

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

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 053/2024 del 29 de febrero de 2024

Información Financiera cortada al 31 de diciembre de 2023

Analista: Econ. Pamela Olalla

pamela.olalla@classrating.ec

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.

Segunda 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. 053/2024 del 29 de febrero de 2024 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 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 2023, los ingresos se incrementaron en un 1,33% frente a lo reportado en su similar de 2022, alcanzando una suma de USD 578,60 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.
- 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 operativos en el año 2020 a 6,65% en 2022 y 5,92% en diciembre de 2023. Estos resultados estuvieron relacionados al comportamiento de sus ventas principalmente en la línea de mercaderías y servicios, de adquisiciones efectivas, así como un manejo eficiente de sus recursos.
- Tras el descuento de los gastos financieros, otros ingresos y egresos (no incluye el 15% de participación de trabajadores), e impuesto a la renta, la utilidad neta se mostró creciente hasta el año 2021, pues pasó de representar en diciembre de 2020 el 3,71% de los ingresos a 5,11% en diciembre de 2021. Para diciembre de 2022 y diciembre de 2023, este disminuyó a 4,27% y 3,26% sobre los ingresos totales respectivamente, debido a un aumento en sus gastos financieros, no obstante, a pesar de este comportamiento se evidenció un manejo eficiente de sus recursos.
- Para diciembre de 2023, el EBITDA (acumulado) representó el 8,74% de los ingresos, porcentaje inferior a lo reportado en su similar de 2022. 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 247,11 millones en diciembre de 2023, lo que obedece principalmente en este último periodo a variaciones en: efectivo y equivalentes en efectivo; a sus inventarios; propiedad, muebles y equipos; y, activos por derecho de uso de largo plazo.
- La suma de la cartera por vencer más la cartera vencida hasta 30 días, considerada como normal en el ámbito comercial, llegó a representar el 90,93% del total de la cartera a la misma fecha mientras que la cartera vencida entre 31 a más de 90 días significó el 9,07%. Los resultados mencionados determinan la estructura de una cartera sana.
- 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 218,98 millones (88,62% de los activos) en diciembre de 2023, tendencia que se relaciona con las variaciones registradas en las obligaciones con costo corto y largo plazo, cuentas por pagar a proveedores, 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.
- 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 diciembre de 2023, el patrimonio se contrae a USD 28,13 millones (11,38% 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 3,24% de los activos en diciembre 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.
- Con fecha 15 de febrero de 2023 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 31 de diciembre de 2023, el emisor canceló de manera oportuna el segundo dividendo a los obligacionistas, quedando un saldo de capital pendiente de pago de USD 13,50 millones.
- 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 31 de diciembre 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 75%; 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 31 de diciembre de 2023 el emisor cumplió con lo mencionado.
- Al 31 de diciembre de 2023, FARMAENLACE CIA. LTDA., registró un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 190,95 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 152,76 millones, cifra que genera una cobertura de 11,32 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. Durante el periodo transcurrido (diciembre de 2023), se observa que el comportamiento de la compañía y sus resultados 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 previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los cuales se detallan a continuación:

- Establecimiento de medidas por parte del Gobierno ecuatoriano y los organismos oficiales respectivos para normar, regular o modificar la situación actual bajo la que opera la compañía.

- Uno de los principales factores que influiría en el sector es una nueva normativa en materia de control y revisión de precios de los productos farmacéuticos que comercializa 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.
- 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.
- 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.
- Los altos niveles de inseguridad y violencia en algunas regiones del país, que afectan directamente a la actividad comercial y obligan al cierre de puntos de venta.

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

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 comercialización 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 del 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 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 31 de diciembre 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 con fecha 15 de febrero de 2023 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		
Destino de los recursos	El 100% de los fondos que recaude FARMAENLACE CIA. LTDA., servirán para sustituir pasivos a cargo de la compañía y para que ésta obtenga el capital de trabajo requerido para su operación.		
Resguardos de la Emisión establecidos en del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros	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:		

	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. ❖ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. ❖ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
Límite de endeudamiento	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	-
		15.000.000,00	3.346.875,00	18.346.875,00	

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

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de diciembre 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 31 de diciembre de 2023, el emisor canceló de manera oportuna el segundo dividendo a los obligacionistas, quedando un saldo de capital pendiente de pago de USD 13,50 millones.

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 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 31 de diciembre 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 75%; 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 31 de diciembre 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 Establecido	dic-23	Cumplimiento
Activos Reales/Pasivo	Mayor o igual a 1	1,12	Si
Activos depurados /Obligaciones en circulación	Mayor o igual a 1,25	14,14	Si
Pasivo con costo / Activos totales	Menor o igual a 75%	28,17%	Si

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 31 de diciembre de 2023, FARMAENLACE CIA.LTDA., alcanzó un total de activos de USD 247,11 millones, de los cuales USD 203,61 millones son activos libres de gravamen de acuerdo al siguiente detalle:

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

Activos	Libres (miles USD)	%
Disponibles	56.102	27,55%
Exigibles	30.594	15,03%
Realizables	57.177	28,08%
Activo fijo	45.190	22,19%
Otros activos	14.550	7,15%
TOTAL	203.613	100,00%

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 31 de diciembre 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 complementarias¹.

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 31 de diciembre de 2023, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 190,95 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 152,76 millones, cifra que genera una cobertura de 11,32 veces sobre el monto de la emisión, de esta manera se puede determinar que la Tercera Emisión de 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 31 de diciembre de 2023 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 15,08 veces sobre el saldo de capital de los valores en circulación.

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

Descripción	Miles USD
Total Activos	247.113
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	7.866
(-) Activos Gravados	43.500

¹ “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.”

(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ²	4.796
(-) Derechos Fiduciarios ³	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo o este compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores ⁴	-
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁵	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)	190.952
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	152.761
Saldo de Capital Emisión de Obligaciones	13.500
Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	14,14
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	11,32

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

Adicionalmente se debe mencionar que al 31 de diciembre 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 0,86 veces⁶ sobre los pasivos totales, deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 31 de diciembre de 2023, la empresa ha otorgado garantías por USD 43,50 millones, lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 203,61 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 31 de diciembre de 2023 el 23,99% del 200% del patrimonio y el 47,99% del total del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

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

Descripción	Miles USD
Patrimonio (USD)	28.132
200% del Patrimonio (USD)	56.263
Saldo de capital Tercera Emisión de Obligaciones	13.500
Valores emitidos y por emitir / 200% del Patrimonio	23,99%
Valores emitidos y por emitir / Patrimonio	47,99%

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

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
Utilidad bruta	180.690	187.188	196.038	205.306	215.013	109.449
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

² Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

³ Provenientes de derechos fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propios o de terceros

⁴ Para para el caso de emisiones a corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

⁵ 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.

⁶ (Activos deducidos - Saldo emisión) / (Pasivo - obligaciones)

Utilidad operativa	40.888	42.450	44.135	45.912	47.895	24.594
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
Utilidad antes de impuestos	35.627	37.053	38.496	40.023	41.749	21.496
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
Utilidad neta	22.713	23.621	24.541	25.515	26.615	13.769

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

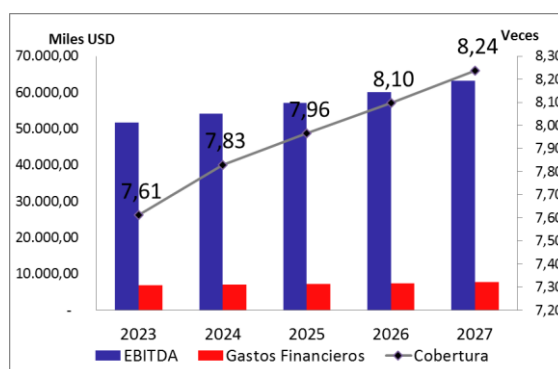
La estructuración financiera prevé para el año 2023 un incremento en el costo de ventas del 7,02% frente al año 2022 (real). Posteriormente, se determinó una tasa de crecimiento del 3,65% para 2024 y para los siguientes periodos de 4,73%. Los costos de ventas por su parte significarían en promedio (2023-2027)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

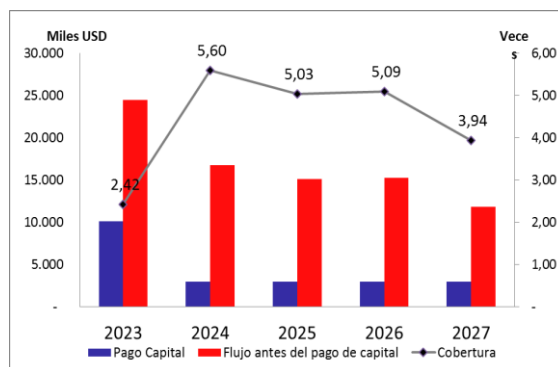
El flujo de efectivo proyectado presenta los movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de FARMAENLACE CIA.LTDA., donde arroja flujos de operación negativos para el periodo proyectado, en cuanto al flujo de inversión la compañía planifica para los periodo proyectados cambio en activos 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
FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES OPERATIVAS						
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
TOTAL FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES OPERATIVAS	(6.281.377)	(318.124)	(442.401)	(475.713)	(1.235.504)	(7.079.595)
FLUJO DE EFECTIVO - ACTIVIDADES DE INVERSION						
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)	-
TOTAL FLUJO DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE INVERSION	271.356	1.826.192	824.842	(3.811.582)	(3.831.050)	(2.377.959)
FLUJO DE EFECTIVO - ACTIVIDADES DE FINANCIACION						
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
TOTAL FLUJO DE EFECTIVO - ACTIVIDADES DE FINANCIACION	2.865.187	(2.091.511)	(2.080.046)	4.473.850	1.600.490	1.780.858
Cambio en caja	(3.144.834)	(583.443)	(1.697.605)	186.554	(3.466.064)	(7.676.696)
Saldo de Caja Comienzo del periodo	17.523.279	14.378.445	13.795.002	12.097.397	12.283.951	8.817.888
SALDO DE CAJA DE FIN DE PERIODO	14.378.445	13.795.002	12.097.397	12.283.951	8.817.887	1.141.192

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 diciembre de 2023 con lo proyectado al mismo periodo. En este sentido las ventas tuvieron un cumplimiento del 94,68%, los costos de ventas por su parte registraron una ejecución similar del 94,76%, y en consecuencia la utilidad bruta registró un cumplimiento del 94,50%. Por su parte, los gastos

operacionales registraron un cumplimiento del 97,63% y como consecuencia, la compañía registró una utilidad operacional con una ejecución del 83,78% 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 83,07% de lo estimado en un inicio.

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

Cuenta	2023	2023	Cumplimiento
	Proyectado	Real	
Ingresos	611.103	578.597	94,68%
Costo de Ventas	430.414	407.852	94,76%
Utilidad Bruta	180.690	170.746	94,50%
Gastos Operacionales	139.802	136.489	97,63%
Utilidad Operacional	40.888	34.243	83,75%
Gastos Financieros	6.786	8.487	125,06%
Otros ingresos/egresos neto	1.526	2.685	175,97%
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	35.627	28.514	80,03%
Participaciones	5.344	-	0,00%
Impuesto a la Renta (menos)	7.571	9.589	126,66%
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	22.713	18.867	83,07%

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

Por otro lado, el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 31 de diciembre de 2023 registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación positivo, el mismo que registró un valor de USD 19,77 millones, mientras que su flujo procedente de actividades de financiamiento fue de USD 26,69 millones y un flujo procedente de actividades de inversión de USD -43,73 millones, lo que generó un incremento (disminución) neta del efectivo y equivalentes de efectivo de USD 2,74 millones y un flujo al final del periodo de USD 15,63 millones, monto que representó el 2,70% de los ingresos y el 6,32% de los activos.

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

Riesgo de la Economía

Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 1,8% en 2024⁷. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador de 1,7% en 2024 y 2,0% en 2025, con lo cual reduce su proyección de octubre de 2023⁸. Las

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

⁸ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/banco-mundial-ajusta-proyeccion-crecimiento-ecuador-0-7-2024-185264.html#:~:text=El%20BCE%20ha%20se%C3%B1alado%20que,zona%20de%20Parque%20Nacional%20Yasun%C3%AD>

previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a los desafíos impuestos por la débil demanda global, mayor nivel de endeudamiento, incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania y las presiones inflacionarias que afectan a varias regiones del mundo⁹. Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento de 0,8% para 2024, a lo largo del año las estimaciones de crecimiento económico han sido revisadas a la baja¹⁰.

El año 2024 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. A lo anterior, se adiciona que el Ecuador, conforme el Índice de Paz Global (*Global Peace Index*) que publica el *Institute for Economics and Peace*, en el año 2023 se ubicó en el puesto número 97 del ranking de paz global (puesto 73 en 2022), considerándolo como un país peligroso.¹¹

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 1,5% en 2024. La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+1,2% 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 4,8% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,3% para el año 2024¹².

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

CUADRO 10: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal 2023 (millones USD) Prev.	119.573	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,74%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (nov 2023)	50,85%	Inflación mensual (ene 2024)	0,13%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-nov 2023	1.650,6 (Superávit)	Inflación anual (ene 2024)	1,35%
Reservas Internacionales (millones USD 05-ene-2024)	4.517 05	Inflación acumulada (ene 2024)	0,13%
Riesgo país, 22 de feb 2024 (puntos)	1.498	Remesas (millones USD) II-T 2023	1.353,45
Precio Barril Petróleo WTI (USD 22 feb 2024)	79,71	Tasa de Desempleo urbano (dic 2023)	4,44%

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 11,28% respecto al año anterior. Para el año 2022, la economía se mostró resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,74% 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 tercer trimestre de 2023 el PIB creció en 0,4% en relación al tercer trimestre de 2022 (t/t-4) y una variación trimestral de -1,3%. Este comportamiento estuvo impulsado por el incremento de las Exportaciones de bienes y servicios en 7,3% y del Gasto de Consumo Final del Gobierno General en 5,1%. La dinámica de las Exportaciones estuvo influenciada por un incremento de las ventas externas de petróleo y gas natural, cacao y minerales metálicos y no metálicos. Por su parte, el incremento del Gasto de Consumo Final del Gobierno se relacionó directamente con el aumento en la compra de bienes y servicios y al pago de remuneraciones de los sectores de educación y salud¹³.

La economía del Ecuador enfrenta un crecimiento lento, atribuido a la insuficiente atracción de inversiones, según el Banco Mundial. La baja atracción de inversiones, evidenciada por la contracción en diversos sectores, como la industria petrolera, contribuye a este estancamiento. El llamado a acelerar transformaciones estructurales destaca la necesidad de mejorar el entorno jurídico, la seguridad física, las condiciones económicas y la legislación amigable con la inversión¹⁴.

⁹ <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/12e40c3f-5e54-440e-8f0f-982edcb156c9/content>

¹⁰ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-crecimiento-pib-banco-central/>

¹¹ <https://datosmacro.expansion.com/demografia/indice-paz-global/ecuador>

¹² <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

¹³ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2023.pdf

¹⁴ <https://www.americaeconomia.com/economia-y-mercados/banco-mundial-el-crecimiento-economico-de-ecuador-se-ralentiza-debido-la>

El **Riesgo País** registró 1.519 puntos al 09 de febrero de 2024. 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 interés¹⁵.

La **calificación de deuda** al 27 de febrero de 2023 de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana a esa misma fecha se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default"¹⁶. Por otro lado, la agencia Fitch Rating rebajó la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en Ecuador de "B-" a "CCC+", calificación que significa "riesgo sustancial", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país¹⁷. El 11 de enero de 2024, S&P cambió la calificación crediticia de Ecuador de B- estable a B- negativa (altamente especulativo). Según la agencia, la capacidad del gobierno para corregir la política se ve limitada por su corto mandato y la necesidad de contener una creciente violencia. La perspectiva negativa refleja el riesgo de que las medidas implementadas sean insuficientes para mejorar el desempeño fiscal y recuperar el acceso al mercado antes del desafiante servicio de la deuda a partir de 2025¹⁸.

En el tercer trimestre de 2023, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 7.604,6 millones, monto inferior (-3,1%) a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2022; sin embargo, representó un aumento trimestral del 8,5%, lo cual se explica en gran medida por el crecimiento en valor de las importaciones petroleras tanto a nivel trimestral (43,4%) como interanual (0,2%).¹⁹

Por su parte, las **exportaciones totales** en el tercer trimestre de 2023 alcanzaron USD 8.253,5 millones, siendo este rubro superior (3,3%) a lo alcanzado en el mismo periodo de 2022, y 7,2% mayor al trimestre previo. En términos interanuales, este desempeño favorable se relaciona con el aumento del 6,5% de las exportaciones no petroleras.

El sector exportador ecuatoriano estima pérdidas cercanas a los USD 400 millones debido a los apagones entre finales de octubre y mediados de diciembre de 2023. Además, las interrupciones en el suministro eléctrico paralizaron diversas cadenas industriales, y los costos asociados, como la reprogramación de jornadas laborales, resultaron en aumentos del 50% al 100% en el valor de las horas de trabajo para compensar la producción²⁰.

Hasta noviembre de 2023, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 1.650,6 millones, inferior un 22,5% al resultado comercial obtenido en su similar de 2022 (USD 2.128,5 millones). La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 1.988 millones, y la Balanza Comercial No Petrolera un déficit de USD 337 millones²¹.

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 variable, cerrando en USD 79,04 por barril el 21 de febrero de 2024 (USD 71,65 el 31 de diciembre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2024 contempló un valor de USD 66,7 por barril para las exportaciones de petróleo²².

¹⁵ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

¹⁶ <https://www.expresso.ec/actualidad/economia/moody-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuator-cao3-perspectiva-estable-152042.html>

¹⁷ <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/ecuador/fitch-rebajo-la-calificacion-de-la-deuda-de-ecuador-esto-responde-el-gobierno/>

¹⁸ <https://bvgnoticias.com/sp-empeora-la-perspectiva-crediticia-de-ecuador-en-medio-de-crisis-de-seguridad/>

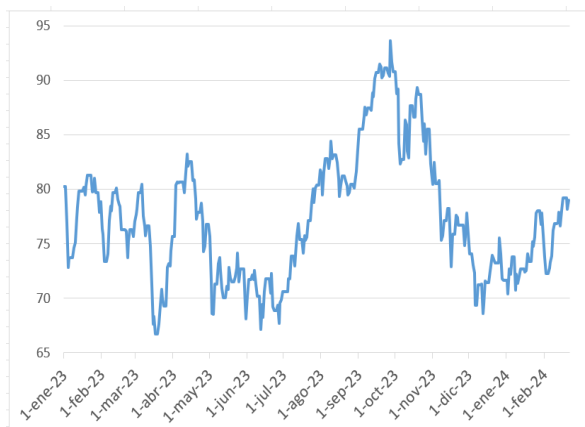
¹⁹ [chrome-extension://efaidnbmnnpbpcjpcglclefndmkaj/https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterior/ComercioExterior/Informes/ResultadoCE_032023.pdf](https://efaidnbmnnpbpcjpcglclefndmkaj/https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterior/ComercioExterior/Informes/ResultadoCE_032023.pdf)

²⁰ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/exportadores-perdidas-millonarias-apagones/>

²¹ <https://asobanca.org.ec/boletin-macroeconomico/>

²² <https://www.vozdeamerica.com/a/ecuador-propone-un-alza-del-presupuesto-de-seguridad-ante-la-crisis/7496732.html>

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



Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Class International Rating

En diciembre de 2023, las exportaciones de crudo se ubicaron en 15,07 millones de barriles, lo que representa un 0,94% menos que su similar de 2022. De los cuales el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No Renovables exportó 2,74 millones de barriles, equivalente a la tarifa pagada en especies a las Compañías Privadas por la prestación del servicio de explotación petrolera; la diferencia, 12,33 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador²³. El Gobierno ecuatoriano proyecta que la producción petrolera caerá 10% en 2024 de cerrarse el ITT, mientras los planes de inversión siguen estancados.²⁴

Al 21 de febrero de 2024, el precio del barril de petróleo intermedio de Texas (WTI), referente para el petróleo ecuatoriano, ascendió un 1,10% respecto a la víspera, cerrando en USD 79,04 y acumulando en el mes un aumento del 4,21%. Analistas señalan que la estabilización sigue a las fluctuaciones de la semana anterior, vinculadas a los temores de una expansión de la guerra en Gaza, región con grandes reservas petroleras. Se advierte la preocupación por los eventos en Oriente Medio, pues mantendrán la sensibilidad de los precios.²⁵

El 28 de diciembre de 2023, los precios del petróleo descendieron un 3% debido a la disposición de más compañías navieras para transitar por la ruta del Mar Rojo, aliviando las preocupaciones sobre interrupciones en el suministro. A medida que las tensiones persisten en Oriente Medio, los precios continuaron su descenso, focalizándose en la reducción significativa de la región de la Costa del Golfo de EE.UU. Esto se atribuye a la lucha de las refinerías por reducir inventarios y evitar impuestos elevados sobre el almacenamiento a finales de año. Según datos de la EIA, las reservas de crudo estadounidenses disminuyeron en 7,1 millones de barriles en la semana hasta el 22 de diciembre de 2023, superando las expectativas de los analistas consultados por Reuters, que preveían una reducción de 2,7 millones de barriles²⁶.

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), a diciembre de 2023 la recaudación sumó un valor de USD 17.419,74 millones, es decir existió un incremento de 1,5% respecto a 2022. Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta enero de 2024 se destaca, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 875 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 514 millones, el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 101 millones, y el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 86 millones; la recaudación total a enero de 2024 totaliza USD 1.629 millones, un 3,3% inferior a la recaudación en enero de 2023.²⁷

La **inflación mensual** en enero de 2024 registró una variación de 0,13%, mientras que la variación **anual** fue de 1,35% y la **acumulada** fue de 0,13%. Para enero de 2024, en 8 divisiones de consumo la inflación mensual registró una variación que pondera el 64,52%, con resultados positivos, siendo los más representativos, muebles y

²³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2023203.pdf>

²⁴ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/itt-producciones-petroleo-proforma2024/>

²⁵ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroleo-wti-octubre-caida-guerra-gaza/#:~:text=Foto%3A%20Cortes%3%ADa%20Petroecuador.,E%20precio%20promedio%20del%20barril%20de%20petr%C3%B3leo%20WTI%20fue%20de,cotiz%3%B3%20en%20USD%2081%20C02.>

²⁶ <https://www.eleconomista.com.mx/mercados/Crudo-cae-3-al-bajar-detenciones-del-transporte-maritimo-20231228-0092.html>

²⁷ <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

artículos para el hogar, la conservación ordinaria del hogar y salud. En otras 4 agrupaciones que en conjunto ponderan el 35,48% se registraron resultados negativos, siendo transporte, prendas de vestir y calzado; y restaurantes y hoteles, las de mayor variación.²⁸

En referencia al **salario nominal promedio**, para enero de 2024, se fijó en USD 536,60²⁹; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 460,00. 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 479,73 para enero de 2024³⁰. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en enero de 2024, se ubicó en USD 789,57³¹, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 858,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 108,75% del costo de la canasta.

Mediante Decreto Ejecutivo No. 175 firmando el 15 de diciembre de 2023, el Presidente de la República fijó el salario básico unificado (SBU) en USD 460,00, mismo que regirá a partir del 01 de enero de 2024³².

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8% en el año 2019 a 3,2% en 2022 y 3,4% en diciembre de 2023. La tasa de **empleo adecuado**³³ pasó de 38,8% en el año 2019 a 36,0% en 2022 y 36,0% en diciembre de 2023, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 19,4% en ese mismo orden y 21,2% a diciembre de 2023³⁴.

A diciembre 2023, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 26,0% y la pobreza extrema en 9,8% (a junio de 2022 se registraron tasas del 25,0% y 10,7% respectivamente). En el área urbana la pobreza llegó al 18,4% y en el área rural alcanzó el 42,2% (a junio 2022 fue del 16,7% y 42,9% respectivamente). Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³⁵, se ubicó en 0,457 a diciembre de 2023 (0,466 en diciembre de 2022), es decir existe un leve decrecimiento 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 2023 se ubicó en USD 90,08 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,76 mensuales per cápita (a diciembre de 2022 USD 88,72 y USD 50,00 respectivamente)³⁶.

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 7,95% para febrero de 2024, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 10,34%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,39%³⁷. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para diciembre de 2023 alcanzó la suma de USD 80.343,6 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 30.489,0 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.818,4 millones³⁸.

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 enero de 2024 se ubicó en USD 42.037 millones; lo que representa un decrecimiento del 0,2% frente a diciembre de 2023, en términos anuales la cartera bruta creció un 9,1%. La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que, en 2023, los bancos ecuatorianos mantuvieron la entrega de créditos a empresas y familias, buscando respaldar la economía a pesar de una desaceleración en el crecimiento financiero. Se destaca la necesidad de acciones de política pública para favorecer tasas de interés que impulsen el crédito y la inclusión financiera³⁹. No obstante, factores como la incertidumbre económica, la inseguridad y los aumentos globales en tasas de interés impactan la entrega de créditos⁴⁰.

²⁸ chrome-extension://efaidnbmninnkpbpcjpcjclefi ndmkaj/https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202401.pdf

²⁹ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie202401.pdf

³⁰ Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.

³¹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2024/Enero/Boletin_tecnico_01-2024-IPC.pdf

³² https://newsite.cite.com.ec/wp-content/plugins/pdfjs-viewer-shortcode/pdfjs/web/viewer.php?file=https://newsite.cite.com.ec/wp-content/uploads/2023/12/SBU-2024.pdf&attachment_id=17855&dButton=false&pButton=false&oButton=false&sButton=true#zoom=auto&pagemode=none&_wpnonce=e02d212884

³³ Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliado a la seguridad social

³⁴ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Diciembre/202312_Mercado_Laboral.pdf

³⁵ 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

³⁶ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2023/Diciembre/202312_PobrezayDesigualdad.pdf

³⁷ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm

³⁸ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gli202312.pdf

³⁹ file:///C:/Users/Class/Downloads/Evolucion-de-la-Banca-01-2024.pdf

⁴⁰ https://www.expresso.ec/actualidad/economia/banca-proyecta-entrega-credito-crecera-menor-ritmo-2024-

185113.html#:~:text=El%20cr%C3%A9dito%20se%20seguir%C3%A1%20desacelerando%20en%202024.&text=De%20acuerdo%20con%20la%20publicación%20de%20la%20B3lares%20adicionales.

El crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para enero de 2024, el 58% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito) y el 42% al consumo. Aunque la cartera de crédito en Ecuador experimentó un aumento anual del 9,1% anual en enero de 2024, la Asociación de Bancos Privados (Asobanca) señala que la presencia de techos a las tasas de interés afecta la entrega de financiamiento al no permitir tasas basadas en el riesgo ni reflejar las condiciones de mercado. Esta limitación, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), podría generar desafíos ante condiciones financieras globales más rigurosas. El FMI sugiere reformar el sistema de tasas de interés para fomentar la inclusión financiera y el acceso al crédito, resaltando la necesidad de abordar las restricciones actuales⁴¹.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el tercer trimestre de 2023 totalizó USD 1.397,6 millones, cifra superior en 14,47% en comparación a su similar de 2022 (USD 1.220,9 millones), y en 17,25% respecto al primer trimestre de 2023 (USD 1.192,0 millones). El aumento del flujo de remesas se atribuye principalmente a la recuperación económica de Estados Unidos, país de donde proviene la mayor parte de los flujos⁴².

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el tercer trimestre de 2023 fueron de USD 154,98 millones; monto superior en un 124,86% al registrado en el tercer trimestre de 2022 (USD 69,11 millones), el rubro más bajo durante el segundo 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 Ecuador⁴³. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras; comercio; transporte, almacenamiento y comunicaciones, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Chile, China, Alemania, España, Inglaterra, entre otros⁴⁴.

Para noviembre de 2023, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 47.682,12 millones, cifra superior a la reportada en noviembre de 2022, cuando fue de USD 46.373,56 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 noviembre de 2023 fue de USD 29.441,58 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 4.928,11 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de noviembre de 2023, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 50,85% del PIB superando significativamente el límite del 40% del PIB⁴⁵.

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 diciembre de 2023 totalizaron USD 4.454,36 millones (USD 4.517 millones al 05 de enero de 2024)⁴⁶. 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)⁴⁷ constituidas alcanzaron USD 1.866 millones al 27 de diciembre de 2023, mientras que las RL requeridas se ubicaron en USD 1.516 millones; es decir que el sistema presentó un exceso de liquidez por USD 350 millones⁴⁸.

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.

⁴¹ <https://www.ecuadorenvivo.com/index.php/economia/item/169369-credito-de-consumo-crecio-15-9-en-ecuador-en-2023-segun-asobanca>

⁴² <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin85/indice.htm>

⁴³ <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/298-inversi%C3%B3n-e-xtranjera-directa>

⁴⁴ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin84/indice.htm>

⁴⁵ <https://www.finanzas.gob.ec/https-www.deuda-publica-nueva-metodologia/>

⁴⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Cata%20logo/IEMensual/Indices/m2062122023.html>

⁴⁷ Los datos de Reservas de Liquidez se presentan en línea con la emisión de la Resolución de la Junta de Política y Regulación Monetaria Nro. JPRM-2023-013-M del 30 de junio de 2023.

⁴⁸ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion_Ene24.pdf

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 31 de diciembre 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

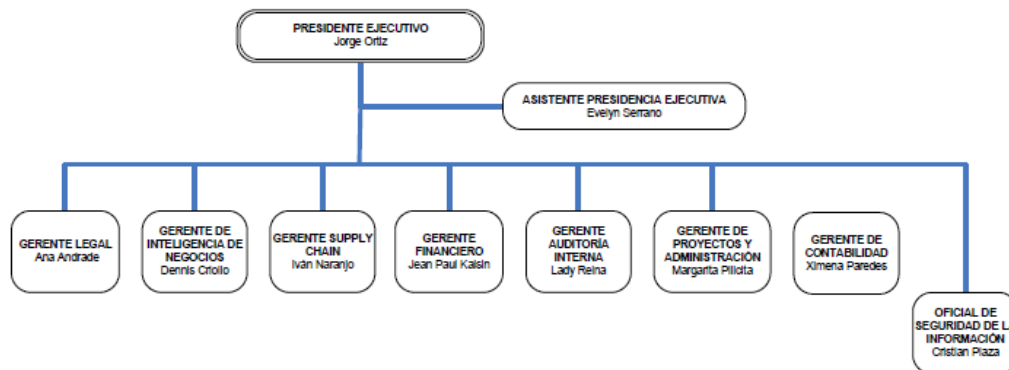
Nombre	Capital (USD)	Participación
ESPIVAL S.A.	2.000.001,00	25,00%
SAMAVAL&HOLDING S.A.	2.000.000,00	25,00%
X.O.C SOCIEDAD CIVIL Y COMERCIAL	1.200.204,00	15,00%
FARMIPAZ CIA. LTDA.	1.103.797,00	13,80%
J.O.C. SOCIEDAD CIVIL Y COMERCIAL	788.000,00	9,85%
ORCEVALHOLDING S.A.	480.000,00	6,00%
M.O.G SOCIEDAD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

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 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 ejecutivos⁴⁹.

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.

Empleados

Al 31 de diciembre de 2023, la empresa mantiene dentro de su nómina a 4.952 empleados (4.883 en diciembre de 2022), mismos que están calificados para desarrollar tareas específicas dentro de empresa, de los cuales el 24,01% se encuentra dentro del área de Administración y el 75,99% en el área de Operaciones. Cabe indicar que

⁴⁹ El comportamiento de los órganos administrativos es estable.

el 90,02% de los colaboradores tienen contratos fijos, el 6,66% corresponde a contratos emergentes, el 3,03% tienen contratos de jornada parcial y el 0,28% 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 RELACIONADAS⁵⁰

NOMBRE DE LA EMPRESA	TIPO DE VINCULACIÓN
CHIRIBOGA SANCHEZ MARIA GABRIELA	ADMINISTRACIÓN
ORTIZ CEVALLOS JORGE ROBERTO	ADMINISTRACIÓN
ORTIZ CEVALLOS MERY ALEXANDRA	ADMINISTRACIÓN
ORTIZ GALINDO MIGUEL HERNAN	ADMINISTRACIÓN
ORTIZ CEVALLOS PABLO ERNESTO	ADMINISTRACIÓN
ORTIZ CHIRIBOGA GABRIELA CAROLINA	ADMINISTRACIÓN
ORTIZ CHIRIBOGA PABLO XAVIER	ADMINISTRACIÓN
ORTIZ CHIRIBOGA JOSE GABRIEL	ADMINISTRACIÓN
ESPINOSA VALENCIA MAGDA ELIZABETH	ADMINISTRACIÓN
ESPINOSA VALENCIA SEGUNDO PATRICIO	ADMINISTRACIÓN
ESPINOSA HIDALGO ANDRES PATRICIO	ADMINISTRACIÓN
CIFUENTES ESPINOSA RONALD FABRICIO	ADMINISTRACIÓN
CIFUENTES ESPINOSA SARA GABRIELA	ADMINISTRACIÓN
DIDELSA CIA. LTDA.	ADMINISTRACIÓN
SIGNO MERCADEO CIA. LTDA.	ADMINISTRACIÓN
ZONATRADE CIA. LTDA.	ADMINISTRACIÓN
FARMTRADING INTERNATIONAL S.A.	ADMINISTRACIÓN
ORCEVAL DISTRIBUCIONES CIA. LTDA.	ADMINISTRACIÓN
RAPIMART CIA LTDA	ADMINISTRACIÓN
ESVALHOLDING S.A.	ADMINISTRACIÓN
J.O.C. SOCIEDAD CIVIL Y COMERCIAL ⁵¹	ACCIONARIA
X.O.C. SOCIEDAD CIVIL Y COMERCIAL ⁵²	ACCIONARIA
ESPIVAL S.A.	ACCIONARIA
VALEO-HOLDING S.A.	ADMINISTRACIÓN
PEVCORP CIA. LTDA.	ADMINISTRACIÓN
FARMIPAZ CIA. LTDA.	ACCIONARIA
ORCEVALHOLDING S.A.	ACCIONARIA
M.O.G SOCIEDAD CIVIL Y COMERCIAL ⁵³	ACCIONARIA
A.O.C SOCIEDAD CIVIL Y COMERCIAL ⁵⁴	ACCIONARIA
GCO S.A.S.	ADMINISTRACIÓN
PXO S.A.S.	ADMINISTRACIÓN

⁵⁰ De acuerdo a la revisión realizada en la Superintendencia de Compañía, la Situación Legal de las compañías es ACTIVAS.

⁵¹ No cuenta con registro en el catastro de la Superintendencia de Compañías.

⁵² No cuenta con registro en el catastro de la Superintendencia de Compañías.

⁵³ No cuenta con registro en el catastro de la Superintendencia de Compañías.

⁵⁴ No cuenta con registro en el catastro de la Superintendencia de Compañías.

JGO S.A.S.		ADMINISTRACIÓN
SAMAVAL&HOLDING S.A	ACCIONARIA	
MGCH S.A.S.		ADMINISTRACIÓN
LINE-CAPITAL S.A.S.		ADMINISTRACIÓN

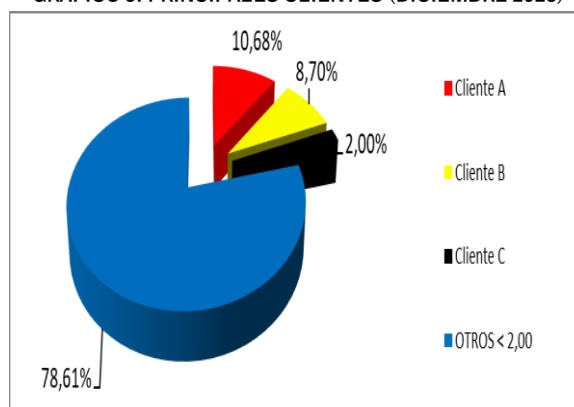
Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

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 encontramos⁵⁵ al 31 de diciembre de 2023, al Cliente A con el 10,68% de los ingresos (10,82% en diciembre de 2022), seguido del Cliente B con un 8,70% (8,46% en diciembre de 2022), y el Cliente C con el 2,00% (2,96% en diciembre de 2022), el restante 78,61% estuvo representada por varios clientes con una participación inferior al 2,00%. Lo anterior revela la inexistencia de un riesgo por concentración.

GRÁFICO 5: PRINCIPALES CLIENTES (DICIEMBRE 2023)



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

Del total de ingresos generados por la compañía a diciembre de 2023, el 59,48% hace referencia a ventas en efectivo (63,18% a diciembre de 2022), mientras que el 23,50% está representado por tarjetas de crédito (21,52% a diciembre de 2022) y el 17,02% corresponde a crédito directo (15,29% 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.

La cartera de la Compañía estuvo concentrada mayormente en la categoría por vencer, esta representó el 84,20% del total de la cartera al 31 de diciembre de 2023. La suma de la cartera por vencer más la cartera vencida hasta 30 días, considerada como normal en el ámbito comercial, llegó a representar el 90,93% del total de la cartera a la misma fecha mientras que la cartera vencida entre 31 a más de 90 días significó el 9,07%. Los resultados mencionados determinan la estructura de una cartera sana.

CUADRO 15: ANTIGÜEDAD DE LA CARTERA

PERIODO	2021	2022	2023
Por vencer 1 a 30 días	88,64%	94,62%	90,93%
Cartera por vencer de 31-60 días	3,96%	0,18%	1,02%
Cartera vencida de 61- 90 días	0,91%	0,66%	0,58%
Cartera vencida de más de 91 días	6,49%	4,53%	7,46%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%

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

⁵⁵ La compañía posee capacidad de negociación con sus clientes.

La cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas por la compañía es de 107,26% a diciembre de 2023 (150,57% en diciembre de 2022); aspecto que cubriría adecuadamente un posible riesgo de incobrabilidad.

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 31 de diciembre de 2023, las cuentas por pagar vigentes representaron el 94,14% (96,85% a diciembre de 2022) mientras que el restante 5,86% 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

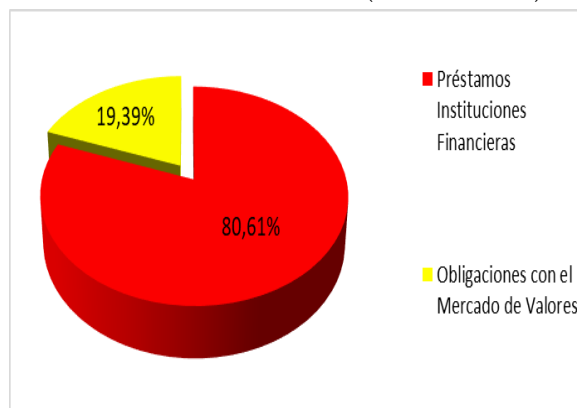
FARMAENLACE CÍA. LTDA. realiza de forma anual el presupuesto el cual es constantemente monitoreado. La política de financiamiento ha estado enfocada en expansión y posicionamiento de su marca a nivel nacional, mediante la apertura de nuevos puntos de venta bajo sus diferentes formatos y también en la 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 88,62% en diciembre 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 11,38% en diciembre de 2023.

Dentro del financiamiento con pasivos, los proveedores denotan la mayor concentración, es así que para el 31 de diciembre de 2023 esta cuenta fondeó a los activos en un 33,42% (38,44% en diciembre de 2022). Mientras que la deuda con costo lo hizo en un 28,17%⁵⁶ (6,92% en diciembre de 2022) y estuvo conformada principalmente por obligaciones con instituciones financieras y Mercado de Valores.

⁵⁶ De acuerdo a lo indicado por la Administración, el incremento en la Deuda con costo (Obligaciones financieras), fue utilizado para el propio giro del negocio.

GRÁFICO 6: DEUDA CON COSTO (DICIEMBRE 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 31 de diciembre 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 julio 2023 a diciembre 2023, se registraron valores negociados en todos los meses antes señalados.

CUADRO 16 PRESENCIA BURSÁTIL (diciembre 2023)

Fecha	# Días Negociados	# Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
Jul-23	2	2	4.068,79	21	0.0952
Ago-23	7	7	408.067,19	22	0.3182
Sep-23	2	3	4.179,57	21	0.0952
Oct-23	3	3	4.212,12	21	0.1429
Nov-23	2	2	4.003,05	20	0.1000
Dic-23	3	6	322.977,17	20	0.1500

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.

Los cambios sísmicos en el mercado sanitario empujaron a la industria farmacéutica hacia algunas transiciones dolorosas en los últimos años. Es evidente que el modelo comercial tradicional sufrió un vuelco permanente. El año 2025, cabe esperar que se intensifiquen las presiones económicas, los cambios radicales en la competencia y las expectativas del mercado en toda la industria, así como el endurecimiento del entorno normativo mundial.⁵⁷

En Ecuador, 2023 ha sido el año en el que se ha declarado el fin de la pandemia de COVID. Y con ello, el inicio de una nueva etapa para los sistemas sanitarios de todo el mundo, que deben recomponerse y fortalecerse tras el azote sufrido durante tres duros años en los que se han puesto al límite su capacidad y resiliencia, y en los que la profesión farmacéutica, desde todos sus ámbitos de trabajo, ha demostrado ser un pilar imprescindible de la Sanidad para garantizar la salud de la población y la equidad en el acceso a los medicamentos.⁵⁸

Ecuador es de los países de América Latina que tiene un sistema público de salud muy estructurado. Tanto la red única integral de salud, el Ministerio de Salud y el IESS dejan ver que está bien estructurado y eso lo convierte en un mercado muy interesante por varios motivos. Por ejemplo, el acceso a la salud universal y gratuita facilita la incorporación de innovación; existe una red que permite trabajar desde el tratamiento y el diagnóstico temprano. Hay una estrategia de salud pública muy clara.⁵⁹

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, como lo es la inteligencia artificial la cual lleva ya unos años mejorando la industria farmacéutica y con la llegada de la IA generativa se van a ir transformando las fases del desarrollo de fármacos, impulsando la eficiencia, los ensayos clínicos y la seguridad a través de la automatización, la optimización y la información avanzada. Con estas tendencias se pueden mejorar la comprensión de la biología y la detección molecular, mejorando la velocidad y la calidad de los procesos de descubrimiento temprano de fármacos que pueden ayudar a desbloquear nuevas terapias.

También va a ser muy útil en la fase de ensayo clínico, pues puede tener en cuenta diversas poblaciones de pacientes, integrar numerosos conjuntos de datos con genómica, con el objetivo de aumentar la tasa de éxito, y optimizar el diseño de los mismos.⁶⁰

⁵⁷ <https://www.forbes.com.ec/negocios/cambios-hbo-max-cuando-deja-existir-plataforma-lo-reemplaza-cuanto-costara-n47102>

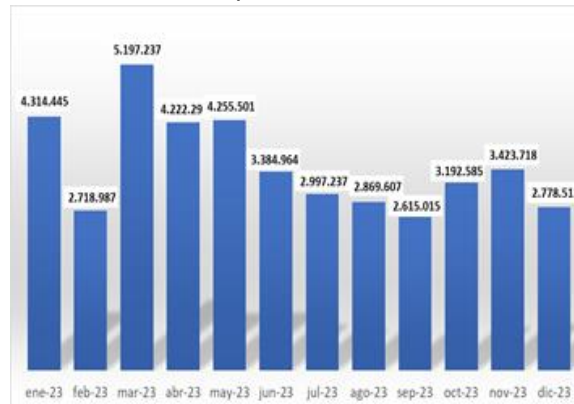
⁵⁸ https://www.larazon.es/salud/ano-fortalecer-sistema-sanitario-junto-farmacacia_2023122565859207f03b8e000147f8f3.html

⁵⁹ <https://www.forbes.com.ec/negocios/roche-invertira-us-13-millones-2024-su-operacion-ecuador-n45626>

⁶⁰ <https://www.plainconcepts.com/es/tendencias-sector-farma-2024/>

El sector donde la empresa desarrolla sus actividades es el manufacturero, es así que, en la descripción del grupo de fabricación de productos farmacéuticos, sustancias químicas medicinales y productos botánicos de uso farmacéuticos, se recaudó entre enero – diciembre un total de USD 41.970.103 dólares según el Servicio de Rentas Internas.⁶¹

GRÁFICO 7: Fabricación de productos farmacéuticos (ene-dic 2023)⁶²



Fuente: Servicio de Rentas Internas (SRI) / Elaboración: Class International Rating S.A.

Por otra parte, el abastecimiento de medicamentos supera el 80% en hospitales del Ecuador, asegura el Ministerio de Salud, que explica que las medicinas que escasean son aquellas que tienen problemas de importación como las de quimioterapia. Por otro lado, se trabaja con organismos internacionales, entre ellos con la Organización Mundial de la Salud, OPS, Banco Mundial y consulados para implementar acciones en beneficio de la salud de la ciudadanía. El objetivo es construir nuevos hospitales en el país, para lo que se necesita inversión.⁶³

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

Las expectativas para la industria farmacéutica se centran en la adopción y el perfeccionamiento de tecnologías emergentes. Se prevé que la personalización de tratamientos, ya en auge en 2023, alcance una nueva cúspide gracias a la terapia génica y celular. Estas modalidades de tratamiento, que se adaptan a la genética del paciente, están listas para revolucionar el manejo de enfermedades crónicas y raras.

La inteligencia artificial, que ha demostrado ser una herramienta invaluable en la identificación de dianas terapéuticas y en la aceleración del diseño de fármacos, se espera que evolucione aún más. Los algoritmos avanzarán, mejorando la precisión y eficiencia en la investigación y desarrollo, y facilitando la personalización de la atención médica a un nivel mundial sin precedentes.⁶⁴

⁶¹ <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

⁶² <https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri>

⁶³ <https://www.ecuadorenvivo.com/index.php/coyuntura/item/173099-abastecimiento-de-medicamentos-supera-el-80-en-hospitales-de-ecuador>

⁶⁴ <https://cer.cal.cl/envinculo/industria-farmacautica-2024/#:~:text=A%20medida%20que%20avanzamos%20hacia,la%20terapia%20g%C3%A9nica%20y%20celular.>

La Federación Mundial de Industrias Farmacéuticas (IFPMA) estima que la industria habrá invertido para el año 2023 USD 196.000 millones, manteniendo un crecimiento anual superior al 4 %, gran parte de esa inversión se vincula con avances tecnológicos que producirán cambios significativos en beneficio de los pacientes. Para el 2024, la innovación seguirá siendo la bandera del sector farmacéutico, comprendida desde varios frentes.⁶⁵

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 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 17: FODA

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

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

⁶⁵ <https://www.revistaeyn.com/empresasmanagement/estas-tendencias-de-innovacion-seran-claves-para-la-industria-farmaceutica-en-2024-II16693319>

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 el corte del presente informe.

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 2020, 2021 y 2022, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados cortados al 31 de diciembre 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 444,61 millones en diciembre de 2020 a USD 516,62 millones en diciembre de 2021 y a USD 570,99 en diciembre de 2022. Para diciembre de 2023, los ingresos se incrementaron en un 1,33% frente a lo reportado en su similar de 2022, alcanzando una suma de USD 578,60 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.

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 18: ESTRUCTURA DE VENTAS

Segmento	A diciembre 2022	A diciembre 2023
ECONOMICA	65,39%	65,24%
ADQUISICIONES	18,29%	17,11%
MEDICITY	14,83%	15,91%
MAYORISTA	0,00%	0,87%
ESPECIALIDAD	0,22%	0,52%
PAF	0,70%	0,33%
FARMACORAL	0,58%	0,02%
Total	100,00%	100,00%

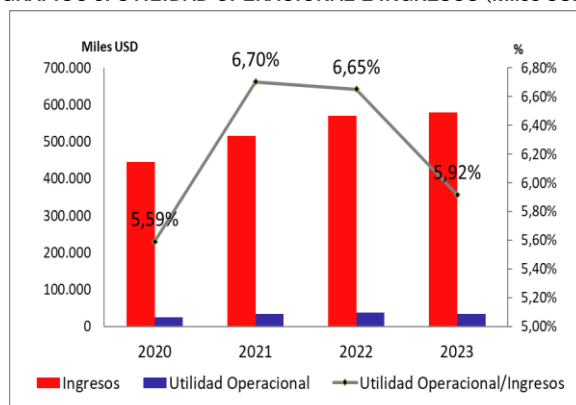
Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

Los costos de ventas que estuvieron conformados por costos de Distribución, Económicas, Adquisiciones, Medicity, PAF, Difarmes, Mayorista, Especialidad, Farmayor y Puntounatural, 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, a 70,32% en diciembre de 2022 y 70,49% en diciembre de 2023, 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 29,68% en 2022 y 29,51% en diciembre 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 23,03% en 2022 y 23,59% en diciembre 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 operativos en el año 2020 a 6,65% en 2022 y 5,92% en diciembre de 2023. Estos resultados estuvieron relacionados al comportamiento de sus ventas principalmente en la línea de mercaderías y servicios, de adquisiciones efectivas, así como un manejo eficiente de sus recursos.

GRÁFICO 8: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS (Miles USD)



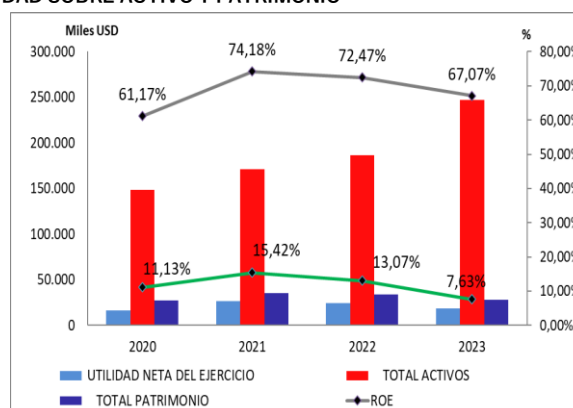
Fuente: FARMAENLACE CIA. LTDA. / Elaboración: Class International Rating

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 2020 el 3,71% de los ingresos a 5,11% en diciembre de 2021. Para diciembre de 2022 y diciembre de 2023, este disminuyó a 4,27% y 3,26% sobre los ingresos totales respectivamente, debido a un aumento en sus gastos financieros, no obstante, a pesar de este comportamiento se evidenció un manejo eficiente de sus recursos.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

CUADRO 19, GRÁFICO 9: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Indicador	2020	2021	2022	2023
ROA	11,13%	15,42%	13,07%	7,63%
ROE	61,17%	74,18%	72,47%	67,07%



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

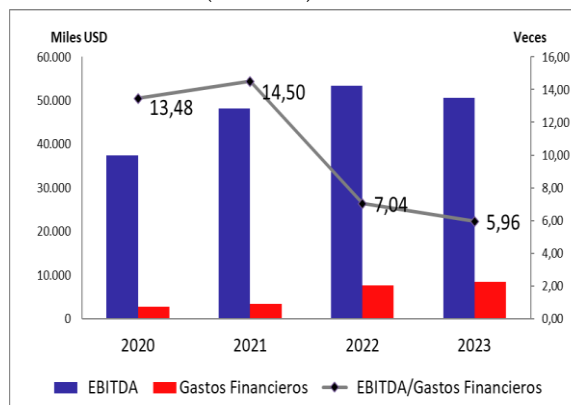
Los indicadores de rentabilidad se presentaron positivos durante el periodo analizado, lo que determina que los activos de la compañía habrían generado rentabilidad por sí mismos; y que los propietarios de la compañía percibieron una rentabilidad sobre su inversión.

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 diciembre de 2023, el EBITDA (acumulado) representó el 8,74% de los ingresos, porcentaje inferior a lo reportado en su similar de 2022. A pesar de lo mencionado el flujo propio demostró capacidad para cubrir sus gastos financieros.

CUADRO 20, GRÁFICO 10: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Indicador	2020	2021	2022	2023
EBITDA	37.437	48.160	53.366	50.595
Gastos Financieros	2.778	3.321	7.577	8.487
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	13,48	14,50	7,04	5,96



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 247,11 millones en diciembre de 2023, lo que obedece principalmente en este último periodo a

variaciones en: efectivo y equivalentes en efectivo⁶⁶; a sus inventarios; propiedad, muebles y equipos; 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 76,50% en diciembre de 2023, mismos que se encontraron conformados principalmente por inventarios⁶⁷ (conformados por medicinas, neonatos, cuidado personal, belleza, productos naturales, otros) con una participación del 40,74% sobre los activos totales en diciembre de 2023 (48,40% en diciembre de 2022), seguido de efectivo y equivalente de efectivo con el 22,70% (9,39% en 2022) y de lejos le sigue 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 8,71% de los activos totales a diciembre de 2023 (12,39% a diciembre de 2022).

Por otro lado, los activos no corrientes significaron 23,50% de los activos totales al 31 de diciembre de 2023 y el 25,37% en diciembre de 2022 y estuvieron compuestos en mayor proporción por activos por derecho de uso⁶⁸ con una representación de 9,10% de los activos en diciembre 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 fijos) con el 8,82%⁶⁹ (9,30% en diciembre de 2022) y cuentas por cobrar largo plazo con el 4,75% (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 218,98 millones (88,62% de los activos) en diciembre de 2023, tendencia que se relaciona con las variaciones registradas en las obligaciones con costo corto y largo plazo, cuentas por pagar a proveedores, 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 diciembre de 2023 fue de 59,09% (64,63% en diciembre de 2022), siendo su cuenta más relevante, Proveedores (locales y del exterior)⁷⁰ con el 33,42% de los activos (38,44% en diciembre de 2022), seguida por obligaciones bancarias con el 14,61%⁷¹ (5,42% en diciembre de 2022), pasivos por impuestos diferidos con el 3,05% (3,93% a diciembre de 2022) y beneficios sociales con el 2,84% (4,37% en diciembre de 2022) entre las más representativas.

Por su parte, los pasivos no corrientes financiaron al activo en un 29,53% en diciembre de 2023 y un 17,34% en diciembre de 2022; en donde el pasivo por derecho de uso, obligaciones financieras y valores de garantía⁷² fueron las cuentas más representativas, pues para diciembre de 2023 financiaron el 9,57%, 8,09% y 5,63% de los activos, respectivamente, a estas le sigue a diciembre de 2023 las obligaciones con el Mercado de Valores con el 4,03% de los activos totales.

A diciembre de 2023, la deuda con costo financió el 28,17% de los activos totales, mientras que en diciembre de 2022 lo hizo en un 6,92%, la misma que estuvo conformada por obligaciones financieras y con el Mercado de

⁶⁶ De acuerdo a lo indicado por la Administración, la variación +220,16% entre diciembre 2022 a diciembre de 2023 corresponde a inversiones realizadas en 2023 por USD 40,00 millones.

⁶⁷ Entre diciembre de 2023 y diciembre de 2022, los inventarios crecieron en 11,47%, 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.

⁶⁸ El activo por derecho de uso creció en 21,88% entre diciembre 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.

⁶⁹ Entre diciembre de 2023 y diciembre de 2022 la cuenta PPE creció en 25,57% como efecto de adecuaciones por nuevos PDV y la adquisición de un bien inmueble.

⁷⁰ 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.

⁷¹ De acuerdo a lo indicado por la Administración, el incremento en la Deuda con costo (Obligaciones financieras), fue utilizado para el propio giro del negocio.

⁷² 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 Cia. Ltda. mantuvo durante el año.

Valores. Finalmente, se debe indicar que la participación de la deuda financiera frente al pasivo y al patrimonio fue de 31,79% y del 247,45% respectivamente a diciembre de 2023.

Patrimonio

El patrimonio⁷³ 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 diciembre de 2023, el patrimonio se contrae a USD 28,13 millones (11,38% 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 7,63% en diciembre de 2023, seguido de lejos del capital social que lo hizo en 4,29% en 2022 y 3,24% en diciembre 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 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.

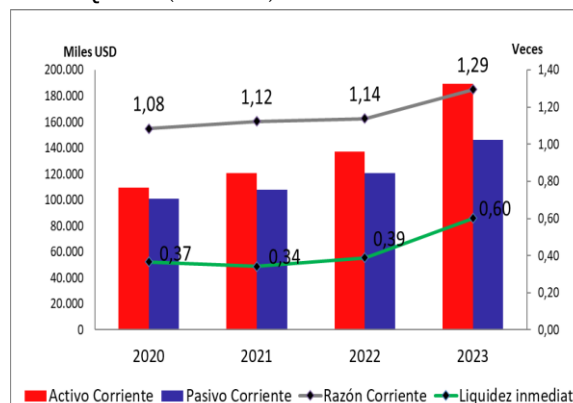
Flexibilidad Financiera

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 17,41% en diciembre de 2023.

CUADRO 21, GRÁFICO 11: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Indicador	2020	2021	2022	2023
Activo Corriente	109.663	120.795	137.281	189.052
Pasivo Corriente	101.098	107.609	120.604	146.019
Razón Circulante	1,08	1,12	1,14	1,29
Liquidez Inmediata	0,37	0,34	0,39	0,60



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

⁷³ La compañía realiza la repartición de Dividendos conforme lo dictamina la Junta de Accionistas.

Indicadores de Eficiencia

FARMAENLACE CIA. LTDA., durante el ejercicio económico analizado presentó un periodo de cobro promedio (2020-2023) 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 (2020-2023) aproximado de 65 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.

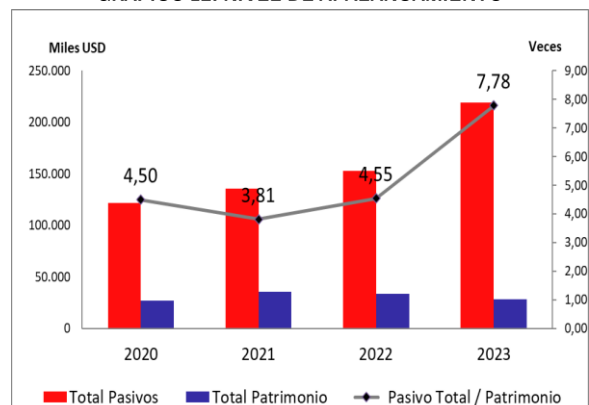
Finalmente, el indicador Duración de Existencias, registró 90 días en 2023 (82 días en el año 2022), siendo este el plazo que se mantiene el inventario en bodega.

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 30 días a diciembre de 2023, 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 12: 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 1,38 años a diciembre de 2023 (0,24 años en diciembre de 2022) y el indicador que relaciona el pasivo total/EBITDA (anualizado) a diciembre de 2023 fue de 4,33 años (2,87 años en diciembre de 2022), constituyéndose éste el plazo en el cual la empresa podría cancelar sus obligaciones con recursos propios.

Contingentes

De acuerdo a información proporcionada, al 31 de diciembre de 2023, FARMAENLACE CIA. LTDA., mantiene una operación como codeudor (0,32% de los activos a la fecha), 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 Bursátil⁷⁴

Hasta el 28 de enero de 2024, el Mercado de Valores autorizó 85 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 50 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y los 35 restantes en la Bolsa de Valores de Quito, registrando un monto autorizado de USD 640,50 millones, valor que representó 41,33% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 1.549,58 millones). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 27,24%, mientras que las titularizaciones representaron el 31,43%.

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

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2020	2021	2022	2023
ACTIVO				
Efectivo y equivalentes de efectivo	16.257	14.158	17.523	56.102
Cuentas por cobrar comerciales	18.705	17.464	23.117	21.528
Cuentas por cobrar relacionadas	73	12	4.168	4.146
Provisión cuentas incobrables	(553)	(545)	(1.712)	(1.832)
Inventarios	72.285	83.848	90.314	100.677
Otros Activos Corrientes	2.896	5.858	3.871	8.430
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	109.663	120.795	137.281	189.052
Propiedad, muebles y equipo neto	16.040	25.329	17.357	21.795
Otros Activos No Corrientes	22.728	24.904	31.976	36.266
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	38.768	50.233	49.333	58.061
TOTAL ACTIVOS	148.431	171.028	186.614	247.113
PASIVOS				
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	1.091	9.082	10.123	36.112
Proveedores locales y del exterior	58.724	53.633	71.736	82.595
Cuentas por pagar Relacionadas	2.047	7.865	2.795	-
Obligaciones Mercado de Valores	7.580	-	-	3.550
Pasivo por derecho de uso locales	3.510	4.333	5.254	(202)
Otros Pasivos Corrientes	28.146	32.696	30.696	23.965
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	101.098	107.609	120.604	146.019
Préstamos (Deuda bancaria LP)	87	0	0	20.000
Obligaciones Mercado de Valores L/P	0	0	0	9.950
Pasivos por derecho de uso	5.208	10.658	13.719	23.653
Valores de Garantía	11.988	13.040	13.696	13.902
Otros Pasivos No Corrientes	3.049	4.156	4.943	5.457
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	20.332	27.854	32.358	72.963
Deuda Financiera	10.805	16.947	12.918	69.612
Deuda Financiera C/P	10.718	16.947	12.918	39.662
Deuda Financiera L/P	87	0	0	29.950
TOTAL PASIVOS	121.430	135.463	152.962	218.982
PATRIMONIO				
Capital Social	8.000	8.000	8.000	8.000
Reservas	1.600	1.600	1.600	1.600
Utilidad neta del ejercicio	16.516	26.381	24.386	18.867
Resultados acumulados provenientes NIIFs	1.046	1.046	1.046	1.046
Resultados acumulados	-161	-1.462	-1.380	-1.381
TOTAL PATRIMONIO	27.001	35.565	33.652	28.132

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

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

Cuenta	2020	2021	2022	2023
Ventas	444.609	516.617	570.995	578.597
Costo de ventas	321.253	362.918	401.524	407.852
MARGEN BRUTO	123.356	153.699	169.471	170.746
TOTAL GASTOS	98.491	119.067	131.496	136.489
UTILIDAD OPERACIONAL	24.865	34.632	37.975	34.257
Gastos Financieros	2.778	3.321	7.577	8.487
Otros ingresos no operacionales	1.273	1.889	2.377	2.685
UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS	23.360	33.200	32.775	28.456
Impuesto a la Renta (menos)	6.844	6.819	8.389	9.589
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	16.516	26.381	24.386	18.867

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

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2020	2021	2022	2023
Gastos Operacionales / Ingresos	22,15%	23,05%	23,03%	23,59%
Utilidad Operacional / Ingresos	5,59%	6,70%	6,65%	5,92%
Utilidad Neta del Ejercicio / Ingresos	3,71%	5,11%	4,27%	3,26%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	150,55%	131,28%	155,72%	181,58%
Utilidad Neta / capital permanente	170,50%	274,80%	254,02%	47,70%
Utilidad Operativa / capital permanente	17,82%	21,19%	21,22%	14,31%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	7,71%	7,16%	9,75%	14,23%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	16,82%	12,59%	31,07%	44,98%
Rentabilidad				
Rentabilidad sobre Patrimonio	61,17%	74,18%	72,47%	67,07%
Rentabilidad sobre Activos	11,13%	15,42%	13,07%	7,63%
Rentabilidad Operacional / Activos Operacionales	49,29%	61,40%	67,47%	35,10%
Resultados Operativos Medidos / Activos Totales	16,75%	20,25%	20,35%	13,86%
Liquidez				
Razón Corriente	1,08	1,12	1,14	1,29
Liquidez Inmediata	0,37	0,34	0,39	0,60
Capital de Trabajo	8.565	13.186	16.677	43.033
Capital de Trabajo / Activos Totales	5,77%	7,71%	8,94%	17,41%
Cobertura				
EBITDA	37.437	48.160	53.366	50.586
EBITDA anualizado	37.437	48.160	53.366	50.586
Ingresos	444.609	516.617	570.995	578.597
Gastos Financieros	2.778	3.321	7.577	8.487
EBITDA / Ingresos	8,42%	9,32%	9,35%	8,74%
EBITDA/Gastos Financieros	13,48	14,50	7,04	5,96
EBITDA / Deuda Total	3,46	2,84	4,13	0,73
Flujo Libre de Caja / Deuda Total	4,85	2,07	3,94	1,03
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	2,30	2,04	2,94	0,49
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	10,69	6,13	0,00	0,00
Gastos de Capital / Depreciación	0,50	1,02	0,00	0,77
Solvencia				
Pasivo Total / Patrimonio	4,50	3,81	4,55	7,78
Activo Total / Capital Social	18,55	21,38	23,33	30,89
Pasivo Total / Capital Social	15,18	16,93	19,12	27,37
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	0,29	0,35	0,24	1,38
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	3,24	2,81	2,87	4,33
Deuda Financiera / Pasivo Total	8,90%	12,51%	8,45%	31,79%
Deuda Total de Corto Plazo / Deuda Total	99,19%	100,00%	100,00%	56,98%
Deuda Financiera / Patrimonio	40,02%	47,65%	38,39%	247,45%
Pasivo Total / Activo Total	81,81%	79,21%	81,97%	88,62%
Capital Social / Activo Total	5,39%	4,68%	4,29%	3,24%
Solidez				
Patrimonio Total / Activo Total	18,19%	20,79%	18,03%	11,38%
Eficiencia				
Periodo de Cobros (días)	15	12	15	14
Duración de Existencias (días)	82	84	82	90
Plazo de Proveedores (días)	67	54	65	74

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
Total Activos Corrientes	148.791.311	154.162.675	158.954.047	165.935.763	169.585.505	161.204.843
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
Total Activos No Corrientes	48.499.212	46.673.020	45.848.179	49.659.761	53.490.810	55.868.770
Total Activos	197.290.524	200.835.695	204.802.226	215.595.524	223.076.315	217.073.613
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
Total Pasivos	165.494.897	168.131.580	171.178.157	180.997.605	187.377.906	181.094.346
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
Patrimonio	31.795.626	32.704.116	33.624.069	34.597.919	35.698.409	35.979.266

Fuente: Estructura Financiera / Elaboración: Class International Rating