# CALIFICACIÓN PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL
# PHARMABRAND S.A.

Corporativos
10 de agosto de 2023

**CALIFICACIÓN:**

| | |
|---|---|
| Primer Programa Papel Comercial | AAA |
| Tendencia | |
| Acción de calificación | Inicial |
| Metodología | Calificación de Obligaciones |
| Fecha última calificación | |

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

*Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una excelente capacidad de pago del 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 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.

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 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 calificación de riesgos es una opinión sobre 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 de la Circular de Oferta Pública y del respectivo Contrato Privado y demás documentos habilitantes.

CONTACTO

**Hernán López**
Presidente Ejecutivo
hlopez@globalratings.com.ec

**Mariana Ávila**
Vicepresidente Ejecutivo
mavila@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para el Primer Programa de Papel Comercial de PHARMABRAND S.A. en comité No.195-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 10 de agosto de 2023; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha junio de 2023. ((Aprobado por la Junta General de Accionistas de la compañía PHARMABRAND S.A. el 12 de julio 2023 por un monto de hasta USD 2.000.000).

## FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector farmacéutico ha mantenido una evolución económica positiva durante los últimos 3 años, por lo que sus ventas han crecido a una tasa superior a 9%. A pesar de esto, el sector se enfrenta a varios retos, como una baja inversión en investigación o una capacidad reducida de fabricación de medicinas. Además, la industria posee múltiples barreras de entrada, entre ellas se encuentran: economías de escala de empresas ya establecidas, costos asociados a la carga normativa y control de precios de las medicinas. Las ventas de la compañía evidencian comportamiento acorde con el sector, con una tendencia al alza que le permitió situarse entre las empresas más grandes del país dentro de este sector.
- PHARMABRAND S.A. se dedica a la fabricación y comercialización de productos farmacéuticos de uso humano. Los productos son fabricados localmente a través de la compañía relacionada Farmacid S.A. a la cual provee de materia prima y por medio de un contrato de maquila realiza la fabricación de los productos para luego comercializarlos. El máximo órgano administrativo, es la Junta General de Accionistas, la empresa dispone de un equipo cuyos principales funcionarios poseen amplia experiencia y competencias adecuadas en relación con sus cargos, esta especialización les permite ser eficientes en los procesos. La Compañía actualmente no cuenta con Gobierno Corporativo, aspecto que está en desarrollo, sin embargo, se sustentan por los principios de trasparencia de información y la responsabilidad corporativa que consiste en impulsar la sostenibilidad a largo plazo de la organización, incorporando temas de responsabilidad social y ambiental. El emisor forma parte del Grupo Corporativo Cid, cuyos negocios se desarrollan principalmente en el sector farmacéutico, cuidado personal, sector textil y panadería.
- La compañía ha generado ventas con una tendencia alcista durante el período de análisis producto de la incorporación de nuevos productos que han tenido acogida en el mercado y el afianzamiento con los principales distribuidores. Aspecto que le ha permitido a la empresa generar un EBITDA suficiente para cubrir los gastos financieros
- PHARMABRAND S.A., ha mantenido un índice de liquidez superior a la unidad en el periodo de estudio, manteniendo un valor promedio de 1,28. Mientras que el flujo operativo fue positivo en 2021 y negativo para los años 2020 y 2022, debido al crecimiento de los inventarios producto del mayor dinamismo de las actividades de la empresa, el cual fue cubierto con deuda bancaria y proveedores. PHARMABRAND S.A. se ha financiado principalmente a través de proveedores, aspecto que le brinda mayores plazos con menores costos de financiamiento y un adecuado calce de plazos entre cuentas por cobrar a clientes y proveedores acorde con los objetivos estratégicos.
- Las proyecciones hacia 2027, bajo un escenario conservador, muestran niveles de venta incrementales con base a los acuerdos firmados con el Servicio Nacional de Contratación Pública SERCORP y flujos de caja operacional positivos desde 2024 lo que permitirá una cancelación paulatina de la deuda con costo. La proyección arroja como resultado adecuados indicadores financieros, con capital de trabajo positivo y un apalancamiento acorde a las necesidades de la compañía. En consecuencia, de acuerdo con la proyección, PHARMABRAND S.A. estaría en condiciones de cumplir con sus obligaciones de corto y largo plazo
- La emisión bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, con los resguardos de ley necesario. La emisión mantiene una garantía solidaria otorgada por la compañía Blenastor C.A. a favor del Representante de Obligacionista respaldando hasta por un 100% del monto de la emisión.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

PHARMABRAND S.A. se dedica a la fabricación y comercialización de productos farmacéuticos de uso humano. Los productos son fabricados localmente a través de su compañía relacionada Farmacid S.A. a la cual provee de materia prima y con la que mantiene un contrato de maquila para la fabricación. Alrededor del 72% de las ventas son efectuadas a empresas distribuidoras de productos farmacéuticos localizados en el territorio nacional.

Las ventas de la compañía presentaron una tendencia creciente, entre los años 2020 y 2022 al pasar de USD 24,38 millones a USD 29,69 millones, comportamiento atribuido al lanzamiento exitoso de productos nuevos que generó un impacto positivo y ventas adicionales para la compañía. El enfoque de centrar los esfuerzos de comercialización y abastecimiento permanente en el sector privado permitieron tener un crecimiento del 15% en 2021 y 6,39% en 2022 manteniendo un negocio de largo plazo con los principales distribuidores farmacéuticos del país y contando con una mayor certeza respecto de los tiempos de pago.

Entre los períodos interanuales junio 2022 y junio 2023 los ingresos se incrementaron en 13,66% este incremento se presentó en la división de institucionales, por la adjudicación de 49 productos para la incorporación de medicamentos en el catálogo electrónico del portal de compras públicas, suscritos entre el Servicio Nacional de Contratación Pública SERCORP y Pharmabrand S.A.

Por su parte, el costo de ventas ha fluctuado desde un 60,45% de las ventas el 2020 a un 66,05% a diciembre de 2021 y finalmente 63,25%. El motivo de la variación radica en la composición de ventas de acuerdo con las líneas reseñadas. En el periodo interanual el costo de ventas reció al pasar de 60,40% en junio de 2022 a 65,24% de las ventas en junio de 2023, el crecimiento se atribuyó al aumento en la línea de institucionales en donde el margen bruto es inferior que en las otras divisiones.

El activo de la compañía registró fluctuaciones entre los años 2020 y 2022, pasando de USD 25,08 millones a USD 23,01 millones y finalmente USD 46,37 millones. Este comportamiento se produjo principalmente por las variaciones en los inventarios, que registraron un decremento en 23% entre los años 2020 y 2021, debido a la normalización de la demanda post pandemia e incrementó 203% en 2022, por un mayor abastecimiento coherente con los convenios firmados con el Servicio Nacional de Contratación Pública SERCORP para proveer medicamentos.

La cartera de la compañía se considera relativamente sana con cartera por vencer y vencida hasta 30 días que representó más del 89% de la cartera total durante todo el período anual bajo análisis. La provisión para cuentas de dudoso cobro alcanzó un valor de USD 387 mil a junio 2023, nivel que cubre en 55% la cartera vencida mayor a 120 días.

El pasivo de la empresa decreció durante el periodo 2020 y 2021, coherente con la menor inversión en inventarios por la normalización de la actividad registrada generando una menor necesidad de financiar capital de trabajo por lo que la cuenta de obligaciones financieras y cuentas por pagar a relacionadas disminuyó, no obstante, para el año 2022 se registró un crecimiento de 109% totalizando USD 44,24 millones, este crecimiento se produjo por la cuentas por pagar proveedores coherente con la necesidad de financiar los nuevos contratos con el sector público. El pasivo se concentró en el corto plazo durante el periodo de estudio, promediando 78% (87% a junio 2023)

La cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros fue suficiente en el periodo analizado con valores superiores a la unidad lo que denota que la compañía cuenta con el flujo operativo inmediato para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo.

En lo que guarda relación con los recursos propios, si bien es cierto que el capital social se mantiene constante durante el periodo anula 2020 y 2022 en USD 1,96 millones, el patrimonio neto se ha incrementado producto de los resultados en diferentes años. El patrimonio neto, de USD 1,49 millones en 2020 pasó a USD 3,05 millones en junio 2023 por efecto de una mayor reserva legal y de la disminución de los saldos negativos en utilidades acumuladas, por la generación de resultados positivos en cada período.

En cuanto al flujo libre de efectivo se puede identificar valores negativos para los periodos 2020, 2022 y junio 2023, producto del crecimiento en el aprovisionamiento de inventario que requiere a su vez de mayor salida de efectivo para el pago a proveedores, acorde con el crecimiento del negocio que se evidencia en ventas. Es importante mencionar que la compañía maneja un adecuado calce de plazos entre cuentas por cobrar clientes y pago a proveedores que beneficia a la liquidez de la compañía con indicadores superiores a la unidad.

| RESULTADOS E INDICADORES | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | JUNIO 2022 | JUNIO 2023 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | REAL | | | PROYECTADO | | | | | INTERANUAL | |
| Ingresos de actividades ordinarias (miles USD) | 24.378 | 27.931 | 29.691 | 36.223 | 39.121 | 38.730 | 41.828 | 45.593 | 14.769 | 16.787 |
| Utilidad operativa (miles USD) | 2.779 | 1.528 | 2.048 | 2.479 | 2.717 | 2.525 | 2.960 | 3.227 | 1.677 | 1.582 |
| Utilidad neta (miles USD) | 411 | 523 | 179 | 630 | 770 | 535 | 959 | 1.173 | 1.354 | 914 |
| EBITDA (miles USD) | 2.885 | 1.593 | 2.126 | 2.558 | 2.796 | 2.604 | 3.039 | 3.306 | 1.717 | 1.622 |
| Deuda neta (miles USD) | 9.524 | 6.645 | 6.846 | 6.762 | 5.572 | 3.703 | 3.332 | 2.919 | 6.359 | 7.210 |
| Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD) | (2.001) | 2.856 | (153) | (750) | 1.431 | 2.146 | 301 | 335 | 2.093 | (1.418) |
| Necesidad operativa de fondos (miles USD) | 10.407 | 5.711 | 5.816 | 6.679 | 5.846 | 4.432 | 4.795 | 5.227 | 5.297 | 5.781 |
| Servicio de deuda (SD) (miles USD) | 172 | 4.852 | 2.715 | 2.731 | 3.633 | 4.324 | 2.772 | 2.459 | 4.889 | 3.602 |
| Razón de cobertura de deuda DSCRC | 16,80 | 0,33 | 0,78 | 0,94 | 0,77 | 0,60 | 1,10 | 1,34 | 0,35 | 0,45 |
| Capital de trabajo (miles USD) | 6.706 | 5.445 | 4.206 | 3.356 | 1.728 | 1.763 | 2.725 | 3.273 | 6.011 | 3.744 |
| ROE | 27,65% | 28,64% | 8,38% | 22,77% | 21,79% | 13,14% | 19,07% | 18,91% | 85,17% | 59,96% |
| Apalancamiento | 15,88 | 11,60 | 20,71 | 16,29 | 13,59 | 10,98 | 9,32 | 7,98 | 8,29 | 12,75 |

**Fuente:** PHARMABRAND S.A.

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las proyecciones de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. tienen como base las estimaciones y las estrategias delineadas por la administración y el estructurador financiero, fueron elaboradas a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de forma que las conclusiones expuestas, así como el análisis que las acompañan no son definitivas. En este sentido, cambios en el marco legal, económico, político y financiero tanto a nivel local como internacional, podrían ocasionar fluctuaciones significativas en el comportamiento de las variables proyectadas.

Las proyecciones consideran como principal premisa el crecimiento en los ingresos que se registró en los periodos anuales y junio 2023, por lo que se proyectan ventas crecientes al cierre de 2023 considerando, además, que el Emisor cuenta con contratos adjudicados con el sector público para proveer de 49 productos, estos contratos tendrán vigencia hasta junio 2024. Por lo que, bajo un escenario conservador se proyecta un crecimiento de un 22% en 2023 y 8% en el año 2024 y un decrecimiento de 1% para el año 2025, considerando un mayor nivel de estrés, en el cual no se renueven los acuerdos con el sector público, para los próximos años 2026 y 2027, se espera crecimientos moderados acordes con el histórico de 8% y 9% respectivamente.

Con la finalidad de estresar los flujos se contempló una participación del costo sobre las ventas de 65,11% para el año 2023 y 65,01% en 2024 y 2025, es decir 2 puntos porcentuales por encima de lo obtenido en 2022 y acorde con una reducción del margen bruto por el crecimiento de la división institucional que tiene menor rendimiento. Para los próximos años 2026 y 2027 el costo de ventas alcanzaría 64,85%.

Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función de la participación histórica por lo que se ha considerado una participación del 28% sobre las ventas, mientras que los gastos financieros responderán a la amortización de los instrumentos en el Mercado de Valores, la Deuda Bancaria de corto y largo plazo, así como, descuentos por ponto pago, servicios bancarios, amortización por derechos de uso, entre otros de menor valor.

Los índices de liquidez, endeudamiento. solvencia y rendimiento se calculan para cada uno de los años que cubre el estudio. En el caso de PHARMABRAND S.A., se proyectó que los niveles de índice de liquidez se mantengan superiores a la unidad. Para años posteriores, la composición del pasivo proyecta mantenerse en alrededor del 93% en la porción corriente acorde con el comportamiento histórico con mayor financiamiento en proveedores y al incremento de la deuda de corto plazo con la colocación del Papel Comercial.

La deuda financiera ha ido disminuyendo sobe el total de pasivos debido a la estrategia de la compañía de apalancarse en proveedores y en menor medida con entidades financieras, lo que permite plazos amplios de pago sin generar gastos por interés. Se considera que se mantenga a futuro este financiamiento, por lo que deuda financiera pasaría de representar de 17% del pasivo en 2023 al 7% en el año 2027.

## FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables los siguientes:

- Dependencia en exportaciones de commodities y los ingresos estatales ligadas al petróleo, hacen a la economía ecuatoriana vulnerable a las fluctuaciones de precios de las materias primas, al igual que a las tasas de cambio entre divisas.
- La inestabilidad política afecta la inversión extranjera directa y el establecimiento de nuevas empresas. Además, ante mayor incertidumbre política, las arcas fiscales también resultan afectadas puesto que se incrementa los costos de financiamiento en el exterior.
- La concentración de exportaciones en pocos países expone a Ecuador a riesgos, ya que la dependencia de mercados específicos puede afectar negativamente la economía en caso de cambios en la coyuntura internacional.
- Los desequilibrios fiscales en Ecuador, como altos déficits presupuestarios y creciente deuda pública, pueden limitar la inversión pública y afectar la estabilidad económica.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales son una constante permanente que genera incertidumbre para el sector incrementando los precios de bienes importados. La compañía mantiene una adecuada diversificación de proveedores, que se maneja por medio de un bróker de materia prima, el cual consolida las compras para varias de las empresas del grupo, que le permite ser más eficiente y negociar mejores términos por volumen y operativamente facilita la importación y mitiga este riesgo.
- 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 PHARMABRAND S.A., lo anterior representa un riesgo debido a que estos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la mayor parte de los contratos suscritos con compañías privadas y públicas, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- Afectación en la variación de los precios de la materia prima, lo que podría generar variación en los márgenes. Este riesgo se mitiga con contratos con proveedores a plazos más largos y un adecuado nivel de inventarios, sumado a las negociaciones por volumen que maneja el bróker que es además parte del Grupo Corporativo Cid.
- Aparición de competidores que tengan oferta de productos y/o soluciones de mayor conveniencia para los clientes, lo cual podría afectar las ventas de la compañía. La empresa mantiene políticas de innovación respecto de sus productos acentuando sus ventajas comparativas, elementos diferenciadores y control adecuado de costos lo que permite tener precios competitivos.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo por efecto de pérdidas de información. La compañía mitiga este riesgo por medio de políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, así como mediante aplicaciones de software contra fallas para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible.
- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas para la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros multirriesgo que la compañía mantiene sobre los activos con la aseguradora Seguros Unidos S.A.
- La compañía mantiene concentración en el principal cliente Distribuidora Farmacéutica Ecuatoriana Difare S.A. con una participación del 42,44% de las ventas a junio 2023, sin embargo, este riesgo se mitiga con los contratos suscritos de distribución que tiene PHARMABRAND S.A., este contrato le permite a la empresa obtener un mayor alcance geográfico para la distribución de sus productos.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos específicos previsibles en el futuro en el sector en el que se desempeña el emisor o en sectores relacionados, los siguientes:

- El sector farmacéutico al que pertenece el emisor se puede ver alterado por las normativas propias exigidas por parte de los entes de control y principalmente por el ARCSA en los procesos de aprobación de registros sanitarios de los productos a comercializar, lo que podría generar retraso en la emisión de los registros sanitarios necesarios para la comercialización de los medicamentos.
- El sector farmacéutico está sujeto a una amplia variedad de regulaciones y leyes relacionadas con la investigación, el desarrollo, la producción, el etiquetado, la comercialización y la distribución de medicamentos. Cambios en las políticas gubernamentales o en las regulaciones pueden tener un impacto significativo en el negocio farmacéutico y sus operaciones.
- La seguridad y eficacia de los medicamentos son de suma importancia para el sector farmacéutico. Cualquier problema con la seguridad o la eficacia de un medicamento puede generar litigios, sanciones regulatorias y dañar la reputación de la empresa.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respalda la emisión y su capacidad para ser liquidados. Se debe indicar que los activos que respalda la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada son inventarios. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones de mercado. Al respecto:

- Los inventarios son susceptibles de deterioro, pérdidas por robo y obsolescencia lo que implica un evidente riesgo de deterioro. La empresa mantiene un adecuado control en lo que respecta al almacenaje de los bienes, a la mantención de seguros según corresponda y a una adecuada rotación y disposición de aquellos ítems que no cumplan los requerimientos en cuanto a su estado para su posterior utilización y/o venta. Adicionalmente, mantiene una póliza de seguros multirriesgo con Seguros Unidos S.A.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene PHARMABRAN S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 4,62 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 11,02% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión es moderadamente 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, la situación podría tener un efecto negativo en los flujos de la empresa. Con el fin de mitigar este riesgo, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y realiza un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

## INSTRUMENTO

| PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Características | MONTO (USD) | PLAZO EMISIÓN (DÍAS) | PLAZO INSTRUMENTO (DÍAS) | PAGO DE CAPITAL |
| | 2.000.000 | 360 | 720 | Al vencimiento |
| Garantía general | De acuerdo con el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores | | | |
| Garantía específica | Consiste en un contrato de Fianza Solidaria otorgada por Blenastor C.A. que asegurará el pago hasta por el 100% del monto del Primer Programa de Papel Comercial. Esto es la suma de USD 2.000.000. | | | |
| Destino de los recursos | Los recursos obtenidos de la presente emisión serán utilizados en un cien por ciento (100%) para financiamiento de capital de trabajo, específicamente, para el pago de proveedores, pago de nómina, pago de impuestos y contribuciones, y para el pago de otros gastos operacionales del Emisor. | | | |
| Estructurador financiero | Analytica Securities C.A. Casa de Valores. | | | |
| Agente colocador | Analytica Securities C.A. Casa de Valores. | | | |
| Agente pagador | Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. | | | |
| Representante de obligacionistas | Avalconsulting Cía. Ltda. | | | |
| Resguardos | ▪ 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.<br>▪ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. | | | |

| PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL | |
|---|---|
| | ▪ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. |
| Límite de endeudamiento | ▪ Mantener semestralmente un indicador promedio de Pasivo Financiero sobre EBITDA anualizado menor o igual a 6,5 veces; a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de las obligaciones de largo plazo. Para la base de la verificación se tomarán los estados financieros semestrales correspondientes a junio treinta y diciembre treinta y uno de cada año. |

**Fuente:** Circular de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos del Primer Programa de Papel Comercial de PHARMABRAND S.A. realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

Firmado electrónicamente por:
**HERNAN ENRIQUE LOPEZ AGUIRRE**

**Ing. Hernán Enrique López Aguirre Msc.**
Presidente Ejecutivo