

Resumen Calificación Quinta Emisión de Papel Comercial (Estados Financieros febrero 2020)

FARMAENLACE CÍA. LTDA.**Calificación**

Mariana Ávila

Gerente de Análisis

mavila@globalratings.com.ec

Hernán López

Gerente General

hlopez@globalratings.com.ec

Instrumento	Calificación	Tendencia	Acción de Calificación	Metodología
Quinta Emisión de Papel Comercial	AAA		Inicial	Calificación de Obligaciones

Definición de categoría

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

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

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Fundamentos de Calificación

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A., en comité No. 105-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M. el día 14 de abril de 2020; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2016, 2017 y 2018, con sus respectivas notas, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha diciembre 2019 y febrero 2020, califica en Categoría AAA, a la Quinta Emisión de Papel Comercial FARMAENLACE CÍA. LTDA. (aprobado por la Junta General de Socios el 16 de marzo de 2020 por un monto de hasta USD 10.000.000).

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

- El sector farmacéutico, al ser complementario a los servicios de salud, se ha mantenido estable durante los últimos años y frente a la emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que sea uno de los servicios que no ha parado en su producción y venta.
- De igual forma la emergencia sanitaria ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas son difíciles de predecir. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es impredecible. En este contexto la compañía ha demostrado fortalezas y tiene un giro de negocios que incluso podría verse favorecido por los acontecimientos. Tal combinación de factores debería permitir sortear el

escenario antes mencionado sin mayores variaciones respecto de los resultados proyectados.

- La compañía tiene una adecuada administración y planificación. tiene implementado un directorio estatutario con miembros externos, que funciona de manera formal, manteniendo reuniones frecuentes, donde se formulan el plan estratégico y operativo de la empresa y se revisa su respectivo seguimiento.
- En lo que respecta a su posición financiera, FARMAENLACE CÍA. LTDA. ha presentado un índice de liquidez suficiente para cumplir con sus obligaciones en el corto plazo, un manejo adecuado de su cartera y de su endeudamiento; por otro lado, han aumentado las ventas en el periodo analizado, han mantenido su costo de ventas y estructura operativa, generando una eficiencia en sus resultados durante el periodo analizado. Se evidencia una cobertura adecuada del EBITDA sobre el gasto financiero y las deudas con costo en el corto y largo plazo.
- La Emisión bajo estudio está adecuadamente instrumentada, cumple con todos los requerimientos formales en su estructuración, contempla un compromiso adicional y un límite de endeudamiento.
- Los flujos proyectados son más que suficientes como para permitir a la empresa cumplir con todas las obligaciones derivadas de esta Emisión y con los demás requerimientos propios de su operación normal.

- Es opinión de Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. que FARMAENLACE CÍA. LTDA. mantiene una excelente

capacidad de pago en los términos y plazos pactados, la cual no se estima se vería afectada ante posibles cambios en el sector al que pertenece y a la economía en general.

Objetivo del Informe y Metodología

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

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

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la ponderación máxima en todos los aspectos que se analicen tiene que ver con la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes. Los demás aspectos tales como sector y posición de la empresa calificada en la industria, administración, situación financiera y el cumplimiento de garantías y resguardos se ponderan de acuerdo con la importancia relativa que ellas tengan al momento de poder cumplir con la cancelación efectiva de las obligaciones.

De acuerdo con el Artículo 5, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. 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.

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

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

La información que sustenta el presente informe es:

- Entorno macroeconómico del Ecuador.
- Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Información cualitativa proporcionada por el Emisor.
- Estructura del Emisor. (perfil de la empresa, estructura administrativa, proceso operativo, líneas de productos, etc.).
- Circular de Oferta Pública de la Emisión.
- Estados Financieros Auditados 2016 - 2018, con sus respectivas notas.
- Estados Financieros no auditados con corte de máximo dos meses anteriores al mes elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza.
- Detalle de activos y pasivos corrientes del último semestre.
- Depreciación y amortización anual del periodo 2016 - 2018.
- Depreciación y amortización hasta el mes al que se realiza el análisis.
- Detalle de los activos que respaldan la Emisión con corte a la fecha del mes con el que se realiza el análisis.
- Proyecciones Financieras.
- Reseñas de la compañía.
- Otros documentos que la compañía consideró relevantes.

Con base a la información antes descrita, Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. analiza lo descrito en el Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.

- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.
- Consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.
- Consideraciones sobre los riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados.

Emisor

- FARMAENLACE CÍA. LTDA. fue constituida mediante escritura pública el 23 de marzo de 2005 cuando Representaciones Ortiz Cevallos y Farmacéutica Espinosa se juntaron a través de una alianza estratégica.
- La compañía tiene como objeto social la importación, distribución, venta y comercialización de toda clase de medicinas, preparados de medicinas, artículos sanitarios, artículos e instrumentales médicos, higiene y limpieza. Asimismo, su operación principal se basa en la venta al por mayor de productos farmacéuticos, incluso veterinarios.
- El modelo de contrato con el que FARMAENLACE CÍA. LTDA. emplea a su personal es por medio de contratos indefinidos. Entre su personal cuenta con profesionales con una amplia experiencia y con alto nivel de exigencia profesional y ética; los cuales mantienen altos los estándares de calidad y brindan un servicio oportuno y una atención personalizada.
- FARMAENLACE CÍA. LTDA. cuenta con prácticas de Buen Gobierno Corporativo, que le permiten estructurar una mejora continua en la organización administrativa, determinando además que cada uno de los lineamientos son modificados desde el Directorio y apoyan a la toma de decisiones de la compañía.
- FARMAENLACE CÍA. LTDA. tiene diseñado un plan de responsabilidad social permanente, mediante el cual busca mejorar las condiciones de vida de las personas y de los grupos más necesitados a los que se dirige de forma continua.
- La compañía trabaja con un Sistema de Gestión de Calidad apoyado en la normativa ISO 9001:2015, donde se aseguran de que los productos que ofrecen a los clientes cumplen con los requisitos exigidos en la prestación de su servicio. También este sistema busca cumplir con todos los requisitos legales del país y requisitos reglamentarios cuando aplican.
- Por otro lado, FARMAENLACE CÍA. LTDA. cuenta con una certificación por Buenas Prácticas de Almacenamiento, Distribución y Transporte que garantiza a los clientes la adecuada entrega de sus productos. De esta manera, se tiene un correcto control de los procesos dentro de la compañía, los cuales se enfocan en: adquisición de la mercancía, almacenamiento, distribución a los puntos de venta y transporte para comercializarlos.
- Para cumplir con todos estos estándares, FARMAENLACE CÍA. LTDA. tiene a SERVIENTREGA Ecuador S.A. como aliado estratégico el cual le apoya en la gestión operativa de distribución a los puntos de venta y a la distribución de los productos a clientes específicos, le ayuda a abastecer toda su red de puntos de venta donde no llegan con su propia flota de camiones.
- Adicionalmente, la compañía cuenta con su propio Centro de Distribución (CEDIS) con el cual tienen la capacidad de brindar un servicio eficaz y oportuno para la entrega de los productos. El personal del Centro de Distribución se mantiene en constante capacitación para mantener un adecuado manejo de los recursos otorgados, fomentando la mejora continua del Sistema de Gestión de Calidad.
- FARMAENLACE CÍA. LTDA. opera con dos líneas de negocio principalmente las cuales son: distribución farmacéutica a través de la venta de productos a farmacias independientes y asociadas y el manejo de sus marcas propias donde llega directamente al consumidor final con sus puntos de venta.
- Dentro de estas dos líneas de negocio operan cinco diferentes marcas. Farmacias El Descuento y DIFARMES son las dos marcas que funcionan bajo la línea de distribución farmacéutica. Mientras que Farmacias MEDICITY, Punto Natural y Farmacias Económicas funcionan como marcas de farmacias propias.
- FARMAENLACE CÍA. LTDA. cuenta con 692 farmacias en total, de las cuales el 42,77% de ellas son propias (296 farmacias) y el 57,23% funcionan bajo franquicia (396 farmacias). Todas sus farmacias están distribuidas a nivel nacional y cada una de sus marcas apunta a segmentos diferentes para abarcar todo el mercado.
- Es importante mencionar que se manejan modalidades diferentes de venta para cada punto de venta. La compañía dentro de la línea de marcas propias realiza la mayor parte de sus ventas de contado al consumidor final. Mientras que la línea de distribución con farmacias independientes maneja un periodo de cobro de 60 días.

- FARMAENLACE CÍA. LTDA. mantiene una gama de diferentes estrategias de distribución con la que busca beneficiar a su propia cadena de farmacias y al pequeño empresario que opera su farmacia independientemente. A ellos se les ofrecen diferentes opciones de distribución como compra mayorista o incluso la opción de ser parte de la cadena a manteniendo una participación de su negocio propio, a manera de franquicia.
- Como estrategias este año la compañía ha planeado continuar con la consolidación de la empresa y generar un mayor crecimiento en ventas, siguiendo la estrategia principal de expansión y posicionamiento que la compañía ha mantenido desde su inicio en el año 2005. Dentro de esta estrategia principal entran varias estrategias claves de las que destacan la estrategia de mercado y la estrategia de cobertura.
- Durante el periodo 2016 - 2018, las ventas presentaron una tendencia creciente, pasando de USD 281 millones en 2016 a USD 381 millones en 2019. Es decir, un incremento del orden del 35,60% durante el periodo analizado.
- Los ingresos de la compañía provienen de diversas líneas de negocio dentro del sector farmacéutico. Hasta diciembre 2019 los ingresos se componen por la línea Económicas con el 62,62%, Medicity con el 17,51%, distribución con el 16,36%, PAF con 2,18% y otras menores con el 1,34%. Esta distribución es acertada, ya que permite al emisor diversificar sus fuentes de ingresos y mantener un comportamiento creciente aún en situaciones menos favorables del entorno.
- Una comparación entre los ingresos a diciembre de 2017 y diciembre de 2018 reflejó un incremento del 12,34%, efecto de mayores ventas en la línea de mercaderías, específicamente en la línea de mercadería económicas (+USD 26,07 millones), mantiene la mayor participación sobre el total de los ingresos (62% de las ventas totales para diciembre 2018). Así también creció la línea de ventas Medicity (+USD 3,4 millones) y la línea de distribución (+USD 9,08 millones).
- La tendencia presentada se acentuó para diciembre 2019. Una comparación entre los ingresos interanuales refleja un incremento del 6,36%, efecto de mayores ventas de la línea Económicas (+USD 16,27 millones), de la línea de distribución (+USD 6,48 millones) y Medicity (+USD 767 mil), compensado parcialmente por disminución en la línea PAF (-USD 471 mil) y Punto natural (-USD 214 mil).
- Para diciembre 2019. Una comparación entre los ingresos interanuales refleja un incremento del 6,36%, efecto de mayores ventas de la línea Económicas (+USD 16,27 millones), de la línea de distribución (+USD 6,48 millones) y Medicity (+USD 767 mil), compensado parcialmente por disminución en la línea PAF (-USD 471 mil) y Punto natural (-USD 214 mil).
- El costo de ventas presentó una tendencia estable alrededor del 73 % durante el periodo de estudio (2016 - 2018), coherente con la composición de las ventas realizadas. De esta manera, pasa de un 73,34% sobre las ventas totales el 2016 a 73,14% en 2017 y finalmente 73,63% en 2018. El costo de ventas es una consecuencia de la conformación de las ventas y del tipo de modelo de negocio que se está empleando.
- Al 31 de diciembre de 2019, el costo de ventas de la empresa totalizó USD 277,54 millones y representó el 72,87% de los ingresos, siendo inferior al registrado en diciembre de 2018 (73,63%) comportamiento que va atado al comportamiento antes descrito. Específicamente, existieron mayores ventas en las líneas de “económicas” y “medicity” que contribuyen con un mayor margen de ganancia que otras líneas de la compañía, como por ejemplo “distribución”.
- El EBITDA a diciembre 2018 cubrió 8,69 veces el gasto financiero del año; en promedio durante el periodo (2016 - 2018) el EBITDA cubrió en 15,69 veces el gasto financiero; para diciembre 2019 la cobertura aumentó hasta 13,61 veces. La cobertura que se mantiene es holgada y esperan se mantenga. Para febrero del 2020 el EBITDA cubrió los gastos financieros en un 19,23%, demostrando la facilidad con la cual la empresa puede cubrir sus gastos financieros.
- En cuanto a los gastos financieros, éstos se mantienen en niveles no superiores al 0,7% de las ventas durante el periodo de análisis. Para 2018 los gastos financieros incrementaron considerablemente, principalmente por mayores intereses percibidos por concepto de obligaciones financieras y a intereses por valores en garantía. Deteriorando de esta manera la relación EBITDA/ gastos financieros para 2018.
- Fruto de lo anterior se evidenció una utilidad neta positiva, pasando de USD 9,21 millones (3,28% del total de las ventas) en 2016 a USD 11,65 millones (3,66% del total de las ventas) en 2017, USD 11,03 millones (3,08% del total de las ventas) en 2018 y USD 12,17 millones (3,19% del total de las ventas) en 2019.
- La tendencia del activo fue creciente en el periodo 2016 - 2018, incrementó en promedio un 15,19% alcanzando un valor de USD 125,82 millones en 2018. El aumento en el activo para 2017 y diciembre 2018 se fundamenta en la adquisición de inventarios, cuentas por cobrar comerciales (facturación por venta a crédito, con plazo de hasta 90 días), coherente con el incremento en las ventas y en las inversiones y adiciones en propiedad, planta y equipos.
- El análisis hasta diciembre 2019 delató un incremento del orden del 2,17%, concentrado específicamente en los activos no corrientes, donde existió un aumento del 43,17% frente a diciembre 2018. Se evidenció un alza en otras cuentas por cobrar largo plazo (+USD 1,93 millones), coherente con una reestructuración de las otras cuentas por cobrar corrientes de 2018 (principalmente valores por recuperar franquicias) y a mayor propiedad, planta y equipos, por concepto de costo histórico por derecho de uso de locales (aplicación NIIF 16).
- Para febrero del 2020, se evidenció una contracción en el activo del orden de los -6,74%, siendo este principalmente causado por una contracción de -9,71% en el activo corriente. Los inventarios disminuyeron en USD 9,07 millones, causado por eficiencias en manejo de inventarios; así también, se

redujo el nivel de cuentas por cobrar comerciales (-USD 4,47 millones), de acuerdo con una mayor recuperación. Compensado parcialmente por mayores niveles de efectivo y equivalentes (+USD 2,16 millones) e inversiones temporales (+USD 2,54 millones).

- Durante el periodo 2017 - 2018 se evidenció una concentración de la cartera por vencer. Adicionalmente se debe considerar que las cuentas más antiguas se encontraban cubiertas por una provisión para incobrables por USD 144 mil en 2017 y USD 317 mil en 2018.
- Esta mejora también se ve reflejada a diciembre 2019, donde se concentró el 95% de la cartera con clientes hasta 90 días, demostrando que se trata de una cartera sana.
- Los inventarios en diciembre 2019 llegaron a USD 59,74 millones con una disminución del 10,76% respecto diciembre de 2018. Relación que vino dada por cambios en el punto de venta: i) cambio en el modelo de pronóstico ii) cambio en el modelo de abastecimiento utilizado ii) nuevas parametrizaciones en las frecuencias y niveles de inventario y a cambios en la bodega central: i) se contrató una consultoría para el proceso de mejora de compras (G3M) ii) cambio en la estructura de la empresa iii) cambio en los procesos internos y de control.
- Los días de inventario disminuyeron hasta niveles inferiores a los registrados durante el histórico, llegando a 77 días en diciembre 2019 y a 71 para febrero 2020. Determinando que cuentan con inventarios para alrededor de dos meses, mejorando de esta manera la utilización del efectivo y la necesidad de recursos.
- Para diciembre 2019 y producto de la aplicación de la NIIF 16 existió un incremento en propiedad, planta y equipos (+USD 10,34 millones frente a diciembre 2018) de acuerdo con la adición de activos por derechos de uso de los locales.
- La concentración del pasivo en los últimos 3 años ha sido en promedio, 85% en los pasivos corrientes y 25% en los pasivos no corrientes, situación que se mantuvo para diciembre 2019, donde el 80% de los pasivos son corrientes.
- Durante el periodo de estudio (2016 - 2018) los pasivos pasaron de USD 71,80 millones en el 2016 a USD 104,70 millones en 2018. Las cuentas por pagar comerciales representaron el 53,97% del total del pasivo a diciembre de 2018 (USD 56,51 millones), reflejando un incremento del 25,43% respecto del valor del 2017 (USD 45,05 millones), producto de la mayor actividad por parte de la compañía; este rubro alcanzó el valor más alto en 2018 respecto del histórico (2016 - 2018).
- Para 2018 destacó un incremento en el rubro cuentas por pagar comerciales (+USD 11,46 millones) coherente con el aprovisionamiento de inventarios previamente comentado. Así también existieron nuevos préstamos financieros en el corto plazo (+USD 5,07 millones), principalmente con Banco Bolivariano C.A. y Citibank N.A.
- En el análisis hasta 2019, el pasivo total aumentó USD 888 mil en comparación a diciembre 2018, cambio que se presentó principalmente por la cancelación de cuentas por pagar comerciales (-USD 5,09 millones). Adicionalmente, destacó el rubro de pasivos por derechos de uso locales corto y largo plazo (cuentas que no existieron para 2018) producto de la implementación de la NIIF 16. Así también, la colocación de la Cuarta Emisión de Papel Comercial por un monto de hasta USD 10 millones en el corto plazo. Destacó el pago de dividendos de los resultados de 2018, afectando el rubro cuentas por pagar socios (-USD 4,96 millones).
- Para febrero del 2020, el pasivo corriente pasó a representar el 78,96% del pasivo total, frente a 77,95 de febrero del 2019. La cuenta más representativa es la de cuentas por pagar comerciales con 50,75% (USD 52,71 millones), mostrando la tendencia de la compañía a financiarse con proveedores a crédito en lugar de instituciones financieras o accionistas. La composición de los pasivos de la empresa nos muestra la preferencia que tienen a financiarse con deuda de corto plazo en lugar de deuda a largo plazo.
- La deuda con costo de la compañía (obligaciones con instituciones financieras y Mercado de Valores) a diciembre 2019 presentó un incremento del 0,64% respecto a diciembre de 2018 (incremento de USD 108 mil). De esta manera, la deuda con costo de corto plazo aumentó desde USD 13,71 millones a diciembre del 2018 a USD 15,97 millones a diciembre 2019. Por su parte, la deuda de largo plazo disminuyó desde USD 3,18 millones en diciembre 2018 a USD 1,04 millones a diciembre 2019. La compañía busca financiarse a tasas fijas para mitigar la exposición al riesgo de crédito.
- Las cuentas por pagar comerciales tienen una participación promedio sobre el pasivo del 56,50% (2016 - 2018). Al 31 de diciembre de 2019, este rubro corresponde exclusivamente a proveedores por pagar y todas tienen plazos menores a un año. Estas obligaciones muestran una disminución de USD 5,09 millones respecto de diciembre de 2018. FARMAENLACE CÍA. LTDA. se apalanca más a través de proveedores que mediante deuda financiera. Para febrero del 2020, las cuentas por pagar comerciales representaron el 51% del pasivo.
- Producto de lo anteriormente mencionado, los pasivos pasaron de financiar el 77% de los activos en 2016 a financiar el 83% de los activos en 2018 y 82% para diciembre de 2019 (84% para febrero de 2020). evidenciando que durante el periodo analizado la empresa ha optado por financiarse más mediante recursos de terceros que a través de recursos propios. La empresa ha reducido su dependencia en los pasivos de corto plazo al reducir el pasivo corriente/pasivo total del 86% el 2016 a 80% hasta diciembre 2019 (79% para febrero de 2020), mientras que la deuda financiera/pasivo total se mantuvo en niveles cercanos al 16,14% en 2018 y se mantuvo en 16,10% para diciembre 2019. (12,28% para febrero 2020).

- Otro rubro de interés lo constituye el rubro valores en garantía, correspondientes a los valores recibidos de inventarios y efectivo como garantía por parte de los franquiciados de la cadena de farmacias “Medicity”, “Economicas” y “Descuento”; con el objeto de garantizar el cumplimiento de todas las obligaciones contraídas por los mismos conforme contratos suscritos entre las partes y cuyo valor debe ser devuelto al terminar el contrato con cada franquiciado. Los valores en garantía han generado durante el año 2018 una tasa de rendimiento anual del 7,7% que constituye la tasa promedio de todas las obligaciones financieras que FARMAENLACE CÍA. LTDA. mantuvo durante el año.
- El patrimonio mantuvo un comportamiento estable durante el periodo 2016 - 2018, producto de utilidades registradas por USD 11,65 millones, dividendos declarados por USD 11,61 millones y apropiación de reserva legal por USD 35 mil. Durante 2018 existieron utilidades por USD 11,03 millones, dividendos distribuidos por USD 11,65 millones correspondiente a los resultados obtenidos durante el año 2017.
- Históricamente el patrimonio se encuentra conformado principalmente por el capital social representando el 37,23% y resultados del ejercicio representando el 49,49% promedio (2016 - 2018) del patrimonio total.
- El capital social representó en el 2018 el 37,88% del patrimonio (34,84% a diciembre 2019). El incremento en el patrimonio entre 2018 y 2019 se debió a mayores resultados obtenidos durante el ejercicio en curso.
- En lo que respecta al índice de endeudamiento, éste se encontró en torno a 0,82 en diciembre 2019 (0,84 para febrero 2020) reflejando un medio nivel de deudas; se debe considerar que la deuda financiera creció fruto de nuevos préstamos con Citibank N.A., Banco Bolivariano C.A. y a la colocación de la Cuarta Emisión de Papel Comercial, llegando a representar la deuda con costo el 74% del patrimonio.
- El análisis de la combinación de activos corrientes y pasivos corrientes demostró que el capital de trabajo ha mantenido números positivos en el periodo 2016 - 2018. A diciembre 2018, se presentó un capital de trabajo de USD 7,65 millones (USD 3,36 millones para diciembre 2019). Debido a que la empresa mantiene niveles de inventario relativamente altos, la prueba ácida tuvo valores inferiores al índice de liquidez.
- Históricamente se evidencia que la compañía mantiene un mayor plazo de días de pago frente a los días de cobro, evidenciando que contarán con los recursos suficientes para cubrir con sus obligaciones. Para 2019 los días de cobro (19 días) son menores a los días de pago (89 días) motivo por el que la compañía ha mantenido un nivel de liquidez adecuado.

Instrumento

- Con fecha 16 de marzo de 2020, la Junta General de Socios de FARMAENLACE CÍA. LTDA. autorizó la Quinta Emisión de Papel Comercial por un monto de hasta USD 10.000.000, de acuerdo con las siguientes características:

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

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

RESGUARDOS DE LEY

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

No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.

COMPROMISOS ADICIONALES

Mantener una relación Activo Corriente/Pasivo Corriente superior a 1,06 (uno punto cero seis) veces para el mes de diciembre de cada año, y una relación Activo Corriente/Pasivo Corriente superior a 1,03 (uno punto cero tres) para los periodos intermedios. Para este análisis no se tomarán en cuenta las cuentas relacionadas con la NIIF 16. En este caso, se excluirá la cuenta pasiva por derecho de uso locales corto plazo del análisis de la relación Activo Corriente/Pasivo Corriente.

LÍMITE DE ENDEUDAMIENTO

Mantener una relación Deuda Financiera/EBITDA inferior a 1,7 (uno punto siete) veces (EBITDA es igual a utilidad operativa más depreciación más amortización. En los semestres intermedios, el EBITDA será anualizado de manera lineal).

Riesgos previsible en el futuro

Según el Literal g, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

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

Según el Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera., Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsible de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados los siguientes:

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

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros que mantienen sobre los activos.
- Al ser el 47,55% de los activos, correspondientes a inventarios, existe el riesgo que éstos sufran daños, por mal manejo, por obsolescencia o pérdidas, provocando que la empresa no tenga producto que vender o provocando retrasos en las entregas. La empresa mitiga el riesgo a través de un control permanente de inventarios y controles de calidad de los productos al ingresar a la compañía, evitando de esta forma pérdidas o daños.

Al darse cumplimiento a lo establecido en el Literal h, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, que contempla las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas:

Dentro de las cuentas por cobrar que mantiene FARMAENLACE CÍA. LTDA. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 14 mil por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 0,02% del total de los activos que respaldan la Emisión y el 0,01% de los activos totales. Por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión no es representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos lo que tendría un efecto negativo en los flujos de la empresa. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

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

Atentamente,

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