, se detalla la participación de las principales líneas de negocio de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.:

#### **Participación por líneas de negocio**



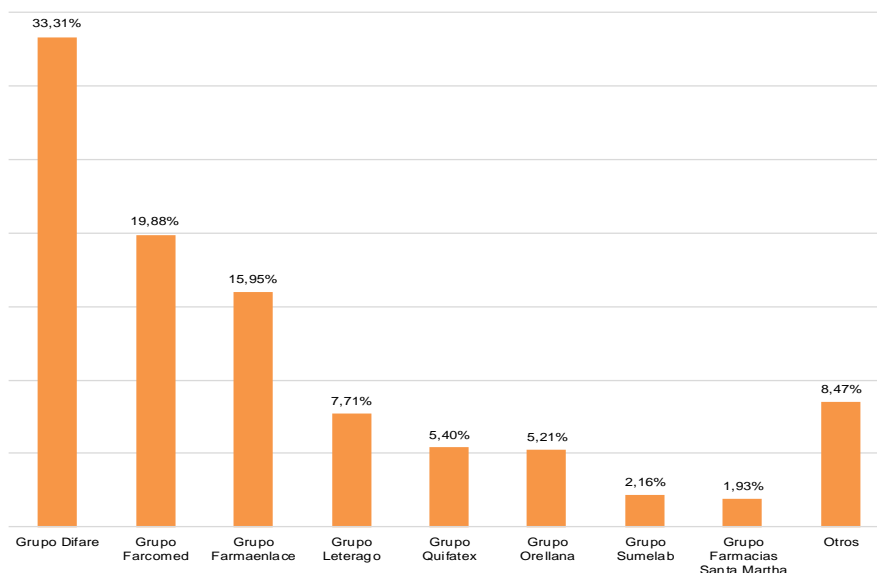
Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.

<sup>3</sup> Estudios Industriales, ESPAE, Industria Farmacéutica. Mayo 2018. Disponible en: <http://www.espae.espol.edu.ec/wp-content/uploads/documentos/IndustriaFarmaceutica.pdf>

### Competencia

En base a la información proporcionada por el emisor, el Grupo DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. posee una participación de mercado del 33,51% en la distribución de productos farmacéuticos para noviembre de 2018.

#### Participación de Mercado en Distribución de productos farmacéuticos



Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. S.A.

### Estrategias

La empresa mantiene la estrategia de mantener la mayor cobertura de distribución en el país, para esto la empresa divide sus ventas en dos líneas principalmente: distribución que es abastecer el mercado farmacéutico en todas las regiones del país y su línea de Retail que es vender franquicias de Cruz Azul y mantiene su marca propia Pharmacy's. Esto ha permitido al emisor ser líder en el mercado. Adicionalmente, se encuentran en proceso de expansión, actualmente se encuentran construyendo un nuevo Centro de Distribución Especializado ubicado en Km 19,5 vía a Daule, que tiene previsto aumentar significativamente su eficiencia y por tanto sus niveles de ventas.

A continuación, se presenta la evolución en el número de locales que el emisor ha tenido:

# PUNTOS DE VENTAS	2016	2017	2018
CRUZ AZUL Propias	200	217	244
CRUZ AZUL Franquicias	701	815	945
Total CRUZ AZUL	901	1032	1189
PHARMACY'S	68	77	87
DROMAYOR	7	8	10
Comunitarias	193	233	297
Total POS propios	275	302	341

### Gobierno Corporativo

**Producto del análisis efectuado, PCR considera que DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A., tiene un nivel de desempeño Óptimo (Categoría GC2, donde GC1 es la máxima y GC6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.**

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. es un ente jurídico que se encuentra bajo el marco de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. La composición accionaria se reparte el 99,54% con US\$24,88 millones en Holding Grupo DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE Cía Ltda y la diferencia del 0,46% con US\$ 0,12 millones en Holding HCCG Cía Ltda. Cabe señalar, que los accionistas gozan de los mismos derechos y obligaciones. Por su parte, la entidad cuenta con un área encargada de la comunicación con los accionistas, pero no designada formalmente al ser una empresa familiar cuyos accionistas laboran en la empresa la comunicación es fluida

y la convocatoria se realiza conforme lo establece el estatuto, sin embargo, sin perjuicio de lo allí establecido, las convocatorias son realizadas mediante correo electrónico.

La empresa cuenta con un Reglamento de la Junta General de Accionistas, puesto que el funcionamiento de la Junta General de Accionistas está regulado por la ley y su normativa complementaria, el estatuto social (aprobado el 15 de noviembre de 2013) y la normativa interna. Respecto a las convocatorias, todas ellas se efectuaron cumpliendo el plazo estipulado en el estatuto. Por otra parte, en las juntas se permite la posibilidad de incorporar puntos a debatir por parte de los accionistas; ya que DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. realiza Juntas Universales y dicha Junta solamente se puede tratar los asuntos contemplados en la convocatoria y en aquellos casos que sean permitidos por la Ley. Sin embargo, de darse el caso si puede cualquiera de los accionistas incorporar puntos adicionales a la agenda. Así como, la delegación de votos que se otorgan a través de poderes legalmente constituidos en caso de que los accionistas no se encuentren físicamente.

La empresa cuenta con un Reglamento de Directorio, el cual consta en la reforma al estatuto del 15 de noviembre de 2013 se establecieron los lineamientos para la conformación del Directorio y miembros del Directorio.

Respecto con los miembros del Directorio, la empresa cuenta con criterios para la selección de directores independientes y cuentan con formación profesional acorde al cargo que desempeñan con áreas de especialización de finanzas, comercial, tecnología, recursos humanos y cadena de suministros. DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. realiza seguimiento y control de potenciales conflictos. Por su parte, la empresa cuenta con una política de información aprobada legalmente, y con un área de auditoría interna que reporta al directorio

Adicional, referente a la gestión de riesgos DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. cuenta con políticas para esta gestión donde existen políticas de seguridad y procedimientos para la gestión de riesgos.

#### *Empleados*

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. cuenta con 3696 empleados al cierre del año 2017, creciendo en 200 colaboradores respecto al año 2016 para soportar el crecimiento de farmacias y representaciones y nuevas plazas de trabajo en Manabí y Santo Domingo. Para calificar a sus empleados, el emisor utiliza un sistema de evaluación 360 donde se los califica por cumplimiento de objetivos y se complementa con indicadores de gestión por persona.

El sistema Contable de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. es ERP siendo sus siglas Enterprise Resource Planning llamado Neptuno, donde manejan indicadores financieros unificados, así como reportes contables y el sistema Zeus, siendo un sistema transaccional.

#### **Responsabilidad Social**

***Producto del análisis efectuado, PCR considera a la empresa DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. , con un nivel de desempeño Óptimo (Categoría RSE2, donde RSE1 es la máxima y RSE6 es la mínima) respecto a sus prácticas de responsabilidad social.***

Respecto con la responsabilidad social DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A., a la fecha de corte se han efectuado acciones que promueven la eficiencia energética bajo un programa formal de optimización de costes de energía donde se han realizaciones mediciones de consumo con expertos e implementados algunas recomendaciones. De la misma manera, cuentan con programas formales respecto al reciclaje, donde se realiza reciclaje de algunos materiales como para de la gestión de la empresa y se promueve la separación de desechos a los clientes/comunidad en nuestras cadenas de farmacias. Además de brindar tips relacionados por medios de sus redes sociales. Adicional, la empresa ha incursionado acciones que promueven el consumo racional del agua debido a que se realizan campañas de concientización sobre el uso adecuado del agua a todos los colaboradores. Es importante mencionar que la empresa ha realizado un proceso de identificación y consulta a sus grupos de interés donde la última consulta se concluyó a inicios de este año, y se realizó un estudio de materialidad. Los grupos consultados fueron: consumidores, colaboradores, proveedores, medios de comunicación, ONG's, asociaciones/gremios; franquiciados. Para esto, el emisor ha implementado diversas acciones que se mantienen con los grupos de interés a fin de promover si participación. Por mencionar algunos, existen espacios continuos creados especialmente para los franquiciados. Forman partes de comités en varios ONG/gremios, adicionalmente cuentan con diferentes vías de comunicación electrónica para receptor opiniones de colaboradores, clientes, comunidad.

Respecto con la contratación de proveedores DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. ha establecido dentro de sus formatos de selección criterios ambientales de evaluación, donde todos los proveedores deben cumplir con un proceso de calificación. Aquellos que tienen inherencia directa con temas ambientales deben cumplir con condiciones relacionadas. La empresa no ha sido objeto de multas o

sanciones en materia ambiental por parte de la Dirección de Ambiente. Por último, la empresa cuenta con un código de ética y conducta.

#### **Calidad de Activos:**

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. cerró el año 2018 con el valor más alto de todo el periodo analizado (2014-2018) con US\$ 304,95 millones. Dado el giro de negocio, los activos han tenido mayor participación en sus activos corrientes, siendo los rubros más líquidos, donde su composición promedio fue del 78,54%. A la fecha de corte, se repite la estructura con el 81,07% donde el rubro más representativo del total es cuentas por cobrar con el 35,00% (Comerciales: 29,89%, Otras cuentas por cobrar: 4,46% y Relacionadas con el 0,65%) e inventarios con el 33,34%. Por el lado de los activos no corrientes, la cuenta con mayor participación es propiedad planta y equipo con el 14,18%; hay que destacar que la diferencia del 17,48% se distribuye en efectivo y equivalentes, activos intangibles y otros activos.

El comportamiento de los activos en el periodo estudiado (2014-2018) ha sido creciente, la variación promedio anual fue de 9,61% (+21,91 millones) y se impulsó principalmente por los rubros de cuentas por cobrar, inventarios y propiedad planta y equipo que han acompañado el desempeño creciente de las ventas del emisor. Esta tendencia se mantuvo hasta la fecha de corte, donde la empresa creció en US\$ 50,25 millones (19,73%) respecto a diciembre 2017, tras la variación en otras cuentas por cobrar<sup>4</sup> (US\$ 12,46 millones), cuentas por cobrar comerciales (US\$ 10,77 millones), inventarios (US\$ 7,58 millones), propiedad planta y equipo por US\$ 6,76 millones.

Es importante mencionar que la financiación del total de activos corresponde principalmente a pasivos con el 77,78% y la diferencia del 22,22% con recursos propios.

Las cuentas por cobrar crecieron interanualmente en 12,36% (+US\$ 19,91 millones) alcanzando un monto de US\$ 106,73 millones y que figura el 35,00% del total de activos. Este rubro considera cuentas por cobrar comerciales con US\$ 91,16 millones, relacionadas con US\$ 1,97 millones y otras cuentas por cobrar con US\$ 13,60 millones. Dicha variación es superior al de sus ingresos que aumentaron en 5,86% y se explica por un mayor incremento en la línea de distribución donde se maneja una política de crédito de 60-90 días influyendo en el crecimiento más pronunciado de las cuentas por cobrar. Es una fortaleza del emisor que los clientes se encuentren diversificados, puesto que los 15 más grandes tienen una participación del 15,30%, mitigando riesgo por concentración.

Dentro del análisis de cuentas por cobrar relacionadas originadas por financiamiento, a diciembre 2017 se registra un el monto más alto de los últimos 5 años con US\$5,29 millones de los cuales el 68,34% corresponden a la empresa Servicios de Administración de Bienes Dibiens S.A., la diferencia se desglosa en otras menores. A diciembre 2018, se observa una importante recuperación, donde las cuentas por cobrar relacionadas se ubican en US\$ 1,97 millones.

Dada la política de crédito que maneja el emisor, el 81,09% de la cartera se encuentra en plazos de hasta 90 días. En este sentido, el emisor posee una cartera de buena calidad, donde la cartera vencida representa el 7,24%, que a diferencia del año 2017 se ubicó en 9,54%. La reducción se deriva de la adecuada gestión de recuperación de cartera en los plazos de 31-60 días. En este sentido, la rotación de las cuentas por cobrar va acorde a lo antes mencionado, rotando cada 53 días (rotación anual de 6,83 veces) y asemejándose a su comportamiento histórico que es de 48 días. Con ello, la calificadora considera que la administración de capital de trabajo es apropiada y se alinea con las necesidades del emisor.

Según el informe de auditoría de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A., de diciembre 2017, el rubro de propiedad planta y equipo se distribuyó en edificios e instalaciones con el 45,04%, seguido por terrenos con el 21,76%, muebles y enseres con un 16,92% y la diferencia en obras en curso y equipos computacionales, alcanzando los US\$ 36,26 millones. A diciembre 2018, esta cuenta incrementa hasta los US\$ 43,82 millones tras el proyecto en construcción del nuevo Centro de Distribución Especializado que estaría listo en noviembre de 2019 con una inversión total de US\$ 37 millones.

Por último, el rubro de inventarios se ha comportado de manera ascendente en el periodo de estudio, acompañando las ventas de la empresa puesto que su principal giro de negocio consiste en distribuir mercadería. En este sentido, esta cuenta llega a US\$ 101,67 millones y varía respecto a diciembre 2017 en 8,06%, siendo similar a las fluctuaciones de los ingresos.

Es así como, la rotación de sus inventarios en promedio (2014-2018) ha sido cada 65 días, comportamiento que se repite a diciembre 2018 con 63 días y se traduce en una rotación anual de 5,75 veces. Dicho esto,

---

<sup>4</sup> Otras cuentas por cobrar corresponden al anticipo de proveedores del exterior cuyas facturas se emitirán en el 2019.

la calificadora de riesgos considera positivo el manejo de los recursos de la empresa para poder abastecer a sus clientes a nivel nacional.

#### **Pasivos:**

Los pasivos se han comportado de manera creciente en todo el periodo de estudio (2014-2018) a excepción del año 2017 donde se amortizó una parte de la deuda financiera. Su crecimiento promedio es del 7,70% (+US\$ 14,23 millones) y se explica por el aumento en obligaciones financieras y cuentas por pagar a proveedores.

A diciembre 2018, el total de pasivos llegaron al punto más alto de los últimos 5 años con US\$ 237,19 millones, al crecer en US\$ 28,09 millones (+13,43%) tras el aumento de obligaciones financieras para financiar el nuevo centro de distribución de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. (+US\$ 30,10 millones), cuentas por pagar a proveedores (+US\$ 9,71 millones) y la amortización de deuda de mercado de valores de US\$ 14,46 millones. Este monto financió el 77,78% de los activos.

Dentro de la composición del total de pasivos, a la fecha de corte, el rubro tiene mayor representatividad en el pasivo de corto plazo con el 87,82%, lo cual replica la estructura histórica. En este sentido, el rubro más representativo es cuentas por pagar a proveedores con el 49,88%, seguido por la deuda financiera con el 34,45%, la diferencia se desglosa en otras cuentas por pagar y otros pasivos.

La deuda bancaria tiene mayor participación dentro de la deuda financiera con un total de US\$ 59,13 millones y se distribuye en 4 bancos locales con una tasa promedio ponderada del 6,68%. Por otro lado, la diferencia de US\$ 22,59 millones corresponde al mercado de valores, donde el emisor tiene 3 instrumentos: dos emisiones de obligaciones al largo plazo y un papel comercial donde el destino de los recursos es sustitución de pasivos de corto plazo con instituciones financieras y capital de trabajo. Todo esto suma un monto de US\$ 81,72 millones. Este valor creció interanualmente en 25,50% (US\$ 16,60 millones) y se explica por el incremento de deuda con instituciones bancarias que financian el nuevo centro de distribución que estará listo en septiembre de 2019.

Hay que recalcar que, el emisor ha cumplido con los pagos en tiempo y forma con sus obligaciones con instituciones financieras y mercado de valores.

Las cuentas por pagar a proveedores es el rubro más representativo del total de pasivos con US\$ 118,31 millones, esto se explica porque dado el giro de negocio, el emisor adquiere sus inventarios para distribuirlos en todo el país y por lo tanto se apalanca con ellos. Interanualmente, esta cuenta creció en 8,94% siendo muy similar al incremento de los inventarios que variaron en 8,06%. La empresa cuenta con varios proveedores con renombre internacional, donde los 10 más grandes representan el 56,17% del total. Adicionalmente, la empresa mantiene con cuentas por pagar a sus empresas relacionadas como Dyvenpro Distribución y Venta de Productos S.A., Laboratorios Stein S.A., Artisfarma S.A. y otras menores por un total de US\$ 14,24 millones y otras cuentas por pagar por 8,26 millones.

La rotación de cuentas por pagar de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. es de 87 días, valor que está acorde a la política de crédito de sus proveedores que en su mayoría otorgan a 60 y 90 días. Este indicador se traduce en una rotación anual de 4,15 veces, mismo que se ha mantenido igual que su promedio histórico de los últimos 5 años que es de 4,33 veces. La calificadora de riesgos considera adecuado el comportamiento estable de este indicador, el cual permite a la empresa tener menor presión en sus flujos y adecuado tiempo para pagar sus cuentas, favoreciendo así el ciclo de conversión de efectivo.

#### **SopORTE Patrimonial:**

La composición accionaria de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. se ha mantenido estable desde el 2015, donde el capital social alcanzó los US\$ 25,00 millones y se reparte en dos accionistas. El 99,54% con US\$24,88 millones en Holding Grupo DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE Cía Ltda., y la diferencia del 0,46% con US\$ 0,12 millones en Holding HCCG Cía Ltda.

La variación que ha tenido el patrimonio del emisor ha sido creciente, pasando de US\$ 29,35 millones en el año 2014 hasta US\$ 67,77 millones a la fecha de corte. El incremento fue impulsado principalmente por los resultados acumulados (+US\$ 25,34 millones) y capital social con un crecimiento de US\$ 13,31 millones que fueron capitalizados en el año 2015. El fortalecimiento del patrimonio demuestra el compromiso y apoyo de los inversionistas.

Respecto con la composición de dicho rubro, la cuenta más representativa es resultados acumulados con el 51,77%, seguido por capital social con el 39,24% y reservas con la participación remanente del 8,98%.



Es importante mencionar que la empresa no cuenta con una política establecida sobre dividendos. No obstante, en el año 2017 se pagaron dividendos por US\$ 8,30 millones, valor que representó el 72,28% de la utilidad neta de ese mismo año.

#### Desempeño Operativo:

Los ingresos de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. están diversificados en 3 líneas de negocio, a diciembre 2018 los ingresos se distribuyen 56,10% al segmento de distribución donde el emisor reparte en su red de distribución por todo el país los productos tanto farmacéuticos como de consumo, 42,17% al Retail donde la empresa maneja su propia marca de farmacia Pharmacy's y vende franquicias Cruz Azul y otros con el 1,73%.

Los ingresos del emisor han sido crecientes en todo el periodo de estudio, su crecimiento promedio (2014-2018) ha sido del 5,76%, demostrando que la empresa no es sensible a factores macroeconómicos, adicionalmente, hay que considerar que los productos que el emisor distribuye son fármacos, por lo que existe inelasticidad ante los consumidores y por lo tanto mitigan la contracción de consumo que la economía ha sufrido. En diciembre 2018 la empresa alcanzó sus mayores ventas en los últimos 5 años con US\$ 729,20 millones, incrementando respecto a diciembre 2017 en 5,86%, repitiendo su crecimiento histórico.

El crecimiento mencionado, se traduce en una variación nominal de +US\$ 40,35 millones, donde US\$ 25,05 millones pertenecen al principal giro de negocio que es distribución, US\$ 14,61 millones corresponden a la línea de Retail, tras las acertadas estrategias comerciales y de expansión de sus farmacias y la diferencia de US\$ 0,69 millones del segmento de otros están explicados por las ventas en el sector público.

El comportamiento de los ingresos se asemejó en gran medida a las proyecciones establecidas en el prospecto de oferta pública de la séptima emisión de obligaciones, donde se esperaba que el emisor alcanzara ventas de US\$ 732,04 millones. Para esto, el emisor tuvo un cumplimiento del 99,61%, por lo que se concluye que el emisor se comporta acorde a lo esperado. Hay que destacar que el crecimiento proyectado de ventas para los siguientes años (2019-2025) es de 4,00%, variación que es inferior al promedio histórico antes mencionado de la empresa.

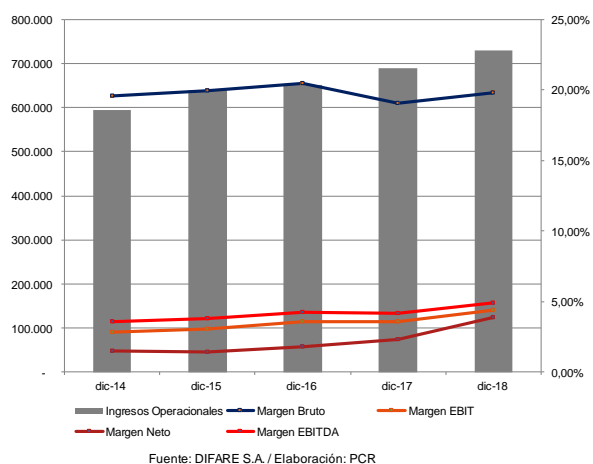
El giro de negocio de distribución consiste en vender los productos de sus proveedores, siendo la principal fuente de ingreso por volumen. Con ello, la mayor parte de sus productos corresponde a la línea farmacéutica y se venden a un precio con descuento a los diferentes puntos de venta en todo el país. Debido a que el mercado se encuentra regulado, existen precios techo; por lo cual el margen de ganancia del emisor corresponde al descuento que otorga a los diferentes puntos de venta. En este sentido, posibles fluctuaciones en los precios de los productos no impactarían significativamente las ventas y en el margen de costos.

El costo de ventas corresponde al consumo de inventarios que DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. adquiere y utiliza para distribuir en todo el país. PCR considera favorable la estabilidad en el margen de costos que ha tenido el emisor en el periodo analizado, en promedio, este se ubicó en 80,22% y a diciembre 2018 lo replica con 80,21%. Con ello, la variación interanual que este rubro tuvo fue de 4,92%, el cual acompaña a la variación de sus ventas y alcanzó los US\$ 584,86 millones. Esto permitió que DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. alcance una utilidad bruta de US\$ 144,35 millones, siendo 9,82% superior al periodo similar anterior.

Por otro lado, los gastos operacionales alcanzaron los US\$ 112,42 millones, valor que superó en 5,00% a su periodo similar anterior y en 7,01% a las proyecciones del escenario pesimista del cierre de año 2018. Esto ocurrió principalmente por la variación en los gastos administrativos, derivado principalmente del aumento en arrendamientos y honorarios profesionales. No obstante, su margen de gastos operativos respecto a los ingresos es de 15,42%, comportándose acorde a sus históricos (16,30%).

Todo esto, junto a los menores niveles de gastos financieros han permitido a la empresa tener 46,44% mayor utilidad (antes de impuestos) que su periodo similar anterior, incidiendo favorablemente en los indicadores de rentabilidad ROA y ROE que en promedio se han ubicado en 5,50% y 31,59% respectivamente.

Gráfico No. 1  
Ingresos y Márgenes



### Cobertura con EBITDA:

Tal como se mencionó, las ventas crecieron interanualmente en 5,86% (+US\$ 40,35 millones), puesto que los costos incrementaron en menor proporción (+4,92%), al igual que los gastos operacionales, el emisor ha podido tener un margen operativo más alto que su periodo similar anterior al pasar de 3,54% hasta 4,38%. Este indicador se traduce en un valor nominal de US\$ 31,92 millones, monto que al ser sumado los gastos de depreciación y amortización (US\$ 4,11 millones) refleja un EBITDA de US\$ 36,03 millones; el cual es 26,08% mayor que diciembre 2017 y alcanza su punto más alto en los últimos 5 años.

Es importante mencionar que la deuda financiera incrementó en 25,50% respecto con su periodo similar anterior, variación que se asemeja al crecimiento de la generación EBITDA, es por esto que, la cobertura de la deuda financiera se mantuvo igual que diciembre 2017 donde se ubicó en 0,44 veces. No obstante, esta cobertura se encuentra por encima de su promedio histórico (2014-2018) que es de 0,38 veces. En un análisis más amplio, la cobertura de los flujos EBITDA respecto con el total de pasivos es de 0,15 veces mientras que sus históricos han sido de 0,13 veces.

Todo esto refleja que el apalancamiento que el emisor ha tenido con sus proveedores, instituciones financieras y mercado de valores ha incidido positivamente en los resultados DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.

### Endeudamiento:

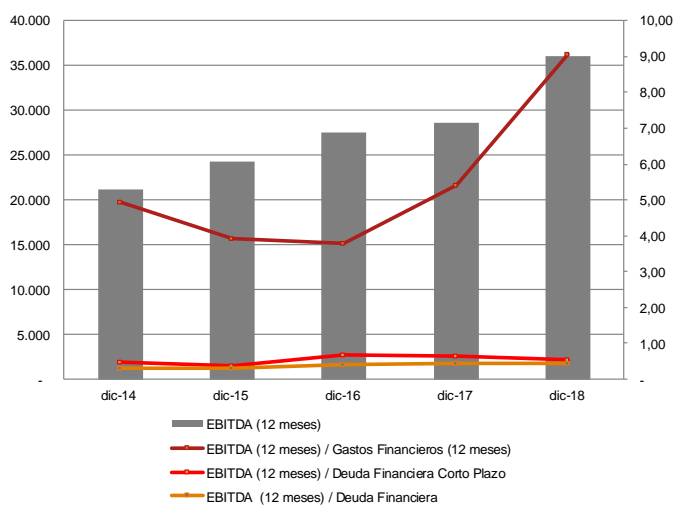
La calificadora de riesgos considera positivo el tamaño de patrimonio que el emisor mantiene y ha sido resultado de la constante capitalización de las utilidades. Con ello, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A., ha podido mantener un adecuado nivel de apalancamiento financiero, medido por la relación entre la deuda financiera y el total de patrimonio, ubicándose en 1,21 veces (promedio: 1,74 veces). Por otro lado, la relación entre el pasivo total y patrimonio se ubica en 3,50 veces y es el valor más bajo del periodo de estudio pese a que los pasivos registraron el monto más alto de los últimos 5 años.

El rubro de deuda financiera, está conformada principalmente por deuda bancaria (72,36%) y en menor medida mercado de valores (22,22%). Este rubro se encuentra distribuido principalmente en el corto plazo con el 81,26% tal como lo ha hecho históricamente en los últimos 5 años con el 70,34%.

El comportamiento de la deuda ha sido creciente dentro del periodo de estudio. En este sentido es importante resaltar que a la fecha de corte, ha financiado el 26,80% del total de activos. Tal como se mencionó, la deuda bancaria tiene mayor participación con un total de US\$ 59,13 millones y se distribuye en 4 bancos locales con una tasa promedio ponderada del 6,68%. Por otro lado, la diferencia de US\$ 22,59 millones corresponde al mercado de valores, donde el emisor tiene 3 instrumentos: dos emisiones de obligaciones al largo plazo y un papel comercial donde el destino de los recursos es sustitución de pasivos

Gráfico No. 2

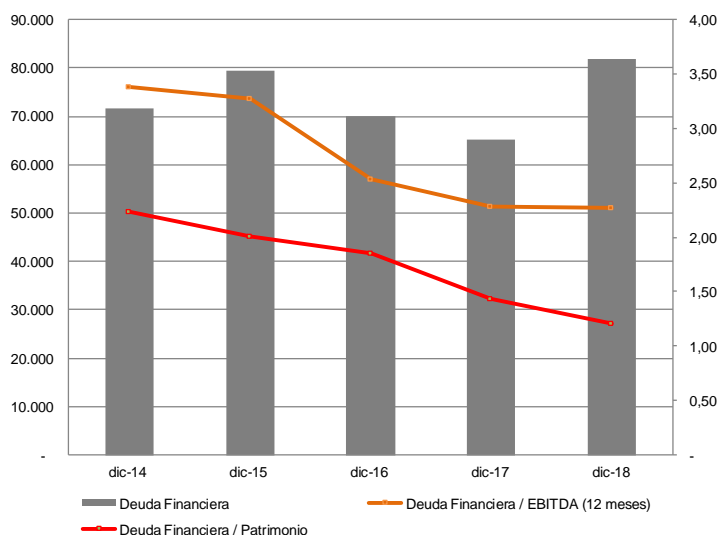
#### Cobertura



Fuente: DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

Gráfico No. 3

#### Endeudamiento



Fuente: DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

de corto plazo con instituciones financieras y capital de trabajo. Todo esto suma un monto de US\$ 81,72 millones.

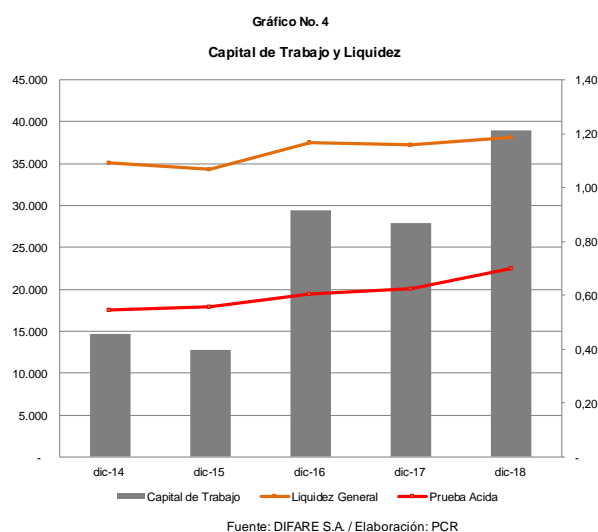
Interanualmente, la deuda financiera creció en 25,50% (US\$ 16,60 millones) y se explica por el incremento de deuda con instituciones bancarias que financian el nuevo centro de distribución que estará listo en septiembre de 2019. Es importante mencionar que, el emisor tiene aprobado dos emisiones en el mercado de valores por un monto de US\$ 40,00 millones y comenzaron a colocarse en el mes de enero de 2019, por lo que se espera que la deuda mantenga su tendencia de crecimiento.

La capacidad de pago de la deuda financiera, medida por la relación entre deuda financiera y los flujos EBITDA, es de 2,27 años. Pese a que la deuda incrementó respecto a diciembre 2017, su generación EBITDA creció en mayor proporción, por lo que el indicador se vio favorecido puesto que el promedio de los últimos 5 años se ubicó en 2,75 años. El adecuado manejo del negocio ha permitido mantener soportar situaciones de stress, con lo cual, el emisor ha podido invertir en nueva infraestructura que mejorará la eficiencia de la empresa y soportará las ventas previstas para los siguientes años sin deteriorar su capacidad de pago. En un análisis más global, la capacidad de pago del total de pasivos es de 6,58 años, la cual se encuentra de igual manera por debajo del promedio histórico (2014-2018) que es de 7,98 años.

#### Liquidez y Flujo de Efectivo:

El adecuado manejo de capital de trabajo ha permitido que el emisor mantenga un indicador de liquidez mayor a uno en todo el periodo de estudio, su promedio (2014-2018) llegó a 1,13 veces. Este indicador se mide por la relación entre activos corrientes y pasivos corrientes, siendo los recursos más líquidos que harían frente a las obligaciones más inmediatas. A la fecha de corte, este indicador alcanza un valor de 1,19 veces y el incremento se explica principalmente por la variación en las cuentas por cobrar, efectivo y equivalente e inventarios.

Por su parte, el indicador de prueba ácida alcanzó una cobertura de 0,70 veces puesto que los inventarios tienen una alta representatividad dentro de los activos corrientes; no obstante, se asemeja al promedio histórico de 0,61 veces y se explica por la mejora en el indicador de liquidez general.



En este sentido, el capital de trabajo llegó a un valor de US\$ 38,93 millones, recursos que serán utilizados para responder a las obligaciones de negocio como financiación de cuentas por cobrar de sus clientes, pago a proveedores y compra de inventarios. Lo cual demuestra adecuados niveles de liquidez del emisor.

Para el flujo de efectivo, las actividades operativas netas presentaron un saldo de US\$ 38,00 millones principalmente explicado por el resultado del ejercicio positivo. Por su parte, el flujo de inversión neta fue de - US\$ 12,39 millones tras la inversión de propiedad, planta y equipo que corresponde al nuevo centro de distribución y aumento en otros activos no corrientes. El flujo del financiamiento neto se ubicó en US\$ - 18,31 millones derivado del pago de deuda bancaria que financiará el proyecto en curso de activos no corrientes. Todo esto, junto al saldo inicial de US\$ 15,33 millones reflejan el saldo final del periodo que llega a US\$ 22,09 millones.

#### Situación de las Emisiones:

El emisor ha cumplido en tiempo y forma con los pagos al mercado de valores; así como con los resguardos de ley que se han establecido para los instrumentos calificados.

Las proyecciones de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. se muestran adecuadas y con un buen cumplimiento considerando las previsiones macroeconómicas, así como la estabilidad en los márgenes y los niveles de deuda del emisor.

#### Instrumento Calificado

##### Quinta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo

Con fecha 1 de agosto de 2014, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A., misma que estuvo conformada por la totalidad de sus accionistas y se decidió aprobar la Quinta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo con garantía general por un monto de hasta USD 20'000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

Características de los Valores						
<b>Emisor:</b>	DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.					
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta por US\$ 20.000.000,00					
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.					
<b>Características:</b>	<b>Clase</b>	<b>Monto a emitir</b>	<b>Plazo</b>	<b>Tasa anual</b>	<b>Pago de intereses</b>	<b>Amortización de capital</b>
	A	10.000.000,00	1.440 días	8,00%	Trimestralmente	Trimestralmente
	B	10.000.000,00	1.800 días	8,25%	Trimestralmente	Trimestralmente
	Total	20.000.000,00				
<b>Contrato de Underwriting:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de underwriting para su colocación.					
<b>Rescates anticipados:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla rescates anticipados.					
<b>Sistema de Colocación:</b>	El sistema de colocación es Bursátil. El colocador y estructurador de la emisión es Plusbursátil Casa de Valores S.A.					
<b>Agente Pagador:</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
<b>Estructurador Financiero</b>	Plusbursátil Casa de Valores S.A.					
<b>Agente Colocador:</b>						
<b>Estructurador Legal</b>	Ab. Karina Aguirre Romo Leroux					
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
<b>Destino de los recursos:</b>	Los recursos captados se destinarán a la sustitución de pasivos de corto plazo con instituciones financieras, tales como, Banco Bolivariano, Banco Internacional, Citibank, Banco Proméica y Banco Guayaquil.					
<b>Resguardos de ley y establecidos en la Junta:</b>	Según el acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas: se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, a que la relación activos reales sobre los pasivos exigibles permanezca en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. Así mismo, se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Se obliga a mantener, durante la vigencia del Emisión de Obligaciones, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13 de la Sección I del Capítulo III del Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Mercado de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores), expedidas por la Junta de Regulación Monetaria Financiera.					
<b>Límite de Endeudamiento</b>	Como límite a su endeudamiento, se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,60, en todo momento mientras esté vigente la emisión.					
<b>Encargo Fiduciario</b>	DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. junto con Zion Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (Fiduciaria) constituyeron un Encargo Fiduciario con el objetivo de provisionar mensualmente los flujos necesarios para el pago trimestral a inversionistas correspondientes a la Emisión de Obligaciones.					
<b>Garantía:</b>	Las obligaciones que se emitan contarán con la garantía general del emisor, la cual consiste en todos sus activos no gravados, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro Segundo del Código Orgánico Monetario y Financiero).					
<b>Fecha de Emisión:</b>	25 de noviembre de 2014					
<b>Fecha de Vencimiento:</b>	25 de noviembre de 2019					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

La colocación de los valores inició el 25 de noviembre de 2014, colocándose ese mismo día la totalidad de la Clase A (US\$ 10,00 millones). Por su parte, la Clase B por US\$ 10,00 millones se terminó de colocar en su totalidad el 31 de enero de 2015.

#### Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la emisión de obligaciones, el emisor junto con Zion Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (Fiduciaria) constituyeron un Encargo Fiduciario con el objetivo de provisionar mensualmente los flujos necesarios para el pago trimestral a inversionistas correspondientes a la Emisión de Obligaciones.

#### CUADRO DE PAGOS

A continuación, se detallan los pagos efectuados de la única serie de la presente emisión, acorde a las tablas de amortización que se muestra en los Anexos.

Resumen del Pago de Dividendos por Serie – Al 31 de diciembre de 2018 (US\$)				
Clases	Capital Pagado	Interés Pagado	Total	Saldo de Capital
A y B	15.600.000	4.485.750	20.085.750	4.400.000
<b>Total</b>	<b>15.600.000</b>	<b>4.485.750</b>	<b>20.085.750</b>	<b>4.400.000</b>

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

### Resguardos de Ley y Cumplimiento:

Los resguardos establecidos por Ley vigentes, en detalle son los siguientes:

- Según el acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas se acordó preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete a:
  - Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual 1; a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

Tal como se observa en el siguiente cuadro, el promedio semestral de liquidez se ubicó en 1,22 veces, dando cumplimiento a dicho resguardo.

Indicador semestral de liquidez - a diciembre 2018							
Detalle	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	Promedio Semestral
Liquidez	1,16	1,18	1,25	1,25	1,24	1,24	1,22

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

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

El emisor cumple con el resguardo puesto que los activos reales<sup>5</sup> (corrientes) cubren en 1,04 veces a los pasivos exigibles<sup>6</sup>, tal como se ve en el siguiente cuadro:

Resguardo (US\$ miles)	
Componentes	dic-18
Activos reales	247.232
Pasivos exigibles	237.189
Indicador	1,04 veces

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.  
El emisor no tiene obligaciones en mora.
- Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13 de la Sección I del Capítulo III del Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Mercado de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores), expedidas por la Junta de Regulación Monetaria Financiera.

El emisor cumple con lo que establece la ley.

### Limitaciones de Endeudamiento

Como límite a su endeudamiento, se compromete a mantener una relación pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,60, en todo momento mientras esté vigente la emisión de Emisión de Obligaciones.

<sup>5</sup> Los activos reales corresponden a los activos de mayor liquidez y corresponden a los activos corrientes.

<sup>6</sup> Pasivos exigibles: Total de pasivos.

Cumplimiento a diciembre 2018 (US\$ miles)				
Pasivo Financiero	Activo Total	Indicador	Parámetro	Cumplimiento
81.722	304.954	0,2680	No mayor a 0,60	SI

#### Resguardo adicional Encargo Fiduciario:

Como resguardo voluntario, el emisor constituyó un encargo fiduciario a través de Zión Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., que consiste en aprovisionar mensualmente (los días 28, 58, y 88 contados desde la fecha inicio del trimestre vigente de la emisión) 1/3 del dividendo de capital e intereses más próximo a vencer de todas las clases de la emisión de obligaciones. El encargo fiduciario tiene como objetivo recibir los recursos de las provisiones, mantenerlas invertidas hasta dos días antes de la fecha de vencimiento del dividendo de capital e intereses vigente, liquidar las inversiones y transferir al agente pagador los recursos para el pago a los inversionistas. Luego de cada pago realizado a los inversionistas, empezará nuevamente el ciclo de la provisión mensual.

A continuación, una tabla con los valores provisionados del último semestre:

Flujos Encargo Fiduciario US\$					
jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	dic-18
2/3	3/3	1/3	2/3	3/3	1/3
481.063	481.063	472.323	472.323	472.323	396.917
Cumple	Cumple	Cumple	Cumple	Cumple	Cumple

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

#### Activos que Respalda la Emisión

La Quinta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo está respaldada por Cuentas por pagar Clientes e Inventario como se detalla en el siguiente cuadro:

Activos Comprometidos (US\$)					
Detalle de los Activos a Comprometer	Valor en libros no gravado	Valor comprometido inicialmente en conjunto	Saldo no comprometido inicialmente	Saldo por pagar	Cobertura
Cuentas por cobrar clientes, neto	70.498.297	20.000.000	109.489.503	4.400.000	4,55
Inventarios	58.991.206				
Total	129.489.503				

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

El emisor se compromete a mantener estos activos libres de gravamen, y a realizar su reposición, en caso de ser necesario, hasta por el saldo en circulación y redención total de la presente emisión. El saldo amparado de dichos activos de US\$ 20,00 millones cubre al saldo por pagar en 4,55 veces.

Las cuentas por cobrar crecieron interanualmente en 12,36% (+US\$ 19,91 millones) alcanzando un monto de US\$ 106,73 millones y que figura el 35,00% del total de activos. Este rubro considera cuentas por cobrar comerciales con US\$ 91,16 millones, relacionadas con US\$ 1,97 millones y otras cuentas por cobrar con US\$ 13,60 millones. Dicha variación es superior al de sus ingresos que aumentaron en 5,86% y se explica por un mayor incremento en la línea de distribución donde se maneja una política de crédito de 60-90 días influyendo en el crecimiento más pronunciado de las cuentas por cobrar. Es una fortaleza del emisor que los clientes se encuentren diversificados, puesto que los 15 más grandes tienen una participación del 15,30%, mitigando riesgo por concentración.

Dada la política de crédito que maneja el emisor, el 81,09% de la cartera se encuentra en plazos de hasta 90 días. En este sentido, el emisor posee una cartera de buena calidad, donde la cartera vencida representa el 7,24%, que a diferencia del año 2017 se ubicó en 9,54%. La reducción se deriva de la adecuada gestión de recuperación de cartera en los plazos de 31-60 días. En este sentido, la rotación de las cuentas por cobrar va acorde a lo antes mencionado, rotando cada 53 días (rotación anual de 6,83 veces) y asemejándose a su comportamiento histórico que es de 48 días. Con ello, la calificadora considera que la administración de capital de trabajo es apropiada y se alinea con las necesidades del emisor.

Por último, el rubro de inventarios se ha comportado de manera ascendente en el periodo de estudio, acompañando las ventas de la empresa puesto que su principal giro de negocio consiste en distribuir mercadería. En este sentido, esta cuenta llega a US\$ 101,67 millones y varía respecto a diciembre 2017 en 8,06%, siendo similar a las fluctuaciones de los ingresos.

Es así como, la rotación de sus inventarios en promedio (2014-2018) ha sido cada 65 días, comportamiento que se repite a diciembre 2018 con 63 días y se traduce en una rotación anual de 5,75 veces. Dicho esto, la calificadora de riesgos considera positivo el manejo de los recursos de la empresa para poder abastecer a sus clientes a nivel nacional.

#### Sexta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo

Con fecha 4 de febrero de 2016, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A., misma que estuvo conformada por la totalidad de sus accionistas y se decidió aprobar la Quinta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo con garantía general por un monto de hasta USD 15'000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

Características de los Valores						
<b>Emisor:</b>	DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.					
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta por US\$ 15.000.000,00					
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.					
<b>Características:</b>	<b>Clase</b>	<b>Monto a emitir</b>	<b>Plazo</b>	<b>Tasa anual</b>	<b>Pago de intereses</b>	<b>Amortización de capital</b>
	1	3.000.000,00	450 días	9,00%	Trimestralmente	Vencimiento
	2	3.000.000,00	540 días	9,00%	Trimestralmente	Vencimiento
	3	3.000.000,00	630 días	9,00%	Trimestralmente	Vencimiento
	4	3.000.000,00	720 días	9,00%	Trimestralmente	Vencimiento
	5	3.000.000,00	1.080 días	9,25%	Trimestralmente	Semestral
	Total	15.000.000,00				
<b>Contrato de Underwriting:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de underwriting para su colocación.					
<b>Rescates anticipados:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla rescates anticipados.					
<b>Sistema de Colocación:</b>	El sistema de colocación es Bursátil. El colocador y estructurador de la emisión es Plusbursátil Casa de Valores S.A.					
<b>Agente Pagador:</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
<b>Estructurador Financiero</b>	Plusbursátil Casa de Valores S.A.					
<b>Agente Colocador:</b>	Plusbursátil Casa de Valores S.A.					
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
<b>Destino de los recursos:</b>	100% a Capital de Trabajo consistente en la compra de inventario para abastecer los puntos de venta.					
<b>Resguardos de ley y establecidos en la Junta:</b>	Según el acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas: se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, a que la relación activos reales sobre los pasivos exigibles permanezca en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. Así mismo, se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Se obliga a mantener, durante la vigencia del Emisión de Obligaciones, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13 de la Sección I del Capítulo III del Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Mercado de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores), expedidas por la Junta de Regulación Monetaria Financiera.					
<b>Límite de Endeudamiento</b>	Como límite a su endeudamiento, se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,60, en todo momento mientras esté vigente la emisión.					
<b>Garantía:</b>	Las obligaciones que se emitan contarán con la garantía general del emisor, la cual consiste en todos sus activos no gravados, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro Segundo del Código Orgánico Monetario y Financiero).					
<b>Fecha de Emisión:</b>	30 de mayo de 2016					
<b>Fecha de Vencimiento.</b>	31 de agosto de 2019					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

La colocación de los valores inició el 30 de mayo de 2016, colándose la totalidad de los valores. Lo cual refleja la aceptación del instrumento en el mercado bursátil, cabe destacar que esta emisión tiene fecha de vencimiento el 31 de agosto de 2019.

### Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la emisión de obligaciones, el emisor considerará en el flujo de caja el pago de cada dividendo a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

### CUADRO DE PAGOS

A continuación, se detallan los pagos efectuados de la única serie de la presente emisión, acorde a las tablas de amortización que se muestra en los Anexos.

Resumen del Pago de Dividendos por Serie – Al 31 de diciembre de 2018 (US\$)				
Clases	Capital Pagado	Interés Pagado	Total	Saldo de Capital
1-5	14.000.000	2.202.083	16.202.083	1.000.000
<b>Total</b>	<b>14.000.000</b>	<b>2.202.083</b>	<b>16.202.083</b>	<b>1.000.000</b>

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

### Resguardos de Ley y Cumplimiento:

Los resguardos establecidos por Ley vigentes, en detalle son los siguientes:

- Según el acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas se acordó preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete a:
  - Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual 1; a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

Tal como se observa en el siguiente cuadro, el promedio semestral de liquidez se ubicó en 1,22 veces, dando cumplimiento a dicho resguardo.

Indicador semestral de liquidez - a diciembre 2018							
Detalle	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	Promedio Semestral
Liquidez	1,16	1,18	1,25	1,25	1,24	1,24	1,22

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

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

El emisor cumple con el resguardo puesto que los activos reales<sup>7</sup> (corrientes) cubren en 1,04 veces a los pasivos exigibles<sup>8</sup>, tal como se ve en el siguiente cuadro:

Resguardo (US\$ miles)	
Componentes	dic-18
Activos reales	247.232
Pasivos exigibles	237.189
Indicador	1,04 veces

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.  
El emisor no tiene obligaciones en mora.
- Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13 de la Sección I del Capítulo III del Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Mercado de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores), expedidas por la Junta de Regulación Monetaria Financiera.

El emisor cumple con lo que establece la ley.

<sup>7</sup> Los activos reales corresponden a los activos de mayor liquidez y corresponden a los activos corrientes.

<sup>8</sup> Pasivos exigibles: Total de pasivos.



### Limitaciones de Endeudamiento

Como límite a su endeudamiento, se compromete a mantener una relación pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,60, en todo momento mientras esté vigente la emisión de Emisión de Obligaciones.

Cumplimiento a diciembre 2018 (US\$ miles)				
Pasivo Financiero	Activo Total	Indicador	Parámetro	Cumplimiento
81.722	304.954	0,2680	No mayor a 0,60	SI

### Activos que Respalda la Emisión

La Sexta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo está respaldada por Cuentas por pagar Clientes e Inventario como se detalla en el siguiente cuadro:

Activos Comprometidos (US\$)					
Detalle de los Activos a Comprometer	Valor en libros no gravado	Valor comprometido inicialmente en conjunto	Saldo no comprometido inicialmente	Saldo por pagar	Cobertura
Cuentas por cobrar clientes, neto	84.162.670	15.000.000	123.708.753	1.000.000	15,00
Inventarios	54.546.083				
Total	138.708.753				

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

El emisor se compromete a mantener estos activos libres de gravamen, y a realizar su reposición, en caso de ser necesario, hasta por el saldo en circulación y redención total de la presente emisión. El saldo amparado de dichos activos de US\$ 15,00 millones cubre al saldo por pagar en 15,00 veces.

Puesto que los activos que respaldan la emisión son los mismos para todas las emisiones de mercado de valores, se consideró en la Quinta Emisión de obligaciones la calidad de estos y su capacidad de ser liquidados para hacer frente a al saldo por amortizar de los instrumentos colocados en el mercado de valores.

### Tercera Emisión de Papel Comercial de Corto Plazo

Con fecha 29 de junio de 2016, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. ,se decidió aprobar la Tercera Emisión de Papel Comercial de Corto Plazo con garantía general por un monto de hasta USD 25'000.000,00, según el siguiente detalle que consta la Circular de Oferta Pública:

Características de los Valores						
<b>Emisor:</b>	DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.					
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta por US\$ 25.000.000,00					
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.					
<b>Características:</b>	<b>Clase</b>	<b>Monto a emitir</b>	<b>Plazo</b>	<b>Tasa anual</b>	<b>Pago de intereses</b>	<b>Amortización de capital</b>
	N/A	25.000.000,00	359 días	Cupón Cero	NA	Vencimiento
	Total	25.000.000,00				
<b>Contrato de Underwriting:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de underwriting para su colocación.					
<b>Rescates anticipados:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla rescates anticipados.					
<b>Sistema de Colocación:</b>	El sistema de colocación es Bursátil. El colocador y estructurador de la emisión es Plusbursátil Casa de Valores S.A.					
<b>Agente Pagador:</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
<b>Estructurador Financiero, y Agente Colocador:</b>	Plusbursátil Casa de Valores S.A.					
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
<b>Destino de los recursos:</b>	Los recursos captados se destinarán a financiar requerimientos de capital de trabajo, consistentes principalmente en adquisición de inventarios para su comercialización; financiamiento de cuentas por cobrar a clientes; y, pago a proveedores no vinculados.					

<b>Resguardos de ley y establecidos en la Junta:</b>	Según el acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas: se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, a que la relación activos reales sobre los pasivos exigibles permanezca en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. Así mismo, se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Se obliga a mantener, durante la vigencia del Emisión de Obligaciones, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la normativa.
<b>Límite de Endeudamiento</b>	Como límite a su endeudamiento, se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,60, en todo momento mientras esté vigente la emisión.
<b>Garantía:</b>	Las obligaciones que se emitan contarán con la garantía general del emisor, la cual consiste en todos sus activos no gravados, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro Segundo del Código Orgánico Monetario y Financiero).
<b>Fecha de Emisión:</b>	23 de julio de 2017
<b>Fecha de Vencimiento (incluida revolvencia):</b>	22 de marzo de 2019

Fuente: Circular de Oferta Pública / Elaboración: PCR

La colocación de los valores inició el 23 de julio de 2017, colándose el 69,22% de la totalidad de los valores. El instrumento se termina de pagar el 22 de marzo de 2019.

#### Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la emisión de papel comercial, el emisor considerará en el flujo de caja el pago de cada dividendo a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

#### CUADRO DE PAGOS

A continuación, se detallan los pagos efectuados de la presente emisión, acorde a las tablas de cronograma de pagos que se muestra en los Anexos.

Resumen del Pago de Dividendos– Al 31 de diciembre de 2018 (US\$)			
Clases	Capital Pagado	Total	Saldo de Capital
1-5	7.694.000	7.694.000	17.306.000
<b>Total</b>	<b>7.694.000</b>	<b>7.694.000</b>	<b>17.306.000</b>

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

#### Resguardos de Ley y Cumplimiento:

Los resguardos establecidos por Ley vigentes, en detalle son los siguientes:

- Según el acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas se acordó preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete a:
  - Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual 1; a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

Tal como se observa en el siguiente cuadro, el promedio semestral de liquidez se ubicó en 1,22 veces, dando cumplimiento a dicho resguardo.

Indicador semestral de liquidez - a diciembre 2018							
Detalle	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	Promedio Semestral
Liquidez	1,16	1,18	1,25	1,25	1,24	1,24	1,22

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

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

El emisor cumple con el resguardo puesto que los activos reales<sup>9</sup> (corrientes) cubren en 1,04 veces a los pasivos exigibles<sup>10</sup>, tal como se ve en el siguiente cuadro:

Resguardo (US\$ miles)	
Componentes	dic-18
Activos reales	247.232
Pasivos exigibles	237.189
Indicador	1,04 veces

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

8. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.  
El emisor no tiene obligaciones en mora.
9. Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en la normativa.

El emisor cumple con lo que establece la ley.

#### Limitaciones de Endeudamiento

Como límite a su endeudamiento, se compromete a mantener una relación pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,60, en todo momento mientras esté vigente la emisión de Emisión de Obligaciones.

Cumplimiento a diciembre 2018 (US\$ miles)				
Pasivo Financiero	Activo Total	Indicador	Parámetro	Cumplimiento
81.722	304.954	0,2680	No mayor a 0,60	SI

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

El emisor cumple con lo establecido.

#### Activos que Respalda la Emisión

La Tercera Emisión de Papel Comercial de Corto Plazo está respaldada por Cuentas por pagar Clientes e Inventario como se detalla en el siguiente cuadro:

Activos Comprometidos (US\$)					
Detalle de los Activos a Comprometer	Valor en libros no gravado	Valor comprometido inicialmente en conjunto	Saldo no comprometido inicialmente	Saldo por pagar	Cobertura
Cuentas por cobrar clientes, neto	89.539.919	25.000.000	130.665.788	17.306.000	1,44
Inventarios	66.125.869				
Total	155.665.788				

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

El emisor se compromete a mantener estos activos libres de gravamen, y a realizar su reposición, en caso de ser necesario, hasta por el saldo en circulación y redención total de la presente emisión. El saldo amparado de dichos activos de US\$ 25,00 millones cubre al saldo por pagar en 1,44 veces.

Puesto que los activos que respaldan la emisión son los mismos para todas las emisiones de mercado de valores, se consideró en la Quinta Emisión de obligaciones la calidad de estos y su capacidad de ser liquidados para hacer frente a al saldo por amortizar de los instrumentos colocados en el mercado de valores.

#### Cuarto Programa de Papel Comercial de Corto Plazo

Con fecha 24 de octubre de 2018, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A., misma que estuvo conformada por la totalidad de sus accionistas y se decidió aprobar el Cuarto Programa de Emisión de Papel Comercial con garantía general por un monto de hasta US\$ 20'000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Circular de Oferta Pública:

<sup>9</sup> Los activos reales corresponden a los activos de mayor liquidez y corresponden a los activos corrientes.

<sup>10</sup> Pasivos exigibles: Total de pasivos.

Características de los Valores				
<b>Emisor:</b>	DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.			
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta por US\$ 20.000.000,00			
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.			
<b>Características:</b>	<b>Monto a emitir</b>	<b>Plazo de la emisión</b>	<b>Pago de Intereses</b>	<b>Amortización de capital</b>
	20.000.000,00	359 días	cupón cero	al vencimiento
<b>Contrato de Underwriting:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de underwriting para su colocación.			
<b>Rescates anticipados:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla rescates anticipados.			
<b>Sistema de Colocación:</b>	El sistema de colocación es Bursátil. El colocador y estructurador de la emisión es Plusbursátil Casa de Valores S.A.			
<b>Agente Pagador:</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.			
<b>Estructurador Financiero, Legal y Agente Colocador:</b>	Plusbursátil Casa de Valores S.A.			
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.			
<b>Destino de los recursos:</b>	Los recursos obtenidos de la emisión de papel comercial serán destinados a financiar requerimientos de capital de trabajo, consistentes principalmente en pago a proveedores de mercadería para su posterior comercialización, y a proveedores referentes a equipamiento y remodelación de puntos de venta.			
<b>Resguardos de ley y establecidos en la Junta:</b>	Según el acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas: se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, a que la relación activos reales sobre los pasivos exigibles permanezca en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. Así mismo, se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Se obliga a mantener, durante la vigencia del papel comercial, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Mercado de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores) emitida por la Junta de Regulación Monetaria Financiera.			
<b>Límite de Endeudamiento</b>	Como límite a su endeudamiento, se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,65, en todo momento mientras este vigente la emisión de obligaciones y/o el programa de emisión de papel comercial.			
<b>Garantía:</b>	El papel comercial está respaldado con la garantía general del emisor, conforme lo dispone el Artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores.			

Fuente: Circular de Oferta Pública / Elaboración: PCR

El instrumento fue aprobado el 27 de diciembre de 2018, es importante mencionar que al 31 de enero de 2019 se colocó el 6,25% de la totalidad de los valores.

#### Destino de los Recursos:

Los recursos obtenidos de la emisión de papel comercial serán destinados a financiar requerimientos de capital de trabajo, consistentes principalmente en pago a proveedores de mercadería para su posterior comercialización, y a proveedores referentes a equipamiento y remodelación de puntos de venta.

#### Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la emisión de papel comercial, el emisor considerará en el flujo de caja el pago de cada dividendo a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

#### Resguardos de Ley y Cumplimiento:

Los resguardos establecidos por Ley vigentes, en detalle son los siguientes:

1. Según el acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas se acordó preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete a:
  - a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual 1; a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

Desde la fecha de colocación, no han transcurrido 6 meses para verificar el cumplimiento de dicho resguardo; no obstante, el indicador se ha mantenido por encima de uno históricamente.

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

El emisor cumple con el resguardo puesto que los activos reales<sup>11</sup> (corrientes) cubren en 1,04 veces a los pasivos exigibles<sup>12</sup>, tal como se ve en el siguiente cuadro:

Resguardo (US\$ miles)	
Componentes	dic-18
Activos reales	247.232
Pasivos exigibles	237.189
Indicador	1,04 veces

Fuente: Distribuidora Farmacéutica Ecuatoriana Difare S.A. / Elaboración: PCR

- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Mercado de Valores y Seguros (Libro II Mercado de Valores) expedida por la Junta de Regulación Monetaria Financiera.

El emisor cumple con lo establecido por la ley.

#### Limitaciones de Endeudamiento

Como límite a su endeudamiento, se compromete a mantener una relación pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,65, en todo momento mientras esté vigente el programa de emisión de papel comercial.

El emisor cumple con lo establecido.

Cumplimiento a diciembre 2018 (US\$ miles)				
Pasivo Financiero	Activo Total	Indicador	Parámetro	Cumplimiento
81.722	304.954	0,2680	No mayor a 0,65	SI

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

#### Activos que respaldan la Emisión: Análisis de la calidad y capacidad para ser liquidados

Activos que respaldan la emisión (US\$)				
Activos	Valor en libros	Valor que respalda el IV Programa de Emisión de Papel Comercial	Valor comprometido inicialmente en conjunto para otras emisiones contemporáneas	Saldo No comprometido inicialmente
Cuentas por cobrar comerciales, neto	93.322.435,23			
Inventarios	79.548.983,49			
<b>Total</b>	<b>172.871.418,72</b>	<b>20.000.000</b>	<b>20.000.001</b>	<b>132.871.418</b>

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

Puesto que los activos que respaldan la emisión son los mismos para todas las emisiones de mercado de valores, se consideró en la Quinta Emisión de obligaciones la calidad de estos y su capacidad de ser liquidados para hacer frente a al saldo por amortizar de los instrumentos colocados en el mercado de valores.

#### Séptima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo

Con fecha 24 de octubre de 2018, se reunió la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la compañía DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. , misma que estuvo conformada por la totalidad de sus accionistas y se decidió aprobar la Séptima Emisión de Obligaciones de Largo Plazo con garantía general por un monto de hasta USD 20'000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

<sup>11</sup> Los activos reales corresponden a los activos de mayor liquidez y corresponden a los activos corrientes.

<sup>12</sup> Pasivos exigibles: Total de pasivos.

Características de los Valores						
<b>Emisor:</b>	DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.					
<b>Monto de la Emisión:</b>	Hasta por US\$ 20.000.000,00					
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.					
<b>Características:</b>	<b>Clas e</b>	<b>Monto a emitir</b>	<b>Plazo</b>	<b>Tasa anual</b>	<b>Pago de intereses</b>	<b>Amortización de capital</b>
	1	5.000.000,00	2.520 días	8,00%	Trimestralmente	Semestralmente
	2	5.000.000,00	2.520 días	8,00%	Trimestralmente	Trimestralmente
	3	5.000.000,00	2.520 días	8,00%	Trimestralmente	Anualmente
	4	5.000.000,00	1.800 días	7,50%	Trimestralmente	Anualmente
	<b>Total</b>	20.000.000,00				
<b>Contrato de Underwriting:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla contrato de underwriting para su colocación.					
<b>Rescates anticipados:</b>	La presente emisión de obligaciones no contempla rescates anticipados.					
<b>Sistema de Colocación:</b>	El sistema de colocación es Bursátil. El colocador y estructurador de la emisión es Plusbursátil Casa de Valores S.A.					
<b>Agente Pagador:</b>	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
<b>Estructurador Financiero, Legal y</b>	Plusbursátil Casa de Valores S.A.					
<b>Agente Colocador:</b>						
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
<b>Destino de los recursos:</b>	Los recursos obtenidos de la Emisión de Obligaciones serán destinados a financiar requerimientos de capital de trabajo, consistentes principalmente en pago a proveedores de mercadería para su posterior comercialización, y a proveedores referentes a equipamiento y remodelación de puntos de venta.					
<b>Resguardos de ley y establecidos en la Junta:</b>	Según el acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas: se compromete a mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a 1, a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, a que la relación activos reales sobre los pasivos exigibles permanezca en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. Así mismo, se obliga a no repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Se obliga a mantener, durante la vigencia del Emisión de Obligaciones, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13 de la Sección I del Capítulo III del Título II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Mercado de Valores y Seguros (Libro II del Mercado de Valores), expedidas por la Junta de Regulación Monetaria Financiera.					
<b>Límite de Endeudamiento</b>	Como límite a su endeudamiento, se compromete a mantener una relación de pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,65, en todo momento mientras esté vigente la emisión.					
<b>Garantía:</b>	Las obligaciones que se emitan contarán con la garantía general del emisor, la cual consiste en todos sus activos no gravados, conforme lo dispone el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores (Libro Segundo del Código Orgánico Monetario y Financiero).					

Fuente: Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: PCR

El instrumento fue aprobado el 4 de enero de 2019, es importante mencionar que al 24 de enero de 2019 se colocó el 64,48% de la totalidad de los valores.

#### Destino de los Recursos:

Los recursos obtenidos de la Emisión de Obligaciones serán destinados a financiar requerimientos de capital de trabajo, consistentes principalmente en pago a proveedores de mercadería para su posterior comercialización, y a proveedores referentes a equipamiento y remodelación de puntos de venta.

#### Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la emisión de obligaciones, el emisor considerará en el flujo de caja el pago de cada dividendo a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

#### Resguardos de Ley y Cumplimiento:

Los resguardos establecidos por Ley vigentes, en detalle son los siguientes:

- Según el acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas se acordó preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables, la compañía se compromete a:
  - Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual 1; a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores.

Desde la fecha de colocación, no han transcurrido 6 meses para verificar el cumplimiento de dicho resguardo; no obstante, el indicador se ha mantenido por encima de uno históricamente.

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

El emisor cumple con el resguardo puesto que los activos reales<sup>13</sup> (corrientes) cubren en 1,04 veces a los pasivos exigibles<sup>14</sup>, tal como se ve en el siguiente cuadro:

Resguardo (US\$ miles)	
Componentes	dic-18
Activos reales	247.232
Pasivos exigibles	237.189
Indicador	1,04 veces

Fuente: Distribuidora Farmacéutica Ecuatoriana Difare S.A. / Elaboración: PCR

- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 3, Sección I, Capítulo IV, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Mercado de Valores y Seguros (Libro II Mercado de Valores) expedida por la Junta de Regulación Monetaria Financiera.

El emisor cumple con lo establecido por la ley.

#### Limitaciones de Endeudamiento

Como límite a su endeudamiento, se compromete a mantener una relación pasivos con instituciones financieras sobre activos totales no mayor a 0,65, en todo momento mientras esté vigente el programa de emisión de papel comercial.

El emisor cumple con lo establecido.

Cumplimiento a diciembre 2018 (US\$ miles)				
Pasivo Financiero	Activo Total	Indicador	Parámetro	Cumplimiento
81.722	304.954	0,2680	No mayor a 0,60	SI

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

#### Activos que respaldan la Emisión: Análisis de la calidad y capacidad para ser liquidados

Activos que respaldan la emisión (US\$)				
Activos	Valor en libros	Valor que respalda el IV Programa de Emisión de Papel Comercial	Valor comprometido inicialmente en conjunto para otras emisiones contemporáneas	Saldo No comprometido inicialmente
Cuentas por cobrar comerciales, neto	93.322.435,23			
Inventarios	79.548.983,49			
<b>Total</b>	<b>172.871.418,72</b>	<b>20.000.000</b>	<b>20.000.001</b>	<b>132.871.418</b>

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

Puesto que los activos que respaldan la emisión son los mismos para todas las emisiones de mercado de valores, se consideró en la Quinta Emisión de obligaciones la calidad de estos y su capacidad de ser

<sup>13</sup> Los activos reales corresponden a los activos de mayor liquidez y corresponden a los activos corrientes.

<sup>14</sup> Pasivos exigibles: Total de pasivos.

liquidados para hacer frente a al saldo por amortizar de los instrumentos colocados en el mercado de valores.

## Proyecciones de la Emisión

### Estado de Resultados

A continuación, se muestran las proyecciones del estado de resultados de Distribuidora Farmacéutica Ecuatoriana Difare S.A. que corresponden al período 2018-2025. PCR tomó las últimas proyecciones realizadas por el emisor y que constan en el Prospecto de Oferta Pública de la Séptima Emisión de Obligaciones, aprobado en octubre de 2018.

A diciembre 2018 la empresa alcanzó un cumplimiento de la utilidad operativa del 92,54%, esto se explica principalmente por el incremento de gastos operativos que tuvo el emisor donde se ve que supera lo proyectado en 107,01% donde los gastos incrementaron tras los rubros de gastos administrativos.

Por su parte, en las proyecciones de los ingresos, se esperaba alcanzar un valor de US\$ 732,04 millones y se tuvo un cumplimiento del 99,61%. Esto puesto que la empresa ha demostrado tener un constante crecimiento en sus ingresos en los últimos 5 años, el promedio es de 5,73%, este crecimiento sostenible demuestra que la empresa no es sensible a factores macroeconómicos. En diciembre 2018 la empresa alcanzó sus mayores ventas dentro del periodo de estudio, repitiendo el comportamiento creciente que ha mostrado en los últimos 5 años y se explica principalmente por la variación en la línea de distribución. Para los siguientes años se espera que el emisor crezca en 4,00% lo cual se encuentra por debajo de su tendencia, lo que tiene coherencia también con la prudencia en las proyecciones en cuanto al tiempo que se podría predecir con certeza.

Respecto a los gastos financieros, debido a que el destino de los recursos de la emisión es capital de trabajo, el margen de gastos financieros respecto a la deuda financiera se mantendrá en niveles constantes de 6,45% hasta el año 2025, valor que es inferior al histórico del emisor que en promedio se ha mantenido en 8,12%, a la fecha de corte, este rubro tuvo un cumplimiento del 84,86%, favoreciendo el resultado del ejercicio.

Con todo, PCR considera que el emisor presenta capacidad de generación de flujos dentro de sus proyecciones y de las condiciones del mercado, derivado de su posicionamiento y adecuada administración de capital de trabajo. Esto le ha permitido al emisor cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones, y mantener trayectoria y experiencia en el mercado de valores.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.										
PROYECCION ESCENARIO conservador										
ESTADO DE RESULTADOS	2018	2018-Real	Cumplimiento	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas e ingresos operacionales	732.037.215	729.202.196	99,61%	761.318.704	791.771.452	823.442.310	856.380.002	890.635.202	926.260.610	963.311.035
Costo de ventas	588.422.847	584.857.547	99,39%	611.959.761	636.438.151	661.895.677	688.371.505	715.906.365	744.542.619	774.324.324
<b>Utilidad bruta</b>	<b>143.614.368</b>	<b>144.344.648</b>	<b>100,51%</b>	<b>149.358.943</b>	<b>155.333.300</b>	<b>161.546.632</b>	<b>168.008.498</b>	<b>174.728.838</b>	<b>181.717.991</b>	<b>188.986.711</b>
Gastos de administración y ventas	105.053.646	112.422.418	107,01%	109.255.791	113.626.023	118.171.064	122.897.907	127.813.823	132.926.376	138.243.431
Depreciación y amortización	4.064.277	4.105.774	101,02%	3.820.652	3.941.326	4.065.811	4.194.229	4.326.702	4.463.360	4.604.334
<b>Utilidad operativa</b>	<b>34.496.445</b>	<b>31.922.230</b>	<b>92,54%</b>	<b>36.282.500</b>	<b>37.765.952</b>	<b>39.309.757</b>	<b>40.916.362</b>	<b>42.588.313</b>	<b>44.328.256</b>	<b>46.138.946</b>
Gastos financieros	4.681.177	3.972.360	84,86%	5.370.244	5.388.845	4.716.970	4.761.209	4.162.838	3.898.850	3.692.920
<b>Utilidad antes de impuesto y participación</b>	<b>29.815.268</b>	<b>27.949.870</b>	<b>93,74%</b>	<b>30.912.256</b>	<b>32.377.106</b>	<b>34.592.787</b>	<b>36.155.153</b>	<b>38.425.475</b>	<b>40.429.406</b>	<b>42.446.027</b>
Partic Trabajo	4.472.290		0,00%	4.636.838	4.856.566	5.188.918	5.423.273	5.763.821	6.064.411	6.366.904
Impuesto a la renta	6.335.745		0,00%	6.568.854	6.880.135	7.350.967	7.682.970	8.165.413	8.591.249	9.019.781
<b>Utilidad neta</b>	<b>19.007.234</b>			<b>19.706.563</b>	<b>20.640.405</b>	<b>22.052.902</b>	<b>23.048.910</b>	<b>24.496.240</b>	<b>25.773.746</b>	<b>27.059.342</b>

Fuente: Plusbursátil Casa de Valores S.A. / Elaboración: PCR

### Garantía General de la Emisión

PCR ha recibido por parte del emisor el certificado de activos libres de gravamen al corte de 31 de diciembre de 2018, es así como el monto máximo a emitir es de US\$ 194,67 millones, por lo que las emisiones en circulación se encuentran dentro del monto máximo permitido por Ley.



CERTIFICADO DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN – Al 31 de diciembre de 2018	
Detalle	Monto (US\$)
Total Activos	304.954.282,17
(-) Activos Diferidos e Intangibles	445.149,67
(-) Impuestos Diferidos	160.753,00
(-) Activos Gravados	38.302.555,87
(-) Activos en Litigio	-
(-) Impugnaciones Tributarias	-
(-) Monto no redimido de Emisiones en Circulación	22.706.000,00
(-) Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	-
(-) Derechos Fiduciarios en Fideicomiso en Garantía	-
(-) Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	-
(-) Saldo de valores no redimido de REVNI	-
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	-
<b>Total de Activos Libres de Gravamen</b>	<b>243.339.823,63</b>
<b>80% Activos Libres de Gravamen</b>	<b>194.671.858,90</b>

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

### Activos en Litigio

A diciembre de 2018, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A., no posee juicios laborales.

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 31 de diciembre de 2018, los valores que mantiene DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. en el mercado de valores son inferiores al límite del 200% de su patrimonio que establece la normativa.

Monto Máximo de Valores en Circulación (US\$) – Al 31 de diciembre de 2018	
Detalle	Valor
<b>Patrimonio</b>	<b>67.764.982,13</b>
<b>200% Patrimonio</b>	<b>135.529.964,26</b>
Monto no redimido de obligaciones en circulación	22.706.000,00
<b>Total Valores en Circulación</b>	<b>22.706.000,00</b>
<b>Valores por Emitirse</b>	<b>40.000.000,00</b>
<b>Total Valores en circulación y por emitirse</b>	<b>62.706.000,00</b>
<b>Total Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)</b>	<b>92,53%</b>

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa una prelación de pago segunda, mismo que está respaldado ampliamente por la garantía general en 8,89 veces, como se describe a continuación:

Posición Relativa de la Garantía General a diciembre 2018 (US\$)				
Orden de Prelación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	4.767.241,22	22.591.078,33	59.130.507,00	132.555.030,62
Pasivo Acumulado	4.767.241	27.358.320	86.488.827	219.043.857
<b>Fondos Líquidos (Caja y Bancos)</b>	22.088.928			
<b>Activos Libres de Gravamen + saldo emisiones en circulación</b>	243.339.824			
Cobertura Fondos Líquidos	4,63	0,81	0,26	0,10
Cobertura ALG	51,04	8,89	2,81	1,11

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

### Metodología utilizada

- Manual de Calificación de Riesgo-PCR

## Información utilizada para la Calificación

- **Información financiera:** Estados financieros auditados de los años 2013 al 2014 por la firma Deloitte, a diciembre 2015, 2016 y 2017 por PWC los cuales no presentan salvedades. Estados financieros internos con corte a diciembre 2018.
- Prospecto de Oferta Pública y Escritura de Constitución de Quinta Emisión de Obligaciones
- Prospecto de Oferta Pública y Escritura de Constitución de Sexta Emisión de Obligaciones
- Prospecto de Oferta Pública y Escritura de Constitución de Séptima Emisión de Obligaciones
- Circular de Oferta Pública Tercer Programa de Emisión Papel Comercial
- Circular de Oferta Pública Cuarto Programa de Emisión Papel Comercial
- Certificado de Activos Libres de Gravamen con corte a diciembre 2018.
- Otros papeles de trabajo

## Presencia Bursátil

### Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores es una alternativa de financiamiento para las empresas mediante la oferta de títulos de valor de renta fija y de renta variable. Sin embargo, la cultura bursátil del país llega a niveles mínimos por lo que no se ha desarrollado este mecanismo y como consecuencia de ello, existe escasa transaccionalidad de títulos de valor de renta variable en el mercado secundario siendo este el 0,34% del total transado mientras que las negociaciones de renta fija representaron el 99,66%. Uno de los motivos por lo que se ve involutivo este mercado se debe a la competencia dada por las instituciones financieras.

De acuerdo con las cifras de cierre para el año 2018, se observa un balance positivo en el que el volumen negociado fue cerca de US\$7.000 millones a escala nacional a través del incremento en la negociación de títulos del sector privado. Al comparar el año 2017 y 2018 se aprecia un decremento del 15% en la negociación de títulos del Estado que implica una mayor participación del sector privado en el mercado. Adicionalmente, la emisión de obligaciones incrementó 10% frente al año anterior y brinda un escenario positivo para el año 2019.

Las negociaciones del sector privado (Certificados de Inversión, Certificados de Depósito, Papel Comercial, otros) aportaron con el 41,86%, mientras que los valores del sector público (Certificados de tesorería, Certificados de Inversión, Notas de crédito, otros) lo hicieron con el 58,14%. Dentro del total de emisores del sector privado, las negociaciones realizadas en la Bolsa de Valores de Quito fueron de 48% mientras que la diferencia mayoritaria corresponde a la Bolsa de Valores de Guayaquil; siendo el sector comercial e industrial los mayores dinamizadores.

Debido a las colocaciones de deuda externa que se realizaron a finales del 2017, la economía del país para el primer trimestre del año 2018 mostró excedentes de liquidez que incentivó la colocación de papeles comerciales provocando así la reducción de tasas (4% - 5%) por la alta demanda de estos. Por otra parte, las facturas comerciales negociaron más US\$ 250 millones que permitió generar liquidez para las PYMES. Sin embargo, para finales del año 2018 la liquidez se contrajo lo que resultó más difícil realizar colocaciones.

Finalmente, un hecho positivo fue que en 2018 la Bolsa de Valores de Quito fue admitida en la Asociación de Bolsas de Centroamérica y el Caribe (BOLCEN), gracias a esta iniciativa Ecuador podrá posicionarse y le permitirá atraer inversiones desde el exterior.

### Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable<sup>15</sup>. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente fórmula:

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{\text{N}^{\circ} \text{ de días negociados mes}}{\text{N}^{\circ} \text{ de ruedas mes}}$$

A la fecha de corte, la Quinta y Sexta Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A., no tienen montos negociados en el mercado secundario. No obstante, para el tercer papel comercial hubo negociaciones por un monto de US\$ 200,00 mil y tiene un indicador de presencia bursátil del 0,05 acorde al siguiente cuadro:

Emisor / Originador	Instrumento	Código	Monto Autorizado US\$	Resolución SCVS	Inscripción R.M.V.	Bolsa	No. transacciones	Monto Negociado	Días bursátiles	Meses	Días negociados Mes	Ruedas Mes	Presencia Bursátil
DIFARE S.A.	PAPEL COMERCIAL 3	PC	25.000.000	SCVS.INMV.DNAR.17.00 01534	2017.G.02.002 006	QUITO	1	200.000,00	1	agosto de 2018	1	22	0,05

<sup>15</sup> Sección II, Capítulo XVI del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros: "Conformación Accionaria y Presencia Bursátil" Art. 10, numerales 2 y 5

PCR considera que el indicador de presencia bursátil en valores de renta fija no refleja la liquidez real del valor, dado que en el país el mercado secundario es mínimo; el rendimiento atractivo que ofrecen los títulos de renta fija incentiva a mantener la inversión hasta el vencimiento. Por lo que PCR opina que la calificación de riesgo es la que influye en la liquidez del valor en el mercado.

A diciembre de 2018, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A., registra vigente en el Mercado de Valores los siguientes instrumentos:

Presencia Bursátil (US\$)				
Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Saldo de capital Diciembre de 2018	Calificaciones
Quinta Emisión de Obligaciones DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.	SCV-INMV-DNAR-14-29608 (6 de noviembre de 2014)	20.000.000	4.400.000	Summa Ratings Calificadora de Riesgo AAA 14/18/2018
Sexta Emisión de Obligaciones DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.	SCVS.INMV.DNAR.16.0002288 (9 de mayo de 2016)	15.000.000	1.000.000	Summa Ratings Calificadora de Riesgo AAA 14/18/2018
Tercera Emisión de Papel Comercial DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.	SCVS.INMV.DNAR.17.1534 (2 de mayo de 2017)	25.000.000	17.306.000	Summa Ratings Calificadora de Riesgo AAA 14/18/2018
Cuarta Emisión de Papel Comercial DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.	SCVS-INMV-DNAR-SA-2018-00011868 (27 de diciembre de 2018)	20.000.000	-	Pacific Credit Rating Calificadora de Riesgo AAA 21/09/2018
Séptima Emisión de Obligaciones DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.	SCVS-INMV-DNAR-SA-2019-00000011 (4 de enero de 2019)	20.000.000	-	Pacific Credit Rating Calificadora de Riesgo AAA 21/09/2018
<b>Total</b>		<b>60.000.000</b>	<b>22.706.000</b>	

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

Respecto al grado de aceptabilidad del valor, se debe indicar lo siguiente:

- La colocación de los valores inició el 25 de noviembre de 2014, colocándose ese mismo día la totalidad de la Clase A (US\$ 10,00 millones). Por su parte, la Clase B por US\$ 10,00 millones se terminó de colocar en su totalidad el 31 de enero de 2015.
- La colocación de los valores inició el 30 de mayo de 2016, colándose la totalidad de los valores. Lo cual refleja la aceptación del instrumento en el mercado bursátil, cabe destacar que esta emisión tiene fecha de vencimiento el 31 de agosto de 2019.
- La colocación de los valores inició el 23 de julio de 2017, colándose el 69,22% de la totalidad de los valores. El instrumento se termina de pagar el 22 de marzo de 2019.

#### Hechos de importancia

- A la fecha de corte, la empresa no registró hechos relevantes.

#### Relación con Empresas Vinculadas

A la fecha de corte, el emisor mantiene cuentas por pagar y por cobrar con empresas relacionadas. Las principales empresas son: Administración de Bienes Dibiens S.A. con mayor representatividad de las cuentas por cobrar por financiamiento. Según el informe de auditoría externa al cierre de diciembre 2017, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. vendió terreros a la empresa relacionada por un valor de US\$ 7,46 millones, a diciembre 2017 el saldo fue de US\$ 3,03 millones y a diciembre de 2018 se observa una recuperación de esta cuenta hasta llegar a un saldo de US\$ 1,97 millones.

Por su parte, Dyvenpro Distribución y Venta de Productos S.A., es la principal empresa relacionada de cuentas por pagar. A partir del 2017 el segmento de Marcas y representaciones están a cargo de Dyvenpro a quien Difare compra los productos y luego los vende a terceros a través de sus canales de distribución y puntos de venta propios esta empresa se encuentra a cargo de marcas y representaciones que luego vende a terceros a través de canales de distribución del emisor y puntos de venta propios. A continuación, se detalla las cuentas:

Operaciones efectuadas con sus Relacionadas al 31 de diciembre 2018 (US\$ miles)	
Cuentas por cobrar relacionadas	1.971,12
Cuentas por pagar relacionadas	14.235,53

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

Miembros de Comité



Econ. Yoel Acosta



Econ. Karla Torres



Econ. Ximena Redín

**Anexos**

ANEXO 1: COMPOSICIÓN DEL ACCIONARIO		
HOLDING Grupo DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE Cía Ltda	US\$ 24.884.527	99,54%
Holding HCCG Cía Ltda	US\$ 115.473	0,46%
<b>TOTAL</b>	<b>US\$ 25.000.000</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A.			
Cuentas por cobrar por Vencimiento			
Dec-18			
	Por vencer	Vencido	Total
<b>0 - 30</b>	41,992,624	2,218,631	<b>44,211,255</b>
<b>31 - 60</b>	43,668,196	1,884,656	<b>45,552,852</b>
<b>61 - 90</b>	4,726,293	1,459,390	<b>6,185,684</b>
<b>91 - 180</b>	16,671,819	1,181,416	<b>17,853,235</b>
<b>181 - 360</b>	570,534	123,432	<b>693,966</b>
<b>+360 días</b>	2,136,856	1,698,067	<b>3,834,922</b>
<b>Total</b>	<b>109,766,322</b>	<b>8,565,591</b>	<b>118,331,914</b>
	<b>92.76%</b>		<b>7.24%</b>

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

## ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO al 31 de diciembre de 2018

	PARCIAL	TOTAL
<b>FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>		
Efectivo recibido de clientes por ventas (cobros procedentes de la venta de bienes y prestación de servicios)	741.229,93	
Efectivo pagado a proveedores (pagos a proveedores por suministro de bienes y servicios)	(701.913,74)	
Efectivo pagado a empleados (pagos a y por cuenta de empleados)		
<b>EFFECTIVO PROVENIENTE DE OPERACIONES</b>	<b>39.316,19</b>	
gastos financieros ( intereses pagados )	(3.500,93)	
(Otros pagos por actividades de operación)	2.188,43	
Impuestos y Contribuciones ( impuestos a las ganancias pagados)	(1.312,50)	
<b>EFFECTIVO NETO PROVENIENTES DE ACTIVIDADES OPERATIVAS</b>		<b>38.003,69</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>		
		-
Importes procedentes por la venta de propiedades, planta y equipo	(11.365,14)	
Adquisiciones de propiedades, planta y equipo		
Importes procedentes de ventas de activos intangibles		
Compras de activos intangibles	(1.564,26)	
Importes procedentes de otros activos a largo plazo		
Compras de otros activos a largo plazo		
<b>EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>		<b>(12.929,40)</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>		
Otras entradas, salidas de efectivo	(3.849,45)	
Pagos de préstamos		
Financiación por préstamos a largo plazo	(14.461,64)	
<b>EFFECTIVO NETO USADO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>		<b>(18.311,09)</b>
<b>VARIACION EN EL EFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFECTIVO</b>		<b>6.763,20</b>
<b>SALDO BANCARIO AL PRINCIPIO DEL PERIODO</b>		<b>15.326,17</b>
<b>SALDO BANCARIO AL FINAL DEL PERIODO</b>		<b>22.089,37</b>

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A / Elaboración: PCR

Amortización 3 papel comercial US\$		
Fecha Vencimiento	Monto	Plazo
16-ene-19	\$ 9.000,00	359
18-ene-19	\$ 500.000,00	359
30-ene-19	\$ 200.000,00	359
21-feb-19	\$ 100.000,00	359
28-feb-19	\$ 100.000,00	359
28-feb-19	\$ 200.000,00	359
1-mar-19	\$ 150.000,00	357
22-abr-19	\$ 1.000.000,00	307
22-abr-19	\$ 200.000,00	298
22-abr-19	\$ 1.200.000,00	290
22-abr-19	\$ 100.000,00	290
22-abr-19	\$ 2.000.000,00	286
22-abr-19	\$ 200.000,00	283
22-abr-19	\$ 300.000,00	283
22-feb-19	\$ 150.000,00	217
22-feb-19	\$ 50.000,00	217
22-feb-19	\$ 200.000,00	217
22-feb-19	\$ 500.000,00	217
22-abr-19	\$ 500.000,00	270
22-feb-19	\$ 1.000.000,00	207
22-feb-19	\$ 66.000,00	206
22-feb-19	\$ 400.000,00	206
22-feb-19	\$ 1.000.000,00	203
22-feb-19	\$ 500.000,00	193
22-feb-19	\$ 400.000,00	185
22-feb-19	\$ 30.000,00	179
22-feb-19	\$ 800.000,00	178
22-mar-19	\$ 500.000,00	197
25-mar-19	\$ 300.000,00	161
22-mar-19	\$ 2.940.000,00	107
22-mar-19	\$ 1.000.000,00	102
22-mar-19	\$ 500.000,00	101
22-mar-19	\$ 141.000,00	91
22-mar-19	\$ 70.000,00	84

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A / Elaboración: PCR

5° EMISIÓN			
Monto	20.000.000,00		
Vecimiento del Cupón	Valor Amortizar	Valor Interés	Saldo Capital
25-Feb-15	700.000,00	406.250,00	19.300.000,00
25-May-15	700.000,00	392.031,25	18.600.000,00
25-Aug-15	700.000,00	377.812,50	17.900.000,00
25-Nov-15	700.000,00	363.593,75	17.200.000,00
25-Feb-16	750.000,00	349.375,00	16.450.000,00
25-May-16	750.000,00	334.156,25	15.700.000,00
25-Aug-16	750.000,00	318.937,50	14.950.000,00
25-Nov-16	750.000,00	303.718,75	14.200.000,00
25-Feb-17	1.100.000,00	288.500,00	13.100.000,00
25-May-17	1.150.000,00	266.281,25	11.950.000,00
25-Aug-17	1.200.000,00	243.062,50	10.750.000,00
25-Nov-17	1.225.000,00	218.843,75	9.525.000,00
25-Feb-18	1.250.000,00	194.125,00	8.275.000,00
25-May-18	1.275.000,00	168.906,25	7.000.000,00
25-Aug-18	1.300.000,00	143.187,50	5.700.000,00
25-Nov-18	1.300.000,00	116.968,75	4.400.000,00
25-Feb-19	1.100.000,00	90.750,00	3.300.000,00
25-May-19	1.100.000,00	68.062,50	2.200.000,00
25-Aug-19	1.100.000,00	45.375,00	1.100.000,00
25-Nov-19	1.100.000,00	22.687,50	-
	<b>20.000.000,00</b>	<b>4.712.625,00</b>	

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A / Elaboración: PCR

6° EMISIÓN				
Monto	15.000.000			
Fecha	Intereses	Amortización	Pago	Saldo de Capital
31/5/2016	750	-	750	3.000.000
30/6/2016	56.250	-	56.250,00	9.000.000,00
31/7/2016	81.000	-	81.000,00	12.000.000,00
31/8/2016	106.958	-	106.958,33	15.000.000,00
30/9/2016	113.125	-	113.125,00	15.000.000,00
31/10/2016	113.125	-	113.125,00	15.000.000,00
30/11/2016	113.125	-	113.125,00	15.000.000,00
31/12/2016	113.125	-	113.125,00	15.000.000,00
31/1/2017	113.125	-	113.125,00	15.000.000,00
28/2/2017	96.167	500.000	596.166,67	14.500.000,00
31/3/2017	109.271	-	109.270,83	14.500.000,00
30/4/2017	109.271	-	109.270,83	14.500.000,00
31/5/2017	109.271	-	109.270,83	14.500.000,00
30/6/2017	109.271	-	109.270,83	14.500.000,00
31/7/2017	109.271	-	109.270,83	14.500.000,00
31/8/2017	108.521	3.500.000	3.608.520,83	11.000.000,00
30/9/2017	82.917	-	82.916,67	11.000.000,00
31/10/2017	82.917	-	82.916,67	11.000.000,00
30/11/2017	82.917	-	82.916,67	11.000.000,00
31/12/2017	65.667	3.000.000	3.065.666,67	8.000.000,00
31/1/2018	60.417	-	60.416,67	8.000.000,00
28/2/2018	60.417	500.000	560.416,67	7.500.000,00
31/3/2018	56.563	-	56.562,50	7.500.000,00
30/4/2018	43.063	3.000.000	3.043.062,50	4.500.000,00
31/5/2018	34.063	-	34.062,50	4.500.000,00
30/6/2018	17.563	3.000.000	3.017.562,50	1.500.000,00
31/7/2018	11.563	-	11.562,50	1.500.000,00
31/8/2018	11.563	500.000	511.562,50	1.000.000,00
30/9/2018	7.708	-	7.708,33	1.000.000,00
31/10/2018	7.708	-	7.708,33	1.000.000,00
30/11/2018	7.708	-	7.708,33	1.000.000,00
31/12/2018	7.708	-	7.708,33	1.000.000,00
31/1/2019	7.708	-	7.708,33	1.000.000,00
28/2/2019	7.708	500.000	507.708,33	500.000,00
31/3/2019	3.854	-	3.854,17	500.000,00
30/4/2019	3.854	-	3.854,17	500.000,00
31/5/2019	3.854	-	3.854,17	500.000,00
30/6/2019	3.854	-	3.854,17	500.000,00
31/7/2019	3.854	-	3.854,17	500.000,00
31/8/2019	3.854	500.000	503.854,17	0,00
	2.240.625	15.000.000	17.240.625	

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A / Elaboración: PCR



7 Emisión de Obligaciones Clase 1 (US\$)				
Día	Intereses	Capital	Flujo	Saldo
0				5.000.000,00
90	100.000,00	-	100.000,00	5.000.000,00
180	100.000,00	357.142,86	457.142,86	4.642.857,14
270	92.857,14	-	92.857,14	4.642.857,14
360	92.857,14	357.142,86	450.000,00	4.285.714,29
450	85.714,29	-	85.714,29	4.285.714,29
540	85.714,29	357.142,86	442.857,14	3.928.571,43
630	78.571,43	-	78.571,43	3.928.571,43
720	78.571,43	357.142,86	435.714,29	3.571.428,57
810	71.428,57	-	71.428,57	3.571.428,57
900	71.428,57	357.142,86	428.571,43	3.214.285,71
990	64.285,71	-	64.285,71	3.214.285,71
1080	64.285,71	357.142,86	421.428,57	2.857.142,86
1170	57.142,86	-	57.142,86	2.857.142,86
1260	57.142,86	357.142,86	414.285,71	2.500.000,00
1350	50.000,00	-	50.000,00	2.500.000,00
1440	50.000,00	357.142,86	407.142,86	2.142.857,14
1530	42.857,14	-	42.857,14	2.142.857,14
1620	42.857,14	357.142,86	400.000,00	1.785.714,29
1710	35.714,29	-	35.714,29	1.785.714,29
1800	35.714,29	357.142,86	392.857,14	1.428.571,43
1890	28.571,43	-	28.571,43	1.428.571,43
1980	28.571,43	357.142,86	385.714,29	1.071.428,57
2070	21.428,57	-	21.428,57	1.071.428,57
2160	21.428,57	357.142,86	378.571,43	714.285,71
2250	14.285,71	-	14.285,71	714.285,71
2340	14.285,71	357.142,86	371.428,57	357.142,86
2430	7.142,86	-	7.142,86	357.142,86
2520	7.142,86	357.142,86	364.285,71	-0,00

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. /Elaboración: PCR

7 Emisión de Obligaciones Clase 2 (US\$)				
Día	Intereses	Capital	Flujo	Saldo
0				5.000.000,00
90	100.000,00	178.571,43	278.571,43	4.821.428,57
180	96.428,57	178.571,43	275.000,00	4.642.857,14
270	92.857,14	178.571,43	271.428,57	4.464.285,71
360	89.285,71	178.571,43	267.857,14	4.285.714,29
450	85.714,29	178.571,43	264.285,71	4.107.142,86
540	82.142,86	178.571,43	260.714,29	3.928.571,43
630	78.571,43	178.571,43	257.142,86	3.750.000,00
720	75.000,00	178.571,43	253.571,43	3.571.428,57
810	71.428,57	178.571,43	250.000,00	3.392.857,14
900	67.857,14	178.571,43	246.428,57	3.214.285,71
990	64.285,71	178.571,43	242.857,14	3.035.714,29
1080	60.714,29	178.571,43	239.285,71	2.857.142,86
1170	57.142,86	178.571,43	235.714,29	2.678.571,43
1260	53.571,43	178.571,43	232.142,86	2.500.000,00
1350	50.000,00	178.571,43	228.571,43	2.321.428,57
1440	46.428,57	178.571,43	225.000,00	2.142.857,14
1530	42.857,14	178.571,43	221.428,57	1.964.285,71
1620	39.285,71	178.571,43	217.857,14	1.785.714,29
1710	35.714,29	178.571,43	214.285,71	1.607.142,86
1800	32.142,86	178.571,43	210.714,29	1.428.571,43
1890	28.571,43	178.571,43	207.142,86	1.250.000,00
1980	25.000,00	178.571,43	203.571,43	1.071.428,57
2070	21.428,57	178.571,43	200.000,00	892.857,14
2160	17.857,14	178.571,43	196.428,57	714.285,71
2250	14.285,71	178.571,43	192.857,14	535.714,29
2340	10.714,29	178.571,43	189.285,71	357.142,86
2430	7.142,86	178.571,43	185.714,29	178.571,43
2520	3.571,43	178.571,43	182.142,86	-

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. /Elaboración: PCR

7 Emisión de Obligaciones Clase 3 (US\$)				
Día	Intereses	Capital	Flujo	Saldo
0				5.000.000,00
90	100.000,00	-	100.000,00	5.000.000,00
180	100.000,00	-	100.000,00	5.000.000,00
270	100.000,00	-	100.000,00	5.000.000,00
360	100.000,00	714.285,71	814.285,71	4.285.714,29
450	85.714,29	-	85.714,29	4.285.714,29
540	85.714,29	-	85.714,29	4.285.714,29
630	85.714,29	-	85.714,29	4.285.714,29
720	85.714,29	714.285,71	800.000,00	3.571.428,57
810	71.428,57	-	71.428,57	3.571.428,57
900	71.428,57	-	71.428,57	3.571.428,57
990	71.428,57	-	71.428,57	3.571.428,57
1080	71.428,57	714.285,71	785.714,29	2.857.142,86
1170	57.142,86	-	57.142,86	2.857.142,86
1260	57.142,86	-	57.142,86	2.857.142,86
1350	57.142,86	-	57.142,86	2.857.142,86
1440	57.142,86	714.285,71	771.428,57	2.142.857,14
1530	42.857,14	-	42.857,14	2.142.857,14
1620	42.857,14	-	42.857,14	2.142.857,14
1710	42.857,14	-	42.857,14	2.142.857,14
1800	42.857,14	714.285,71	757.142,86	1.428.571,43
1890	28.571,43	-	28.571,43	1.428.571,43
1980	28.571,43	-	28.571,43	1.428.571,43
2070	28.571,43	-	28.571,43	1.428.571,43
2160	28.571,43	714.285,71	742.857,14	714.285,71
2250	14.285,71	-	14.285,71	714.285,71
2340	14.285,71	-	14.285,71	714.285,71
2430	14.285,71	-	14.285,71	714.285,71
2520	14.285,71	714.285,71	728.571,43	-0,00

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

7 Emisión de Obligaciones Clase 4				
Día	Intereses	Capital	Flujo	Saldo
0				5.000.000,00
90	93.750,00	-	93.750,00	5.000.000,00
180	93.750,00	-	93.750,00	5.000.000,00
270	93.750,00	-	93.750,00	5.000.000,00
360	93.750,00	1.000.000,00	1.093.750,00	4.000.000,00
450	75.000,00	-	75.000,00	4.000.000,00
540	75.000,00	-	75.000,00	4.000.000,00
630	75.000,00	-	75.000,00	4.000.000,00
720	75.000,00	1.000.000,00	1.075.000,00	3.000.000,00
810	56.250,00	-	56.250,00	3.000.000,00
900	56.250,00	-	56.250,00	3.000.000,00
990	56.250,00	-	56.250,00	3.000.000,00
1080	56.250,00	1.000.000,00	1.056.250,00	2.000.000,00
1170	37.500,00	-	37.500,00	2.000.000,00
1260	37.500,00	-	37.500,00	2.000.000,00
1350	37.500,00	-	37.500,00	2.000.000,00
1440	37.500,00	1.000.000,00	1.037.500,00	1.000.000,00
1530	18.750,00	-	18.750,00	1.000.000,00
1620	18.750,00	-	18.750,00	1.000.000,00
1710	18.750,00	-	18.750,00	1.000.000,00
1800	18.750,00	1.000.000,00	1.018.750,00	-

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

Anexo: Balance General y Estado de Resultados (Miles US\$ )					
Difare					
Estados Financieros Individuales	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
<b>Balance General</b>					
Efectivo y equivalentes de efectivo	10.034	8.331	11.379	15.326	22.089
Cuentas por cobrar	72.686	80.355	78.653	80.390	91.164
Cuentas por cobrar relacionadas	2.616	5.312	4.297	5.289	1.971
Otras cuentas por cobrar	272	539	3.041	1.138	13.596
Inventarios	87.326	94.955	98.788	94.091	101.674
Activo por impuesto corriente	1.839	3.436	2.869	2.057	6.794
Servicios y otros pagos anticipados	358	4.956	6.568	6.550	9.944
<b>Activo Corriente prueba ácida</b>	<b>87.805</b>	<b>102.929</b>	<b>106.807</b>	<b>110.751</b>	<b>145.559</b>
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>175.131</b>	<b>197.884</b>	<b>205.595</b>	<b>204.841</b>	<b>247.232</b>
Cuentas por cobrar clientes	4.763	4.051	1.536	2.548	2.101
Cuentas por cobrar relacionadas	-	-	314	-	-
Propiedades y equipos	35.759	37.478	37.069	36.256	43.234
Propiedades de inversión	7.519	6.050	6.364	3.168	3.972
Activos intangibles	4.771	5.104	5.372	6.666	7.132
Otros activos no corrientes	999	1.109	1.178	1.229	1.283
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>53.811</b>	<b>53.792</b>	<b>51.833</b>	<b>49.867</b>	<b>57.722</b>
<b>Total Activo</b>	<b>228.942</b>	<b>251.676</b>	<b>257.428</b>	<b>254.708</b>	<b>304.954</b>
Obligaciones Financieras	18.877	39.992	10.030	13.722	43.818
Emisión de obligaciones	25.567	23.415	31.161	31.653	22.591
Cuentas por pagar proveedores	106.489	109.052	118.166	108.603	118.310
Otras cuentas por pagar	1.056	4.579	5.541	3.235	8.261
Cuentas por pagar relacionada	253	339	3.428	12.241	14.235
otros pasivos corrientes	8.256	7.724	7.855	7.502	1.093
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>160.498</b>	<b>185.101</b>	<b>176.182</b>	<b>176.955</b>	<b>208.307</b>
Obligaciones financieras	11.993	1.885	11.261	14.342	15.313
Beneficios sociales	9.284	9.288	13.099	12.405	13.569
Documentos por pagar	-	1.581	1.581	-	-
Emisión de obligaciones	15.116	14.200	17.525	5.400	-
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>36.393</b>	<b>26.954</b>	<b>43.466</b>	<b>32.147</b>	<b>28.882</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>196.891</b>	<b>212.055</b>	<b>219.647</b>	<b>209.102</b>	<b>237.189</b>
Capital Social	11.689	25.000	25.000	25.000	25.000
Reservas	5.845	3.350	3.244	4.291	5.615
Resultados acumulados	14.517	11.271	9.537	16.315	37.150
<b>Total Patrimonio</b>	<b>32.051</b>	<b>39.621</b>	<b>37.781</b>	<b>45.606</b>	<b>67.765</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>71.553</b>	<b>79.492</b>	<b>69.977</b>	<b>65.117</b>	<b>81.722</b>
Corto Plazo	44.444	63.407	41.191	45.375	66.409
Largo Plazo	27.109	16.085	28.786	19.742	15.313
<b>Estado de Ganancia y Pérdidas</b>					
Ingresos Operacionales	595.124	640.498	652.359	688.854	729.202
(-) Costos de ventas	478.720	512.515	518.632	557.416	584.858
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>116.404</b>	<b>127.982</b>	<b>133.728</b>	<b>131.438</b>	<b>144.345</b>
(-) Gastos operacionales	99.421	108.318	110.407	107.069	112.422
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>16.983</b>	<b>19.665</b>	<b>23.320</b>	<b>24.369</b>	<b>31.922</b>
(-) Gastos Financieros	4.290	6.177	7.276	5.282	3.972
Otras Pérdidas	1.049	-	-	-	-
<b>Resultado antes de Participaciones y del Impu</b>	<b>11.644</b>	<b>13.487</b>	<b>16.044</b>	<b>19.086</b>	<b>27.950</b>
(-) Participación de los trabajadores e Impuesto a la f	3.709	4.152	4.563	4.736	-
<b>Utilidad (Pérdida) del Ejercicio</b>	<b>7.935</b>	<b>9.335</b>	<b>11.481</b>	<b>14.350</b>	<b>27.950</b>
(-) Otros Resultados Integrales	794	-	69	1.774	-
<b>Total Resultado Integral del Período</b>	<b>8.729</b>	<b>9.335</b>	<b>11.550</b>	<b>16.124</b>	<b>27.950</b>

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

Anexo: Márgenes e Indicadores Financieros (Miles US\$ )					
Difare					
Márgenes e Indicadores Financieros	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
<b>Márgenes</b>					
Costos de Venta / Ingresos	80,44%	80,02%	79,50%	80,92%	80,21%
Margen Bruto	19,56%	19,98%	20,50%	19,08%	19,79%
Gastos Operacionales / Ingresos	16,71%	16,91%	16,92%	15,54%	15,42%
Margen EBIT	2,85%	3,07%	3,57%	3,54%	4,38%
Gastos Financieros / Ingresos	0,72%	0,96%	1,12%	0,77%	0,54%
Margen Neto	1,47%	1,46%	1,77%	2,34%	3,83%
Margen EBITDA	3,56%	3,79%	4,23%	4,15%	4,94%
<b>EBITDA y Cobertura</b>					
Depreciación y Amortización	4.207	4.639	4.255	4.206	4.106
EBITDA (12 meses)	21.190	24.304	27.575	28.575	36.028
EBITDA (acumulado)	21.190	24.304	27.575	28.575	36.028
EBITDA (12 meses) / Gastos Financieros (12 meses)	4,94	3,93	3,79	5,41	9,07
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera Corto Plazo	0,48	0,38	0,67	0,63	0,54
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera	0,30	0,31	0,39	0,44	0,44
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,11	0,11	0,13	0,14	0,15
<b>Solvencia</b>					
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,82	0,87	0,80	0,85	0,88
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,18	0,13	0,20	0,15	0,12
Deuda Financiera / Patrimonio	2,23	2,01	1,85	1,43	1,21
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,36	0,37	0,32	0,31	0,34
Pasivo Total / Capital Social	16,84	8,48	8,79	8,36	9,49
Pasivo Total / Patrimonio	6,14	5,35	5,81	4,58	3,50
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	3,38	3,27	2,54	2,28	2,27
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	9,29	8,73	7,97	7,32	6,58
<b>Rentabilidad</b>					
ROA (12 meses)	3,81%	3,71%	4,49%	6,33%	9,17%
ROE (12 meses)	27,23%	23,56%	30,57%	35,35%	41,25%
<b>Liquidez</b>					
Liquidez General	1,09	1,07	1,17	1,16	1,19
Prueba Acida	0,55	0,56	0,61	0,63	0,70
Capital de Trabajo	14.633	12.782	29.413	27.886	38.925
<b>Rotación</b>					
Días de Cuentas por Cobrar	46	48	47	45	53
Días de Cuentas por Pagar Proveedores	81	80	88	80	87
Días de Inventarios	66	67	69	61	63
Ciclo de conversión de efectivo	30	35	28	26	29
<b>Flujo de Efectivo</b>					
Flujo Operativo	637	8.314	29.176	31.839	38.003
Flujo de Inversión	(3.466)	(9.184)	(60)	(7.219)	(12.929)
Flujo de Financiamiento	5.665	(1.004)	(26.283)	(19.869)	(18.311)
Saldo al inicio del período	7.198	9.549	7.675	10.507	15.326
Saldo al final del período	10.034	7.675	10.507	15.258	22.089

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A. / Elaboración: PCR

Atentamente,



Eco. Santiago Coello  
Gerente General  
Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.



Eco. José Ignacio Mora  
Analista