

**INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO**  
**TERCERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO FARMAENLACE CIA. LTDA.**

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 206/2023 del 31 de agosto de 2023

Información Financiera cortada al 31 de junio de 2023

Analista: Ing. Juliana Pacheco

[juliana.pacheco@classrating.ec](mailto:juliana.pacheco@classrating.ec)

[www.classinternationalrating.com](http://www.classinternationalrating.com)

**FARMAENLACE CIA. LTDA.**, es una compañía dedicada a comercializar toda clase de medicinas, preparados de medicinas, artículos sanitarios, entre otros productos que brinden a los clientes bienestar y salud, para lo cual trabaja bajo condiciones de excelencia para el crecimiento de organizacional.

**Primera Revisión**

**Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2023-00037065 emitida el 22 de marzo de 2023**

**Fundamentación de la Calificación**

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 206/2023 del 31 de agosto de 2023 decidió otorgar la calificación de **“AAA” (Triple A)** Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de FARMAENLACE CIA. LTDA., por un monto de hasta quince millones de dólares (USD 15´000.000,00).

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

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

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

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

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

La calificación otorgada a la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de FARMAENLACE CIA. LTDA., se fundamenta en:

**Sobre el Emisor:**

- FARMAENLACE CIA. LTDA., se constituyó el 23 de marzo del 2005 a través de una alianza estratégica entre dos importantes empresas distribuidoras farmacéuticas: Representaciones Ortiz Cevallos y Farmacéutica Espinosa, determinando que la primera incorporó dentro de su negocio a la marca de Farmacias WAY'S y posteriormente creó la cadena de Farmacias Económicas, mientras que Farmacéutica Espinosa ingresó al mercado en 1981 como distribuidores farmacéuticos, luego crearon su punto de venta DIFARMES y posteriormente la cadena de farmacias MEDICITY, farmacias Económicas entre otras.

- FARMAENLACE CÍA. LTDA., posee Directorio lo que le permite tener una adecuada planificación en su organización, identificar tempranamente riesgos financieros y operativos, así como el determinar la magnitud de cada uno de estos.
- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual han incursionado, lo cual le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.
- Para diciembre de 2022, los ingresos se incrementaron en un 10,53% frente a lo reportado en su similar de 2021, alcanzando una suma de USD 571,00 millones (USD 516,62 millones en diciembre de 2021), comportamiento dado por la apertura de nuevos locales. Otro de los factores que influyó sobre estos resultados fue las estrategias implementadas por la compañía para identificar las necesidades y comportamiento de los consumidores de acuerdo a su nivel socio económico y geográfico, así como por la flexibilización de las medidas restrictivas impuestas por el gobierno ecuatoriano para frenar la pandemia, generando así la reactivación económica del sector comercial. Para los periodos interanuales la tendencia continua al alza es así que, los ingresos crecieron de USD 281,21 millones en junio de 2022 a USD 287,09 millones en junio de 2023, como efecto del incremento en las ventas del segmento Mayorista, Económica, Medicity y Especialidad.
- Los costos y gastos fueron cubiertos de buena forma por los ingresos, lo que le permitió a la compañía arrojar un margen operativo positivo durante los periodos analizados, es así que pasó de significar un 6,70% en 2021 y 6,65% en diciembre de 2022. Estos resultados estuvieron relacionados al comportamiento de sus ventas principalmente en la línea de mercaderías económicas y de adquisiciones, así como un manejo eficiente de sus recursos. Para junio de 2023, el margen operativo significó un 6,67% de los ingresos, porcentaje inferior a lo reportado en junio de 2022 (8,31% de los ingresos), tendencia ligada a la mayor velocidad de crecimiento de sus gastos operativos frente a sus ingresos.
- Tras el descuento de los gastos financieros, otros ingresos y egresos, e impuesto a la renta, la utilidad neta se mostró creciente hasta el año 2021, pues pasó de representar en diciembre de 2019 el 3,19% de los ingresos a 5,11% en diciembre de 2021. Para diciembre de 2022, este disminuyó levemente a 4,27% sobre los ingresos debido a un aumento en sus gastos financieros, no obstante, a pesar de este último comportamiento se evidenció un manejo eficiente de sus recursos. Para junio de 2023 el margen neto (antes de impuestos) disminuyó a 5,42% de los ingresos (7,19% de los ingresos en junio de 2022), debido a la reducción de su utilidad operativa y el incremento en sus gastos financieros, pues su deuda con costo también creció para junio de 2023, debido a la necesidad de capital de trabajo para la normal operación del negocio.
- Para junio de 2023, el EBITDA (acumulado) representó el 8,71% de los ingresos, porcentaje inferior a lo reportado en su similar de 2022 cuando fue de 9,96%. A pesar de lo mencionado el flujo propio demostró capacidad para cubrir sus gastos financieros.
- Los activos de FARMAENLACE CIA. LTDA., registraron una tendencia creciente a lo largo de los ejercicios económicos analizados, pasando de USD 171,03 millones al cierre de 2021 a USD 186,61 millones en diciembre de 2022 y USD 193,19 millones en junio de 2023, lo que obedece principalmente a cuentas por cobrar comerciales, a sus inventarios y activos por derecho de uso de largo plazo.
- Al 30 de junio de 2023, se observa que, la cartera de crédito se concentra mayormente en cartera por vencer (incluye vencimientos entre 1 a 60 días) con el 79,01% de participación sobre la cartera total (70,89% en diciembre de 2022), seguida de la cartera vencida entre 61 días en adelante con el 20,99% (29,11% en diciembre de 2021), los resultados presentados evidencian que, la compañía eventualmente podría incurrir en un posible riesgo de incobrabilidad en caso de un mayor deterioro de su cartera.
- Los pasivos de la empresa en términos monetarios presentaron un comportamiento creciente, ya que pasaron de USD 135,46 millones (79,21% de los activos) en 2021 a USD 152,96 millones (81,97% de los activos) en diciembre de 2022 y USD 173,60 millones (89,86% de los activos) en junio de 2023, tendencia que se relaciona con las variaciones registradas en las cuentas por pagar a proveedores, obligaciones con costo, y pasivos por derechos de uso.
- El patrimonio de la compañía pasó de USD 35,57 millones (20,79% de los activos) en diciembre 2021 a USD 33,65 millones (18,03% de los activos) en diciembre 2022. Este comportamiento obedece casi en su totalidad a los movimientos registrados en la utilidad del ejercicio. Para junio de 2023, el patrimonio se contrae de manera importante a USD 19,58 millones (10,14% de los activos), debido a menores resultados del ejercicio, pues esta es la cuenta que predomina dentro de su composición.

- El capital social que no registró ninguna variación en términos monetarios durante los ejercicios económicos analizados (USD 8,00 millones), financió un 4,14% de los activos en junio de 2023 y un 4,29% en diciembre de 2022.
- FARMAENLACE CIA.LTDA., para todos los ejercicios económicos analizados, presentó indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a la unidad, demostrando que la compañía posee recursos suficientes de corto plazo para hacer frente a sus compromisos del mismo tipo, así mismo se evidenció la inexistencia de recursos ociosos.
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo sobre las tres veces a lo largo del periodo analizado, lo que evidencia que la compañía financia su operación principalmente con recursos de terceros.

## Sobre la Emisión:

- Con fecha 27 de enero de 2023, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Socios de FARMAENLACE CIA. LTDA., misma que decidió aprobar la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por un monto de hasta USD 15'000.000,00.
- FARMAENLACE CIA. LTDA., como Emisor, conjuntamente con la compañía GONZALO CORDOVA ABOGADOS CIA. LTDA., como Representante de los Obligacionistas y ALBION CASA DE VALORES S.A. como Agente Estructurador Financiero y Colocador, suscribieron el contrato de la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo.
- Con fecha 24 de abril de 2023, ALBION CASA DE VALORES S.A. inició la colocación de los valores de la Emisión de Obligaciones, determinando que, hasta el 02 de junio de 2023, logró colocar el 100,00% del total aprobado (USD 15,00 millones).
- Hasta el 30 de junio de 2023, el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones fue la suma colocada (USD 15,00 millones), dado que el primer dividendo vence en el mes de julio de 2023.
- Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciera sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:
  - ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
  - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
  - ✓ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
    - ❖ Al 30 de junio de 2023 el emisor cumplió con los resguardos mencionados anteriormente.
- Mientras se encuentre vigente la emisión de obligaciones, la emisora se compromete a mantener una relación de pasivos con costos sobre activos totales menor o igual a setenta y cinco por ciento; siempre y cuando los pasivos con costos no estén afectados con la garantía de activos. El indicador antes mencionado será estimado de forma anual.
- Al 30 de junio de 2023, FARMAENLACE CIA. LTDA., registró un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 153,93 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 123,14 millones, cifra que genera una cobertura de 8,21 veces sobre el saldo de capital, determinando de esta manera que la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de FARMAENLACE CIA. LTDA., se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una aceptable disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Las cifras a junio de 2023 fueron comparadas con las proyecciones realizadas para el mismo periodo de 2023, lo que evidenció que sus resultados reales registraron porcentajes cercanos a lo estimado en un inicio.

## Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores

y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los cuales se detallan a continuación:

- Establecimiento de medidas por parte del Gobierno ecuatoriano y los organismos oficiales respectivos para normar, regular o modificar la situación actual bajo la que opera la compañía.
- Uno de los principales factores que influiría en el sector es una nueva normativa en materia de control y revisión de precios de los productos farmacéuticos que comercializa FARMAENLACE CIA.LTDA. y la industria en general.
- La probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo, lo cual podría repercutir sobre el nivel de ventas de la compañía.
- Demoras en los procesos internos de desaduanización de las entidades del estado, de los productos importados por la compañía podría generar a su vez retrasos en la entrega de productos a los clientes.
- Cambios en la normativa y reglamentos de salud, podrían afectar la operación de la compañía.
- Normativas exigentes por parte de los entes de control y principalmente por el ARCSA en los procesos de aprobación para la emisión de registros sanitarios de los productos, podría generar retraso en la emisión de los registros sanitarios necesarios para la comercialización de los medicamentos.
- Reducción de los niveles de inventarios en los principales distribuidores y cadenas de farmacias, lo que podría incrementar el riesgo de no codificación de productos nuevos en el futuro.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de su cartera, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera.
- La pandemia que sufrió el planeta por el Covid19, incluyendo a Ecuador, detuvo la actividad comercial internacional y local. Esta situación generó que el país adopte medidas que han detenido la operación de varias empresas, generando una detención de sus ventas e ingresos, en muchos casos, por lo que los efectos económicos de esta actual situación no se pueden pronosticar y generan incertidumbre.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.
- La actividad de FARMAENLACE CIA.LTDA. se encuentra estrechamente ligada a un riesgo laboral, debido al alto número de empleados que demanda su actividad, lo que podría afectar las operaciones del negocio en caso de que exista algún tipo de conflicto con la compañía.
- La guerra entre los países de Rusia y Ucrania está también deteniendo la actividad comercial internacional y local que venía recuperándose, además, este problema bélico está afectando al alza los precios de varias materias primas a nivel mundial, incluyendo el petróleo.

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

Primero se debe establecer que los activos que respaldan a la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de FARMAENLACE CIA.LTDA., son los inventarios libres de gravamen, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- Al referirnos a los inventarios que respaldan la emisión, se debe indicar que estos podrían estar expuestos a daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo, entre otros, por lo cual, el inventario podría verse afectado ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa. Para cubrirse contra este tipo de riesgo, la compañía cuenta con pólizas de seguros vigentes.
- Los inventarios de la compañía podrían verse afectados por un desabastecimiento de proveedores, por lo que su producción se vería afectada.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión.

- Finalmente al referirnos de los inventario se debe indicar que presentan un grado medio bajo para ser liquidado y dependen de una adecuada rotación y en especial que la empresa disponga de los recursos suficientes para su reposición, por lo que la liquidación de los activos que respaldan la emisión podría depender básicamente de que la empresa esté en operación.

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

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

En este caso, los activos que respaldan la emisión son únicamente los inventarios.

### Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo FARMAENLACE CIA.LTDA., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Socios de la compañía FARMAENLACE CIA. LTDA.
- Contrato la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo FARMAENLACE CIA.LTDA.
- Declaración Juramentada de los Activos que respaldan la Emisión.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2019, 2020, 2021 y 2022 de FARMAENLACE CIA LTDA., así como los Estados de Situación Financiera y los Estados de Resultados Integrales, internos no auditados, sin notas, al 30 de junio de 2022 y 30 de junio de 2023.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.
- Informe del Representante de Obligacionistas.

Con base en la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones sobre los riesgos previsible de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

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

- Entorno económico y riesgo sectorial.
- Posición del emisor y garante.

- Solidez financiera y estructura accionarial del emisor.
- Estructura administrativa y gerencial.
- Posicionamiento del valor en el mercado.

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

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

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

## INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

### INTRODUCCION

#### Aspectos Generales de la Emisión

Con fecha 27 de enero de 2023, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Socios de FARMAENLACE CIA. LTDA., misma que decidió aprobar la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por un monto de hasta USD 15'000.000,00.

Posteriormente FARMAENLACE CIA. LTDA., como Emisor, conjuntamente con la compañía GONZALO CORDOVA ABOGADOS CIA. LTDA., como Representante de los Obligacionistas y ALBION CASA DE VALORES S.A. como Agente Estructurador Financiero y Colocador, suscribieron el contrato de la Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo. De acuerdo al citado contrato, las principales características y condiciones de la emisión, se muestran a continuación:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - FARMAENLACE CIA. LTDA.			
Emisor	FARMAENLACE CIA. LTDA.		
Capital a Emitir	Hasta USD 15'000.000,00		
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.		
Valor nominal de las Obligaciones	Valores desmaterializados, mediante anotaciones en cuentas registradas en el DECEVALE		
Clase, monto, plazo y tasa	Clase	Plazo (días)	Tasa de interés
	Clase A	1080	7,00% trimestral
	Clase B	1800	8,50% trimestral
Rescates anticipados	La presente emisión contempla la posibilidad de que la emisora pueda redimir anticipadamente el capital de las obligaciones emitidas, cumpliendo las condiciones estipuladas en el contrato de emisión.		
Contrato Underwriting	No contempla Contrato de Underwriting.		
Sistema de Colocación	Bursátil en el mercado primario		
Agente Estructurador y Colocador	ALBION CASA DE VALORES S.A.		
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.		
Representante de Obligacionistas	GONZALO CORDOVA ABOGADOS CIA. LTDA.		
Tipo de Garantía	Garantía General de acuerdo a los términos que establece la Ley de Mercado de Valores art. 162 (Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero).		
Fecha de emisión	Fecha en que se realice la primera colocación de las obligaciones.		
Forma de Cálculo	Base comercial de 360 días por año		
Amortización Capital y pago de intereses	Clase A y B: Los intereses y la amortización de capital se cancelarán trimestralmente		

<b>Destino de los recursos</b>	El 100% de los fondos que recaude FARMAENLACE CÍA. LTDA., servirán para sustituir pasivos a cargo de la compañía y para que ésta obtenga el capital de trabajo requerido para su operación.
<b>Resguardos de la Emisión establecidos en del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros</b>	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <p>Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>❖ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.</li> </ul>
<b>Límite de endeudamiento</b>	Mientras se encuentre vigente la emisión de obligaciones, la emisora se compromete a mantener una relación de pasivos con costos sobre activos totales menor o igual a setenta y cinco por ciento; siempre y cuando los pasivos con costos no estén afectados con la garantía de activos. El indicador antes mencionado será estimado de forma anual. la emisora se obliga, adicionalmente, en defensa de los intereses de los obligacionistas, a proporcionarle al REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS la información financiera que le fuere requerida por éste.

Fuente: Contrato Emisión / Elaboración: Class International Rating

A continuación, se presenta la tabla de amortización de capital y pago de intereses de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo:

**CUADRO 2: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)**

CLASE B					
Día		Capital	Interés	Dividendo	Saldo de Capital
					15.000.000,00
1	24/7/2023	750.000,00	318.750,00	1.068.750,00	14.250.000,00
2	24/10/2023	750.000,00	302.812,50	1.052.812,50	13.500.000,00
3	24/1/2024	750.000,00	286.875,00	1.036.875,00	12.750.000,00
4	24/4/2024	750.000,00	270.937,50	1.020.937,50	12.000.000,00
5	24/7/2024	750.000,00	255.000,00	1.005.000,00	11.250.000,00
6	24/10/2024	750.000,00	239.062,50	989.062,50	10.500.000,00
7	24/1/2025	750.000,00	223.125,00	973.125,00	9.750.000,00
8	24/4/2025	750.000,00	207.187,50	957.187,50	9.000.000,00
9	24/7/2025	750.000,00	191.250,00	941.250,00	8.250.000,00
10	24/10/2025	750.000,00	175.312,50	925.312,50	7.500.000,00
11	24/1/2026	750.000,00	159.375,00	909.375,00	6.750.000,00
12	24/4/2026	750.000,00	143.437,50	893.437,50	6.000.000,00
13	24/7/2026	750.000,00	127.500,00	877.500,00	5.250.000,00
14	24/10/2026	750.000,00	111.562,50	861.562,50	4.500.000,00
15	24/1/2027	750.000,00	95.625,00	845.625,00	3.750.000,00
16	24/4/2027	750.000,00	79.687,50	829.687,50	3.000.000,00
17	24/7/2027	750.000,00	63.750,00	813.750,00	2.250.000,00
18	24/10/2027	750.000,00	47.812,50	797.812,50	1.500.000,00
19	24/1/2028	750.000,00	31.875,00	781.875,00	750.000,00
20	24/4/2028	750.000,00	15.937,50	765.937,50	-
		<b>15.000.000,00</b>	<b>3.346.875,00</b>	<b>18.346.875,00</b>	

Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA./ Elaboración: Class International Rating

### Situación de la Emisión de Obligaciones (30 de junio de 2023)

Con fecha 22 de marzo de 2023, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 15,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2023-00037065, la misma que fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 28 de marzo de 2023, determinando además un plazo de vigencia de la oferta pública hasta el 22 de diciembre de 2023.

## Colocación de los Valores

Con fecha 24 de abril de 2023, ALBION CASA DE VALORES S.A. inició la colocación de los valores de la Emisión de Obligaciones, determinando que, hasta el 02 de junio de 2023, logró colocar el 100,00% del total aprobado (USD 15,00 millones).

## Saldo de Capital

Hasta el 30 de junio de 2023, el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones fue la suma colocada (USD 15,00 millones), dado que el primer dividendo vence en el mes de julio de 2023.

## Garantías y Resguardos

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

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

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

✓ Al 30 de junio de 2023 el emisor cumplió con los resguardos mencionados anteriormente.

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

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

## Límite de Endeudamiento

Mientras se encuentre vigente la emisión de obligaciones, la emisora se compromete a mantener una relación de pasivos con costos sobre activos totales menor o igual a setenta y cinco por ciento; siempre y cuando los pasivos con costos no estén afectados con la garantía de activos. El indicador antes mencionado será estimado de forma **anual**. La emisora se obliga, adicionalmente, en defensa de los intereses de los obligacionistas, a proporcionarle al REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS la información financiera que le fuere requerida por éste.

❖ Al 30 de junio de 2023, el emisor cumplió con lo indicando anteriormente.



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

CUADRO 3: RESGUARDOS

Relación	Límite	jun-23	Cumplimiento
Activos Reales / Pasivos	>= 1,00 veces	1,00	Sí
Activos Depurados / Obligaciones en circulación	>= 1,25 veces	10,26	Sí
Pasivo con costo / Activos totales (anual)	<= 75%		Dado que la emisión fue aprobada en el mes de marzo de 2023, y este indicador se mide de forma anual, el cálculo se realizará en la siguiente revisión.

Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA./ Elaboración: Class International Rating

## Monto Máximo de la Emisión

La Tercera Emisión de Obligaciones de Largo Plazo FARMAENLACE CIA.LTDA., está respaldada por una Garantía General otorgada por FARMAENLACE CIA.LTDA., como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Es así que al 30 de junio de 2023, FARMAENLACE CIA.LTDA., alcanzó un total de activos de USD 193,19 millones, de los cuales USD 168,19 millones son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 4: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (JUNIO 2023)

Activos	Libres (Miles USD)	%
Disponibles	9.342	5,55%
Exigibles	27.313	16,24%
Realizables	74.916	44,54%
Activo fijo	41.236	24,52%
Otros activos	15.378	9,14%
<b>TOTAL</b>	<b>168.185</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: FARMAENLACE CIA.LTDA. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 30 de junio de 2023, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones de obligaciones de largo plazo, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias<sup>1</sup>.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, al 30 de junio de 2023, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 153,93 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 123,14 millones, cifra que genera una cobertura de 8,21 veces sobre el monto de la emisión, de esta manera se puede determinar que la Tercera Emisión de

<sup>1</sup> “La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

Obligaciones de Largo Plazo FARMAENLACE CIA.LTDA., se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Se debe indicar que, de la revisión realizada se observó que para el 30 de junio de 2023 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 11,21 veces sobre el saldo de capital de los valores en circulación.

CUADRO 5: CALCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (junio 2023)

Descripción	Miles USD
Total Activos	193.185
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	6.981
(-) Activos Gravados	25.000
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias <sup>2</sup>	7.274
(-) Derechos Fiduciarios <sup>3</sup>	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores <sup>4</sup>	-
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras <sup>5</sup>	-
<b>Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)</b>	<b>153.930</b>
<b>Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones</b>	<b>123.144</b>
Saldo de Capital emisión	15.000
<b>Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>10,26</b>
<b>80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>8,21</b>

Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente se debe mencionar que al 30 de junio de 2023, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto de la emisión ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,88 veces<sup>6</sup> sobre los pasivos totales, deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 30 de junio de 2023, la empresa ha otorgado garantías por USD 25,00 millones, lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 168,19 millones sería el máximo potencial impacto que tiene sobre sus activos.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros, "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización de flujos de fondos de bienes que se espera que existan y de emisiones de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al doscientos por ciento (200%) de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran por lo menos en un ciento veinte por ciento (120%) el monto excedido".

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el monto de la Tercera Emisión Obligaciones de Largo Plazo FARMAENLACE CIA.LTDA., representó al 30 de junio de 2023 el 38,30% del 200% del patrimonio y el 76,60% del total del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

CUADRO 6: CALCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (junio 2023)

Descripción	Miles USD
Patrimonio	19.583
<b>200% del Patrimonio</b>	<b>39.166</b>
Saldo de capital Tercera Emisión de Obligaciones	15.000
<b>Valores emitidos y por emitir / 200% del Patrimonio</b>	<b>38,30%</b>
<b>Valores emitidos y por emitir / Patrimonio</b>	<b>76,60%</b>

Fuente: FARMAENLACE CIA.LTDA. / Elaboración: Class International Rating

<sup>2</sup> Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

<sup>3</sup> Provenientes de derechos fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propios o de terceros

<sup>4</sup> Para el caso de emisiones a corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

<sup>5</sup> Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

<sup>6</sup> (Activos deducidos - Saldo emisión) / (Pasivo - obligaciones)

**Proyecciones del Emisor**

**CUADRO 7: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (miles de USD)**

Rubro	2023	2024	2025	2026	2027	1 S 2028
Ventas netas	611.103	633.412	663.359	694.722	727.568	369.916
Costo de ventas	430.414	446.224	467.321	489.416	512.555	260.467
<b>Utilidad bruta</b>	<b>180.690</b>	<b>187.188</b>	<b>196.038</b>	<b>205.306</b>	<b>215.013</b>	<b>109.449</b>
Gastos administrativos y ventas	129.040	132.985	138.966	145.274	151.814	77.354
Depreciación y amortización	10.762	11.753	12.937	14.121	15.305	7.501
<b>Utilidad operativa</b>	<b>40.888</b>	<b>42.450</b>	<b>44.135</b>	<b>45.912</b>	<b>47.895</b>	<b>24.594</b>
Gastos financieros	6.786	6.923	7.165	7.415	7.671	3.876
Otros Ingresos	1.526	1.526	1.526	1.526	1.526	778
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>35.627</b>	<b>37.053</b>	<b>38.496</b>	<b>40.023</b>	<b>41.749</b>	<b>21.496</b>
Participación a trabajadores	5.344	5.558	5.774	6.003	6.262	3.197
Impuesto a la Renta	7.571	7.874	8.180	8.505	8.872	4.530
<b>Utilidad neta</b>	<b>22.713</b>	<b>23.621</b>	<b>24.541</b>	<b>25.515</b>	<b>26.615</b>	<b>13.769</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

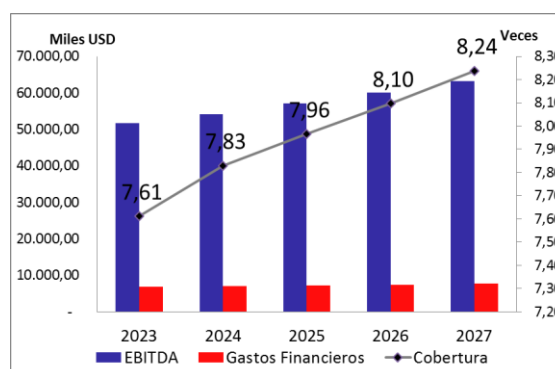
La estructuración financiera prevé para el año 2023 un incremento en el costo de ventas del 7,02% frente al año 2022 (real). Posteriormente, se determinó una tasa de crecimiento del 3,65% para 2024 y para los siguientes periodos de 4,73%. Los costos de ventas por su parte significarían en promedio (2023-2027) 72,47% de los ingresos, lo que generaría un margen bruto que representaría en promedio el 30,41% del total de ventas.

Después de descontar los gastos operativos, que incluyen gastos administrativos, de ventas y depreciaciones, la empresa arrojaría una utilidad operacional positiva en los años proyectados, misma que representaría en promedio (2023-2027) el 6,84% de los ingresos. Adicionalmente dentro del modelo financiero de la proyección se registran rubros pertenecientes a gastos financieros con representaciones promedio de 1,11% sobre los ingresos.

Una vez descontados otros ingresos, la participación de trabajadores y el impuesto a la renta la compañía arrojaría una utilidad neta que significaría en promedio el 3,80% de los ingresos entre los años 2023 – 2027.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva que pasaría de 7,61 veces en el año 2023 a 8,24 veces en el año 2027. Por otro lado, el indicador de EBITDA/Deuda Total, arrojó una relación de 3,83 veces para el año 2023 y de 5,50 veces para el año 2027.

**GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)**



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El flujo de efectivo proyectado presenta los movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de FARMAENLACE CIA.LTDA., donde arroja flujos de operación negativos para el periodo proyectado, en cuanto al flujo de inversión la compañía planifica para los periodo proyectados cambio en activos fijos, activos intangibles

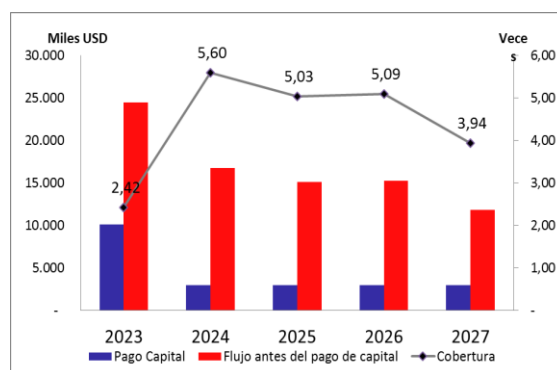
y propiedad de inversión; y finalmente presenta los flujos generados de actividades de financiamiento donde los movimientos contemplan los recursos provenientes de la emisión de obligaciones y sus respectivas cancelaciones, además de préstamos bancarios y sus correspondientes pagos. Así mismo la proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de flujo de efectivo para hacer frente a las obligaciones

CUADRO 8: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

Descripción	2023	2024	2025	2026	2027	IS 2028
<b>FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES OPERATIVAS</b>						
Cambio en CxC (incremento)	(4.638.915)	(1.401.872)	(1.529.747)	(1.601.461)	(1.676.550)	155.626
Cambio en Inventarios (incremento)	(10.024.869)	(4.552.934)	(4.959.230)	(5.193.700)	(5.439.256)	548.340
Cambio en CxP	6.787.453	4.284.146	4.666.456	4.887.083	5.118.142	(515.968)
Cambios en Pasivos impuestos corrientes	956.127	302.830	306.651	324.617	366.830	(4.342.265)
Cambio en Obligaciones con empleados	(176.571)	213.762	216.460	229.141	258.939	(3.065.128)
Cambio en Otras cuentas por pagar largo plazo	691.834	709.293	727.192	745.543	-	-
Cambio en obligaciones con empleados largo plazo	123.563	126.652	129.819	133.064	136.391	139.800
<b>TOTAL FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES OPERATIVAS</b>	<b>(6.281.377)</b>	<b>(318.124)</b>	<b>(442.401)</b>	<b>(475.713)</b>	<b>(1.235.504)</b>	<b>(7.079.595)</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO - ACTIVIDADES DE INVERSION</b>						
Cambio en Activos Fijos (incremento)	547.967	714.592	953.597	(811.582)	(2.581.050)	(2.377.959)
Cambio en Activos Intangibles	1.723.388	2.111.600	1.871.245	-	-	-
Cambio en Propiedad de Inversión	(2.000.000)	(1.000.000)	(2.000.000)	(3.000.000)	(1.250.000)	-
<b>TOTAL FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE INVERSION</b>	<b>271.356</b>	<b>1.826.192</b>	<b>824.842</b>	<b>(3.811.582)</b>	<b>(3.831.050)</b>	<b>(2.377.959)</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO - ACTIVIDADES DE FINANCIACION</b>						
Cambio en Financiamiento Bancario	(10.122.409)	-	-	6.500.000	3.500.000	3.000.000
Cambio en Financiamiento de Mercado de Valores	13.500.000	(3.000.000)	(3.000.000)	(3.000.000)	(3.000.000)	(1.500.000)
Cambio en Patrimonio	(512.404)	908.489	919.954	973.850	1.100.490	280.858
<b>TOTAL FLUJO DE EFECTIVO - ACTIVIDADES DE FINANCIACION</b>	<b>2.865.187</b>	<b>(2.091.511)</b>	<b>(2.080.046)</b>	<b>4.473.850</b>	<b>1.600.490</b>	<b>1.780.858</b>
<b>Cambio en caja</b>	<b>(3.144.834)</b>	<b>(583.443)</b>	<b>(1.697.605)</b>	<b>186.554</b>	<b>(3.466.064)</b>	<b>(7.676.696)</b>
<b>Saldo de Caja Comienzo del periodo</b>	<b>17.523.279</b>	<b>14.378.445</b>	<b>13.795.002</b>	<b>12.097.397</b>	<b>12.283.951</b>	<b>8.817.888</b>
<b>SALDO DE CAJA DE FIN DE PERIODO</b>	<b>14.378.445</b>	<b>13.795.002</b>	<b>12.097.397</b>	<b>12.283.951</b>	<b>8.817.887</b>	<b>1.141.192</b>

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

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



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Es importante mencionar que el indicador que relaciona el Flujo Libre de Caja/ pago de Deuda, se ubicó en 2,42 veces en 2023 y 3,94 veces al cierre del año 2027. Además, la rentabilidad esperada, resultaría positiva para todos los periodos proyectados.

Finalmente, la calificadora realizó un estrés a dicho modelo afectando a una de las variables del estado de resultados (costo de ventas), con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio. Se observó que ante un aumento del costo de ventas en 3,67% para el año 2023 y de 3,65% para los siguientes años, la compañía generaría una utilidad neta positiva en todos los periodos proyectados. Por otro lado, en el estado de flujo del efectivo se afectó a las cuentas por cobrar con una disminución del 81% durante el periodo proyectado, con lo cual se obtendría flujos de efectivo positivos. Cabe señalar que esta sería la máxima afectación que soportarían las proyecciones, sin que se presenten pérdidas o saldos de efectivo negativos.

### **Comparativo de Resultados Reales vs. Lo Proyectado**

Se comparó los resultados reales a junio de 2023 con lo proyectado al mismo periodo. En este sentido las ventas tuvieron un cumplimiento del 95,86%, los costos de ventas por su parte registraron una ejecución similar del 95,53%, y en consecuencia la utilidad bruta registró un cumplimiento del 96,64%. Por su parte, los gastos operacionales registraron un cumplimiento del 95,31% y como consecuencia, la compañía registró una utilidad operacional con una ejecución del 101,53% frente a lo proyectado. Finalmente, al deducir los gastos financieros, otros ingresos / egreso netos y los impuestos de ley, la empresa arrojó una utilidad neta con un cumplimiento del 98,46% de lo estimado en un inicio.

**CUADRO 9: RESULTADOS PROYECTADOS VS. REALES (Miles USD)**

Cuenta	IIT 2023	JUN 23	Avance
	Proyectado	Real	
Ingresos	299.497	287.089	95,86%
Costo de Ventas	211.016	201.584	95,53%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>88.481</b>	<b>85.505</b>	<b>96,64%</b>
Gastos Operacionales	69.615	66.350	95,31%
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>18.866</b>	<b>19.155</b>	<b>101,53%</b>
Gastos Financieros	3.183	3.594	112,92%
Otros ingresos/egresos neto	754	-	0,00%
<b>Utilidad Antes de Participación e Impuestos</b>	<b>16.437</b>	<b>15.561</b>	<b>94,67%</b>
Participaciones	2.466	2.334	94,66%
Impuesto a la Renta (menos)	3.493	2.910	83,30%
<b>UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>10.479</b>	<b>10.317</b>	<b>98,46%</b>

Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

Así mismo se debe señalar que el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 30 de junio de 2023 registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación positivo, el mismo que registró un valor de USD 3,42 millones, rubro significó el 1,19% de los ingresos y el 1,77% de los activos a junio de 2023.

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

### **Riesgo de la Economía Sector Real**

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 2,9% en 2023 y 2,8% en 2024<sup>7</sup>. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador del 2,6% en el 2023 y un 2,8% en 2024<sup>8</sup>. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a las políticas monetarias y las condiciones financieras restrictivas<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/April/English/text.aspx>

<sup>8</sup> <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/5443e6bba11cd7fa7c0c678a20edd4dd-0350012023/related/GEP-June-2023-Regional-Highlights-LAC-SP.pdf>

<sup>9</sup> <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>

Según el FMI, las tenues señales a inicios de 2023, de que la economía mundial podría lograr una estabilidad con inflación a la baja y crecimiento firme, se han disipado, en medio de una inflación persistentemente alta y de las turbulencias en el sector financiero<sup>10</sup>. Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento del 2,6% para el año 2023, impulsado por una variación positiva en el consumo final de los hogares, la formación bruta de capital fijo y las exportaciones de bienes y servicios<sup>11</sup>.

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

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 1,6% en 2023 (+1,1% en 2024). La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+0,8% en 2023 y +1,4% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 5,3% en 2023 y 5,1% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 1,6% en el año 2023 y del 2,2% en 2024<sup>12</sup>.

Por último, el FMI menciona que la salud futura de la economía mundial depende fundamentalmente de un adecuado ajuste de la política monetaria, el curso de la guerra en Ucrania y la posibilidad de nuevas disrupciones por el lado de la demanda relacionadas con la pandemia; así como, de una eficaz cooperación multilateral<sup>13</sup>.

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

CUADRO 10: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (millones USD 2007) año 2022	71.125	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,95%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (abr 2023)	51,46%	Inflación mensual (jun 2023)	0,37%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-may 2023	873,0 (Superávit)	Inflación anual (jun 2023)	1,69%
Reservas Internacionales (millones USD 07-jul-2023)	7.051,62	Inflación acumulada (jun 2023)	0,87%
Riesgo país (18 de jul 2023) <sup>14</sup>	1.799 puntos	Remesas (millones USD) I-T 2023	1.191,99
Precio Barril Petróleo WTI (USD 18 jul 2023)	75,75	Tasa de Desempleo urbano (may 2023)	4,1%

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

**Producto Interno Bruto (PIB):** Después de atravesar duras condiciones económicas en el 2020, en el año 2021 la economía ecuatoriana se recupera y el **Producto Interno Bruto (PIB)** registra un crecimiento del 4,2% respecto al año anterior. Para el año 2022, la economía se ha mostrado resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,9% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remesas recibidas. Por su parte, en el primer trimestre del 2023 el PIB creció en 0,7% en relación al primer trimestre de 2022 (t/t-4) y registró una variación de -3,4% respecto al trimestre anterior (t/t-1). El crecimiento interanual implica una mejora en prácticamente todas las industrias. Reflejando una recuperación en el primer trimestre de 2023 en la industria refinación de petróleo (+16,6% en comparación a su similar de 2022), seguida de acuicultura y pesca de camarón (+6,4% respecto al primer trimestre de 2022), correo y comunicaciones (+6,2% respecto a su similar de 2022), y, alojamiento y servicios de comida (+3,7% en relación al primer trimestre de 2022 (t/t-4)); adicionalmente se observó el incremento del consumo final de los hogares, gasto del gobierno y las exportaciones de bienes y servicios.<sup>15</sup>

El Banco Central del Ecuador con el fin de cuantificar el impacto económico generado por los eventos y manifestaciones sociales suscitados en junio de 2022 realizó una estimación de los daños y pérdidas. Para lo cual

<sup>10</sup> Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial: Una recuperación accidentada, abril 2023

<sup>11</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Administracion/EvolEconEcu\\_2022pers2023.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Administracion/EvolEconEcu_2022pers2023.pdf)

<sup>12</sup> <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>

<sup>13</sup> Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial octubre 2022

<sup>14</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

<sup>15</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformeIT\\_2023.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformeIT_2023.pdf)

contó con la asistencia técnica del Banco Mundial y el apoyo de varias entidades públicas y privadas. De esta manera, se estima un efecto de USD 1.115,4 millones, de los cuales el 99% corresponde a pérdidas, siendo la industria de comercio la más afectada con una pérdida aproximada de USD 318,1 millones<sup>16</sup>.

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

El **Riesgo País** registró 1.799 puntos al 18 de julio de 2023. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés<sup>17</sup>.

La coyuntura política actual define un indicador de riesgo país superior a los 1.700 puntos. Esto se relaciona en gran medida con la muerte cruzada aplicada por el Presidente de la República, que desencadenó el inicio de un nuevo período electoral. En este sentido, los inversionistas internacionales poseen un escenario de incertidumbre sobre el futuro de la economía ecuatoriana<sup>18</sup>.

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

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

Hasta mayo de 2023, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 873,0 millones, USD 822,89 millones menos que el resultado comercial obtenido en su similar de 2022 (USD 1.695,89 millones). La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 627,44 millones, y la Balanza Comercial No Petrolera un superávit de USD 245,56 millones<sup>19</sup>.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento creciente a partir de junio de 2020 donde registró un valor de USD 39,27 por barril, en mayo de 2022 llega a su nivel máximo con un valor de USD 114,67 por barril, posteriormente presenta una tendencia decreciente y en junio de 2023 cierra en USD 70,64 por barril (USD 75,75 por barril al 18 de julio de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2022 se fijó un valor de USD 59,20<sup>20</sup> por barril para las exportaciones de petróleo y para 2023 el precio promedio del barril de exportación se estimó en USD 64,84<sup>21</sup>.

<sup>16</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/InformeBMImpactoParoNacional062022.pdf>

<sup>17</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

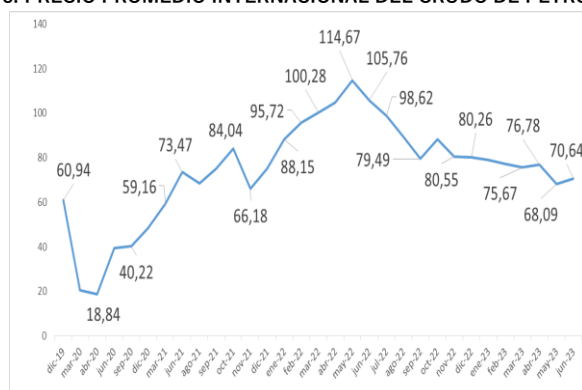
<sup>18</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/bonos-externos-caida-precios-muerte-cruzada/>

<sup>19</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IEMensual/m2056/IEM-322-e.xlsx>

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

<sup>21</sup> [https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2022/11/Anexo-1\\_Justificativo-Proforma-2023.pdf](https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2022/11/Anexo-1_Justificativo-Proforma-2023.pdf)

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



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

En mayo de 2023, las exportaciones de crudo se ubicaron en 14,70 millones de barriles, lo que representa 4,21% menos que su similar de 2022. De los cuales el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No Renovables exportó 2,77 millones de barriles, equivalente a la tarifa pagada en especies a las Compañías Privadas por la prestación del servicio de explotación petrolera; la diferencia, 11,93 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador<sup>22</sup>.

Durante el primer trimestre de 2023, el precio promedio del petróleo ecuatoriano de exportación fue de USD 63,3 por barril, por debajo de lo que necesita el Presupuesto del Estado para financiarse. Lo que representa ingresos petroleros por USD 301 millones, 56% menos de lo registrado en el mismo período de 2022 (USD 677,7 millones). No obstante, se prevé un mejor escenario con el alza del precio del petróleo impulsada por dos factores: incremento de la demanda mundial gracias a la recuperación del consumo de China, y el recorte de la producción de petróleo hasta 2024 anunciado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+)<sup>23</sup>.

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2022 sumó USD 17.163,52 millones, siendo un 22,81% superior a lo registrado en el año anterior (USD 13.976,16 millones). Hasta junio de 2023 la recaudación sumó un valor de USD 9.609,21 millones, es decir existió un incremento de 3,90% respecto al mismo período de 2022 (USD 9.248,26 millones). Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta mayo de 2023 se destaca, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 4.221,19 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.557,03 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 554,56 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 423,83 millones<sup>24</sup>.

La **inflación mensual** en junio de 2023 registró una variación de 0,37%, mientras que la variación **anual** fue de 1,69% y la **acumulada** fue de 0,87%. Para junio de 2023, por divisiones de bienes y servicios la inflación mensual registró una variación en 8 agrupaciones que ponderan el 63,41% presentaron porcentajes positivos, siendo Alimentos y bebidas no alcohólicas; seguido de Bebidas alcohólica, tabaco y estupefacientes; y, Restaurantes y hoteles, las agrupaciones de mayor porcentaje. En otras 4 agrupaciones que en conjunto ponderan el 36,59% se registraron resultados negativos, siendo Muebles y artículos para el hogar y la conservación ordinaria del hogar; Transporte; y, Prendas de vestir y calzado, las de mayor variación<sup>25</sup>.

En referencia al **salario nominal promedio**, para junio de 2023, se fijó en USD 524,83<sup>26</sup>; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 450,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 472,04 para junio 2023<sup>27</sup>. En

<sup>22</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>, <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2023196.pdf>

<sup>23</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroleo-precio-alza-ecuador-presupuesto/>

<sup>24</sup> <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

<sup>25</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>; <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/Inf202306.pdf>

<sup>26</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

<sup>27</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCovuntura/CifrasEconomicas/cie202306.pdf>

<sup>27</sup> Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.



cuanto al costo de la canasta básica familiar en junio de 2023, se ubicó en USD 772,35<sup>28</sup>, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 840,00 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 108,76% del costo de la canasta.

Mediante Decreto Ejecutivo No. 611 firmando el 30 de noviembre de 2022, el Presidente de la República fijó el salario básico unificado (SBU) en USD 450,00, mismo que regirá a partir del 01 de enero de 2023<sup>29</sup>.

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8% en el año 2019 a 3,2% en 2022 y 3,2% en mayo de 2023. La tasa de **empleo adecuado**<sup>30</sup> pasó de 38,8% en el año 2019 a 36,0% en 2022 y 36,4% en mayo de 2023, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 19,4% en ese mismo orden y 18,9% a mayo de 2023<sup>31</sup>.

A diciembre 2022, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,2% y la pobreza extrema en 8,2% (a diciembre de 2021 se registraron tasas del 27,7% y 10,5% respectivamente). En el área urbana la pobreza llegó al 17,8% y en el área rural alcanzó el 41,0% (a diciembre 2021 fue del 20,8% y 42,4% respectivamente). Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**<sup>32</sup>, se ubicó en 0,466 a diciembre del 2022 (0,474 en diciembre de 2021), es decir no existe una variación estadísticamente significativa con respecto a su similar. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en diciembre de 2022 se ubicó en USD 88,72 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,00 mensuales per cápita (a diciembre de 2021 USD 85,60 y USD 48,24 respectivamente)<sup>33</sup>.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 7,13% para julio de 2023, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,02%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 1,89%<sup>34</sup>. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para junio de 2023 alcanzó la suma de USD 76.519,02 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.696,36 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendió a USD 19.120,12 millones<sup>35</sup>.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a diciembre de 2022 se ubicó en USD 38.589 millones; lo que representa un aumento de USD 4.929 millones frente a diciembre de 2021 (+14,6%). La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que en 2022, la banca privada ecuatoriana fue una pieza clave en el proceso de reactivación económica del país. A través de la colocación de créditos, los bancos fueron aliados que apoyaron a los hogares, empresas y negocios con financiamiento y, así contribuyeron en la dinamización de la economía<sup>36</sup>.

Para junio de 2023, la cartera de crédito total alcanzó la cifra de USD 40.362 millones, lo que representa un incremento de 11,7% frente a su similar período de 2022 (USD 4.241 millones más). A pesar de la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la cartera, los bancos continúan apoyando al dinamismo económico del sector productivo. De esta manera, del total de la cartera crediticia a junio de 2023, el 59% (USD 23.954 millones) está destinada a los créditos de producción (productivo, vivienda y microcrédito) y el 41% a los créditos de consumo (USD 16.407 millones). Según lo mencionado por la Asobanca, pese a los desafíos que enfrenta el país a nivel climático, social, económico y político, la banca privada ratifica su compromiso de seguir apoyando con financiamiento a empresas y familias, especialmente para actividades productivas y al mejoramiento de la calidad de vida de los ecuatorianos<sup>37</sup>.

<sup>28</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/inflacion/2023/Junio/Boletin\\_tecnico\\_06-2023-IPC.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/inflacion/2023/Junio/Boletin_tecnico_06-2023-IPC.pdf)

<sup>29</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/guillermo-lasso-incremento-salario-basico-ecuador.html>

<sup>30</sup> Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliada a la seguridad social

<sup>31</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Mayo/202305\\_Mercado\\_Laboral.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Mayo/202305_Mercado_Laboral.pdf)

<sup>32</sup> El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

<sup>33</sup> [https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2022/Diciembre\\_2022/202212\\_PobrezayDesigualdad.pdf](https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2022/Diciembre_2022/202212_PobrezayDesigualdad.pdf)

<sup>34</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

<sup>35</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Coyuntura/s731/BMS\\_14072023.xlsx](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Coyuntura/s731/BMS_14072023.xlsx)

<sup>36</sup> <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

<sup>37</sup> <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/07/2023-07-07-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

En 2023 se prevé una desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito, debido en gran medida al contexto internacional. El incremento de las tasas de interés de política monetaria, que los bancos centrales de los países desarrollados han aplicado para hacer frente a la inflación internacional, eleva el costo del financiamiento externo para el país, incluyendo a los bancos privados, lo cual restringe la liquidez que podría venir del exterior<sup>38</sup>.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el primer trimestre de 2023 totalizó USD 1.191,99 millones, cifra superior en 8,01% en comparación a su similar de 2022 (USD 1.103,59 millones), e inferior en 5,30% respecto al cuarto trimestre de 2022 (USD 1.258,65 millones). El aumento del flujo de remesas en el trimestre enero - marzo de 2023, se atribuye a la recuperación económica de Estados Unidos, España e Italia, países de donde provienen principalmente los flujos<sup>39</sup>.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el primer trimestre de 2023 fueron de USD 17,18 millones; monto inferior en un importante 87,33% al registrado en su similar periodo en el 2022, en donde alcanzó USD 135,57 millones. Es el rubro más bajo registrado durante el primer trimestre de los últimos 8 años, resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador<sup>40</sup>. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: industria manufacturera; transporte, almacenamiento y telecomunicaciones; comercio, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Estados Unidos, España, China, Perú, Colombia. Chile, entre otros<sup>41</sup>.

Para abril de 2023, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 47.417,92 millones, cifra superior a la reportada en abril de 2022, cuando fue de USD 45.763,48 millones y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** para abril de 2023 fue de USD 13.721,05 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 1.092,41 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de abril de 2023, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 51,46% del PIB superando significativamente el límite del 40% del PIB<sup>42</sup>.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2021 registraron la suma de USD 7.897,87 millones y USD 8.458,65 millones al 31 de diciembre de 2022, mientras que para junio de 2023 totalizaron USD 6.966,53 millones (USD 7.521,12 millones al 14 de julio de 2023)<sup>43</sup>. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas.

Las RL (Reservas de Liquidez)<sup>44</sup> constituidas alcanzaron USD 1.862 millones al 31 de mayo de 2023, mientras que las RL requeridas se ubicaron en USD 1.489 millones; es decir que el sistema presentó un exceso de liquidez por USD 373 millones<sup>45</sup>.

La **calificación de deuda** para julio de 2023<sup>46</sup> de Standard & Poor's para Ecuador se situó en B- (estable) "altamente especulativa". Por su parte, la calificación de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la

<sup>38</sup> <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf>

<sup>39</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/eren20231.pdf>

<sup>40</sup> <https://www.lahora.com.ec/pais/inestabilidad-politica-desplome-inversion-extranjera-directa-2023/>

<sup>41</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/IED\\_WEBPUB.xlsx](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/IED_WEBPUB.xlsx)

<sup>42</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2023/06/Boletin-Deuda-Publica-ABR-2023.pptx>

<sup>43</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/RILD/RI.xlsx>

<sup>44</sup> La serie de Reservas Mínimas de Liquidez se presenta hasta la bisemana del 23 de febrero de 2022 (dato cierre de febrero). En adelante se presentarán datos de Reservas de Liquidez, de acuerdo a lo aprobado en la Resolución de la Junta de Regulación y Política Monetaria del 20 de enero de 2022 de modificó la normativa de constitución de reservas de liquidez y encaje.

<sup>45</sup> [https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion\\_Jun23.pdf](https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion_Jun23.pdf)

<sup>46</sup> <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

deuda o “default”<sup>47</sup>. Por otro lado, la agencia Fitch Rating ubicó la calificación en B- (estable), calificación que significa “altamente especulativa”.

## Riesgo del Negocio

### Descripción de la Empresa

FARMAENLACE CIA. LTDA., se constituyó mediante escritura pública de fecha 23 de marzo de 2005. Es una compañía de nacionalidad ecuatoriana y tendrá una duración de 100 años, plazo que podrá ser ampliado o reducido por resolución de la Junta General de Socios expresamente convocada para el efecto.

Su objeto de dedicarse a la importación, distribución, venta y comercialización de toda clase de medicinas, preparados de medicinas, artículos sanitarios, artículos e instrumentales médicos, artículos de higiene y limpieza, productos farmacéuticos, productos hospitalarios, productos químicos y todo otro tipo de producto útil para el mantenimiento y/o el restablecimiento de la salud humana, animal o vegetal; de igual manera se dedicará a la importación, distribución, venta y comercialización de toda clase de cosméticos, artículos eléctricos, electrodomésticos, artículos para niño, artículos para propaganda, artículos para calzado y zapatería, artículos promocionales, artículos para hogar, artículos decorativos, artículos de audio y video, productos alimenticios, juguetes, textiles.

Al 31 de diciembre de 2022 FARMAENLACE CIA. LTDA., es propietaria de las marcas:

- Farmacias Económicas: operan con 483 puntos de venta propios y 583 franquiciados a nivel nacional.
- Farmacias MEDICITY: opera con 112 puntos de venta propios y 53 franquiciados a nivel nacional.
- PAF: opera con 1 establecimiento propio a nivel nacional y 3 franquiciados a nivel nacional.
- Farmayor: opera con 5 establecimientos propios a nivel nacional.
- Farmacia el Cisne con 4 franquiciados y 1 propio.

Entre sus principales líneas de productos se encuentra: alimentos, belleza, dispositivos-reactivos, accesorios de salud-hogar, cuidado personal, bebés, medicinas, suministros, servicios.

### Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 30 de junio de 2023, FARMAENLACE CIA. LTDA., registró como capital suscrito y pagado la suma de USD 8,00 millones, monto correspondiente a 8.000.002,00 participaciones de USD 1,00 valor nominal unitario. En el siguiente cuadro se evidencia la composición accionarial de la compañía, misma que estuvo concentrada en dos de ellos.

CUADRO 11: SOCIOS

Nombre	Capital (USD)	Participación
ESPIVAL S.A.	2.000.001,00	25,00%
SAMAVAL&HOLDING S.A.	2.000.000,00	25,00%
X.O.C SOCIEDAD CIVIL Y COMERCIAL	1.200.204,00	15,00%
FARMIPAZ CIA. LTDA.	1.103.797,00	13,80%
J.O.C. SOCIEDAD CIVIL Y COMERCIAL	788.000,00	9,85%
ORCEVALHOLDING S.A.	480.000,00	6,00%
M.O.G SOCIEDAD CIVIL Y COMERCIAL	268.000,00	3,35%
A.O.C. SOCIEDAD CIVIL Y COMERCIAL	160.000,00	2,00%
<b>Total</b>	<b>8.000.002,00</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

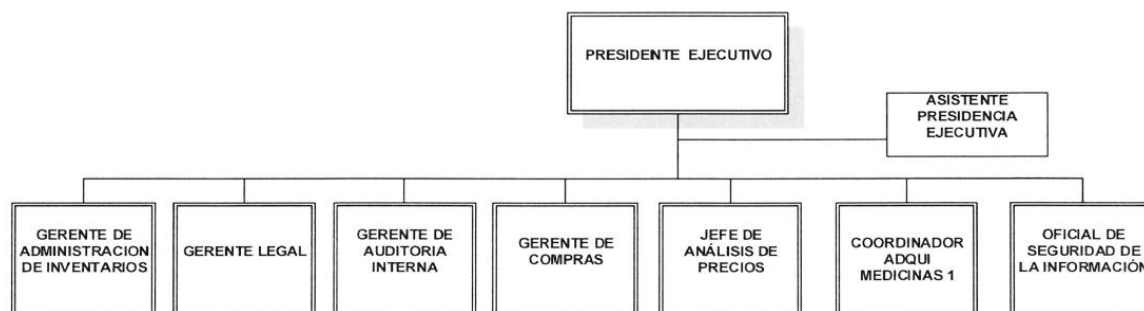
FARMAENLACE CIA. LTDA. se encuentra gobernada por la Junta General de Socios, que constituye el órgano supremo para el gobierno de la misma, administrada por el Directorio, y dirigida a través de dos Presidentes Ejecutivos y un Vicepresidente Ejecutivo, determinando además que sus principales atribuciones se encuentran detallados en sus estatutos. Los órganos mencionados anteriormente, que según sus estatutos y políticas buscan

<sup>47</sup> <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/moody-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-caa3-perspectiva-estable-152042.html>

tomar las decisiones más adecuadas que permitan mantener una apropiada estructura financiera y procesos productivos eficientes.

Así mismo cuenta con políticas de organización que hacen referencia a un sistema estructurado de políticas y procedimientos que orientan la toma de decisiones de la empresa, que conjuntamente con sus controles internos y sistemas de comunicación les permiten analizar los resultados.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente / Elaboración: FARMAENLACE CIA. LTDA.

El Directorio la dignidad encargada de administrar la compañía se encuentra conformado por profesionales de alto nivel y amplia experiencia en cada una de las actividades desarrolladas, lo que les permite promover una adecuada gestión y estimular de forma positiva el crecimiento del negocio. A continuación se evidencia la conformación tanto del Directorio como de sus principales ejecutivos<sup>48</sup>.

CUADRO 12: DIRECTORES

Nombre
Andrés Patricio Espinosa Hidalgo
José Martín Ortiz Aulestia
Magda Espinosa Valencia
Pablo Xavier Ortiz Chiriboga
Ximena Lucía Paredes Mena

Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 13: PRINCIPALES EJECUTIVOS

Cargo	Nombre
PRESIDENTE EJECUTIVO	Jorge Roberto Ortiz Cevallos
PRESIDENTE EJECUTIVO	Segundo Patricio Espinosa Valencia
VICEPRESIDENTE EJECUTIVO	José Francisco Ricaurte Vela

Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

## Gobierno Corporativo

FARMAENLACE CIA.LTDA., no cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo formalmente definidas, no obstante posee un Directorio lo que le permite tener una adecuada planificación en su organización, identificar tempranamente riesgos financieros y operativos, así como el determinar la magnitud de cada uno de estos. Lo mencionado anteriormente le permite normar la transparencia y divulgación de información financiera, tanto a los accionistas (mayoritarios y minoritarios), altas gerencias como al personal en general.

La compañía cuenta con estatutos y políticas establecidas que conforman la regulación para su correcto funcionamiento, además se determina aspectos generales de capitalización y distribución de utilidades, entre otras. Según la administración de la compañía, su actitud hacia los stakeholders es de total transparencia y de acciones que fortalezcan la relación, lo cual se ve fortalecido por sus políticas.

<sup>48</sup> El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

## Empleados

Al 30 de junio de 2023, la empresa mantiene dentro de su nómina a 4.882 empleados (4.883 en diciembre de 2022), mismos que están calificados para desarrollar tareas específicas dentro de empresa, de los cuales el 24,52% se encuentra dentro del área de Administración y el 75,48% del área de Operaciones. Cabe indicar que el 96,52% de los colaboradores tienen contratos fijos, mientras que el 3,13% tienen contratos de jornada parcial y el 0,35% corresponde a pasantías.

Es importante mencionar que FARMAENLACE CIA. LTDA., no posee sindicatos ni contratos colectivos, por el contrario, mantiene una buena relación con sus colaboradores, los cuales se encuentran capacitados y calificados con varios años de experiencia.

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

## Empresas vinculadas o relacionadas

CUADRO 14: EMPRESAS RELACIONADAS (Empresas vinculadas de Jorge Ortiz Cevallos)

Tipo de Vinculación	Razón Social	Cargo	Capital Total de la Cia.	Porcentaje Participación
Gestión y Propiedad	Orceval Distribuciones Cia. Ltda	Gerente General	\$100,000	19.70%
Gestión y Propiedad	Torres del Pacífico Torresdelpacifico S.A.	Gerente General	\$10,000	67.00%
Gestión y Propiedad	Invexor S.A.	Presidente	\$10,000	16.96%
Gestión y Propiedad	Rapimart Cia Ltda.	Gerente General	\$2,000	0.05%
Gestión y Propiedad	Orcevalholding S.A.	Gerente General	\$1,000	19.70%
Gestión y Propiedad	Servicio de Telecomunicaciones Ntecdevelopment S.A.	Presidente	\$10,000	5.00%
Propiedad	Farmipaz Cia. Ltda.		\$1,000	25.00%
Gestión	Valeo Holding S.A.	Presidente ejecutivo		
Gestión	Medicapital-Inversiones S.A.S.	Gerente General		
Gestión	Dermalógica S.A.	Gerente General		
Gestión	Comercializadora Ortiespinosa S.A.	Gerente General		
Gestión	Miracle S.A.S.	Gerente General		
Gestión	Movilbank Cia.Ltda	Presidente		
Gestión	Farmasoli S.A.S.	Director Principal		
Gestión	It-Empresarial S.A.	Presidente		
Gestión	Signo Mercadeo y Diseño Cia. Ltda	Presidente		
Gestión	Bluechip S.A.	Presidente		

Fuente: POP / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 15: EMPRESAS RELACIONADAS (Empresas vinculadas de Segundo Espinosa Valencia)

Tipo de Vinculación	Razón Social	Cargo	Capital Total de la Cia.	Porcentaje Participación
Gestión y Propiedad	Farmalisto S.A.S.	Gerente General	\$10,000	49.00%
Gestión y Propiedad	Servicios Inmobiliarios Naturalcorp Inmoc Orpserv Cia.Ltda.		\$5,000	95.00%
Gestión y Propiedad	It-Empresarial S.A.	Presidente	\$5,000	50.00%
Gestión y Propiedad	Rapimart Cia Ltda.	Presidente	\$2,000	0.05%
Gestión y Propiedad	Samaval & Holding S.A.	Presidente	\$1,000	70.00%
Gestión y Propiedad	Aliservcorp S.A.		\$1,000	50.00%
Gestión y Propiedad	Paesval Holding S.A.		\$800	30.00%
Gestión y Propiedad	Signo Mercadeo y Diseño Cia. Ltda	Presidente	\$104	1.00%
Gestión	Balanceproducts S.A.	Presidente		
Gestión	Alimentos Especiales Procesados C.A. Aleproca	Presidente ejecutivo		
Gestión	Dermalógica S.A.	Presidente		
Gestión	Comercializadora Ortiespinosa S.A.	Presidente		
Gestión	Farmasoli S.A.S.	Director Principal		

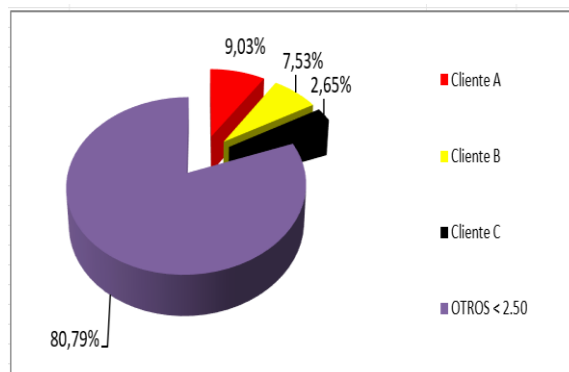
Fuente: POP / Elaboración: Class International Rating

**Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa**

**Clientes**

Respecto a los clientes de FARMAENLACE CIA. LTDA., se debe indicar que maneja un amplio portafolio de clientes, dentro de los cuales encontramos<sup>49</sup> al 30 de junio de 2023, al Cliente A con el 9,03% de los ingresos (6,65% en diciembre de 2022), seguido del Cliente B con un 7,53% (8,41% en diciembre de 2022), y el Cliente C con el 2,65% (1,51% en diciembre de 2022), el restante 80,79% estuvo representada por varios clientes con una participación inferior al 2,50%. Lo anterior revela la inexistencia de un riesgo por concentración.

GRÁFICO 5: PRINCIPALES CLIENTES (JUNIO 2023)



Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

Del total de ingresos generados por la compañía a junio de 2023, el 60,76% hace referencia a ventas en efectivo (63,18% a diciembre de 2022), mientras que el 14,51% corresponde a crédito directo (15,29% a diciembre de 2022), el 24,72% está representado por tarjetas de crédito (21,52% a diciembre de 2022).

Las cuentas por cobrar corresponden a los saldos pendientes de cobro por ingresos generados en la venta de productos al por mayor y otros servicios relacionados, las mismas que tienen un plazo de vencimiento de hasta 90 días.

Al 30 de junio de 2023, se observa que, la cartera de crédito se concentra mayormente en cartera por vencer (incluye vencimientos entre 1 a 60 días) con el 79,01% de participación sobre la cartera total (70,89% en diciembre de 2022), seguida de la cartera vencida entre 61 días en adelante con el 20,99% (29,11% en diciembre de 2021), los resultados presentados evidencian que, la compañía eventualmente podría incurrir en un posible riesgo de incobrabilidad en caso de un mayor deterioro de su cartera.

CUADRO 16: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA

PERIODO	dic-22	jun-22	jun-23
Cartera por vencer de 1 a 30 días	42,73%	54,86%	49,95%
Cartera por vencer de 31-60 días	28,16%	22,99%	29,06%
Cartera vencida de 61- 90 días	17,08%	11,33%	9,62%
Cartera vencida de más de 91 días	12,03%	10,82%	11,37%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

La cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas por la compañía es de 43,86% a junio de 2023 (27,94% en diciembre de 2022); aspecto que deberá ser reforzado con la finalidad de poder cubrir adecuadamente un posible riesgo de incobrabilidad.

<sup>49</sup> La compañía posee capacidad de negociación con sus clientes.

## Proveedores

Con la finalidad de mitigar el riesgo de una posible concentración, la empresa mantiene varios acreedores locales y del exterior, en diversas áreas como: inventarios y suministros, bienes y servicios, arrendamiento de locales, comisiones, bioquímicos, recorridos, transporte, entre otros.

Cabe mencionar que el ámbito en el que la compañía desarrolla sus actividades no demanda de un alto grado de investigación e innovación tecnológica, pues en su mayoría, son sus proveedores quienes le aportan de los productos finalizados para su respectiva comercialización.

Al 30 de junio de 2023, las cuentas por pagar vigentes representaron el 96,76% (96,85% a diciembre de 2022) mientras que el restante 3,24% registra un incumplimiento en sus pagos (3,15% en diciembre de 2022). Finalmente se debe indicar que, según sus políticas el período para cancelar las cuentas por pagar es hasta 90 días.

## Estrategias y Políticas de la Empresa

La estrategia de FARMAENLACE CÍA. LTDA. está enfocada en apertura de nuevos puntos de venta y posicionamiento de marcas propias a lo largo del territorio nacional. Además, busca innovar y mejorar continuamente la oferta de sus productos, y servicios, con la finalidad de mantener su competitividad en el mercado y crear valor, para satisfacer la necesidad de sus clientes.

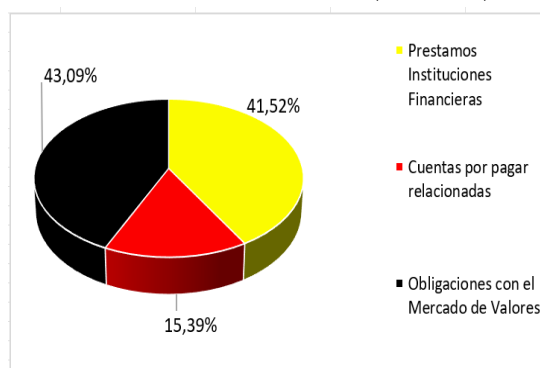
## Política de Financiamiento

FARMAENLACE CÍA. LTDA. realiza de forma anual el presupuesto el cual es constantemente monitoreado. La política de financiamiento ha estado enfocada en expansión y posicionamiento de su marca a nivel nacional, mediante la apertura de nuevos puntos de venta bajo sus diferentes formatos y también en la apertura de nuevos puntos franquiciados. Para diversificar sus alternativas de financiamiento, FARMAENLACE CÍA. LTDA. ha recurrido en varias ocasiones al Mercado de Valores y al sistema bancario.

FARMAENLACE CIA.LTDA., históricamente ha financiado sus actividades principalmente con recursos de terceros, es por ello que el financiamiento con pasivos pasó de 79,21% de los activos en diciembre de 2021 a un 81,87% en diciembre de 2022 y 89,86% en junio de 2023, mientras que el financiamiento de recursos propios pasó de 20,79% al término del año 2021 a un 18,03% en diciembre de 2022 y 10,14% en junio de 2023.

Dentro del financiamiento con pasivos, los proveedores denotan la mayor concentración, es así que para el 30 de junio de 2023 esta cuenta fondeó a los activos en un 39,58% (38,44% en diciembre de 2022). Mientras que la deuda con costo lo hizo en un 15,54% (6,92% en diciembre de 2022) y estuvo conformada principalmente por obligaciones con instituciones financieras y Mercado de Valores.

GRÁFICO 6: DEUDA CON COSTO (JUNIO 2023)



Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

## Política de Precios

Con respecto a las regulaciones gubernamentales, se debe mencionar que el Estado controla y regula la fijación de precios de las medicinas por medio de un sistema de autorización de precios manejado por el Ministerio de Salud Pública.

## Política de Inversiones

Referente a su política de inversión FARMAENLACE CÍA. LTDA. realiza constantes inversiones en nuevos puntos de venta y remodelación de locales. Además, la empresa realiza esporádicamente inversiones de valores en certificados de corto plazo en el sistema bancario.

## Responsabilidad Social

La empresa a nombre propio o a través de sus colaboradores ha participado en la realización de varias actividades; entre ellas:

- Apoyo a instituciones de ayuda social.
- Mingas de reforestación.
- Estrategias de mantenimiento de medio ambiente.
- Reciclaje, reducción y reutilización de materiales de oficina.
- Reducción del uso indiscriminado de servicios básicos.
- Apoyo a varias fundaciones como: Fundación Cultura “Edgar Palacios”, Fundación Esperanza, Fundación Cristo de la Calle.
- Entre otros.

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

FARMAENLACE CIA. LTDA., es una persona jurídica del sector privado sujeta a las normas civiles, mercantiles, tributarias, laborales, seguridad social, propiedad industrial y de defensa del consumidor, y además debido a que la empresa también presta servicios al sector público está también sujeta a las disposiciones generales establecidas para el sistema nacional de contratación pública.

Los entes de control que regulan a la empresa son: Superintendencia de Compañías Valores y Seguros, Servicio de Rentas Internas, Agencia Nacional de Tránsito, Ministerio de relaciones laborales, Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, Normas Municipales, Defensoría del Pueblo, CONSEP, Dirección Provincial de Salud, Cuerpo de Bomberos, Dirección de Medio Ambiente, Municipio de los Distritos.

Es importante resaltar que los precios de las medicinas son controlados por el Estado mediante un sistema de autorización de precios operado por el Comité Interministerial de Precios en donde el Ministerio de Salud Pública y el Ministerio de la Producción son los reguladores. En consecuencia, la variación de precios en las medicinas en los últimos años ha sido pequeña. Adicional a ello el Gobierno ecuatoriano, estableció licencias obligatorias mediante las cuales se libera de los compromisos de propiedad intelectual a todos los productos del sector farmacéutico ecuatoriano que están protegidos por patentes. Esto tiene como finalidad el abaratar el precio de las medicinas, fomentando su fabricación nacional.

## Riesgo Legal

Según lo reportado por la administración de FARMAENLACE CIA.LTDA., al 30 de junio de 2023, mantiene varios procesos legales como actor / ofendido y como demandado/procesado, sin que estos tengan un impacto importante en la operación de la compañía.



## Liquidez de los títulos

Con fecha 24 de abril de 2023, ALBION CASA DE VALORES S.A. inició la colocación de los valores de la Emisión de Obligaciones, determinando que, hasta el 02 de junio de 2023, logró colocar el 100,00% del total aprobado (USD 15,00 millones).

## Presencia Bursátil

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

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

Según lo reportado por la Bolsa de Valores de Guayaquil S.A., dentro del semestre enero 2023 a junio 2023, se registraron valores negociados en los meses de abril, mayo y junio de 2023.

CUADRO 17 PRESENCIA BURSÁTIL (JUNIO 2023)

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
abr-23	2	3	6,430,054.00	19	10.53%
may-23	7	18	6,401,973.87	21	33.33%
jun-23	7	11	5,600,747.65	22	31.82%

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil S.A. / Elaboración: Class International Rating

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

## Eventos Importantes

- Con fecha 02 de agosto de 2021, la Junta General y Universal de Socios de FARMAENLACE CÍA. LTDA. aprobó la fusión por absorción con la empresa COMERCIALIZADORA ORTIESPINOSA S.A. posteriormente, con fecha 16 de septiembre de 2021, mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRASD-2021-00008000, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la fusión por absorción de la compañía FARMAENLACE CIA. LTDA. (absorbente) con la compañía Comercializadora ORTIESPINOSA S.A. (absorbida), y la disolución voluntaria y anticipada sin liquidación de la compañía absorbida en los términos constantes en la escritura pública del 02 de agosto de 2021.
- Con fecha 03 de abril de 2023 la compañía reformó sus estatutos, específicamente el capítulo segundo referente al Gobierno y Administración.

## Situación del Sector

El sector farmacéutico es uno de los de mayor dinamismo y relevancia para la economía de un país. Por la naturaleza de su actividad, se caracteriza por sus altos niveles de inversión en investigación e innovación. Asimismo, por su contribución al cuidado de la salud es considerado un sector estratégico para las autoridades gubernamentales, con quienes suele mantener una estrecha relación comercial.

A nivel mundial, la industria farmacéutica continúa creciendo dominada por las grandes empresas de países industrializados como Estados Unidos, Suiza, Alemania, Francia y Reino Unido, entre otros. Estos países concentran cerca del 50% de la totalidad de la producción, investigación y comercialización de fármacos a nivel mundial.

En Ecuador, el sector farmacéutico tiene una fuerte dependencia de las importaciones, tanto de medicamentos como de materia prima y material de empaque para los productos farmacéuticos producidos localmente<sup>50</sup>. Así mismo es un dinamizador de la economía ecuatoriana, por su naturaleza está inmerso en la manufactura, comercio, investigación, inversión e innovación, constituyéndose en un generador de empleo.

La industria farmacéutica agrupa al conjunto de empresas dedicadas al desarrollo y producción de productos medicinales orientados a la prevención y tratamiento de enfermedades, constituyéndose en un participante vital dentro de la cadena de valor de las actividades del cuidado de la salud.

En Ecuador la industria farmacéutica avanza a través de permanentes procesos de modernización y manufactura, a fin de elaborar medicamentos de óptima calidad. En este sentido, la inversión es parte fundamental en la planificación de los laboratorios, sin embargo, no debe medirse en la capacidad de renovación de maquinarias, sino también en el dinamismo de esta para crecer en herramientas digitales que permitan aumentar su visibilidad al mundo.

Tecnologías como el big data, la inteligencia artificial (IA), el aprendizaje automático (machine learning) y la cadena de bloques (blockchain) están cambiando la forma de abordar el desarrollo y la distribución de productos farmacéuticos. En un mundo en el que los consumidores tienen una cada vez más amplia experiencia tecnológica, las empresas que han implementado y ejecutado un plan de transformación digital han obtenido una destacable ventaja competitiva gracias a la mejora de la experiencia de sus clientes y a la generación de nuevas fuentes de ingresos. La digitalización aporta, además, tres beneficios clave: enriquecer la atención al paciente, optimizar la cadena de suministro y acelerar el desarrollo de nuevos tratamientos, según destaca la multinacional tecnológica Stratesys<sup>51</sup>.

En los últimos años, la “enseñanza y servicios sociales y de salud” se ha posicionado como un importante promotor de la reactivación económica nacional, hasta mayo de 2023 fue uno de los sectores económico con mayor contribución del Valor Agregado Bruto por industria sobre el PIB. Por su parte el Servicio de Rentas Internas, en su reporte de Recaudación por actividad económica de enero a julio de 2023, menciona que las actividades de atención de la salud humana y de asistencia social representaron el 1,75% de la recaudación total para ese periodo.

Por otra parte, el Índice de Confianza del Consumidor ICC se situó en 35,3 puntos en junio de 2023, superior en 0,9 puntos con respecto a mayo de 2023 que fue de 34,4 puntos; asimismo, el Indicador de Situación Presente registró 34,9 puntos, igualmente superior en 0,7 puntos porcentuales con relación a mayo de 2023 que fue de 34,2 puntos. Finalmente, el Indicador de Expectativas alcanzó 36,2 puntos asimismo superior en 1,3 puntos al compararlo con el mes anterior que fue de 34,9 puntos. Al analizar el ICC global y su variación porcentual interanual en junio de 2023, se observa un aumento de 0,6% con respecto a junio del año 2022.<sup>52</sup>

En junio de 2023, el indicador del ICC a nivel de Área muestra que la confianza de los hogares a nivel global urbano se situó en 35,49 puntos, valor superior en relación al nacional y al rural que fueron de 35,33 y 34,95.<sup>53</sup>

Por otra parte, en agosto de 2021, el gobierno ecuatoriano aprobó y puso en vigencia varias medidas para apoyar al sector farmacéutico, una de las mencionadas es la Reforma Arancelaria, que reduce los aranceles para químicos, ampollas y otros insumos que requiere el sector; otra medida fue el Decreto 68, que reduce los trámites y crea mecanismos para que el sector productivo sea más competitivo<sup>54</sup>. Lo mencionado contribuyó a que dicha industria sostenga su comportamiento creciente tanto en términos productivos y como en su comercialización<sup>55</sup>. Para el año 2023 el Ministerio de Salud Pública (MSP) destinó USD 382.603.212 para la adquisición de medicamentos y USD 18.822.883 para dispositivos médicos.

<sup>50</sup> <https://perspectiva.ide.edu.ec/investiga/2020/04/22/el-sector-farmacologico-en-el-ecuador/>

<sup>51</sup> [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2023/01/06/companias/1673006294\\_603116.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2023/01/06/companias/1673006294_603116.html)

<sup>52</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/mensual/ICC202306.pdf>

<sup>53</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/320~Adiscretionary%20%7B-%7D%7B%7D%7B%7Dndice-de-confianza-del-consumidor>

<sup>54</sup> <https://www.cip.org.ec/2021/08/13/industrias-farmacologicas-analizaron-sus-perspectivas-economicas-en-espacio-de-networking/>

<sup>55</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/santiago-salguero-se-mantienen-lineas-con-una-demanda-por-encima-de-la-de-prepandemia-y-otras-que-van-camino-a-recuperarse-nota/>

Con referencia al catálogo electrónico, en lo que va del año 2023 se generaron 4.287 órdenes de compra con entregas parciales mensuales, que equivale a USD 43.678.982 correspondiente a 383 ítems de medicamentos. La compra conjunta de medicamentos y dispositivos de alta complejidad se ejecuta a través de organismos internacionales como la Organización Panamericana de la Salud (OPS/OMS), Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) y otros.<sup>56</sup>

Cabe destacar que el sector no presenta estacionalidades determinantes en su comportamiento; sin embargo, tanto la oferta como la demanda son flexibles ante eventos macroeconómicos, que según el caso determinan un aumento o una disminución sensible ante el mercado.

La empresa considera como principales barreras de entrada los siguientes aspectos: i) Industria Altamente regulada a nivel de operación (cumplimiento de normativas) y precios (control de precios por el MSP), ii) Proceso largo para la obtención de registros sanitarios para la comercialización de productos, iii) Distribución y comercialización administrada por 3 grandes grupos en el país. En cuanto a barreras de salida, la empresa considera la alta inversión en la infraestructura de la planta de producción, así como su mantenimiento en elevados estándares de calidad.

## Expectativas

El Ministerio de Salud Pública (MSP) anunció que para el año 2023, invertirá USD 50,00 millones en el sector y contratará a 1.613 profesionales de la salud, entre médicos, enfermeras, obstetras y especialistas del primer nivel de atención. A esto se suma la inclusión de 600 técnicos de Atención Primaria en Salud, para fortalecer el enfoque de atención intercultural en salud<sup>57</sup>.

Por otro lado, al referirnos al sector farmacéutico, este continuará creciendo, dominado por las grandes empresas de países industrializados, los cuales concentran cerca del 50% de la totalidad de la producción, investigación y comercialización de fármacos a nivel mundial.

Se estima que las economías en transición sean el mercado de más rápido crecimiento. No obstante, es probable que América Latina sea la más lenta en cuanto a crecimiento, siendo Norteamérica el mercado regional más grande.

## Posición Competitiva de la Empresa

FARMAENLACE CIA. LTDA., como empresa farmacéutica ecuatoriana, desarrolla sus actividades comerciales como un integrante esencial dentro del grupo de personas y organizaciones que participan en la compra y venta de bienes y servicios referentes al sector farmacéutico. Cabe mencionar, que la empresa se encuentra dentro de la categoría CIU G4649.22.

Los principales competidores de la compañía son: FYBECA y SANA SANA, que cuentan con una cadena a nivel nacional, un nivel tecnológico elevado y una amplia trayectoria de experiencia en el mercado. DIFARE es una empresa encargada de distribución y farmacias al igual que FARMAENLACE; la cual tiene las marcas PHARMACYS y CRUZ AZUL, con más de treinta años de experiencia en el mercado.

FARMAENLACE CIA. LTDA., participa dentro de un mercado que ocupa uno de los crecimientos más altos en cuanto a cadenas de farmacias y distribución de productos farmacéuticos, con un crecimiento en la demanda del mercado, lo que permitiría una continuidad en su expansión a más sectores del país. A esto se suma el apoyo y la prioridad que el gobierno está brindando a este sector.

La empresa tiene estructura adecuada para evaluar los escenarios de cambio y por lo tanto actuar en concordancia con los mismos. Según la administración de la compañía, el emisor tiene la capacidad de llegar a

<sup>56</sup> <https://www.salud.gob.ec/msp-cuenta-con-un-80-de-abastecimiento-en-medicamentos-y-dispositivos-medicos-a-escala-nacional/>

<sup>57</sup> <https://www.salud.gob.ec/infraestructura-abastecimiento-de-medicamentos-promocion-y-prevencion-de-la-salud-son-prioridades-para-este-2023/#:~:text=El%20ministro%20anunci%C3%B3%20que%20para,del%20primer%20nivel%20de%20atenci%C3%B3n.>

determinar al máximo el nuevo escenario que puede enfrentar. Según el emisor, en lo que respecta a normativa legal la empresa está constantemente adaptándose a las leyes y normas que regulan su actividad.

La empresa ha logrado generar cambios que mejoren su posicionamiento en el mercado.

De igual manera, y por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de FARMAENLACE CIA. LTDA., evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 18: FODA

Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none"> <li>Tiene una trayectoria de más de 17 años de experiencia en el mercado</li> <li>Amplia cobertura de establecimientos a nivel nacional</li> <li>Nuevos puntos de venta todos los años</li> <li>Disponibilidad de stock variado</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Falta de integración en la producción de medicinas y productos de consumo masivo.</li> </ul>
Oportunidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> <li>Crecimiento poblacional</li> <li>Establecer alianzas o convenios comerciales</li> <li>Desarrollo de nuevas áreas para productos y servicios.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Presencia y crecimiento de ciertas pequeñas cadenas de farmacias locales.</li> <li>Creciente interés de actores internacional en el mercado ecuatoriano</li> <li>Leyes o políticas de regulación gubernamental que afecte al sector farmacéutico</li> </ul>

Fuente: POP. / Elaboración: Class International Rating

### **Riesgo operacional**

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

En cuanto al riesgo de provisión de productos para su reventa, debe indicarse que el proceso de compra y reposición de mercadería desde la bodega central a los puntos de venta se la realiza en base a una evaluación semanal de las ventas de cada uno de los productos. En relación a los productos nuevos existe un comité de compras que evalúan la factibilidad del ingreso de los productos en cada punto de venta. La compañía a su vez maneja convenios o negociaciones puntuales con sus proveedores para la obtención de precios y condiciones especiales para la venta de un determinado producto.

La logística de distribución a los puntos de venta es operada de manera interna utilizando la flota propia de camiones y también camiones tercerizados, los cuales reponen los productos en los puntos de venta tres veces por semana en base al stock mínimo que debe mantener cada farmacia para dar un buen servicio.

Respecto al manejo de información, es importante mencionar que la empresa cuenta con políticas informáticas que le permiten tener un manejo adecuado de la información, estas incluyen obtención de respaldos, recuperación Backups. FARMAENLACE CIA. LTDA., cuenta con procedimientos de respaldo de su información, así como con procedimientos para el manejo de los medios de almacenamiento y su generación, con lo cual se mitiga el riesgo de que por cualquier eventualidad la información, y con ello la operación normal de la empresa, se vea suspendida.

Finalmente, para mitigar y compartir otros riesgos que pueden impactar el normal desarrollo de las operaciones de la empresa, cuenta con seguros en diversos ramos como; accidentes personales, dinero y valores, fidelidad, multiriesgo, responsabilidad civil, transporte interno y vehículos, mismas que están vigentes hasta diciembre de 2023.

## **Riesgo Financiero**

El análisis financiero efectuado FARMAENLACE CIA. LTDA., se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2019, 2020, 2021 y 2022, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados cortados al 30 de junio de 2022 y 30 de junio de 2023, sin notas a los Estados Financieros.

## **Análisis de los Resultados de la Empresa**

Los ingresos de la compañía registraron una tendencia creciente a lo largo de los ejercicios económicos analizados, como efecto de una mayor demanda de medicinas e insumos médicos, pues la crisis sanitaria (Covid-19) conllevó a que se incrementen las ventas del sector farmacéutico, especialmente en la línea de servicios de salud. Es así que los ingresos crecieron de USD 380,86 millones en diciembre de 2019 a USD 444,61 millones en diciembre de 2020 y USD 516,62 millones en diciembre de 2021. Para diciembre de 2022, los ingresos se incrementaron en un 10,53% frente a lo reportado en su similar de 2021, alcanzando una suma de USD 571,00 millones, comportamiento dado por la apertura de nuevos locales. Otro de los factores que influyó sobre estos resultados fue las estrategias implementadas por la compañía para identificar las necesidades y comportamiento de los consumidores de acuerdo a su nivel socio económico y geográfico, así como por la flexibilización de las medidas restrictivas impuestas por el gobierno ecuatoriano para frenar la pandemia, generando así la reactivación económica del sector comercial.

Para los periodos interanuales la tendencia continua al alza es así que, los ingresos crecieron de USD 281,21 millones en junio de 2022 a USD 287,09 millones en junio de 2023, como efecto del incremento en las ventas del segmento Mayorista, Económica, Medicity y Especialidad.

A continuación, se evidencia la distribución de los ingresos por línea de negocio, misma que fue estable durante el periodo analizado, pues la línea que aporta mayores ingresos a la compañía fue la línea “Económicas”:

**CUADRO 19: ESTRUCTURA DE VENTAS**

Segmento	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Jun 2022	Jun 2023
ECONOMICAS	65,24%	65,39%	65,15%	64,71%
DISTRIBUCION Y ADQUISICIONES	17,42%	18,29%	19,36%	18,14%
MEDICITY	15,02%	14,83%	14,47%	15,48%
PAF	1,35%	0,70%	0,85%	0,35%
PUNTO NATURAL	0,03%	-	-	-
DIFARMES	0,00%	0,58%	-	-
MAYORISTA	-	-	0,17%	0,82%
ESPECIALIDAD	-	-	-	0,49%
SERVICIOS	0,93%	0,22%	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

Los costos de ventas que estuvieron conformados por costos de Distribución, Económicas, Adquisiciones, Medicity, PAF, Difarmes, Mayorista, Especialidad, Farmayor y Puntónatural, presentaron un comportamiento relativamente estable sobre los ingresos, es así que pasaron de significar el 72,26% en 2020 a un 70,25% en 2021 y 70,32% en diciembre de 2022, lo que evidencia un aceptable manejo de los mismos, además de una optimización en su estructura de compras. Estos resultados generaron un margen bruto positivo que representó el 27,74% de los ingresos en 2020, un 29,75% en 2021 y 29,68% en diciembre de 2022.

Para junio de 2023 el costo de ventas significó un 70,22% de los ingresos, porcentaje similar al reportado en su similar de 2022, cuando fue de 70,15% de los ingresos. Estos porcentajes originaron un margen bruto que pasó de 29,85% en junio de 2022 a 29,78% en junio de 2023.

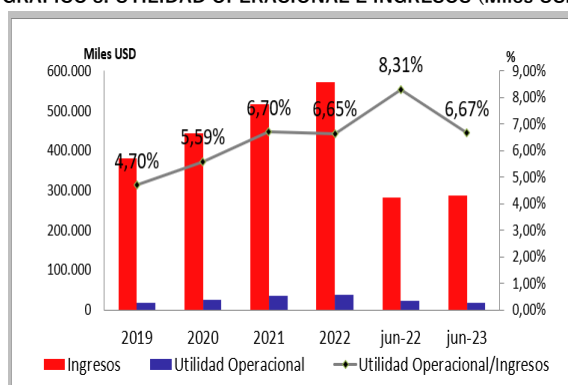
Los gastos operativos se registraron estables a lo largo de los años, pues se mantuvieron dentro del rango del 20% sobre los ingresos, ubicándose en el 22,15% en diciembre de 2020 a 23,05% en 2021 y 23,03% en diciembre

de 2022 (23,11% en junio de 2023), mismos que estuvieron conformados en mayor medida por sueldos y beneficios sociales, publicidad, propaganda y mercadeo, servicios y suministros, entre otros.

Los costos y gastos fueron cubiertos de buena forma por los ingresos, lo que le permitió a la compañía arrojar un margen operativo positivo durante los periodos analizados, es así que pasó de significar un 5,59% de los ingresos en el año 2020 a 6,70% en 2021 y 6,65% en diciembre de 2022. Estos resultados estuvieron relacionados al comportamiento de sus ventas principalmente en la línea de mercaderías económicas y de adquisiciones, así como un manejo eficiente de sus recursos.

Para junio de 2023, el margen operativo significó un 6,67% de los ingresos, porcentaje inferior a lo reportado en junio de 2022 (8,31% de los ingresos), tendencia ligada a la mayor velocidad de crecimiento de sus gastos operativos frente a sus ingresos.

GRÁFICO 8: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS (Miles USD)



Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

Tras el descuento de los gastos financieros, otros ingresos y egresos, e impuesto a la renta, la utilidad neta se mostró creciente hasta el año 2021, pues pasó de representar en diciembre de 2019 el 3,19% de los ingresos a 3,71% en 2020, a 5,11% en diciembre de 2021. Para diciembre de 2022, este disminuyó levemente a 4,27% sobre los ingresos debido a un aumento en sus gastos financieros, no obstante, a pesar de este último comportamiento se evidenció un manejo eficiente de sus recursos.

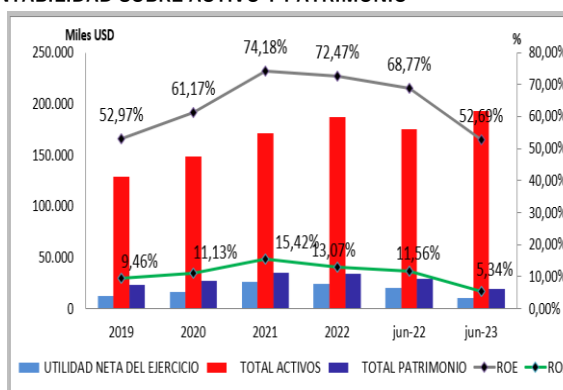
Para junio de 2023 el margen neto (antes de impuestos) disminuyó a 5,42% de los ingresos (7,19% de los ingresos en junio de 2022), debido a la reducción de su utilidad operativa y el incremento en sus gastos financieros, pues su deuda con costo también creció para junio de 2023, debido a la necesidad de capital de trabajo para la normal operación del negocio.

## Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

CUADRO 20, GRÁFICO 9: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Indicador	2019	2020	2021	2022
ROA	9,46%	11,13%	15,42%	13,07%
ROE	52,97%	61,17%	74,18%	72,47%

Indicador	Jun 22	Jun 23
ROA	11,56%	5,34%
ROE	68,77%	52,69%



Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

Los indicadores de rentabilidad se presentaron positivos durante el periodo analizado, lo que determina que los activos de la compañía habrían generado rentabilidad por sí mismos; y que los propietarios de la compañía percibieron una rentabilidad sobre su inversión.

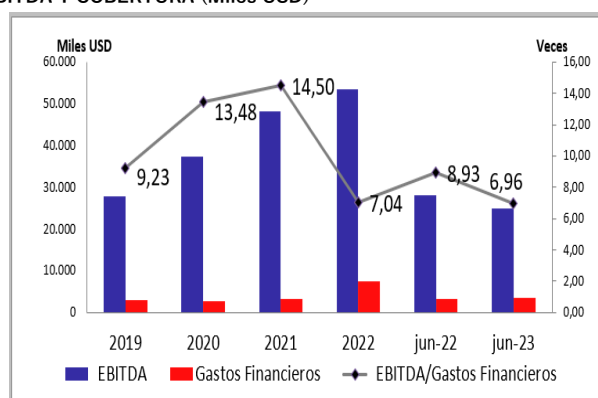
El EBITDA (acumulado) de la empresa pasó de significar el 9,32% de los ingresos en el año 2021 a 9,35% en diciembre de 2022, comportamiento que estuvo relacionado con su margen operativo, demostrando así que la generación de recursos propios fue suficiente para cubrir de manera adecuada con sus obligaciones.

Para junio de 2023, el EBITDA (acumulado) representó el 8,71% de los ingresos, porcentaje inferior a lo reportado en su similar de 2022 cuando fue de 9,96%. A pesar de lo mencionado el flujo propio demostró capacidad para cubrir sus gastos financieros.

CUADRO 21, GRÁFICO 10: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Indicador	2019	2020	2021	2022
EBITDA	27.800	37.437	48.160	53.366
Gastos Financieros	3.013	2.778	3.321	7.577
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	9,23	13,48	14,50	7,04

Indicador	Jun 22	Jun 23
EBITDA	27.998	25.019
Gastos Financieros	3.137	3.594
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces)	8,93	6,96



Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

## Capital Adecuado

### Activos

Los activos de FARMAENLACE CIA. LTDA., registraron una tendencia creciente a lo largo de los ejercicios económicos analizados, pasando de USD 171,03 millones al cierre de 2021 a USD 186,61 millones en diciembre de 2022 y USD 193,19 millones en junio de 2023, lo que obedece principalmente a cuentas por cobrar comerciales, a sus inventarios y activos por derecho de uso de largo plazo.

Respecto a su composición, históricamente los activos corrientes son los de mayor participación dentro del total de los activos, pues pasaron de representar el 70,63% en 2021 a un 73,56% en diciembre de 2022 y 71,74% en junio de 2023, mismos que se encontraron conformados principalmente por inventarios<sup>58</sup> (conformados por medicinas, neonatos, cuidado personal, belleza, productos naturales, otros) con una participación del 51,72% sobre los activos totales en junio de 2023 (48,40% en diciembre de 2022), seguido de cuentas por cobrar comerciales que corresponde a saldos pendiente de cobro por ingresos generados en la venta de productos al por mayor y otros servicios relacionados, mismas que tienen un plazo de vencimiento de hasta 90 días, con el 10,99% de los activos totales a junio de 2023 (12,39% a diciembre de 2022) y el efectivo y equivalente de efectivo con el 4,84% (9,39% en 2022).

Por otro lado, los activos no corrientes significaron 27,23% de los activos totales al 30 de junio de 2023 y el 25,37% en diciembre de 2022 y estuvieron compuestos en mayor proporción por activos por derecho de uso<sup>59</sup> con una representación de 11,15% de los activos en junio de 2023 (9,89% a diciembre de 2022), la segunda cuenta más relevante fue propiedad, muebles y equipo (conformado por terrenos y costo histórico de activos

<sup>58</sup> Entre junio de 2023 y diciembre de 2022, los inventarios crecieron en 10,63%, gracias al incremento de PDV por el abastecimiento a estos. Finalmente, el informe de auditoría externa del año 2022 menciona que el inventario está garantizando las obligaciones financieras por un valor de USD 9,00 millones.

<sup>59</sup> El activo por derecho de uso creció en 16,77% entre junio de 2023 y diciembre 2022, como efecto de la apertura de nuevos PDV que generan obligaciones y derechos de uso por arrendamiento. El informe de auditoría externa del año 2022, indica que la compañía arrendó 597 locales nuevos en las ciudades de Guayaquil, Quito, y Cuenca por un plazo máximo de 5 años.

fijos) con el 9,65%<sup>60</sup> (9,30% en diciembre de 2022) y cuentas por cobrar largo plazo con el 5,62% (4,49% en diciembre de 2022).

## Pasivos

Los pasivos de la empresa en términos monetarios presentaron un comportamiento creciente, ya que pasaron de USD 135,46 millones (79,21% de los activos) en 2021 a USD 152,96 millones (81,97% de los activos) en diciembre de 2022 y USD 173,60 millones (89,86% de los activos) en junio de 2023, tendencia que se relaciona con las variaciones registradas en las cuentas por pagar a proveedores, obligaciones con costo, y pasivos por derechos de uso. Por lo mencionado se puede apreciar que la empresa financia sus actividades en mayor proporción con recursos de terceros.

Al referirnos a su estructura, se debe destacar que los pasivos corrientes predominaron a lo largo de los periodos analizados, es así que su financiamiento sobre el total de activos a junio de 2023 fue de 63,37% (64,63% en diciembre de 2022), siendo su cuenta más relevante, Proveedores (locales y del exterior)<sup>61</sup> con el 39,58% de los activos (38,44% en diciembre de 2022), seguida de lejos por obligaciones bancarias con el 6,45% (5,42% en diciembre de 2022), cheques girados y no cobrados con el 5,09% (6,23% en diciembre de 2022) y beneficios sociales con el 3,81% (4,37% a diciembre de 2022), entre las más representativas.

Por su parte, los pasivos no corrientes financiaron al activo en un 26,49% en junio de 2023 y un 17,34% en diciembre de 2022; en donde el pasivo por derecho de uso y valores de garantía<sup>62</sup> fueron las cuentas más representativas, pues para junio de 2023 financiaron el 9,92% y 7,18% de los activos, cada uno (7,35% y 7,34% en diciembre de 2022), a estas le sigue a junio de 2023 las obligaciones con el Mercado de Valores con el 6,69% de los activos totales.

A junio de 2023, la deuda con costo financió el 15,54% de los activos totales, mientras que en diciembre de 2022 lo hizo en un 6,92%, la misma que estuvo conformada por cuentas por pagar a relacionadas que contemplan intereses, obligaciones financieras y con el Mercado de Valores. Finalmente, se debe indicar que la participación de la deuda financiera frente al pasivo y al patrimonio fue de 17,29% y del 153,28% respectivamente a junio de 2023.

## Patrimonio

El patrimonio<sup>63</sup> de la compañía pasó de USD 27,00 millones (18,19% de los activos) en diciembre de 2020 a USD 35,57 millones (20,79% de los activos) en diciembre 2021 y USD 33,65 millones (18,03% de los activos) en diciembre 2022. Este comportamiento fluctuante obedece casi en su totalidad a los movimientos registrados en la utilidad del ejercicio. Para junio de 2023, el patrimonio se contrae de manera importante a USD 19,58 millones (10,14% de los activos), debido a menores resultados del ejercicio, pues esta es la cuenta que predomina dentro de su composición.

Al referirnos a su estructura se debe indicar que la cuenta más representativa fue la utilidad del ejercicio, misma que a diciembre de 2022 financió el 13,07% de los activos y el 5,34% en junio de 2023, seguido de lejos del capital social que lo hizo en 4,29% en 2022 y 4,14% en junio de 2023, el cual no registró ninguna variación en términos monetarios durante el periodo analizado, manteniéndose en la suma de USD 8,00 millones.

Finalmente, en el informe de auditoría externa del año 2022, se menciona que con fecha 14 de febrero de 2022, mediante Acta de Junta Ordinaria de Socios, se acordó la distribución de dividendos correspondiente al resultado

<sup>60</sup> Entre junio de 2023 y diciembre de 2022 la cuenta PPE creció en 7,37% como efecto de adecuaciones por nuevos PDV y la adquisición de un bien inmueble.

<sup>61</sup> Se debe indicar que entre diciembre de 2022 y diciembre de 2021 las cuentas por pagar a proveedores crecieron en un 33,75%, pues al incrementarse los PDV (puntos de venta), crecen las compras por ende las cuentas por pagar.

<sup>62</sup> El informe de auditoría externa del año 2022 menciona que los Valores en Garantía corresponden principalmente a los valores recibidos en inventario y efectivo como garantía por parte de los franquiciados de la cadena de farmacias "Medicity", "Económicas" y "PAF"; con el objetivo de garantizar el cumplimiento de todas las obligaciones contraídas por los mismos conforme contratos suscritos en las partes y cuyo valor debe ser devuelto al finalizar el contrato con cada franquiciado. Los valores en garantía generaron durante los años 2022 y 2021 una tasa de rendimiento anual del 8% que constituye la tasa promedio de todas las obligaciones financieras de Farmaenlace Cía. Ltda. mantuvo durante el año.

<sup>63</sup> La compañía realiza la repartición de Dividendos conforme lo dictamina la Junta de Accionistas.



del ejercicio 2021 por un valor de USD 26,3 millones (en 2021 dispusieron la distribución de dividendos por USD 16,5 millones correspondientes al ejercicio 2020).

Del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público, proveedores u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

## Flexibilidad Financiera

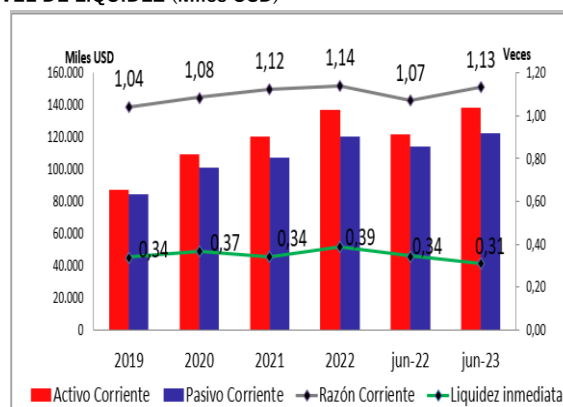
FARMAENLACE CIA.LTDA., para todos los ejercicios económicos analizados, presentó indicadores de liquidez (razón circulante) superiores a la unidad, demostrando que la compañía posee recursos suficientes de corto plazo para hacer frente a sus compromisos del mismo tipo, así mismo se evidenció la inexistencia de recursos ociosos. Por su parte la liquidez inmediata se ubicó por debajo la unidad, lo que reflejó la importancia del inventario en el desarrollo del negocio.

Como consecuencia de lo anterior, el capital de trabajo fue positivo, reflejando de esta manera que los recursos que genera la compañía fueron suficientes para poder operar de forma continua, es así que en diciembre de 2022 significó el 8,94% de los activos y el 8,37% en junio de 2023.

CUADRO 22, GRÁFICO 11: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2019	2020	2021	2022
Activo Corriente	87.646	109.663	120.795	137.281
Pasivo Corriente	84.285	101.098	107.609	120.604
Razón Circulante	1,04	1,08	1,12	1,14
Liquidez Inmediata	0,34	0,37	0,34	0,39

Ítem	Ju 22	Jun 23
Activo Corriente	122.091	138.592
Pasivo Corriente	114.112	122.421
Razón Circulante	1,07	1,13
Liquidez Inmediata	0,34	0,31



Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

## Indicadores de Eficiencia

FARMAENLACE CIA. LTDA., durante el ejercicio económico analizado presentó un periodo de cobro promedio (2019-2022) de 14 días, lo que determina que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso aproximadamente.

Por otro lado, al referirnos al indicador "Plazo de Proveedores" (periodo de pago a proveedores), se pudo evidenciar que la compañía paga a sus proveedores en un plazo promedio aproximado de 63 días. Como se puede apreciar la compañía maneja de manera adecuada su estrategia comercial obteniendo plazos con sus proveedores superiores a los que otorga a sus clientes.

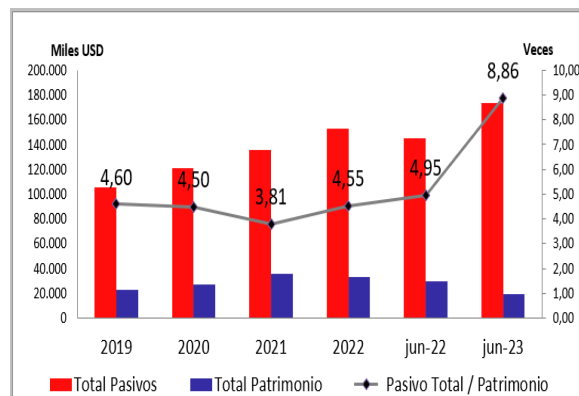
Finalmente, el indicador Duración de Existencias, registró 82 días en 2022 (84 días en el año 2021), siendo este el plazo que se mantiene el inventario en bodega.

Comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo del periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un descalce de 32 días a diciembre de 2022 (43 días en 2021), lo que indica que, para financiar esta diferencia, la compañía recurrió a fuentes de financiamiento diferentes a Proveedores.

## Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo sobre las tres veces a lo largo del periodo analizado, lo que evidencia que la compañía financia su operación principalmente con recursos de terceros.

GRÁFICO 11: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 0,24 años a diciembre de 2022 (0,60 años en junio de 2023) y el indicador que relaciona el pasivo total/EBITDA (anualizado) a diciembre de 2022 fue de 2,87 años (3,45 años en junio de 2023), constituyéndose éste el plazo en el cual la empresa podría cancelar sus obligaciones con recursos propios.

## Contingentes

De acuerdo a información proporcionada, al 30 de junio de 2023, FARMAENLACE CIA. LTDA., mantiene una operación como codeudor, sin embargo, no se considera un riesgo que pudiera afectar la normal operación de la compañía en caso de que el titular incumpla con sus obligaciones.

## Liquidez de los instrumentos

### Situación del Mercado Bursátil<sup>64</sup>

Hasta el 28 de julio de 2023, el Mercado de Valores autorizó 45 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 27 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y los 18 restantes en la Bolsa de Valores de Quito, registrando un monto autorizado de USD 359,00 millones, valor que representó 45,75% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 784,76 millones). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 40,52%, mientras que las titularizaciones representaron el 13,73%.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA  
**GERENTE GENERAL**

Ing. Juliana Pacheco  
**Analista**

<sup>64</sup> <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

**ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)**

Cuenta	2019	2020	2021	jun-22	2022	jun-23
<b>ACTIVO</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	9.503	16.257	14.158	12.805	17.523	9.342
Cuentas por cobrar comerciales	15.866	18.705	17.464	23.186	23.117	21.232
Cuentas por cobrar relacionadas	1.102	73	12	368	4.168	4.047
Provisión cuentas incobrables	(233)	(553)	(545)	(2.053)	(1.712)	(1.772)
Inventarios	59.018	72.285	83.848	82.135	90.314	99.916
Otros Activos Corrientes	2.390	2.896	5.858	5.649	3.871	5.826
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>87.646</b>	<b>109.663</b>	<b>120.795</b>	<b>122.091</b>	<b>137.281</b>	<b>138.592</b>
Propiedad, muebles y equipo neto	14.930	16.040	25.329	26.264	17.357	18.636
Otros Activos No Corrientes	25.975	22.728	24.904	26.511	31.976	35.957
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>40.905</b>	<b>38.768</b>	<b>50.233</b>	<b>52.775</b>	<b>49.333</b>	<b>54.593</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>128.551</b>	<b>148.431</b>	<b>171.028</b>	<b>174.867</b>	<b>186.614</b>	<b>193.185</b>
<b>PASIVOS</b>						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	5.966	1.091	9.082	9.258	10.123	12.464
Proveedores locales y del exterior	50.278	58.724	53.633	63.864	71.736	76.465
Cuentas por pagar Relacionadas	903	2.047	7.865	23.231	2.795	4.620
Obligaciones Mercado de Valores	10.000	7.580	-	-	-	-
Pasivo por derecho de uso locales	3.764	3.510	4.333	2.164	5.254	3.215
Otros Pasivos Corrientes	13.374	28.146	32.696	15.595	30.696	25.658
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTE</b>	<b>84.285</b>	<b>101.098</b>	<b>107.609</b>	<b>114.112</b>	<b>120.604</b>	<b>122.421</b>
Préstamos (Deuda bancaria LP)	1.037	87	0	0	0	0
Obligaciones Mercado de Valores L/P	0	0	0	0	0	12.933
Pasivos por derecho de uso	7.347	5.208	10.658	13.556	13.719	19.168
Valores de Garantía	10.357	11.988	13.040	13.358	13.696	13.869
Otros Pasivos No Corrientes	2.561	3.049	4.156	4.434	4.943	5.211
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE</b>	<b>21.302</b>	<b>20.332</b>	<b>27.854</b>	<b>31.348</b>	<b>32.358</b>	<b>51.181</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>25.253</b>	<b>10.805</b>	<b>16.947</b>	<b>32.490</b>	<b>12.918</b>	<b>30.017</b>
Deuda Financiera C/P	16.869	10.718	16.947	32.490	12.918	17.084
Deuda Financiera L/P	8.384	87	0	0	0	12.933
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>105.587</b>	<b>121.430</b>	<b>135.463</b>	<b>145.460</b>	<b>152.962</b>	<b>173.603</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital Social	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000
Reservas	1.600	1.600	1.600	1.600	1.600	1.600
Utilidad neta del ejercicio	12.165	16.516	26.381	20.223	24.386	10.317
Resultados acumulados provenientes NIIF's	1.046	1.046	1.046	1.046	1.046	1.046
Resultados acumulados	153	-161	-1.462	-1.461	-1.380	-1.380
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>22.964</b>	<b>27.001</b>	<b>35.565</b>	<b>29.407</b>	<b>33.652</b>	<b>19.583</b>

Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

**ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)**

ESTADO DE RESULTADOS	2019	2020	2021	jun-22	2022	jun-23
<b>Ventas</b>	<b>380.859</b>	<b>444.609</b>	<b>516.617</b>	<b>281.205</b>	<b>570.995</b>	<b>287.089</b>
Costo de ventas	277.540	321.253	362.918	197.270	401.524	201.584
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>103.319</b>	<b>123.356</b>	<b>153.699</b>	<b>83.935</b>	<b>169.471</b>	<b>85.505</b>
TOTAL GASTOS	85.407	98.491	119.067	60.576	131.496	66.350
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>17.912</b>	<b>24.865</b>	<b>34.632</b>	<b>23.360</b>	<b>37.975</b>	<b>19.155</b>
Gastos Financieros	3.013	2.778	3.321	3.137	7.577	3.594
Otros ingresos no operacionales	1.058	1.273	1.889	0	2.377	0
<b>UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.</b>	<b>15.957</b>	<b>23.360</b>	<b>33.200</b>	<b>20.223</b>	<b>32.775</b>	<b>15.561</b>
Participaciones	0	0	0	0	0	2.334
Impuesto a la Renta (menos)	3.792	6.844	6.819	0	8.389	2.910
<b>UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>12.165</b>	<b>16.516</b>	<b>26.381</b>	<b>20.223</b>	<b>24.386</b>	<b>10.317</b>

Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2019	2020	2021	jun-22	2022	jun-23
Gastos Operacionales / Ingresos	22,42%	22,15%	23,05%	21,54%	23,03%	23,11%
Utilidad Operacional / Ingresos	4,70%	5,59%	6,70%	8,31%	6,65%	6,67%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	3,19%	3,71%	5,11%	7,19%	4,27%	3,59%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	147,24%	150,55%	131,28%	115,51%	155,72%	185,66%
Utilidad Neta / capital permanente	67,64%	170,50%	274,80%	421,31%	254,02%	91,57%
Utilidad Operativa / capital permanente	15,01%	17,82%	21,19%	27,93%	21,22%	20,65%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	8,70%	7,71%	7,16%	0,00%	9,75%	0,00%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	24,77%	16,82%	12,59%	15,51%	31,07%	34,84%
<b>Rentabilidad</b>						
Rentabilidad sobre Patrimonio	52,97%	61,17%	74,18%	68,77%	72,47%	52,69%
Rentabilidad sobre Activos	9,46%	11,13%	15,42%	11,56%	13,07%	5,34%
Rentabilidad Operacional / Activos Operacionales	44,71%	49,29%	61,40%	77,60%	67,47%	80,76%
Resultados Operativos Medidos / Activos Totales	13,93%	16,75%	20,25%	26,72%	20,35%	19,83%
<b>Liquidez</b>						
Razón Corriente	1,04	1,08	1,12	1,07	1,14	1,13
Liquidez Inmediata	0,34	0,37	0,34	0,34	0,39	0,31
Capital de Trabajo	3.361	8.565	13.186	7.979	16.677	16.171
Capital de Trabajo / Activos Totales	2,61%	5,77%	7,71%	4,56%	8,94%	8,37%
<b>Cobertura</b>						
EBITDA	27.800	37.437	48.160	27.998	53.366	25.019
EBITDA anualizado	27.800	37.437	48.160	55.997	53.366	50.387
Ingresos	380.859	444.609	516.617	281.205	570.995	287.089
Gastos Financieros	3.013	2.778	3.321	3.137	7.577	3.594
EBITDA / Ingresos	7,30%	8,42%	9,32%	9,96%	9,35%	8,71%
EBITDA/Gastos Financieros	9,23	13,48	14,50	8,93	7,04	6,96
EBITDA / Deuda Total	1,10	3,46	2,84	1,72	4,13	1,68
Flujo Libre de Caja / Deuda Total	2,27	5,17	3,29	0,39	4,36	0,31
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,71	2,30	2,04	0,72	2,94	0,64
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	8,92	6,20	5,67	0,00	0,00	0,00
Gastos de Capital / Depreciación	0,32	0,87	1,11	0,00	0,00	0,00
<b>Solvencia</b>						
Pasivo Total / Patrimonio	4,60	4,50	3,81	4,95	4,55	8,86
Activo Total / Capital Social	16,07	18,55	21,38	21,86	23,33	24,15
Pasivo Total / Capital Social	13,20	15,18	16,93	18,18	19,12	21,70
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	0,91	0,29	0,35	0,58	0,24	0,60
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	3,80	3,24	2,81	2,60	2,87	3,45
Deuda Financiera / Pasivo Total	23,92%	8,90%	12,51%	22,34%	8,45%	17,29%
Deuda Total de Corto Plazo / Deuda Total	66,80%	99,19%	100,00%	100,00%	100,00%	56,91%
Deuda Financiera / Patrimonio	109,97%	40,02%	47,65%	110,48%	38,39%	153,28%
Pasivo Total / Activo Total	82,14%	81,81%	79,21%	83,18%	81,97%	89,86%
Capital Social / Activo Total	6,22%	5,39%	4,68%	4,57%	4,29%	4,14%
<b>Solidez</b>						
Patrimonio Total / Activo Total	17,86%	18,19%	20,79%	16,82%	18,03%	10,14%
<b>Eficiencia</b>						
Periodo de Cobros (días)	15	15	12	15	15	13
Duración de Existencias (días)	78	82	84	75	82	90
Plazo de Proveedores (días)	66	67	54	59	65	69

Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating.

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO (USD)

Balance General Proyectado	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	31-dic-23	31-dic-24	31-dic-25	31-dic-26	31-dic-27	30-jun-28
Efectivo y Bancos	14.378.446	13.795.003	12.097.398	12.283.952	8.817.888	1.141.192
Cuentas por Cobrar Comerciales	32.796.946	34.198.818	35.728.565	37.330.026	39.006.576	38.850.951
Inventario	100.338.857	104.891.791	109.851.022	115.044.722	120.483.978	119.935.638
Otros Activos	1.277.063	1.277.063	1.277.063	1.277.063	1.277.063	1.277.063
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>148.791.311</b>	<b>154.162.675</b>	<b>158.954.047</b>	<b>165.935.763</b>	<b>169.585.505</b>	<b>161.204.843</b>
Activos fijos	30.609.410	29.894.818	28.941.221	29.752.803	32.333.852	34.711.812
Activos Intangibles	3.982.845	1.871.245	-	-	-	-
Otras cuentas por cobrar	9.412.666	9.412.666	9.412.666	9.412.666	9.412.666	9.412.666
Cuentas por cobrar e inversiones largo plazo	1.980.010	1.980.010	1.980.010	1.980.010	1.980.010	1.980.010
Propiedad de Inversión	2.514.282	3.514.282	5.514.282	8.514.282	9.764.282	9.764.282
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>48.499.212</b>	<b>46.673.020</b>	<b>45.848.179</b>	<b>49.659.761</b>	<b>53.490.810</b>	<b>55.868.770</b>
<b>Total Activos</b>	<b>197.290.524</b>	<b>200.835.695</b>	<b>204.802.226</b>	<b>215.595.524</b>	<b>223.076.315</b>	<b>217.073.613</b>
Obligaciones Bancarias				6.500.000	10.000.000	13.000.000
Obligaciones de Mercado de Valores	13.500.000	10.500.000	7.500.000	4.500.000	1.500.000	
Cuentas por Pagar comerciales	94.415.222	98.699.368	103.365.824	108.252.907	113.371.049	112.855.082
Impuestos por pagar	7.570.840	7.873.670	8.180.321	8.504.938	8.871.768	4.529.503
Obligaciones con empleados	16.476.246	16.690.008	16.906.468	17.135.609	17.394.548	14.329.420
Otras cuentas por pagar corto plazo	45.800	45.800	45.800	45.800	45.800	45.800
Cuentas por pagar socios	313.599	313.599	313.599	313.599	313.599	313.599
Cuentas por pagar largo plazo	28.107.098	28.816.390	29.543.582	30.289.125	30.289.125	30.289.125
Obligaciones con empleados largo plazo	5.066.092	5.192.744	5.322.563	5.455.627	5.592.017	5.731.818
<b>Total Pasivos</b>	<b>165.494.897</b>	<b>168.131.580</b>	<b>171.178.157</b>	<b>180.997.605</b>	<b>187.377.906</b>	<b>181.094.346</b>
Capital	8.000.002	8.000.002	8.000.002	8.000.002	8.000.002	8.000.002
Reservas	1.600.000	1.600.000	1.600.000	1.600.000	1.600.000	1.600.000
Resultados acumulados	22.195.624	23.104.113	24.024.067	24.997.917	26.098.407	26.379.264
<b>Patrimonio</b>	<b>31.795.626</b>	<b>32.704.116</b>	<b>33.624.069</b>	<b>34.597.919</b>	<b>35.698.409</b>	<b>35.979.266</b>

Fuente: Estructura Financiera / Elaboración: Class International Rating