



**ACTUALIZACION DE LA  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LA  
OCTAVA Y NOVENA EMISIÓN DE  
OBLIGACIONES  
DE LA COMPAÑÍA ANÓNIMA  
LABORATORIOS INDUSTRIALES  
FARMACÉUTICOS ECUATORINOS LIFE**



NUESTRA EXPERIENCIA ES VIDA

**NOVIEMBRE 2015**

[www.scrla.fin.ec](http://www.scrla.fin.ec)

VIII EMISIÓN DE OBLIGACIONES		IX EMISION DE OBLIGACIONES	
<b>Monto de la emisión:</b>	Hasta por US\$1'500.000.00	Hasta US\$ 3'000.000.00	
	US\$75.000	US\$2,291,042	
<b>Plazo:</b>	1,800 días Clase V	Clase A:1.800 días y Clase B:2.160 días	
<b>Tasa de interés:</b>	7.50% Fija Anual	8% Fija Anual	
<b>Amortización de capital e intereses :</b>	Trimestral	Cada noventa días	
<b>Destino de los fondos:</b>	100 %Capital de Trabajo	100% financiar inversiones en activos productivos, así como también, financiar parte del capital de trabajo de la empresa.	
<b>Garantías y Resguardos:</b>	Garantía General Resguardos de Ley de acuerdo a LMV	Garantía General, Resguardos de Ley	
<b>Resguardo Voluntario:</b>	Nivel de endeudamiento con costo hasta el 80% de los activos	Nivel de endeudamiento con costo hasta el 70% de los activos	
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.		

EMISION DE OBLIGACIONES	CALIFICACION INICIAL	ENERO 2014	MAYO 2014	NOVIEMBRE 2014
VIII- OCT-2010	AAA	AAA	AAA	AAA
IX NOV-2013	AAA		AAA	AAA

#### CALIFICACIÓN ASIGNADA

VIII EMISIÓN DE OBLIGACIONES **AAA**  
IX EMISIÓN DE OBLIGACIONES **AA**

El Comité de Calificación de nuestra Institución, en la sesión del 30 de Noviembre de 2015, basado en los análisis efectuados por el personal técnico, a partir de la información financiera auditada proporcionada por el Emisor, ha resuelto mantener la calificación de la VIII Emisión de Obligaciones de **Compañía Anónima Laboratorios Industriales Farmacéuticos LIFE.**, en la categoría de riesgo de "AAA" y asignar a la IX Emisión de Obligaciones la categoría de riesgo de "AA" definidas como:

#### AAA

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen la más alta 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.

#### AA

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

*Conforme al Título II, Subtítulo I, Capítulo I, Sección I, Artículo 1 Inscripción en el Registro del Mercado de Valores El informe de calificación se realizó en base a información proporcionada por el emisor y obtenida de los Estados Financieros Auditados.*

*Dando cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores, a nombre de la Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana SCRL S. A., y en mi condición de representante legal de la Empresa, declaro bajo juramento que ni la calificadora de riesgo, ni sus administradores, miembros del Comité de Calificación, empleados en el ámbito profesional, ni los accionistas, se encuentran incurso en ninguna de las causales previstas en los literales del mencionado artículo. Además, cabe destacar que la calificación otorgada por la Calificadora, no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.*

#### PRESENCIA BURSÁTIL

El Emisor se encuentra inscrito en el Registro de Mercado de Valores como emisor privado del sector no financiero bajo el No. 95.1.1.066 ; con fecha de inscripción 1995.01.03 con la VIII emisión de obligaciones por el monto de US\$ 1.5 millones cuyos títulos se encuentra inscritos bajo el número 2010.1.02.00870, con fecha de inscripción 2010.12.10 y la IX Emisión de Obligaciones por un monto de US\$ 3.0 millones cuyos valores se encuentran inscritos bajo el No. 2014.1.02.01289 con fecha de inscripción en RMV 2014.03.24

## FUNDAMENTACIÓN

La abrupta caída del precio del petróleo en los mercados internacionales, delinea para el año 2015 un escenario de condiciones muy diferentes a las experimentadas en el último quinquenio. Ecuador en su calidad de país exportador de crudo, enfrenta presiones de orden fiscal obligando a las autoridades a revisar el presupuesto de inversión y gasto inicialmente planteado. Al mismo tiempo, el fortalecimiento del dólar en los mercados cambiarios incide sobre los resultados de la Balanza Comercial toda vez que las exportaciones locales se vuelven menos competitivas frente a la oferta de países en posibilidad de devaluar su moneda, debiéndose por ello buscar medidas que desestimen las importaciones de bienes que compiten con la producción interna.

Dada la política de atención social seguida por el presente gobierno, uno de los sectores que mayor inversión ha recibido ha sido el sector de la salud impulsando ello los niveles de operación de las diferentes actividades involucradas en esta industria, entre ellas la de provisión de productos farmacéuticos. Conforme a ello, el mercado de fármacos éticos ha venido creciendo sostenidamente en los últimos periodos hasta superar al momento el rango de \$1.000 millones, mientras que el de productos vendidos sin receta está cercano a \$200 millones.

LIFE que en el año 2014 registró un nivel de ingresos de \$41.9 millones, mantiene una importante participación dentro del mercado farmacéutico del país como uno de los principales laboratorios fabricantes locales de compuestos. En esta línea, sus resultados al mes de septiembre del presente año suman \$32.9 millones guardando relación con lo alcanzado anteriormente, siendo originados en 89.6% por la venta fármacos para la salud humana, 9.4% de productos para salud animal, y 1.0% de productos de consumo masivo.

El costo de producto vendido en los últimos periodos y corte interno asciende a 63.82%, alcanzando un margen bruto de 36.18%, con gastos operativos del orden de 32.74% en promedio, la Compañía muestra una utilidad operacional de 2.19%. A Septiembre 2015 la firma Emisora presenta activos promedios de US\$49.01 millones con una rentabilidad de 2.09%, con lo cual está en capacidad de generar un flujo de US\$767 mil por periodo.

La estructura de capital de la Empresa a Septiembre de 2015, está compuesta por US\$11.44 millones de deuda financiera y US\$22.00 millones de inversión accionarial, lo cual muestra una relación de 0.52 veces, entre ambas fuentes de fondos. Los pasivos con costo financian cerca del 22.62% del monto total de activos, los que en su mayoría serán de largo plazo. Los activos líquidos guardan debido calce con los vencimientos corrientes de los pasivos.

A partir del análisis conjunto de los factores de riesgo cuantitativos y cualitativos señalados, el Departamento Técnico de la firma propone como Calificación Preliminar del presente proceso, la Categoría de Riesgo a la octava y novena emisión de obligaciones de la **COMPAÑÍA ANONIMALABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS LIFE**, la **Calificación Preliminar de "AA"**.

Las emisiones de obligaciones objeto de actualización, están estructuradas con las garantías y resguardos establecidos en los términos señalados en la normativa legal vigente y según lo previsto en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

A pesar de contar con una importante participación en un mercado de gran atractivo por tratarse de productos de primera necesidad, la firma emisora presenta una menor holgura de pago de sus obligaciones financieras debido a los mayores montos de endeudamiento en que ha incurrido para financiar nuevas líneas de producción.

Dada las condiciones presentes que muestran los factores de riesgo cuantitativos expuestos en la Calificación Preliminar, el Comité de Calificación una vez revisados las características propias del instrumento, ha decidido mantener a la **octava emisión de obligaciones de COMPAÑÍA ANONIMA LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS LIFE**, hasta por el monto de **US\$1.5 millones en la categoría de riesgo de "AAA"** y **asignar a la novena emisión de obligaciones de COMPAÑÍA ANONIMA LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS LIFE**, hasta por el monto de **US\$3.0** en la categoría de riesgo de **"AA"**.

### 1. Calificación de la Información.

Para los procesos de actualización de riesgo, el Emisor ha proporcionado entre otros requerimientos de información, lo siguiente: Estados Financieros auditados desde el 2002 al 2009, bajo las Normas Ecuatorianas de Contabilidad NEC, estados financieros auditados 2010-2014 preparados bajo NIIF, además del corte interno sin auditar al 30 de Septiembre 2015 bajo NIIF; detalle de activos libres de Gravámenes al mismo corte mencionado,

entre otra información de orden cualitativo y cuantitativo del sector en el que se desenvuelven las actividades comerciales de la Entidad. La evaluación de los elementos cualitativos del riesgo de la industria se ha realizado en base al análisis de información provista directamente por la Institución, y la extraída de otras fuentes externas.

Los Estados Financieros de los años 2006-2009 fueron auditados por la firma UHY Audit & Advisory Services con SC-RNAE No.643 en los que expresan su opinión de razonables en todos los aspectos importantes, la situación financiera de la Compañía excepto por la siguiente nota: "La compañía reconoce ciertos beneficios laborales establecidos en el Código de Trabajo de la República del Ecuador y en el Contrato Colectivo Vigente sobre la base del efectivo. Es nuestra opinión, que las Normas Ecuatorianas de Contabilidad requieren que el costo de dichos beneficios se reconozca íntegramente en los resultados del período en función de su devengamiento".

Los Estados Financieros del año 2010 fueron auditados por la firma DBRAG Auditores Cía Ltda. con RNAE No. 320, en los que expresan su opinión favorable sin excepción ni salvedades de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera. Los estados financieros de los años 2011, 2012 2013 y 2014 fueron auditados por la firma Grant Thornton con RNAE No. 322, en los que expresan presentan razonablemente respecto de todo lo importante la situación financiera de Compañía Anónima Laboratorios Industriales Farmacéuticos Ecuatorianos LIFE. En el auditado 2013 entre las contingencias, el auditor expresa que a la fecha de su informe de auditoría se encuentra pendiente de revisión por parte de las autoridades tributarias las declaraciones de impuesto a la renta de los años 2010 al 2013. En el auditado 2014 entre las contingencias, el auditor expresa que a la fecha del informe mantiene los siguientes juicios en su contra: Juicio entablado por el Sr. Johnny Chica, por una cuantía de US\$140,000 de indemnizaciones por despido intempestivo, del cual la administración espera una resolución a su favor; Juicio entablado por el Sr. Carlos Almeida, por una cuantía de US\$35,053 por juicio laboral, del cual también la administración espera una resolución a su favor; El Municipio de Quito emitió un título de crédito por el valor de US\$131,270 por no mantener licencias de reconocimiento de edificaciones existentes, la administración a efectuado una provisión por US\$160,200; Al 31 de Diciembre Life mantiene procesos judiciales en contra de la Dirección Provincial de Salud del Guayas, por proceso administrativo por incumplimiento de Normativa sobre etiquetado, sería sancionado con multa de 10 salarios básicos unificados del trabajador en general, decomiso y clausura temporal o definitiva del establecimiento, se inicio la etapa de pruebas, del cual la administración de la compañía espera una resolución favorable. *Cabe resaltar que la calificación otorgada está basada en la información proporcionada por el Emisor para el efecto, la cual debe cumplir con los requerimientos exigidos por la normativa legal, siendo el Emisor responsable de que la documentación entregada a la Calificadora sea idéntica a la presentada ante el organismo de control, sin perjuicio de que cualquier diferencia entre la información evaluada por la Calificadora y la presentada al ente de control pueda ser -una vez comunicada a la Calificadora- conocida y analizada por ésta en un nuevo Comité de Calificación.*

## 2. Análisis de la Solvencia Histórica del Emisor

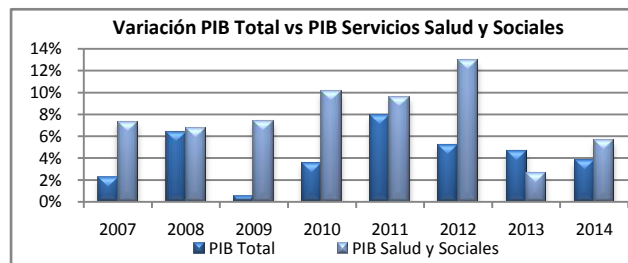
El cálculo de la cobertura histórica de los gastos financieros de la presente emisión se basó en información financiera anteriormente mencionada. La cobertura de gastos financieros se obtuvo de confrontar el flujo de efectivo depurado promedio entre los periodos anualizados bajo NEC y el flujo depurado bajo NIIF, generado por los activos productivos de la Empresa con los gastos derivados de la deuda financiera que a la fecha son conocidos. Los activos contables han sido ajustados para eliminar aquellos que no han contribuido a la generación de flujo de efectivo. La deuda financiera que mantiene la Empresa al momento de la calificación de riesgo fue incluida en el análisis con una tasa igual a la tasa vigente ponderada de dichos créditos, organizados por acreedor. El resultado obtenido reflejó que históricamente los gastos financieros han sido cubiertos por el flujo depurado de los ejercicios anteriores de manera suficiente.

	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	Sept- 2015
<b>Activos Ajustados Promedio</b>	US\$39,112,685	US\$40,124,280	US\$42,428,520	US\$46,113,181	US\$49,012,477
Flujo Depurado Ejercicio	US\$2,205,101	US\$5,342,004	US\$3,623,083	US\$2,684,160	US\$767,128
% Rentabilidad Act. Prom. Ejercicio	5.64%	13.31%	8.54%	5.82%	2.09%
Flujo Depurado					US\$1,937,880
Gasto financiero a la fecha (Septiembre-2015)					US\$ 559,659
Cobertura Histórica de Gastos Financieros					3.46
Pasivos Exigibles / EBITDA:					6.69

### 3. Evaluación de los Riesgos de la Industria

Considerando el origen del flujo de fondos generado por la empresa emisora, el análisis del riesgo de la industria en que se desenvuelve se sustenta en la evaluación de las características del sector de salud y del mercado farmacéutico en el Ecuador. Analizando en conjunto los factores señalados en los párrafos precedentes se establece que el sector de la salud en Ecuador y la industria farmacéutica mantienen un comportamiento positivo, y dadas sus características de ofrecer un servicio considerado como básico y de creciente atención, se considera que el riesgo industrial es bajo.

Las cifras del Banco Central del Ecuador (BCE) integran a este sector en la actividad económica denominada "Servicios Sociales y de Salud", la cual presentó en promedio un crecimiento real de 8% desde el año 2007, superando el ritmo de la economía en su conjunto que reflejó un crecimiento promedio del Producto Interno Bruto (PIB) total del país de 4.3% en igual lapso. De acuerdo a las cifras preparadas por el BCE, en el año 2011 el PIB del sector Salud y Sociales creció en 9.6%, mientras que en el año 2012 aumentó a 12.9%, aunque dicha tendencia se vio atenuada en el año 2013 con un crecimiento de apenas 2.6% (versus un incremento de 4.6% para el total de la economía en 2013). En el primer trimestre de 2014 se registró un crecimiento de 4.9% para la economía del país respecto a similar periodo del año previo, mientras que el sector alcanzó una expansión de 6.5% en igual lapso, al tiempo que proyecciones oficiales estimaban un incremento de 5.6% para el sectorial cierre del 2014, cuando la economía en su conjunto creció en 3.8%.



Fuente: Banco Central del Ecuador

Según datos de la Organización Mundial de la Salud (WHO por sus siglas en inglés) el gasto total en salud del país ha crecido de forma significativa en los últimos años, pasando de representar 3.6% del PIB en el año 2000, a 6.5% en 2006 y a 6.4% en 2012. El gasto per cápita en salud ha mostrado también una evolución importante desde los US\$198 (PPP) del año 2000 a US\$489 en 2006 y US\$652 en 2012. Respecto a su composición, la participación del gasto público respecto al gasto total en salud se incrementó de 31.2% en el año 2000 a 31.6% en 2006 y 44.8% en 2012, impulsada por el incremento del gasto general del Gobierno y la evolución del peso que ha tenido el gasto público en salud respecto al gasto general del Gobierno (que pasó de 6.4% a 7.3% y a 7.1%, respectivamente). A su vez, la participación del gasto privado en los gastos de salud bajó de 68.8% en 2000 a 68.4% en 2006 y a 55.2% en 2012, de los cuales en el último año US\$2,875 millones correspondieron a gasto de bolsillo (93% del gasto privado en salud) y US\$114 millones a gasto en seguros privados (4%), mientras que en el año 2000 ambos pesos relativos fueron de 85% y 5%, respectivamente.

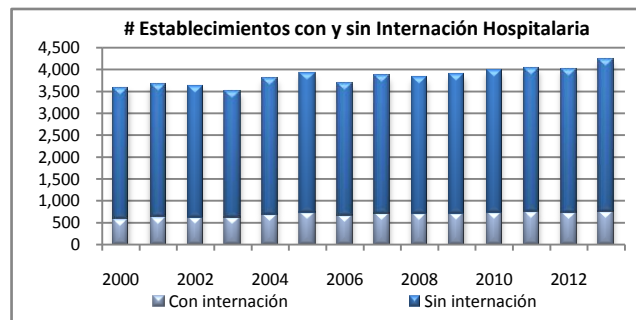
El sistema de salud pública del Ecuador cubre gran parte del territorio, incluyendo prestadores de servicios de salud de naturaleza pública y privada. Del sector público participan: Ministerio de Salud Pública (MSP), Ministerio de Inclusión Económica y Social (MIES), servicios de salud de los gobiernos locales, y las entidades del sistema de seguridad social -Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS), Instituto de Seguridad Social de las Fuerzas Armadas (ISSFA) e Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional (ISSPOL).-El MSP atiende a la población en general, principalmente aquellos sin cobertura prepagada ni de seguridad social (que actualmente representa poco menos de la mitad de la población, cuando hasta 2010 había sido de alrededor del 80%), mientras que el MIES y los gobiernos locales mantienen programas y establecimientos de salud para atención de la población no asegurada, y las instituciones de seguridad social cubren a la población asalariada afiliada.

Entre los prestadores privados de salud se encuentran entidades con fines de lucro (hospitales, clínicas, dispensarios, consultorios, farmacias y empresas de medicina prepagada) y organizaciones no lucrativas y deservicio social. Los seguros privados y empresas de medicina prepagada cubren aproximadamente 3% de la población con ingresos medios y altos. Además existen no menos de diez mil consultorios médicos particulares, en general dotados de infraestructura y tecnología elementales, ubicados en las principales ciudades.

Según las cifras más recientes publicadas por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), en el año 2013



se hallaban registrados 4,223 establecimientos de atención a la salud en el país (versus 3,582 establecimientos en el año 2000, 3,912 en 2005 y 3,981 en 2010), lo que significó un aumento anual de 5.2% y de los cuales 765 eran establecimientos con internación y 3,458 sin internación. Del total de establecimientos 82% pertenecían al sector público, incluyendo 50.3% del MSP, 23.2% del IESS y del Seguro Social Campesino, y 8.6% correspondían a gobiernos locales, otros ministerios y otras entidades que reciben fondos públicos. Los establecimientos de salud del sector privado representaban 18% del total, incluyendo 14.3% de clínicas y hospitales con fines de lucro y el restante 3.7% correspondía a instituciones no lucrativas.



Fuente: INEC

En el caso de los hospitales, cifras del INEC del año 2013 dan cuenta que en el país existían 783 hospitales, con 23,667 camas disponibles que significaron 1.5 camas por cada mil habitantes y con un porcentaje de ocupación de las camas disponibles de 58.2%. Del total de hospitales, 24.1% pertenecían al sector público, aunque éstos aportaban con 62.8% del total de camas disponibles, manteniendo un porcentaje de ocupación de camas de 73.1%.

El sector Salud en Ecuador se encuentra actualmente en una fase de crecimiento, tal como se dio a mediados de la década de los 90's cuando el fortalecimiento se dio por el auge de las empresas privadas de medicina prepagada, si bien ahora son el MSP y el IESS los principales motores del incremento de las inversiones del sector en los últimos años. En el caso del MSP, el número de sus establecimientos registrados pasó de 1,674 en el año 2002 a 2,122 en 2012, contribuyendo con alrededor de tres cuartas partes de los nuevos establecimientos que surgieron en dicho lapso. A su vez, hasta hace pocos años, los hospitales trabajaban hasta a un 60% de su capacidad con un importante componente de pacientes afiliados a empresas de medicina prepagada; ahora hay entre un 20% y 25% más de ocupación que se ha dado por pacientes cubiertos por el IESS, reflejado por la inversión que éste destinó para los contratos con los prestadores externos (que llegó a más de US\$1,350 millones entre 2012 y la primera mitad de 2014, según ha trascendido a medios de comunicación). La creciente demanda de atención médica ha provocado que el IESS haya efectuado desde mediados del año 2008 inversiones por cerca de US\$600 millones del fondo de salud, para remodelar y repotenciar sus hospitales (solo en 3 hospitales de tercer nivel –los de mayor complejidad- las inversiones superaron los US\$200 millones), mientras que en el año 2013 se presupuestaron 214 millones para nueva infraestructura. Con estas inversiones la capacidad de atención del IESS ha aumentado en cerca de 800 camas, a lo que se suma la construcción de nuevos hospitales en las ciudades pequeñas para evitar el flujo de personas a las ciudades principales. En total el IESS ha planificado incorporar 1,300 camas adicionales hasta el año 2017; mientras se materializan estas nuevas inversiones, parte de la estrategia de la entidad para ampliar su cobertura ha sido apalancarse en el sector privado, haciendo convenios con prestadores externos de salud (hasta el primer semestre de 2014 se habían acreditado 277 de estos prestadores que atendieron más de un millón de afiliados entre 2012 y 2014), provocando el incremento en su porcentaje de ocupación y el aumento de inversión para ampliaciones. Poco más de dos tercios de los pacientes del IESS, entre jubilados y afiliados, fueron derivados al sistema privado en esta etapa de crecimiento de la cobertura.

Durante el año 2014 continuó el importante dinamismo en las inversiones del Sector Salud debido a que no sólo el IESS y el MSP, sino los grandes grupos hospitalarios privados se encontraban ampliando su capacidad de camas y consultorios médicos en las tres ciudades más pobladas. En Guayaquil, el Hospital Alcívar ha levantado una nueva torre de consultorios, Nobis estaba construyendo una nueva torre médica junto al Omni Hospital, e Interhospital (cuyo promotor es el Laboratorio Interlab) ha anunciado su nuevo complejo en la vía a la Costa. En Quito, el Hospital Metropolitano y el de Los Valles ampliaron su capacidad, y en Cuenca, el Hospital Corporación Monte Sinaí tiene el proyecto de una nueva torre. En total, las cifras superan los US\$100 millones, inversiones que se prevé estén listas entre 2014 y 2016 y que se planean recuperar en un promedio de cinco y seis años en la mayoría de los casos. La razón predominante para este movimiento es el aumento de la demanda de pacientes, pues la tasa promedio de ocupación de camas ha significado para el sector un crecimiento de un 20%, muchos de ellos pacientes derivados del Seguro Social, debido a los convenios que mantienen con la institución de previsión

social. Más allá de la ampliación en capacidad, las inversiones de las instituciones privadas también se enfocan en prestar nuevos servicios médicos y a dotar sus áreas médicas con equipos de alta tecnología.

A su vez, según cifras del Censo de Población 2010, 19% de la población tenía algún tipo de seguro de salud, lo cual implicaba una baja cobertura. En el porcentaje asegurado se destacaba que 16.2% de la población contaba con seguro público (incluyendo 11.1% afiliado al seguro general del IESS), y de este grupo 30% contaba también con seguro médico privado, con lo cual el mercado cubierto por los seguros privados de salud llegaba aproximadamente a 8%. Sin embargo el crecimiento que habían mostrado las aseguradoras privadas está siendo absorbido en parte por la ampliación de la cobertura de los servicios del IESS (que luego de las reformas de los últimos años, actualmente ofrece cobertura para alrededor de la mitad de la población del país), lo cual puede generar efectos en el crecimiento futuro de las empresas aseguradoras a nivel privado.

A su vez, la revista América Economía ha publicado un Ranking de Clínicas y Hospitales de América Latina para el año 2013, construido de acuerdo al llamado Índice de Calidad que recoge el desempeño de las entidades hospitalarias en criterios tales como seguridad y dignidad del paciente, capital humano, capacidad, gestión del conocimiento, eficiencia y prestigio. Dicho ranking recoge la presencia del Hospital Metropolitano de Quito ubicado en la posición 18 (puesto 16 en 2012).

### **Industria Farmacéutica**

El sector farmacéutico juega un rol importante en el mantenimiento de la salud de la población al ser responsable de la provisión de medicamentos seguros y eficaces, labor cuya trascendencia requiere la supervisión estricta de los respectivos organismos públicos de control. El mercado de medicinas en Ecuador es un mercado altamente regulado mediante un esquema de fijación de precios que incluye diversos rubros que inciden en el costo final del producto.

Entre la normativa legal relevante sobre el tema se encuentra el Código de Salud, la Ley Orgánica del Sistema Nacional de Salud, la Ley de Producción, Importación, Comercialización y Expendio de Medicamentos Genéricos de Uso Humano, la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado, entre otras. En el año 2000 se aprobó la Ley de Medicamentos Genéricos, que disponía a las instituciones públicas emplear fármacos intercambiables y equivalentes a los patentados, y promovía la reducción del margen de beneficio por la venta de medicamentos patentados para las farmacias, alentando a comercializar versiones genéricas. A través de la ley de compras públicas se han promovido subastas para la compra de significativos volúmenes de medicinas para abaratar costos, teniendo además la opción a futuro de un acuerdo de compra global entre las instituciones públicas. En el año 2006 se estableció la Política Nacional de Medicamentos (PNM), básicamente orientada a universalizar el acceso a medicamentos genéricos, y a garantizar que estos respondan a las exigencias del mercado. Junto a esta ley se ejecutó también la Ley de Producción, Importación, Comercialización y Expendio de Medicamentos de Uso Humano que otorgaba la facultad de fijación de precios al Consejo Nacional de Fijación y Revisión de Precios de Medicamentos de Uso Humano, a partir de los márgenes máximos de utilidad definidos según el rol desempeñado en la industria, disponiéndose además que de la producción de los laboratorios farmacéuticos nacionales, al menos el 20% sea de medicamentos genéricos según su especialidad.

Finalmente, en julio de 2014 se emitió el Decreto Ejecutivo No. 400 con el Reglamento para la Fijación de Precios de Medicamentos de Uso y Consumo Humano, en el que se integra el Consejo Nacional de Fijación y Revisión de Precios de Medicamentos de Uso y Consumo Humano y se le asignan, entre otras atribuciones, aplicar los regímenes de fijación de precios de venta al público de medicamentos de uso y consumo humano según las siguientes categorías:

- Régimen Regulado: consiste en establecer un precio techo para cada segmento de mercado de los medicamentos estratégicos y nuevos.
- Régimen de Fijación Directa: Es de excepción y consiste en la determinación unilateral que hace el Consejo de los precios de los medicamentos de uso y consumo humano, con sujeción al Reglamento.
- Régimen Liberado de Precios: En el que se considerarán todos aquellos medicamentos que no se encuentren clasificados en los dos regímenes anteriores y los precios serán libremente determinados.

Según el art. 14 del mencionado Reglamento, el precio techo de los fármacos estratégicos será equivalente a la mediana de los precios de venta al público del mercado privado de los medicamentos participantes en el segmento correspondiente, excluyendo aquellos precios que se consideren atípicos, según lo definido en el mismo Reglamento. Se estima que de las 10,543 presentaciones comercializadas en el mercado ecuatoriano, alrededor de 54% son consideradas como medicamentos estratégicos. Según información recogida por medios de prensa, a fines de enero de 2015 el MSP remitió una lista con el precio techo de 5,600 productos considerados básicos o

estratégicos, definidos así según el noveno Cuadro Nacional de Medicinas establecido en 2013, que considera la eficacia de los medicamentos. Los precios techo para los medicamentos estratégicos se implementarán una vez que productores y distribuidores cumplan con la etapa de observaciones (esto se realiza a partir de la publicación de la mencionada lista) y se ha informado que implican una reducción promedio del 30% en cada segmento (producto).

Cabe indicar también que a finales del año 2009 por decisión gubernamental se eliminaron las patentes de la industria farmacéutica para facilitar la producción libre de ciertas medicinas con el objetivo de reducir su valor de adquisición y desarrollar la industria nacional o importar pero sin el pago de patentes, y de esta manera promover los medicamentos genéricos. Esto originó mayor oferta, así como más incentivos para la venta y promoción, en vista de que las empresas debidamente registradas se encontraban en la capacidad de fabricar los productos que considere conveniente elaborar. A raíz de lo mencionado, el gobierno constituyó en diciembre del 2009 la llamada Empresa Nacional de Fármacos (Enfarma) con el objetivo de producir medicamentos genéricos para consumo local y exportación sin fines de lucro, aprovechando además el potencial de contar con un mercado cautivo como el sistema de salud estatal. Cabe indicar que la orientación de esta empresa es hacia la provisión de medicamentos para las enfermedades de mayor incidencia en el país, tales como respiratorias, gástricas, diabetes, cáncer, entre otras. El complejo farmacéutico de Enfarmase ha ubicado en la Ciudad del Conocimiento Yachay y se ha informado que dispondrá de plantas de producción de sólidos orales, antibióticos betalactámicos, líquidos estériles, hormonales y de antineoplásicos, habiéndose previsto que su etapa inicial comience a operar a fines de 2015 y que un año más tarde lo haga su segunda fase.

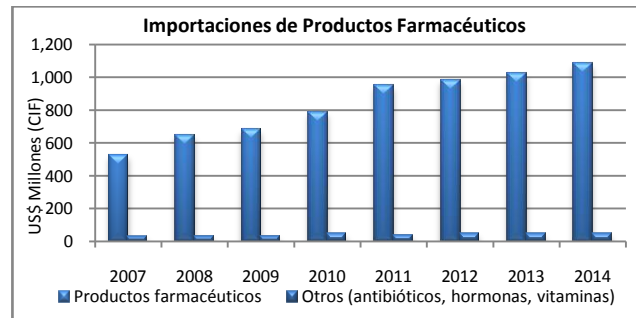
Estimaciones del mercado indican que las compañías farmacéuticas transnacionales proveen todavía entre 80% y 85% de la medicina que se consume en el mercado ecuatoriano, y la diferencia corresponde a la producción local (se estima en 319 el número de laboratorios que operan en Ecuador, de los que 53 poseen planta propia, a su vez, 27% del total de laboratorios son de origen nacional, señalando además que en 2014 se exportaron cerca de US\$44 millones en productos farmacéuticos). En el alto componente de medicinas importadas que se consume a nivel local influye el limitado nivel de inversión tecnológica nacional que históricamente ha existido en el sector. Los principales orígenes de los productos farmacéuticos importados durante el año 2014 fueron Colombia, Panamá, México, Bélgica, Alemania, Brasil, Suiza, EE.UU., Chile y Uruguay, entre otros, los cuales en conjunto concentraron el 73% de estas importaciones.

El tamaño del mercado farmacéutico ecuatoriano ha mostrado un sostenido crecimiento a partir del año 2000, con ventas por un valor aproximado de US\$556 millones en el año 2004, valor que representó casi 2% del PIB y significó un gasto en medicamentos per cápita de alrededor de US\$43; de este monto la participación de compras del sector privado llegaba a 88% del mercado y la diferencia correspondía a compras del sector público. Se estima que actualmente el mercado de distribución de productos farmacéuticos asciende a cerca de US\$1,400 millones, que representa alrededor de 1.5% del PIB y un gasto per cápita de poco menos de US\$90. A su vez, el mercado farmacéutico privado (correspondiente a las ventas que se realizan en las farmacias) ha registrado una significativa desaceleración en su crecimiento en los últimos años, mientras ha aumentado la participación del mercado institucional (compras de entidades del sector público) que se efectúan a través de mecanismos del Servicio Nacional de Contratación Pública (SERCOP, antes INCOP) tales como la Subasta Inversa Corporativa; así en 2011 se realizaron adquisiciones por US\$450 millones, de los que los laboratorios nacionales alcanzaron US\$150 millones, mientras que en 2014 el SERCOP reportó un monto contratado de US\$221.4 millones para compra de fármacos.

Por otro lado, el mercado farmacéutico a nivel de laboratorios movió alrededor de US\$1,160 millones entre junio de 2012 y mayo de 2013 (incremento anual de 4.9%), de los cuales US\$892 millones correspondió al mercado ético sin leche (productos recetados por un profesional de la salud y de venta regulada), US\$115 provinieron de leches y US\$154 millones se originaron en medicamentos de venta libre. En los tres casos se observa un comportamiento reciente, con variaciones anuales positivas de 4.2%, 13.8% y 2.6%, respectivamente.

Considerando el importante volumen de productos farmacéuticos que provienen del extranjero, a continuación se muestra el comportamiento de las importaciones de productos farmacéuticos (grupo arancelario 30) y de otros productos relacionados correspondientes a las partidas arancelarias 2941 (antibióticos), 2937 (hormonas y prostaglandinas) y 2936 (vitaminas).





Fuente: Banco Central del Ecuador

También es importante mencionar la tendencia creciente que se ha observado en la comercialización y utilización de medicamentos genéricos en los últimos años, considerando que en el año 2008 presentaban una participación de menos de 10%, mientras que estimaciones de agentes del medio indican que actualmente los productos genéricos han superado esa participación de mercado, mostrando un comportamiento que se ha visto impulsado por la campaña pública para el incentivo al consumo de dichos productos. Además, un factor de crecimiento de la demanda de fármacos es la ampliación sostenida de los servicios de salud del IESS mediante nueva infraestructura y la utilización de clínicas privadas. A ello se añade el incremento en la población cubierta por la seguridad social, que incluye principalmente a cónyuges e hijos de los afiliados, lo que incide también en el aumento de la demanda de fármacos.

El mercado de distribución de productos farmacéuticos es atendido por un conjunto variado de diferentes firmas que se aglutinan en poco más de treinta grupos, de los cuales los dos mayores concentran cerca del 60% de las ventas; éstos son Holding Grupo Difare Cía. Ltda. con su subsidiaria Difare S.A. (con ingresos por actividades ordinarias de US\$547.5 millones en 2013, bajo la marca Cruz Azul, y que a fines de 2012 absorbió a Ecuafarmacias S.A. -que utilizaba la marca Pharmacy's- y a Dromayor S.A.); y Corporación Grupo Fybeca S.A. con sus subsidiarias Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed (US\$279.1 millones bajo la marca Fybeca), Econofarm S.A. (US\$324.1 millones bajo la marca Sana Sana y que en 2012 absorbió a Farmacia Sumedica S.A.), Farmacia Farvictoria S.A. (US\$25.8 millones) y Provefarma S.A. (US\$14.1 millones). A los dos anteriores se suman Farmaenlace Cía. Ltda. (US\$179.5 millones, con las marcas Farmacias Económicas y Medicity), Quifatex (US\$311.4 millones), Leterago del Ecuador S.A. (US\$267.9 millones), Farmaservicio S.A. (US\$34.5 millones), Disfor S.A. (US\$8.4 millones), entre otros. Por otro lado, en el segmento de laboratorios, entre nacionales y multinacionales, se observa una mayor diversificación de los participantes, con los cinco mayores representando una participación conjunta de alrededor de un quinto respecto al ingreso total. En todo caso, se evidencia un importante grado de intensidad de la competencia y de poder de negociación de las corporaciones de mayor tamaño.

En el mercado farmacéutico privado, las actividades de comunicación sobre los productos que expenden los laboratorios se realizan a través de visitadores médicos, quienes son los portavoces de los beneficios de los diferentes productos y cuyo mercado objetivo son los médicos, al ser los que tienen la potestad de recetarlos luego de diagnosticada una enfermedad. Sin embargo, la venta física se da por medio de las redes de farmacias, clínicas, hospitales, instituciones públicas y privadas, botiquines populares y demás centros de asistencia. Indiferente del medio utilizado para la venta, el poder de negociación del intermediario va a depender del volumen de compra adquirido, por lo que las grandes cadenas de distribución tienen capacidad de negociación al transar altos volúmenes.

Según cifras del Censo Económico 2010 llevado a cabo por el INEC, la actividad "Venta al por menor de productos farmacéuticos y medicinales, cosméticos y artículos de tocador en comercios especializados" registraba un total de 10,884 establecimientos con un total de ingresos anuales por ventas que superaban los US\$3,196 millones. Siendo las farmacias el canal de distribución final para los laboratorios, las nuevas estrategias para la distribución y venta al cliente final en este negocio se está posicionando en las cadenas de farmacias, quienes han conseguido obtener más de 70% del mercado ecuatoriano, soportados principalmente por la ampliación de sus servicios y remodelación de locales que presentan un nuevo concepto de atención al cliente; que incluye puntos de salud, centros de enfermería, oferta de productos de consumo y descuentos. La estabilización de las cadenas farmacéuticas se mantiene en las fuertes estrategias comerciales con los laboratorios, basadas primordialmente en la negociación de plazos de crédito y diferentes formas de comercializar sus productos, ofreciendo publicidad y promociones en sus medicamentos; todo ello con el objetivo de mejorar la rentabilidad de ambas partes. Según el Estudio de Concentración de Farmacias de la Superintendencia de Control de Poder de Mercado (SCPM), 2,569 farmacias independientes cerraron sus puertas entre 2001 y 2014 (al desaparecer o ser absorbidas), lo que ha

incidido en estimaciones del mercado que indican que las farmacias independientes contaban con una participación de 21% en 2012 (menor respecto al 26% en 2009), de forma que son las cadenas de farmacias las que dominan el mercado con un peso relativo que pasó de 74% en 2009 a 79% en 2012. Para el ejercicio 2014, el MSP reportaba un total de 5,734 farmacias a nivel nacional.

Datos del Censo Económico 2010 del INEC indican que la actividad “Fabricación de productos farmacéuticos, sustancias químicas medicinales y productos botánicos de uso farmacéutico” comprendía un total de 65 establecimientos con un total de ingresos anuales que superaban los US\$3,854 millones. Los laboratorios son la principal fuente de desarrollo de nuevas fórmulas para el mercado mundial, liderados por los de origen estadounidenses y europeos, siendo la producción de América Latina de menor escala y con una alta dependencia de los grandes proveedores del exterior en muchos casos. Por lo mencionado, el mercado ecuatoriano de fármacos tiende a presentar concentración del lado de los proveedores, siendo ellos lo que limitan la provisión de los mismos y establecen los precios, sujeto a las regulaciones gubernamentales. El atenuante ante este tipo de concentración es la larga trayectoria en las transacciones comerciales (convenios de exclusividad) entre las partes además del cumplimiento de las condiciones financieras pactadas, entre las principales características de las negociaciones. Lo anterior, también es identificado como una barrera de entrada de nuevos agentes al mercado. En términos generales alcanzar las condiciones necesarias para desarrollar este tipo de empresas en el Ecuador y ser rentable a la vez, es una actividad que implica invertir fuertes sumas de dinero.

Es importante señalar que la calidad y eficacia en los procesos de fabricación y transporte de los productos farmacéuticos son principios básicos que rigen las estrategias de la industria a nivel mundial. Para ello los entes públicos de control deben realizar revisiones periódicas que permitan verificar que dichos estándares sean cumplidos correctamente. Adicionalmente y a criterio de los diferentes participantes del mercado, existe la adopción de normas de estándares internacionales, como “Buenas Prácticas de Manufactura”, ISO, entre otras. A su vez, el mecanismo de comercialización de varias corporaciones farmacéuticas es implantar una oficina de representación y contratar canales de comercialización, con lo cual se abaratan costos.

Considerando el impulso que significa para la industria local las medidas gubernamentales orientadas a sustituir importaciones, incluyendo medicamentos, las empresas farmacéuticas que buscan aprovechar las oportunidades entienden que se requiere inversión en tecnología y mano de obra para reemplazar o ampliar las actuales plantas de producción local de medicinas a fin de alcanzar un mayor valor agregado nacional, para lo cual se han observado esfuerzos en capacitación, tecnología y en procesos de renovación de la maquinaria industrial, apuntando a lograr una mejora tecnológica y de esta forma alcanzar mayores niveles de productividad.

#### 4. Asignación de la Categoría Básica de Riesgo

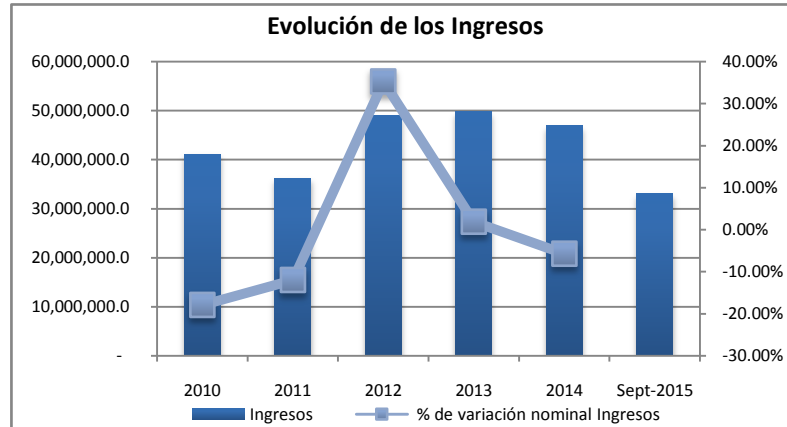
Tomando en consideración que, la compañía COMPAÑÍA ANONIMA LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS LIFE, presenta una Cobertura Histórica de Gastos Financieros de 3.46 y un Riesgo Industrial Bajo, se asigna la Categoría Básica de Riesgo de “AA-”.

#### 5. Indicadores Financieros Adicionales del Emisor.

##### 5.1. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

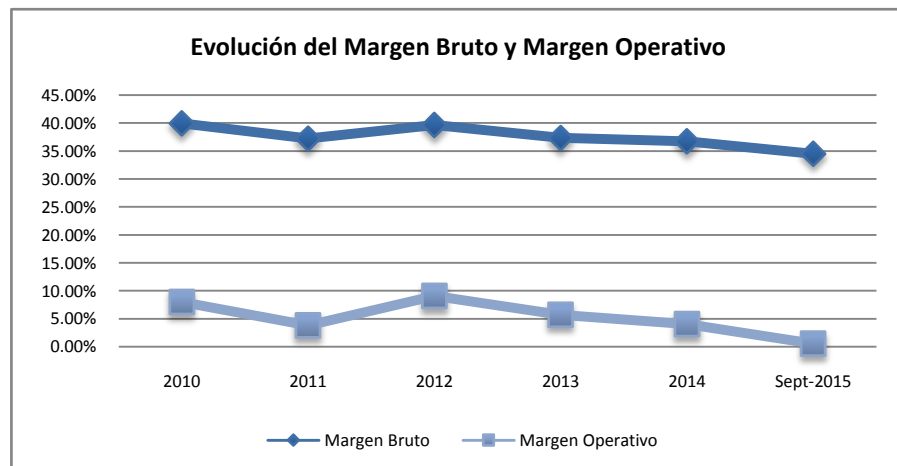
La Compañía registró ventas por el valor de US\$25.6 millones en el año 2002 y US\$50.0 millones en el año 2009 equivalente a un incremento del 95%, mostrando una tendencia creciente durante ese periodo, luego del cual se observa una disminución en los dos años posteriores, 2010: US\$41.1 millones y 2011: US\$ 36.2 millones. La variación presentada en los ingresos del periodo 2009-2010 se debe a ajustes NIIF, al realizar modificaciones en el registro contable de las ventas. Por otro lado, la disminución de las ventas mostradas en el periodo 2010-2011, se debe a los efectos de normas menos flexibles aplicadas por el Estado, para la aprobación de precios y registros sanitarios durante el año 2011 que afectaron el lanzamientos de nuevos productos de la Empresa, originando así una reducción real de ventas de 12% en relación con el año previo; sin embargo durante el 2012 este hecho se ha compensado y superado considerablemente, ya que las ventas alcanzadas ascendieron a US\$ 48.9 millones equivalente a un crecimiento nominal del 35%. En Diciembre de 2013 el monto de ingresos asciende a US\$49.8 millones equivalente al 2% de incremento en comparación al monto vendido en el año anterior. A Diciembre de 2014 las ventas del Emisor alcanzan un monto de US\$46.9 millones, reflejando una reducción de 5.8% en relación a las ventas generadas el año anterior, esto dado por la reducción en los pedidos por parte de los distribuidores a consecuencia de la falta de compras por parte de las farmacéuticas, por ello la empresa ha cambiado su estrategia de venta en atender a los puntos farmacéuticos con promociones y descuentos por montos de compras establecidos de esta forma se dinamiza las ventas de los distribuidores que se encontraban estoqueados de inventario y así se incrementaran los pedidos de los mismos. Al corte de Septiembre de 2015 las ventas ascendieron a US\$32.9 millones representando un 70% de lo vendido el año anterior sustentadas en un 89.6% en la venta de fármacos para

la salud humana, 9.4% de productos para la salud animal y 1.0% de productos de consumo masivo; para el segundo semestre de este año la empresa apuntalo su estrategia de ventas hacia los puntos de ventas trasladando niveles de compensación motivando así tener mayor presencia de los productos con mejores resultados, estrategia que se consolidara en el 2016 así como el lanzamiento de nuevos productos y la consolidación de otro en el mercado.

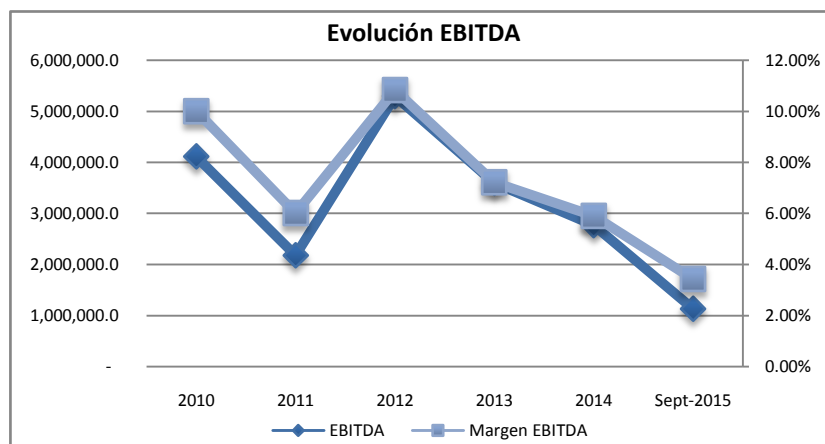


La Compañía realiza la producción de sus fármacos en las diferentes secciones de sus plantas que se dividen en: galénicos, inyectables, penicilínicos, producción biológica, y Agrovet en esta última se elaboran productos destinados a la salud animal como polvos y tópicos veterinarios, así mismo se desarrolla en esta área el insecticida Pix, clasificado dentro de los productos de consumo, también está incursionando en el segmento de maquila a otros laboratorios dado la capacidad y tecnología de sus instalaciones.

El costo de producto vendido en los periodos 2002-2009 mantuvo una participación promedio del 44% con un margen bruto promedio de 56%. A partir del año 2009 la tendencia del margen bruto desciende por un mayor nivel de participación del costo de ventas (48.2%), (2010: 60.1%), (2011: 62.8%); alcanzando para el periodo 2012-2013. Al cierre del ejercicio 2014 la participación del costo fue de 63.3% sobre ventas, dando como resultado una utilidad bruta de 36.7% (US\$17.5 millones). Los gastos operativos alcanzaron un nivel de 32.6% en el 2014 dando lugar a una utilidad operacional cercana al 4.1%. Dentro de este periodo se puede observar que la reducción reflejada en el margen bruto causado por una mayor participación del costo de ventas en relación al año anterior, el margen operativo desciende de 5.7% a 4.1% resultado de la reducción de los ingresos en relación al año anterior. Al corte de Septiembre el nivel de costos fue de US\$21.5 millones con una absorción sobre ventas de 65.5%, dando como resultado una utilidad bruta de US\$11.3 millones y un margen bruto de 34.5%; con un nivel de gastos operativos de 33.9%, reflejando una utilidad operativa de 0.54%, con el incremento de los gastos financieros la entidad refleja una utilidad antes de impuestos y margen neto negativo, los niveles de margen bruto y margen operativo han venido reflejando decrecimiento en los últimos periodos tal como se puede apreciar en el grafico..



Por su parte el EBITDA presentó una tendencia creciente tanto en montos como en márgenes en el periodo 2003-2008, debido a incrementos consecutivos de la utilidad operativa, luego del cual (periodo 2009-2013) ha tenido un comportamiento bastante volátil, presentando descensos en los años 2009, 2011 y 2013, dicho descenso es provocado por un incremento de los costos mayor que el incremento de sus ingresos dando lugar una menor utilidad tanto bruta y operacional. En los años 2010 y 2012 por el contrario muestra sus mayores niveles. US\$4.11 y US\$5.3 millones equivalente a un margen de 10% y 10.82% respectivamente. A Diciembre de 2014 el EBITDA es de US\$2.8 millones y el margen EBITDA se ubica en un 5.9% debido a un menor nivel de ingresos y una reducción de los costos menor que la de los ingresos. Al corte de Septiembre de 2015 el EBITDA es de US\$1.1 millones y el margen EBITDA es de 3.42%; tanto el EBITDA como su margen han reflejado decrecimiento en los últimos periodos debido al bajo nivel de su utilidad operativa.



## 5.2. Estructura Financiera y Endeudamiento Patrimonial.

Los activos de la Empresa presentan una tendencia creciente al pasar de US\$10.1 millones en el 2002 a US\$ 42.1 millones en el 2013, demostrando altos niveles de crecimiento. En el periodo 2008-2009 bajo normas NEC se observó una disminución del 9% en sus activos totales, provocado principalmente por un descenso del activo corriente, en el rubro inventarios, disminuyendo el 27%. La Compañía aplicó las Normas Ecuatorianas de Contabilidad en sus Estados Financieros hasta el año 2009 y la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), las realizó en el año 2010 tomando como año de transición el 2009, los efectos de dicha aplicación dieron lugar a un incremento de los activos en el 35%, por la revaluación de los activos fijos de la Empresa.

A Diciembre de 2013, los activos totales del Emisor crecieron el 10%, US\$42.05 millones en el 2013 frente a US\$38.12 en el 2012 (2011: US\$35.21 millones), donde el mayor incremento lo obtuvo el activo no corriente, el rubro activo fijo pasó de US\$15.64 millones a US\$19.46 millones y los otros activos no corrientes pasaron de US\$888 mil a US\$ 1.0 millones. A Diciembre de 2014 el nivel del activo se incremento en un 13.8% al pasar de US\$42.05 millones en el 2013 a US\$47.85 millones al 2014 incremento dado en su activo no corriente por el crecimiento de propiedades plantas y equipos que paso de US\$19.45 millones a US\$24.99 millones entre el 2013 y 2014; el activo está compuesto por el 45.5% de activo corriente (US\$21.78 millones) y 54.5% de activo no corriente (US\$26.06 millones). Las principales cuentas del activo corriente son inventarios con un monto de US\$8.82 millones con una participación de 18.4% del total de activos y las cuentas por cobrar por US\$8.74 millones y participación de 18.3% del total de activos; la diferencia está formada por el disponible (US\$341 mil) y los otros activos corrientes (US\$3.87 millones). El activo no corriente se compone del 95.9% de propiedad planta y equipo (US\$24.99 millones) y el 4.1% restante de otros activos no corriente (US\$1.07 millones). Al 30 de Septiembre de 2015 el monto total de activos es de US\$50.59 millones, reflejando un incremento de 5.7% en relación al 2014; incremento reflejado en el crecimiento de sus activos corrientes en un 11.1%, el total de activos está compuesto por un 47.9% de activos corrientes y un 52.1% de activos no corrientes; entre las principales cuentas del activo corriente tenemos las cuentas por cobrar con un monto de US\$9.81 millones y una participación de 19.4% del total de activos y los inventarios con un monto de US\$10.20 millones y una participación del 20.2% del total de activo, el saldo esta dado por el efectivo y otros activos corrientes (8.2%). El activo no corriente está compuesto por un 96.7% de propiedad, planta y equipo (US\$25.50 millones) y el 3.3% de otros activos no corrientes (US\$882 mil)

Así mismo el pasivo muestra una tendencia creciente en el periodo 2002-2008, alcanzando un monto de US\$15.8 millones para en el 2009 descender a US\$ 12.9 millones es decir el 18%, dicha reducción se basa en un descenso de

la cuenta otros pasivos corrientes seguida por proveedores, principalmente. La adopción de las NIIF no afectó el monto total de pasivos, en la transición 2009 NEC-2009 NIIF, por lo que permanecen sin mayor variación con un incremento menor a 1%. A partir del año 2009 se repite dicha tendencia creciente experimentada hasta llegar al 2013 con un monto de pasivos valorado en US\$ 18.9 millones. A Diciembre de 2014 el monto de Pasivos es de US\$24.92 millones reflejando un 31.7% de incremento en relación al 2013, incremento dado en un mayor monto de deuda financiera de corto y largo plazo deuda originada por la adquisición de nueva maquinaria para la elaboración de nuevos productos, el pasivo está compuesto de 73.9% de pasivo corriente y un 26.1% de pasivo no corriente; el principal rubro del pasivo corriente es la cuenta proveedores que asciende a US\$7.31 millones reflejando una reducción de 28.9% en relación al 2013 y representa el 29.4% del total de pasivos, seguida de las deudas financieras de corto plazo por US\$4.74 millones las mismas que se incrementaron en 166.3% en relación a lo reflejado en el 2013; el pasivo no corriente está compuesto por 79.9% de obligaciones financieras de largo plazo y un 20.1% de otros pasivos no corrientes. A Septiembre de 2015 el total de pasivos es de US\$28.59 millones, 14.7% mayor que al cierre del 2014, está compuesto por un 68.9% de pasivo corriente y un 31.1% de pasivo no corriente; la cuenta proveedores continua siendo la de mayor participación en el pasivo corriente con un 40.6% (US\$11.60 millones), seguida de las obligaciones financieras de corto plazo con una participación de 16.7% del total de pasivos, el pasivo no corriente está compuesto por obligaciones financieras de largo plazo en un 18.8% y otros pasivos no corrientes en un 12.3% del total de pasivos.

El patrimonio de la Empresa muestra una evolución positiva pasando de US\$5.0 millones en el 2002 a US\$23.12 millones al 2013, con un capital que ascendió de US\$4.6 millones a US\$13.4 millones en el mismo periodo analizado, mostrando su mayor incremento en la transición del año 2009 NEC a NIIF, causada por la revaluación de activos fijos mencionada anteriormente. A Diciembre de 2014 el patrimonio es de US\$22.92 millones se aprecia una ligera reducción de 0.8% en relación al 2013, el capital social se mantiene en US\$13.40 millones. Al corte de Septiembre de 2015 el patrimonio asciende a US\$22.00 millones reflejando una reducción de 4.0% con respecto al cierre del 2014, mantiene el monto de su capital social en US\$13.40 millones.

A Diciembre de 2014 la estructura de capital de la Empresa está compuesta por US\$10.81 millones de deuda financiera (US\$11.44 millones a Septiembre de 2015) y US\$22.92 millones de inversión accionarial (US\$22.00 millones a Septiembre de 2015), señalando una relación de 0.47 (0.52 a Septiembre de 2015). Tal como se muestra en el gráfico adjunto, a pesar del incremento de los pasivos con costos, el Emisor ha mostrado preferencia por un apalancamiento con recursos propios que de terceros. Los pasivos con costo financian el 21.3% del monto total de activos (22.6% a Septiembre de 2015), de los cuales en su mayoría son de largo plazo. El Emisor dispone de activos líquidos que cubren holgadamente los vencimientos corrientes de sus obligaciones financieras existentes en su balance.



La relación ventas versus los activos ajustados a Diciembre de 2014 representó 1.39 veces (0.99 veces a Septiembre de 2015), lo que muestra un descenso con respecto al año anterior, que fue de 1.96 veces 2013 (1.39 veces al 2014), esto refleja que por cada dólar invertido en activos, el Emisor tiene la capacidad de generar ventas por 1.39 dólares (0.99 dólares a Septiembre de 2015).

#### Liquidez

La liquidez de la Compañía, se mantiene en niveles mayores a 1, lo que indica que el Emisor ha podido cubrir sus obligaciones de corto plazo con sus activos corrientes; a Diciembre de 2013 este indicador fue 1.24 veces, menor al



mostrado en el año 2012 que fue de 1.7 veces. Al cierre de 2014 el indicador de liquidez es de 1.18 veces (1.23 veces a Septiembre de 2015).

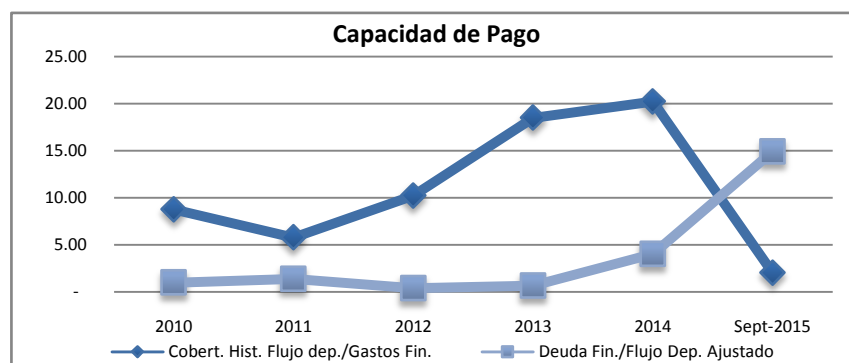
En el 2014 la Empresa mantiene un índice de 0.22 en la relación capital de trabajo comercial-ventas, lo que significa que el Emisor puede manejar su actividad operativa con el 22% del ingreso. Al cierre del 2014 las cuentas por cobrar y el inventario, experimentaron una mayor rotación, 68 y 108 días respectivamente, acompañado de una menor rotación de las cuentas por pagar de 90 días, el ciclo de efectivo pasó de 42 días a 86 días. Al corte de Septiembre de 2015 la relación del capital de trabajo comercial - ventas es de 0.26, lo que refleja que la empresa maneja su actividad operativa con el 26% de sus ingresos; con un nivel de rotación de cuentas por cobrar e inventarios de 80 y 128 días respectivamente y una rotación de cuentas por pagar de 145 días, el ciclo de efectivo es de 63 días.



### 5.3. Capacidad de Generación de Flujo y Cobertura

Históricamente la Compañía ha mostrado elevados niveles de cobertura con una tendencia descendente en el periodo 2005-2009, debido a variaciones tanto de su flujo depurado como la participación de los gastos financieros, producto de sus pasivos con costo.

Al cierre del periodo 2013, el Emisor alcanzó una cobertura de 17.3 veces, frente a 9.56 veces presentada el año anterior, mostrando un considerable aumento debido a la variación de los gastos financieros que se redujeron de US\$ 521.7 mil a US\$195.6 mil; es decir que la Compañía está en capacidad de cubrir su deuda financiera en un plazo menor a un año. A Diciembre de 2014 el nivel de cobertura sobre gastos financieros es de 20.25 veces mayor al reflejado en el 2013; al corte de Septiembre de 2015 el nivel de cobertura es de 2.03 nivel que se ve reducido por el incremento de los gastos financieros y un monto de flujo menor.



## 6. Análisis de Factores Adicionales de Riesgo Cualitativo

### 6.1. Posición de la Empresa en su industria

Desde su constitución el 22 de junio de 1940, COMPAÑÍA ANONIMA LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS C.A. LIFE., ha sido uno de los más importantes competidores en esta industria con 73 años en el mercado Ecuatoriano comercializando medicamentos para uso humano, animal y productos de consumo masivo.

El área de "Salud Humana" posee más de 150 productos de marca y genéricos con una amplia gama de

productos en diferentes formas farmacéuticas, que incluye soluciones parenterales (presentaciones de 100cc, 250cc, 500cc y 1000cc), penicilínicos (cápsulas, polvos inyectables, suspensiones, tabletas), galénicos (tabletas, cápsulas, jarabes, ungüentos y antisépticos), jarabes (soluciones y suspensiones orales pediátricas y para adultos), e inyectables (ampollas, liofilizados viales) que se complementan con los servicios de imprenta y empaque que provee (en parte) la propia Empresa. Con la línea "Salud Animal" atiende tanto al mercado ecuatoriano como colombiano (Proconvet), y centro-americano: Guatemala (Zooagro), Honduras (EYL Comercial), Costa Rica (Luvet S. A.) y Totalvet (Peru), donde uno de los objetivos de estos productos es proteger a los animales desde el nacimiento hasta el final de su ciclo productivo, permitiendo al ganadero manejar su negocio de la forma más eficiente. Por ello cuenta con antisépticos, antiparasitarios, insecticidas, pre mezclados, vitaminas y minerales; inyectables como ampollas, viales, Lvp's; galénicos (tabletas, ungüentos, antisépticos, jarabes; también tiene biológicos como vacunas y bactericidas. Actualmente dentro de este negocio se maneja también una línea de productos para mascotas, que tiene el mismo enfoque de protección ya descrito dentro del segmento pecuario. Compite con su línea de "salud animal" en el abastecimiento del sector ganadero en el Ecuador con laboratorios de la talla de James Brown, Intervet, Pfizer, India, Bayer, McKesson, Lhoman, Laboratorios C. C., Laquis, entre otros.

La división "Consumo" produce y comercializa el insecticida PIX de uso doméstico. Ofrece también servicios especializados de producción a terceros en el área de orales sólidos e inyectables la Compañía mantiene contratos de producción para Laboratorios Grunental. El Emisor mantiene la Certificación con el Ministerio de Salud Pública del Ecuador, además es proveedor calificado de Grünenthal Alemania, cuenta con calificación ISO 5, 7 y 8. Entre sus principales distribuidores se encuentran: Difare (Guayaquil), Quitafex (Quito), Genéricos Americanos S. A., FarmaenlaceCia. Ltda. (Ibarra), Econofarm S. A., Distribuidora Verdezoto (Cuenca) entre otros distribuidores. Es importante mencionar que la Entidad produce línea de genéricos, comercializadas por Genamérica, compañía relacionada.

En el país existen 40 laboratorios autorizados para operar, de los cuales se encuentran en la ciudad de Guayaquil, en Quito, Cuenca, Ambato y en Manta. El Emisor está entre las diez principales compañías dedicadas a elaborar medicina. Según información provista por el Emisor de IMS IntelligenceApplied, el mercado Ético sin Leche a nivel de laboratorios, ha movido cerca de US\$1,021 millones, del cual el Emisor cubrió cerca del 3%. Este segmento comprende aquellos productos recetados por el profesional en medicina y elaborados por entidades que no producen fórmulas para lactantes. La Compañía comparte el mercado ético sin leche con Roemmers 6.04%, Medicamenta 4.86%, Pfizer 4.30%, Bago 3.20%, Bayer y Sanofi 3.00%, Novartis 2.95%, GlaxoSmithKline 2.93%, Merck 2.76% entre otros.

## 6.2. Estructura Accionarial

El capital social de la Compañía, asciende a US\$13,400.384 dividido entre 148 accionistas, siendo el principal Pharmex Limited S. A. de nacionalidad Costarricense con el 94% de participación, cuya inversión tiene el carácter de inversión extranjera directa. El último incremento de capital social, suscrito y pagado se realizó en octubre de 2013 y fue aprobado por la Superintendencia de Compañías mediante resolución No. SC.IJ.DJCPTE.Q.133.005254 por un monto de US\$ 2'345,091, el cual proviene de Reserva Legal por US\$ 234,509, Utilidades no Distribuidas del año 2012 por US\$ 2'110,582; en este aumento intervienen todos los accionistas en proporción al número de acciones que les corresponde a cada uno.

De acuerdo a la información proporcionada por el Emisor, tiene participación en el capital de otras sociedades como son Genéricos Americanos, Genamérica S. A. con una participación del 99% y Laboratorios "LIFE" de Colombia con una participación del 100%. Entre las empresas vinculadas esta Plásticos del Litoral S. A. (PLASTLIT) y Envases del Litoral S. A., donde la vinculación es por administración. Los principales directivos y ejecutivos de la Compañía son: El Sr. Xavier Simon I., Presidente Ejecutivo, Xavier Simon S. Primer Vicepresidente, Luis Nath F. Vicepresidente Financiero, Héctor Enríquez Gerente General.

## 7. Análisis de la Solvencia Proyectada del Emisor

### 7.1. Parámetros empleados para las Proyecciones

A partir de la información cuantitativa derivada del análisis financiero histórico y del estudio de los factores cualitativos como son el riesgo de la industria, la posición de la empresa en su industria, el riesgo operacional, gobierno corporativo, entre otros, se establecieron los siguientes parámetros para elaborar los modelos de análisis proyectados:

- Para evaluar la capacidad de pago histórica se ha utilizado información contenida en los estados financieros auditados de los años 2002 al 2009 bajo NEC los estados financieros auditados 2010-2014



bajo NIIF, además del corte sin auditar al 30 de Septiembre de 2015 bajo NIIF.

- Se han eliminado las distorsiones que presentan los libros contables que afectan la determinación de la real capacidad de generación de efectivo por parte de los activos productivos de la Empresa.
- Los flujos depurados de cada ejercicio se los ha analizado en términos reales, corregidos por la tasa de inflación de cada período mencionado.
- Se ha obtenido la rentabilidad de los periodos preparados bajo NIIF a partir de los flujos depurados y los activos productivos ajustados de cada periodo.
- Con el flujo depurado obtenido como promedio simple entre los flujos NIIF, se estableció la cantidad de recursos que la Empresa tiene capacidad de generar dado su nivel de activos productivos.
- Los pasivos afectos al pago de intereses que presenta el Emisor al 30 de Septiembre de 2015 más el pago de interés con sus respectivos detalles de las tasas, incluyendo el saldo de capital de las emisiones de obligaciones, permite determinar el nivel del gasto financiero que la empresa debe cubrir, durante el periodo proyectado.
- Los valores encontrados permiten evaluar la holgura de pago del Emisor y el plazo de amortización de sus deudas.
- Se ha realizado la proyección de los resultados del Emisor en un horizonte de 12 semestres debido a que este plazo incluye el vencimiento más amplio de las emisiones vigentes.
- El análisis realizado no solo incluye información de orden cuantitativo sino también cualitativo referentes al atractivo del sector en donde compite la Empresa, la posición dentro del sector farmacéutico ético sin leche, las características de la administración y propiedad y otras variables de orden cualitativo y cuantitativo.
- El total del mercado de laboratorios del mercado ético sin leche, presenta una tendencia creciente.
- Los ingresos originados por la línea salud humana se construyó en base a la participación del Emisor sobre el tamaño del mercado ético sin leche a nivel nacional en el periodo de un año que fue de US\$1,021,613,027; su participación fue de 2.76 %, manteniéndola constante durante el periodo proyectado.
- Los ingresos originados por la línea "otros" se construyó en base a la participación de ésta línea sobre los ingresos totales del Emisor.
- La tasa de crecimiento de las líneas de ingresos, responden a la evolución histórica de ventas que ha presentado.
- La estructura de costos y gastos corresponde al promedio de los dos últimos periodos contables (2013-2014) y corte interno, observados en relación a sus ingresos bajo NIIF. En ambos casos, los escenarios preparados para analizar la variabilidad de la capacidad de pago del Emisor ante la ocurrencia de eventos negativos, se han construidos con índices crecientes, manteniéndose la postura conservadora comentada.
- El modelo base ha sido sensibilizado para evaluar la sostenibilidad de la capacidad de pago encontrada ante la ocurrencia de eventos adversos construyendo para ello escenarios alternativos, afectados en sus principales variables, las mismas que afectan a los ingresos y egresos.
- Los escenarios preparados se han proyectado considerando el mercado de fármacos (ético) sin leche a partir de información elaborada por IMS Health del mercado, proporcionada por el Emisor.

## 7.2. Solvencia Proyectada del Emisor

Las proyecciones para determinar la Cobertura Financiera del Emisor se realizaron para un período de 12 semestres, la cobertura proyectada promedio se calculó tomando los flujos y gastos financieros de 6 semestres, finalmente la Cobertura Proyectada de Gastos Financieros para la emisión de obligaciones fue de 3.64

## 8. Análisis de Sensibilidad

De acuerdo a la metodología expuesta en el punto 7.1 los eventos desfavorables incluidos en el Análisis de Sensibilidad y sus respectivas fluctuaciones para la determinación de la solvencia histórica y esperada del Emisor se presentan a continuación:

Eventos por Semestre	Esc. Base	Esc. N° 1	Esc. N° 2
Participación Life	3.00%	2.93%	2.85%
Margen de Ventas	36.18%	35.28%	34.37%
Relación Gastos Operativos/Ingresos	32.74%	33.56%	34.37%
Cobertura Proyectada Promedio	3.64	3.33	2.84

## 9. Asignación de la Categoría proyectada de riesgo

En función del análisis de los indicadores financieros históricos, factores adicionales de riesgo cualitativo, con una Cobertura Proyectada de Gastos Financieros de 3.64 y la sensibilización de escenarios, se asigna a la octava y novena emisión de obligaciones de **COMPAÑÍA ANONIMA LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS LIFE**, la Categoría Corregida de **“AA-”**.

## 10. Calificación Preliminar

La Calificación preliminar corresponde al análisis de la capacidad de pago esperada en escenarios desfavorables e independientes, los cuales dieron como resultado que no difieren en ningún caso en más de una categoría de la encontrada en el análisis de la categoría básica de riesgo, por lo que la Calificadora de Riesgo propone al Comité de Calificación para la octava y novena emisión de obligaciones de la **COMPAÑÍA ANONIMA LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS LIFE**, hasta por un monto de **US\$1.5 millones y US\$ 3.0 millones** la Calificación Preliminar de **“AA-”**.

## 11. Calificación Final

### 11.1. Garantía y Resguardos

Las presentes Emisiones de Obligaciones está amparada con Garantía General en los términos señalados en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos, la cual establece que el valor de los activos libres de gravamen menos las deducciones descritas en el Art. 13 de la Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, debe ser superior en por lo menos 125% al monto por emitir. Basados en el Certificado de Activos Libres de Gravamen proporcionado por la compañía, a Septiembre de 2015, el Emisor cumple con la garantía general establecida en la LMV. Así también, la estructura de emisión incluye los resguardos previstos en el Art. 11, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, vigentes a la fecha de la calificación de riesgo inicial.

De acuerdo a las reformas a la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores publicada en el Registro Oficial N° 85 del 14 de Noviembre de 2013, respecto a los resguardos previstos en el Art. 11, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, el Emisor deberá:

1. a) Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y, b) 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.
2. No repartir dividendos mientras estén en mora las obligaciones; y,
3. Mantener la relación de obligaciones en circulación sobre los activos libres de gravamen.

Respecto al inciso 1, cabe indicar que a Septiembre de 2015 el Emisor mantiene un índice de liquidez mayor a uno y sus activos reales sobre los pasivos también permanecen en un nivel mayor a uno.

Las consideraciones efectuadas sobre la calidad de los activos que respaldan las emisiones de obligaciones y su capacidad de ser liquidados a la que hace referencia el numeral 1.8 del Art. 18, Sección IV Calificación de riesgo, Capítulo III, Subtítulo IV de la Codificación de Resoluciones, se han realizado conforme a información proporcionada por el Emisor, entre éstas los Estados Financieros Auditados por la firma Grant Thornton con RNAE No. 322

- Los activos totales del Emisor al corte de Septiembre de 2015 ascendieron a US\$50.59 millones de los cuales se encuentran con gravamen US\$9.68 millones, teniendo un total de activos libres de gravamen después de todas las deducciones de US\$40.91 millones de los cuales podemos informar:
- US\$67 mil corresponden a activos de alta liquidez (Caja y Bancos). En términos generales, la mayor parte se encuentra en las principales entidades financieras locales del país.
- US\$9.81 millones corresponde a Cuentas por Cobrar Comerciales, de las cuales se dedujeron US\$233 mil de provisión cuentas incobrables.
- US\$4.12 millones de Otros Activos Corrientes.
- Del total del rubro Inventario, que ascendió a US\$10.20 millones, Según el informe auditado 2014 los inventarios están valuados al costo o el valor neto realizable, el más bajo. Los costos incluyen

el precio de compra más los costos adicionales de transporte, descuentos y otro tipo de rebaja. El costo de los inventarios se determinan utilizando el método FIFO.

- El total de activos fijos al mes de Septiembre de 2015 asciende a US\$25.50 millones. Según el informe de auditoría al cierre del 2014, los terrenos y edificios se encuentran registrados a su costo revaluado como costo atribuido; en el caso de los edificios, se resta la depreciación y las posibles pérdidas por deterioro de su valor.

Respecto del artículo 9, Capítulo I, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, el conjunto de valores en circulación de los procesos de emisión de obligaciones que mantiene el Emisor no superan el 200% de su patrimonio, siendo a la fecha de calificación el 10.75%

#### Elementos Adicionales

El Emisor se comprometió a mantener durante el periodo de vigencia de las emisiones un nivel de endeudamiento referente a los Pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 70 % de los activos de la Empresa; a la presente fecha de actualización el Emisor mantiene una relación de 22.62% cumpliendo con el compromiso adquirido.

### 11.2. Calificación Final

A pesar de contar con una importante participación en un mercado de gran atractivo por tratarse de productos de primera necesidad, la firma emisora presenta una menor holgura de pago de sus obligaciones financieras debido a los mayores montos de endeudamiento en que ha incurrido para financiar nuevas líneas de producción.

Dada las condiciones presentes que muestran los factores de riesgo cuantitativos expuestos en la Calificación Preliminar, el Comité de Calificación una vez revisados las características propias del instrumento, ha decidido mantener a la octava emisión de obligaciones de COMPAÑÍA ANONIMA LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS LIFE, hasta por el monto de US\$1.5 millones en la categoría de riesgo de "AAA" y asignar a la novena emisión de obligaciones de COMPAÑÍA ANONIMA LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS LIFE, hasta por el monto de US\$3.0 en la categoría de riesgo de "AA".

### 12. Hechos Posteriores

Entre el 31 de Septiembre de 2015 y la fecha de emisión del presente informe de calificación de riesgo, la Calificadora de Riesgos no ha sido informada de eventos que en opinión de la Administración de la Compañía, pudieran tener un efecto significativo sobre la calificación de riesgo.

### Declaración de Independencia

Dando cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores, a nombre de la Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana SCRL S. A., y en mi condición de representante legal de la empresa, declaro bajo juramento que ni la calificadora de riesgo, ni sus administradores, miembros del Comité de Calificación, empleados en el ámbito profesional, ni los accionistas, se encuentran incurso en ninguna de las causales previstas en los literales del mencionado artículo. Además, cabe destacar que la calificación otorgada por la Calificadora, no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.



**Ing. Pilar Panchana Ch.**  
Gerente General  
Noviembre de 2015



SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO LATINOAMERICANA SCRL S.A. nov/2015						
COMPAÑÍA ANONIMA LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS LIFE						
	NIIF					
	2010	2011	2012	2013	2014	Sept-2015
<b>RESULTADOS, RENTABILIDAD Y EFICIENCIA</b>						
Ingresos	41,109,724.0	36,178,535.0	48,929,446.0	49,852,514.0	46,978,089.0	32,964,428.0
Costo de Ventas	-24,693,947.0	-22,713,413.0	-29,527,926.0	-31,242,907.0	-29,727,243.0	-21,593,565.0
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>16,415,777.0</b>	<b>13,465,122.0</b>	<b>19,401,520.0</b>	<b>18,609,607.0</b>	<b>17,250,846.0</b>	<b>11,370,863.0</b>
Gastos Administrativos y Generales	-13,118,930.0	-12,078,122.0	-14,946,049.0	-15,761,000.0	-15,337,855.0	-11,191,341.0
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>3,296,847.0</b>	<b>1,387,000.0</b>	<b>4,455,471.0</b>	<b>2,848,607.0</b>	<b>1,912,991.0</b>	<b>179,522.0</b>
Gastos Financieros	-504,571.0	-380,751.0	-521,774.0	-195,663.0	-132,563.0	-377,524.0
Otros Ingresos (Egresos) Netos	-895,324.0	-498,328.0	-873,135.0	-422,498.0	-337,796.0	-723,556.0
<b>Utilidad Antes de Pago Impuestos y Particip.</b>	<b>1,896,952.0</b>	<b>507,921.0</b>	<b>3,060,562.0</b>	<b>2,230,446.0</b>	<b>1,442,632.0</b>	<b>-921,558.0</b>
Participación Empleados	-284,543.0	-76,188.0	-	-	-	-
Impuesto a la Renta	-332,136.0	-364,768.0	-715,472.0	-557,929.0	-481,371.0	-
<b>Utilidad Neta</b>	<b>1,280,273.0</b>	<b>66,965.0</b>	<b>2,345,090.0</b>	<b>1,672,517.0</b>	<b>961,261.0</b>	<b>-921,558.0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4,111,781.0</b>	<b>2,174,603.0</b>	<b>5,295,115.0</b>	<b>3,595,410.0</b>	<b>2,768,065.0</b>	<b>1,128,906.0</b>
% de variación nominal Ingresos	-17.92%	-12.00%	35.24%	1.89%	-5.77%	-29.83%
% de variación real Ingresos	-21.31%	-14.83%	28.30%	-2.18%	-8.24%	-32.31%
COGS	2.21%	-8.02%	30.00%	5.81%	-4.85%	-27.36%
COGS/Ventas	60.07%	62.78%	60.35%	62.67%	63.28%	65.51%
Margen Bruto	39.93%	37.22%	39.65%	37.33%	36.72%	34.49%
Gastos Administrativos y Generales / Ventas	31.91%	33.38%	30.55%	31.62%	32.65%	33.95%
Gastos de Venta / Ventas	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Gasto Operativos / Ventas	31.91%	33.38%	30.55%	31.62%	32.65%	33.95%
Margen Operativo	8.02%	3.83%	9.11%	5.71%	4.07%	0.54%
Otros Ingresos (Egresos) Netos/ Ventas	-2.18%	-1.38%	-1.78%	-0.85%	-0.72%	-2.2%
Margen Operativo	1.98%	2.18%	1.72%	1.50%	1.82%	2.88%
Margen Neto	3.11%	0.19%	4.79%	3.35%	2.05%	-2.80%
Margen EBITDA	10.00%	6.01%	10.82%	7.21%	5.89%	3.42%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	8.90%	0.35%	11.59%	7.50%	4.18%	-4.10%
Retorno sobre Activo Promedio Ajustados (ROA) A	3.59%	0.17%	5.84%	3.94%	2.08%	-1.88%
<b>ESTRUCTURA FINANCIERA Y ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL</b>						
Caja y Equivalentes de Caja	1,133,996	23,915	586,318	780,424	341,031	67,125
Deudores	7,293,160	6,880,429	8,364,127	7,193,162	8,741,930	9,812,204
Existencias	6,934,554.00	10,565,686.00	10,424,367.00	9,385,115.00	8,826,249.00	10,204,377.00
Activo Fijo	15,096,616	15,633,735	15,642,843	19,457,893	24,991,265	25,502,781
Otros Activos Corrientes	1,779,491.00	1,218,793.00	2,217,962.00	4,203,620.00	3,879,923.00	4,128,349.00
Otros Activos No Corrientes	885,149	885,049	887,999	1,030,179	1,073,760	882,599
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>33,122,966.00</b>	<b>35,207,607.00</b>	<b>38,123,616.00</b>	<b>42,050,393.00</b>	<b>47,854,158.00</b>	<b>50,597,435.00</b>
Pasivo Financiero C/P	863,544.00	760,407.00	859,554.00	1,782,286.00	4,745,690.00	4,788,730.00
Pasivo Financiero L/P (incluye Porción Corriente)	3,513,189.00	2,274,187.00	1,258,475.00	583,018.00	6,071,909.00	6,654,260.00
Pasivos con Proveedores	5,479,358	9,074,714	8,835,601	10,289,262	7,319,743	11,607,547
Otros Pasivos Corrientes	1,594,055	1,222,589	2,509,820	5,008,571	5,478,594	2,023,136
Otros Pasivos No Corrientes	2,731,735.00	2,872,820.00	3,210,995.00	1,265,580.00	1,312,223.00	3,519,323.00
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>14,181,881.00</b>	<b>16,204,717.00</b>	<b>16,674,445.00</b>	<b>18,928,717.00</b>	<b>24,928,159.00</b>	<b>28,592,996.00</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>18,941,085.00</b>	<b>19,002,890.00</b>	<b>21,449,171.00</b>	<b>23,121,676.00</b>	<b>22,925,999.00</b>	<b>22,004,439.00</b>
Capital de trabajo comercial	8,748,356.00	8,371,401.00	9,952,893.00	6,289,015.00	10,248,436.00	8,409,034.00
Capital de trabajo	10,067,788.00	8,391,520.00	10,247,353.00	6,264,488.00	8,990,796.00	10,581,372.00
<b>ACTIVOS AJUSTADOS TOTALES</b>	<b>23,317,818.00</b>	<b>22,037,484.00</b>	<b>23,567,200.00</b>	<b>25,486,980.00</b>	<b>33,743,598.00</b>	<b>33,447,429.00</b>
Deuda Bancaria C.P.	863,544.00	760,407.00	859,554.00	1,782,286.00	4,745,690.00	4,788,730.00
Obligaciones Financieras L.P. (Incluye Porción Corr	3,513,189.00	2,274,187.00	1,258,475.00	583,018.00	6,071,909.00	6,654,260.00
<b>TOTAL PASIVOS CON COSTO</b>	<b>4,376,733.00</b>	<b>3,034,594.00</b>	<b>2,118,029.00</b>	<b>2,365,304.00</b>	<b>10,817,599.00</b>	<b>11,442,990.00</b>
<b>TOTAL INVERSIONES EN ACCIONES</b>	<b>18,941,085.00</b>	<b>19,002,890.00</b>	<b>21,449,171.00</b>	<b>23,121,676.00</b>	<b>22,925,999.00</b>	<b>22,004,439.00</b>
<b>TOTAL CAPITAL INVERTIDO</b>	<b>23,317,818.00</b>	<b>22,037,484.00</b>	<b>23,567,200.00</b>	<b>25,486,980.00</b>	<b>33,743,598.00</b>	<b>33,447,429.00</b>
Deuda Financiera / Capital invertido	18.77%	13.77%	8.99%	9.28%	32.06%	34.21%
Inversiones en acciones / Capital invertido	81.23%	86.23%	91.01%	90.72%	67.94%	65.79%
Deuda Financiera / Patrimonio	0.23	0.16	0.10	0.10	0.47	0.52
Deuda Financiera / EBITDA	1.06	1.40	0.40	0.66	3.91	10.14
Pasivos C.P./Deuda Financiera	19.73%	25.06%	40.58%	75.35%	43.87%	41.85%
Pasivos L.P./Deuda Financiera	80.27%	74.94%	59.42%	24.65%	56.13%	58.15%
Deuda Financiera / Activos	13.21%	8.62%	5.56%	5.62%	22.61%	22.62%
Deuda Financiera / Activos Ajustados	18.77%	13.77%	8.99%	9.28%	32.06%	34.21%
Capital de trabajo comercial / Ventas	0.21	0.23	0.20	0.13	0.22	0.26
Ventas / Activos Ajustados	1.76	1.64	2.08	1.96	1.39	0.99
Ratio de liquidez	1.89	1.56	1.70	1.24	1.18	1.23
CxC días	65	69	62	53	68	80
Inv. Días	102	170	129	110	108	128
CxP días	81	146	109	120	90	145
Ciclo de efectivo (días)	86	93	82	42	86	63

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA HISTÓRICA						
	2010	2011	2012	2013	2014	Sept-2015
Flujo Depurado Ajustado	4,423,337	2,205,101	5,342,004	3,623,083	2,684,160	767,128
Activos Promedio Ajustados	35,674,653	39,112,685	40,124,280	42,428,520	46,113,181	49,012,477
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	12.40%	5.64%	13.31%	8.54%	5.82%	2.09%

Rentabilidad Histórica Promedio	3.95%
Activos a Septiembre 30, 2015 (\$):	49,012,477
Flujo Depurado Histórico	1,937,880
Deuda Financiera (incluyendo nueva emisión)	11,396,182
Cobertura Financiera Histórica	3.46
D.P.D.	6.69

CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS Y COBERTURA PROYECTADA										
	Sem 1	Sem 2	Sem 3	Sem 4	Sem 5	Sem 6	Sem 7	Sem 8	Sem 9	Sem 10
Flujo Depurado Proyectado	1,034,215	1,040,563	1,042,023	1,043,596	1,044,783	1,046,078	1,045,402	1,044,822	1,042,824	1,040,921
Activos Promedio	50,688,901	50,879,337	51,068,673	51,250,764	51,433,867	51,618,354	51,805,867	51,995,951	52,188,213	52,384,399
% Rent. Act. Prom. Ejerc:	2.04%	2.05%	2.04%	2.04%	2.03%	2.03%	2.02%	2.01%	2.00%	1.99%
Deuda Financiera Proyectada	11,399,602	11,440,817	11,485,413	11,526,131	11,567,463	11,608,637	11,650,593	11,693,131	11,736,244	11,779,764
Cobertura Financiera Proyectada	3.64									
D.P.D. Proyectado	6.21									