

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS OCTAVA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 183/2024 del 31 de julio de 2024

Información Financiera cortada al 31 de mayo de 2024

Analista: Econ. Ariana Mendieta

ariana.mendieta@classrating.ec

www.classinternationalrating.com

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. fue constituida en marzo de 1987, con capital 100% ecuatoriano y presencia nacional. Comprende dos divisiones: Distribución, con atención a más de 5.300 puntos mayoristas y minoristas del país llegando a las 4 regiones del País; y Farmacias, que ha desarrollado 3 marcas en el mercado: Cruz Azul, Pharmacy's y Farmacias Comunitarias, con más de 2.000 locales a nivel nacional.

Revisión

Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2020-0002184, emitida el 27 de febrero de 2020

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 183/2024 del 31 de julio de 2024 decidió otorgar la calificación de **"AAA" (Triple A)** a la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. por un monto de cuarenta millones de dólares (USD 40'000.000,00).

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

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

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

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

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

La calificación otorgada a la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. lidera el mercado de la distribución farmacéutica y comprenden dos divisiones de negocio que son: Distribución y Desarrollo de Farmacias.¹

¹ **Distribución:** Comercialización de productos farmacéuticos, de consumo y aseo a farmacias a nivel nacional, subdistribuidores y mayoristas del canal farmacéutico y de consumo.
Desarrollo de Farmacias: Cuenta con más 2.000 farmacias a nivel nacional de las cuales 426 pertenecen a DIFARE y la diferencia bajo el esquema de franquicias.

- La compañía contempla conceptos de Buen Gobierno Corporativo, anualmente emite su informe de responsabilidad corporativa y sostenibilidad, que muestra los resultados de la gestión de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. y de las 10 empresas que conforman el Grupo DIFARE.
- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual han incursionado, determinando además que DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. cuenta con una amplia trayectoria, lo cual le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.
- DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. es una compañía que continuamente mejora sus procesos, para brindar un mejor servicio a sus clientes y de esa manera fortalecer el modelo del negocio, convirtiéndolo en un referente en el país y la región.
- DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. cuenta con su Oficina Matriz en Guayaquil y una Oficina Regional Quito; además de sucursales en Cuenca, Portoviejo, Ambato y Santo Domingo; y su Centro de Distribución en Guayaquil.
- Los ingresos de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., a lo largo del periodo analizado describen una tendencia creciente, que obedece a las estrategias implementadas por la compañía, mismas que se enfocan en la prestación de servicios especializados, logística adecuada y un amplio surtido de productos para sus clientes. Es así que los ingresos pasaron de USD 841,28 millones en el año 2020 a USD 924,53 millones en diciembre de 2023. Analizando los cortes interanuales, la conducta creciente se mantiene, pasando de USD 383,63 millones en mayo de 2023 a USD 383,71 millones en mayo de 2024 (+0,02%), como efecto del incremento de un 3,05% en las ventas en su línea de negocio de distribución.
- Los ingresos generados por la compañía le permitieron cubrir de manera adecuada sus costos y gastos, originando una utilidad operativa, cuyo peso dentro de los ingresos para diciembre de 2023 fue de 3,64% (3,81% en 2022). Para mayo de 2024 el margen operativo cerró en 3,39% de los ingresos (3,95% en mayo de 2023), lo que evidencia un manejo aceptable de sus recursos.
- Tras el descuento de los gastos financieros y el impuesto a la renta, la utilidad neta mostró una conducta relativamente estable, pues su representación sobre los ingresos pasó de 2,43% en el año 2022 a 2,22% en diciembre de 2023. Mientras que, para mayo de 2024, la utilidad antes de impuestos significó el 2,20% de los ingresos (3,03% en mayo de 2023), la contracción registrada responde al crecimiento en gastos operativos.
- Los activos totales de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., muestran una clara tendencia creciente entre 2020 y 2023, lo cual tiene relación con el incremento de su operación. Es así como pasaron de USD 402,85 millones en 2020 a USD 499,23 millones en 2023. Para mayo de 2024, su comportamiento cambia y el activo disminuye a USD 481,75 millones, conducta que responde a los movimientos en inventarios principalmente.
- Al 31 de mayo de 2024, la composición de la cartera, que incluye provisión de cuentas incobrables, estuvo concentrada en su mayoría en cartera por vencer, la cual representó el 76,76% (73,43% a diciembre de 2023) de la cartera total, mientras que la cartera vencida significó el 23,24% (26,57% en diciembre de 2023).
- Los pasivos totales disminuyeron su participación en el financiamiento de activos, pasando de un 78,65% en 2021 a un 77,25% en diciembre de 2022, 76,94% en diciembre de 2023 y 74,56% en mayo de 2024, debido a la reducción en sus obligaciones con costo.
- Por su parte, el financiamiento del patrimonio frente a los activos creció de 22,75% en 2022 a 23,06% en 2023 y 25,44% en mayo de 2024, siendo su cuenta más representativa la de resultados acumulados, misma que significó el 17,64% de los activos en mayo de 2024 (15,55% en diciembre de 2023).
- La representación del EBITDA (acumulado) sobre los ingresos de la compañía se mantuvo en un nivel superior al 5% a lo largo del periodo anual, cerrando así en 5,21% en diciembre de 2023. Para mayo de 2024 representó el 4,64% de los ingresos, los resultados demostraron una cobertura adecuada sobre sus gastos financieros.
- DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. presentó indicadores de liquidez superiores a la unidad en cada uno de los ejercicios económicos analizados, lo que demuestra la capacidad de cubrir sus pasivos inmediatos con activos de corto plazo.
- El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo sobre las 3,00 veces hasta el cierre de 2023, a mayo de 2024 se ubicó en 2,93%, lo que evidencia que la compañía financia su operación principalmente con recursos de terceros.

Sobre la Emisión:

- La Junta General Extraordinaria y Universal de los Accionistas de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. celebrada el 10 de diciembre de 2019, resolvió por unanimidad aprobar y autorizar el proceso de la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. por un monto de hasta USD 40'000.000,00.
- Posteriormente con fecha 09 de enero de 2020, por medio de Escritura Pública, se suscribió el contrato de la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, ante la cual comparecieron DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. como Emisor y Cevallos Mora & Peña Abogados & Consultores Cía. Ltda. como Representante de los Obligacionistas.
- Con fecha 05 de marzo de 2020, PICAVAL Casa de Valores S.A. (Agente Colocador) inició la colocación de los valores de la presente Emisión de Obligaciones entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 07 de septiembre de 2020, logró colocar el 100,00% del total aprobado (USD 40.000.000,00).
- Hasta el 31 de mayo de 2024, el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones alcanzó la suma de USD 13,99 millones, esto después de haber cancelado de manera oportuna los respectivos dividendos.
- Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:
 - ✓ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
 - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
 - ✓ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.
 - ❖ Al 31 de mayo de 2024, la empresa cumplió con lo mencionado anteriormente.
- La Emisora se compromete a generar el flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas; y, a mantener durante la vigencia de la emisión, una relación de pasivos con instituciones financieras / activos totales, no mayor a 0,65 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será semestral con balances cortados a junio y diciembre de cada año. Para el cálculo de deuda financiera se considerarán todas las obligaciones con coto de corto y largo plazo contraídas en el sistema financiero y con el Mercado de Valores.
 - ❖ Al 31 de diciembre de 2023, la compañía cumplió con el límite de endeudamiento.
- Al 31 de mayo de 2024, el emisor presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 353,31 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 282,65 millones, cifra que genera una cobertura de 20,20 veces sobre el saldo de capital. De esta manera se puede determinar que la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una aceptable disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Las cifras para mayo de 2024 fueron comparadas con las proyecciones realizadas para el segundo trimestre de 2024, por lo que la calificadora hizo constar su avance.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los cuales se detallan a continuación:

- Establecimiento de medidas por parte del Gobierno ecuatoriano y los organismos oficiales respectivos para normar, regular o modificar la situación actual bajo la que opera la compañía.
- Uno de los principales factores que influiría en el sector es una nueva normativa en materia de control y revisión de precios de los productos farmacéuticos que comercializa DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. y la industria en general.

- La probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo, lo cual podría repercutir sobre el nivel de ventas de la compañía.
- Cambios en la normativa y reglamentos de salud, podrían afectar la operación de la compañía.
- Normativas exigentes por parte de los entes de control y principalmente por el ARCSA en los procesos de aprobación para la emisión de registros sanitarios de los productos, podría generar retraso en la emisión de los registros sanitarios necesarios para la comercialización de los medicamentos.
- Reducción de los niveles de inventarios en los principales distribuidores y cadenas de farmacias, lo que podría incrementar el riesgo de no codificación de productos nuevos en el futuro.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de su cartera, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera.
- La actividad de la compañía se encuentra estrechamente ligada a un riesgo laboral, debido al alto número de empleados que demanda su actividad, lo que podría afectar las operaciones del negocio en caso de que exista algún tipo de conflicto con la compañía.
- La alta inseguridad en algunas áreas del país tiene un impacto directo en la actividad comercial de los productos farmacéuticos, resultando en el cierre de establecimientos de venta.
- La probabilidad de impago de las empresas relacionadas sobre las cuentas por cobrar pendientes con DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., podría afectar al flujo de la compañía. Adicionalmente, el crédito que se les otorga a las empresas relacionadas responde más a la relación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos. No obstante, la administración de la compañía menciona que, cada compañía relacionada genera su propio flujo para responder con sus obligaciones, y cada compañía tiene un tope de crédito asignado.
- Una desaceleración de la economía podría afectar la capacidad de pago de los clientes a quienes la compañía les otorga crédito directo.
- Surgimiento de nuevos competidores en el mercado local, y consecuentemente reducción del mercado objetivo.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.

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

En primera instancia resulta importante señalar que los activos que respaldan la Octava Emisión de Obligaciones son: Cuentas por Cobrar Clientes e inventarios libres de gravamen, pertenecientes a DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- Uno de los riesgos que podría mermar la calidad de las Cuentas por Cobrar Clientes que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se les ha facturado.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las Cuentas por Cobrar Clientes, neto, así como una adecuada política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad, lo que podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la presente emisión.
- Una concentración de ventas futuras en determinados clientes podría disminuir la atomización de las cuentas por cobrar y por lo tanto crear un riesgo de concentración.
- Al referirnos a los inventarios que respalda la emisión, se debe señalar que estos podrían estar sujetos a riesgos relacionados con eventos ajenos y fuera de control de la compañía, como es el caso de incendios,

atentados, robo, u otros similares. No obstante, con la finalidad de mitigar lo mencionado la compañía cuenta con amplias medidas de seguridad para resguardar la mercadería, asimismo cuenta con pólizas de seguros.

- Los inventarios que respaldan la emisión, si no son objeto de una adecuada gestión, podrían padecer de bajas rotaciones, calificándose en un determinado momento incluso como obsoleto, por lo cual y para contrarrestar este riesgo la compañía trabaja con estrictos controles de su existencia y realiza además estudios de mercado.
- Finalmente, las Cuentas por Cobrar Clientes, neto que respaldan la emisión tendrían un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar, mientras que en lo que respecta a los inventarios, su liquidación dependería de que la empresa se encuentre operando y de que los activos no hayan caído en obsolescencia.

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

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

A mayo de 2024 la empresa registra dentro de la garantía general, cuentas por cobrar a vinculadas, por lo que los riesgos asociados a estos podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

No obstante, conforme certificado emitido por la empresa, dentro de las cuentas por cobrar de la compañía, que respaldan la presente emisión, no se registran cuentas por cobrar a vinculadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo - DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyección de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. celebrada el 10 de diciembre de 2019.
- Escritura de Emisión de Obligaciones del 09 de enero de 2020.
- Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2020, 2021, 2022 y 2023 de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., así como Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, al 31 de mayo de 2023 y al 31 de mayo de 2024.
- Contrato de Representación de Obligacionistas.
- Prospecto de Oferta Pública.
- Informe del Representante de Obligacionistas.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.

- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

En base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

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

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

- Entorno económico y riesgo sectorial.
- Posición del emisor y garante
- Solidez financiera y estructura accionarial del emisor
- Estructura administrativa y gerencial
- Posicionamiento del valor en el mercado

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

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

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

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 10 de diciembre de 2019, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de los Accionistas de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., la misma que resolvió autorizar por unanimidad que la compañía emita la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo por un monto de hasta USD 40'000.000,00.

Posteriormente con fecha 09 de enero de 2020, por medio de Escritura Pública, se suscribió el contrato de la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo, ante la cual comparecieron DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. como Emisor y Cevallos Mora & Peña Abogados & Consultores Cía. Ltda. como

Representante de los Obligacionistas. De acuerdo al citado contrato, las principales características y condiciones de la emisión, se muestran a continuación:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

EMISIÓN DE OBLIGACIONES DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.					
Emisor	DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.				
Capital a Emitir	USD 40.000.000,00				
Unidad Monetaria	Dólares de los Estados Unidos de América.				
Monto	Un monto distinto para cada clase, que será definido según la demanda de mercado y la efectiva colocación.				
Clase, Plazo, Tasa	Clase	Plazo	Tasa de Interés	Pago Intereses	Amortización
	A	450 días	5,50% nominal fija	Al vencimiento	Al vencimiento
	B	540 días	5,75% nominal fija	Al vencimiento	Al vencimiento
	C	1.800 días	7,50% nominal fija	Cada 90 días	Cada 180 días
	D	1.800 días	7,50% nominal fija	Cada 180 días	Cada 180 días
	E	2.160 días	7,75% nominal fija	Cada 90 días	Cada 180 días
	F	2.160 días	7,75% nominal fija	Cada 180 días	Cada 180 días
	G	2.160 días	7,75% nominal fija	Cada 180 días (180 de gracia)	Cada 180 días (180 de gracia)
H	1.440 días	7,00% nominal fija	Cada 180 días (180 de gracia)	Al vencimiento	
Valores	Desmaterializados, con un valor nominal mínimo de USD 1.000,00.				
Forma de cálculo del Intereses	Base comercial 30/360, de 360 días por año.				
Fecha de Inicio	Será la fecha en que se realice la primera colocación de los valores en el mercado primario de cada una de las clases.				
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador.				
Contrato de Underwriting	No contempla.				
Garantía	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.				
Tipo de Oferta	Pública.				
Destino de los recursos a captar	Capital de trabajo, consistente en el pago a proveedores, por la compra de inventarios, referentes con la apertura, equipamiento y/o remodelación de puntos de venta; e inversión en activos consistentes en la apertura de nuevos puntos de venta.				
Representante de Obligacionistas	Cevallos Mora & Peña Abogados & Consultores Cía. Ltda.				
Rescates Anticipados	No se contempla redención, rescates anticipados ni sorteos de los valores.				
Sistema de colocación	Bursátil.				
Agente Estructurador y Colocador	PICAVAL Casa de Valores S.A.				
Resguardos establecidos en el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.	<p>Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <p>Mientras se encuentren en circulación las obligaciones, las personas jurídicas de derecho público y / o privado deberán mantener resguardos a la emisión, para lo cual, mediante una resolución del máximo órgano de gobierno, o el que hiciere sus veces, deberá obligarse a determinar al menos las siguientes medidas cuantificables:</p> <ul style="list-style-type: none"> Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. 				
Límite de Endeudamiento	La Emisora se compromete a generar el flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas; y, a mantener durante la vigencia de la emisión, una relación de pasivos con instituciones financieras / activos totales, no mayor a 0,65 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será semestral con balances cortados a junio y diciembre de cada año. Para el cálculo de deuda financiera se considerarán todas las obligaciones con coto de corto y largo plazo contraídas en el sistema financiero y con el Mercado de Valores.				

Fuente: Escritura de Emisión / Elaboración: Class International Rating

A continuación, se presentan las tablas de amortización de capital y pago de intereses, de las clases efectivamente colocadas:

CUADROS 2, 3, 4, 5 y 6: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

CLASE A				
Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
7/9/2020				2.000.000
7/12/2021	2.000.000	137.500	2.137.500	-
Total	2.000.000	137.500	2.137.500	

CLASE C				
Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
6/4/2020				5.432.000
6/7/2020	-	101.850	101.850	5.432.000
6/10/2020	325.920	101.850	427.770	5.106.080
6/1/2021	-	95.739	95.739	5.106.080
6/4/2021	325.920	95.739	421.659	4.780.160
6/7/2021	-	89.628	89.628	4.780.160
6/10/2021	380.240	89.628	469.868	4.399.920
6/1/2022	-	82.499	82.499	4.399.920

6/4/2022	380.240	82.499	462.739	4.019.680
6/7/2022	-	75.369	75.369	4.019.680
6/10/2022	434.560	75.369	509.929	3.585.120
6/1/2023	-	67.221	67.221	3.585.120
6/4/2023	434.560	67.221	501.781	3.150.560
6/7/2023	-	59.073	59.073	3.150.560
6/10/2023	760.480	59.073	819.553	2.390.080
6/1/2024	-	44.814	44.814	2.390.080
6/4/2024	760.480	44.814	805.294	1.629.600
6/7/2024	-	30.555	30.555	1.629.600
6/10/2024	814.800	30.555	845.355	814.800
6/1/2025	-	15.278	15.278	814.800
6/4/2025	814.800	15.278	830.078	-
Total	5.432.000	1.324.050	6.756.050	

CLASE E				
Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
3/4/2020				13.350.000
3/7/2020	-	258.656	258.656	13.350.000
3/10/2020	801.000	258.656	1.059.656	12.549.000
3/1/2021	-	243.137	243.137	12.549.000
3/4/2021	801.000	243.137	1.044.137	11.748.000
3/7/2021	-	227.618	227.618	11.748.000
3/10/2021	801.000	227.618	1.028.618	10.947.000
3/1/2022	-	212.098	212.098	10.947.000
3/4/2022	1.068.000	212.098	1.280.098	9.879.000
3/7/2022	-	191.406	191.406	9.879.000
3/10/2022	1.068.000	191.406	1.259.406	8.811.000
3/1/2023	-	170.713	170.713	8.811.000
3/4/2023	1.068.000	170.713	1.238.713	7.743.000
3/7/2023	-	150.021	150.021	7.743.000
3/10/2023	1.201.500	150.021	1.351.521	6.541.500
3/1/2024	-	126.742	126.742	6.541.500
3/4/2024	1.201.500	126.742	1.328.242	5.340.000
3/7/2024	-	103.463	103.463	5.340.000
3/10/2024	1.201.500	103.463	1.304.963	4.138.500
3/1/2025	-	80.183	80.183	4.138.500
3/4/2025	1.335.000	80.183	1.415.183	2.803.500
3/7/2025	-	54.318	54.318	2.803.500
3/10/2025	1.335.000	54.318	1.389.318	1.468.500
3/1/2026	-	28.452	28.452	1.468.500
3/4/2026	1.468.500	28.452	1.496.952	-
Total	13.350.000	3.693.611	17.043.611	

CLASE F				
Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
5/3/2020				17.555.000
5/9/2020	1.053.300	680.256	1.733.556	16.501.700
5/3/2021	1.053.300	639.441	1.692.741	15.448.400
5/9/2021	1.053.300	598.626	1.651.926	14.395.100
5/3/2022	1.404.400	557.810	1.962.210	12.990.700
5/9/2022	1.404.400	503.390	1.907.790	11.586.300
5/3/2023	1.404.400	448.969	1.853.369	10.181.900
5/9/2023	1.579.950	394.549	1.974.499	8.601.950
5/3/2024	1.579.950	333.326	1.913.276	7.022.000
5/9/2024	1.579.950	272.103	1.852.053	5.442.050
5/3/2025	1.755.500	210.879	1.966.379	3.686.550
5/9/2025	1.755.500	142.854	1.898.354	1.931.050
5/3/2026	1.931.050	74.828	2.005.878	-
Total	17.555.000	4.857.030	22.412.030	

CLASE H				
Vencimiento	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
29/5/2020				1.663.000
29/11/2020	-	-	-	1.663.000
29/5/2021	-	116.410	116.410	1.663.000
29/11/2021	-	58.205	58.205	1.663.000
29/5/2022	-	58.205	58.205	1.663.000
29/11/2022	-	58.205	58.205	1.663.000
29/5/2023	-	58.205	58.205	1.663.000
29/11/2023	-	58.205	58.205	1.663.000
29/5/2024	1.663.000	58.205	1.721.205	-
Total	1.663.000	465.640	2.128.640	

Fuente: Escritura de Emisión / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de mayo de 2024)

Con fecha 27 de febrero de 2020, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la presente Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 40,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS-

INMV-DNAR-2020-00002184, la misma que en igual fecha fue inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores, determinando además un plazo de vigencia de la oferta pública hasta el 27 de noviembre de 2020.

Colocación de los Valores

Con fecha 05 de marzo de 2020, PICAVAL Casa de Valores S.A. (Agente Colocador) inició la colocación de los valores de la presente Emisión de Obligaciones entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 07 de septiembre de 2020, logró colocar el 100,00% del total aprobado (USD 40.000.000,00).

Saldo de Capital

Hasta el 31 de mayo de 2024, el saldo de capital de la Emisión de Obligaciones alcanzó la suma de USD 13,99 millones, esto después de haber cancelado de manera oportuna los respectivos dividendos.

Garantías y Resguardos

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

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

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

❖ Al 31 de mayo de 2024 la compañía cumplió con lo mencionado anteriormente.

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

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

Límite de Endeudamiento

La Emisora se compromete a generar el flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas; y, a mantener durante la vigencia de la emisión, una relación de pasivos con instituciones financieras / activos totales, no mayor a 0,65 veces. La periodicidad de cálculo de este indicador será **semestral** con balances cortados a **junio y diciembre de cada año**. Para el cálculo de deuda financiera se considerarán

todas las obligaciones con costo de corto y largo plazo contraídas en el sistema financiero y con el Mercado de Valores.

- ❖ Al 31 de diciembre de 2023, la compañía cumplió con el límite de endeudamiento.

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

CUADRO 7: PARÁMETROS CUANTIFICABLES

Indicador	Límite	dic-23	may-24	Cumple
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1		1,25	Sí
Activos depurados / obligaciones en circulación	Mayor o igual a 1,25		7,12	Sí
Pasivos instituciones financieras / Total activos	No mayor a 0,65	0,29		Sí

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

La Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo está respaldada por una Garantía General otorgada por DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Dicho esto, se pudo apreciar que al 31 de mayo de 2024, la compañía presentó un total de activos de USD 481,75 millones, de los cuales el 86,77% son activos libres de gravamen, de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 8: DETALLE DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN (Mayo 2024)

Activos	Libres (Miles USD)	%
Disponibles	14.720	3,52%
Exigibles	161.009	38,52%
Realizables	135.008	32,30%
Propiedad, Planta y	31.063	7,43%
Otros activos	76.218	18,23%
TOTAL	418.017	100,00%

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de mayo de 2024, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: “El monto máximo para emisiones de obligaciones de largo plazo, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias².

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

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará

² “La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor.”

lugar a declarar de plazo vencido a la emisión, según lo estipulado en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de mayo de 2024, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 353,31 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 282,65 millones, cifra que genera una cobertura de 20,20 veces sobre el saldo de capital. De esta manera se puede determinar que la Octava Emisión de Obligaciones de Largo Plazo de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Por otro lado, se debe indicar que, al 31 de mayo de 2024 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 7,54 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores.

CUADRO 9: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (Mayo 2024)

Descripción	Miles USD
Total Activos	481.746
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	14.383
(-) Activos Gravados	63.729
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias ³	4.621
(-) Derechos Fiduciarios ⁴	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores ⁵	41.452
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	4.253
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras ⁶	-
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	353.308
80.00% Activos Libres de Gravámenes y Monto Máximo de Emisión	282.646
Octava Emisión de Obligaciones a Largo Plazo	13.992
Total Activos Deducidos / Saldo Emisión (veces)	25,25
80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)	20,20

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de mayo de 2024, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto en circulación en Mercado de Valores ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,12 veces⁷ sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 31 de mayo de 2024, la empresa ha otorgado garantías por USD 63,73 millones, lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 418,02 millones sería el máximo potencial impacto que tiene sobre sus activos.

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

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que los valores que mantiene en circulación representan al 31 de mayo de 2024, el 22,62% del 200% del patrimonio y el 45,24% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

³ Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren

⁴ Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros

⁵ para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación

⁶ Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

⁷ (Total Activos Deducidos – Saldo Emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas)

CUADRO 10: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO (Mayo 2024)

Descripción	Miles USD
Patrimonio	122.558
200% del Patrimonio	245.116
Séptima Emisión de Obligaciones	4.107
Octava Emisión de Obligaciones	13.992
Novena Emisión de Obligaciones	37.345
Total Emisiones Vigentes	55.443
Saldo Emisiones / 200% del Patrimonio	22,62%
Saldo Emisiones / Patrimonio	45,24%

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones Iniciales del Emisor

CUADRO 11: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ventas	752.795	789.051	825.581	862.416	899.540	938.137	978.391	1.020.371
Costo de ventas	612.398	641.000	670.676	700.600	730.758	762.113	794.814	828.917
Utilidad bruta	140.396	148.051	154.905	161.816	168.782	176.024	183.577	191.454
Gastos administrativos	33.824	35.560	37.206	38.866	40.539	42.279	44.093	45.985
Gastos de ventas	76.837	80.782	84.522	88.293	92.093	96.045	100.166	104.464
Utilidad operativa	29.735	31.709	33.177	34.657	36.150	37.700	39.318	41.005
Gastos financieros	5.031	6.677	7.644	6.581	5.649	4.827	3.562	2.357
Utilidad antes de impuestos	24.704	25.032	25.533	28.076	30.501	32.873	35.756	38.648
Impuesto a la renta	6.176	6.258	6.383	7.019	7.625	8.218	8.939	9.662
Utilidad neta	18.528	18.774	19.150	21.057	22.876	24.655	26.817	28.986

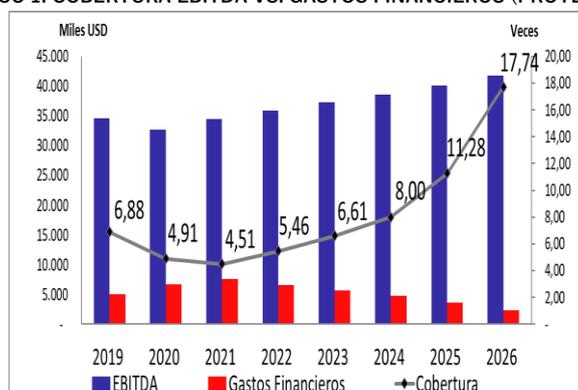
Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero proyectan en sus ingresos un crecimiento promedio (2020 a 2026) de 4,44%. Por su parte, la representación del costo de ventas sobre los ingresos sería constante con un 81,24%, lo que generaría una utilidad bruta promedio de 18,76% de los ingresos. Los gastos operacionales serían constantes a partir del año 2020 con el 14,74% de los ingresos, mientras que el resultado operacional, se presentaría positivo a lo largo de todo el periodo proyectado, con una representación constante del 4,02% de los ingresos.

Los gastos financieros tendrían una representación inferior al 1,00% de los ingresos, a lo largo del periodo proyectado y una vez descontados los impuestos de ley, la compañía arrojaría una utilidad neta que pasaría del 2,38% de los ingresos en el año 2020 al 2,84% en 2026.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva por parte del EBITDA frente a los gastos financieros, que pasaría de 4,91 veces en el año 2020 a 17,74 veces en el año 2026.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La cobertura del EBITDA sobre la deuda financiera se muestra creciente, desde 0,33 veces en 2020 hasta 2,67 veces en 2026. Los indicadores de rentabilidad se presentarían positivos tanto para el ROE como para el ROA.

El flujo de efectivo proyectado por otra parte, presenta los movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía, los mismos que con excepción de 2019, se presentan positivos a lo largo de la proyección; después se incluye los gastos de capital, que implican inversiones que planifica la compañía para el periodo proyectado, en adquisición de activos fijos, propiedades de inversión y activos intangibles; finalmente, las actividades de financiamiento contemplan las obligaciones actuales y las que la Compañía estima contraer.

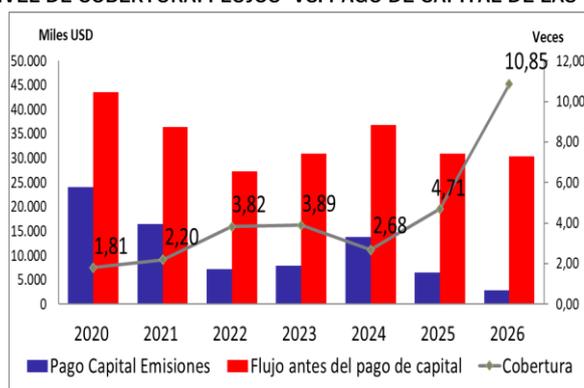
La proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones con costo, tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

CUADRO 12: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Utilidad neta	18.528	18.774	19.151	21.057	22.875	24.655	26.818	28.986
Cargos no monetarios	5.743	6.246	5.723	5.650	5.409	4.567	3.841	3.574
Capital de trabajo	(33.688)	(2.175)	(4.745)	(2.997)	(4.554)	(4.734)	(4.937)	(5.148)
Flujo de efectivo de Operación	(9.417)	22.845	20.129	23.710	23.730	24.488	25.722	27.412
Activo fijo	(20.000)	(10.000)	(2.125)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)
Propiedades de Inversión	(354)	(1.500)	(1.500)	(1.500)	(1.500)	(1.500)	(1.500)	(1.500)
Activo intangible	-	(1.000)	(2.000)	-	-	-	-	-
Flujo de efectivo de Inversión	(20.354)	(12.500)	(5.625)	(3.500)	(3.500)	(3.500)	(3.500)	(3.500)
Obligaciones bancarias	2.789	(17.530)	6.581	(8.451)	(4.679)	(1.897)	(8.727)	(11.579)
Colocaciones Mercado de Valores	16.240	40.000	-	-	-	-	-	-
Pagos Mercado de Valores	-	(24.067)	(16.552)	(7.152)	(7.952)	(13.752)	(6.552)	(2.805)
Compañías relacionadas	5.765	(1.424)	879	886	893	928	969	1.010
Reparto de dividendos	-	(5.003)	(5.069)	(5.171)	(5.685)	(6.176)	(6.657)	(7.241)
Flujo de efectivo de Financiamiento	24.794	(8.024)	(14.161)	(19.888)	(17.423)	(20.897)	(20.967)	(20.615)
FLUJO DE EFECTIVO NETO	(4.977)	2.321	343	322	2.807	91	1.255	3.297
Saldo Inicial	22.168	17.191	19.513	19.855	20.179	22.988	23.079	24.333
SALDOS AL FIN DEL AÑO	17.191	19.513	19.855	20.179	22.988	23.079	24.333	27.630

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁸ VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La cobertura del EBITDA frente a gastos de capital por su parte presentaría un comportamiento superior a la unidad, como efecto de la fortaleza del EBITDA, del mismo modo, el gasto de capital sobre el gasto de depreciación, presentaría indicadores superiores a la unidad a lo largo del periodo proyectado, llegando a 4,27 veces en 2026; al igual que la relación flujo libre de caja sobre deuda financiera, que a diciembre de 2026 registraría 3,09 veces.

⁸ (*) Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de las obligaciones vigentes en el Mercado de Valores.

Finalmente es importante señalar que la calificadora realizó un estrés al modelo de proyección. La proyección contempla una participación del costo de ventas sobre los ingresos, de 81,35% en 2019 y de 81,24% para el resto de los años; la afectación realizada consistió en elevar la representación del costo de ventas, de la siguiente manera: 82,00% hasta 2020, 81,5% de 2021 a 2024 y 81,6% para los 2 últimos años. Con esta afectación, el modelo aún arrojaría un saldo final de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva, en todos los años proyectados. Cabe señalar que esta sería la máxima afectación que soportarían las proyecciones, sin que se presenten pérdidas o saldos de efectivo negativos.

Últimas Proyecciones del Emisor

CUADRO 13: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	sep-30
Ventas	899.745	926.768	954.602	983.273	1.012.804	1.043.223	1.074.555	1.106.828	858.768
Costo de ventas	727.893	749.755	772.273	795.468	819.359	843.967	869.315	895.424	694.744
Utilidad bruta	171.852	177.013	182.329	187.805	193.445	199.256	205.240	211.404	164.024
Gastos administrativos	67.747	68.491	70.913	74.705	75.141	74.320	75.557	77.669	57.477
Gastos de ventas	65.524	67.492	69.519	71.607	73.758	75.973	78.255	80.605	62.540
Utilidad operativa	38.581	41.030	41.897	41.493	44.546	48.963	51.428	53.130	44.007
Gastos financieros	11.432	14.038	13.621	12.942	11.964	11.131	10.201	9.313	6.392
Utilidad antes de impuestos	27.149	26.992	28.276	28.551	32.582	37.832	41.227	43.817	37.615
Participación a trabajadores	4.072	4.049	4.241	4.283	4.887	5.675	6.184	6.573	5.642
Impuesto a la renta	5.769	5.736	6.008	6.067	6.924	8.039	8.761	9.311	7.993
Utilidad neta	17.308	17.207	18.027	18.201	20.771	24.118	26.282	27.933	23.980

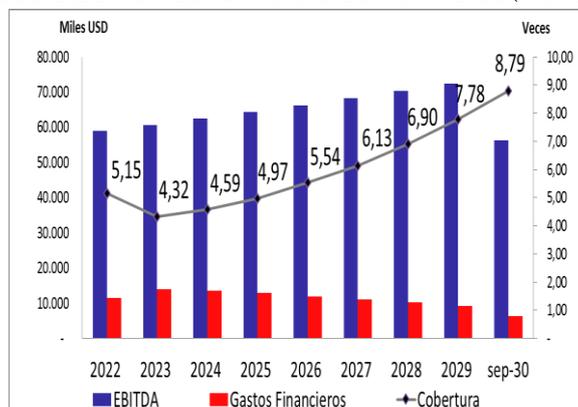
Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Las proyecciones realizadas por el estructurador financiero consideran para los ingresos un crecimiento constante del 3,00% a partir del año 2023 (en 2022 el incremento sería del 5,56% frente al cierre de 2021). Por su parte, la representación del costo de ventas sobre los ingresos sería del 80,90% (2022 – IIT 2030), lo que generaría una utilidad bruta de igual forma estable del 19,10%. Los gastos operacionales pasarían del 14,81% de los ingresos en 2022 al 14,88% en 2025 y a partir de entonces descenderían hasta un 14,30% en diciembre de 2029. Estos resultados arrojarían un margen operacional positivo a lo largo de todo el periodo proyectado, con una representación que llegaría al 4,80% de los ingresos en 2029.

Los gastos financieros tendrían una representación inferior al 2,00% sobre los ingresos durante el periodo proyectado, y una vez descontados los impuestos de ley, la compañía arrojaría una utilidad neta que pasaría del 1,92% de los ingresos en el año 2022 al 2,52% en 2029.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva por parte del EBITDA frente a los gastos financieros, que pasaría de 5,15 veces en el año 2022 a 7,78 veces en 2029 y 8,79 veces en septiembre de 2030.

GRÁFICO 3: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

La relación del EBITDA sobre el Pago de la Deuda de Emisiones se muestra variable, desde 1,21 veces en 2022 hasta 1,52 veces en 2029 y 3,06 veces en septiembre de 2030. El indicador de rentabilidad se presentaría positivo para todos los periodos proyectados y representaría el 2,52% en diciembre de 2029.

El flujo de efectivo proyectado por otra parte, presenta movimientos de efectivo que se originan por la normal operación de la compañía, mismos que se proyectan positivos a lo largo de los años; después se incluye los gastos de capital, que implican inversiones que planifica la compañía para el periodo proyectado, en adquisición de activos fijos, activos intangibles y otras inversiones en activos; finalmente, las actividades de financiamiento contemplan las obligaciones actuales y las que la compañía estima contraer.

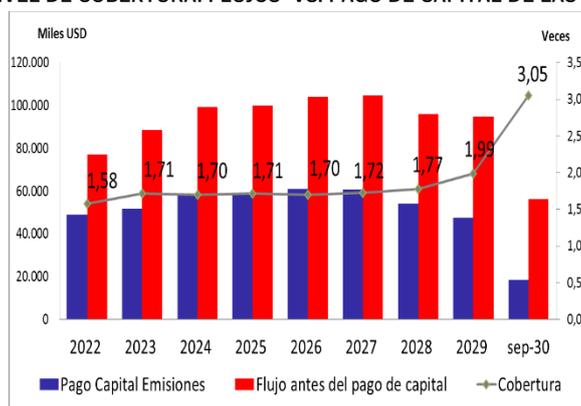
La proyección determina flujos finales de efectivo positivos para cada año, de tal modo que la compañía dispondría de un flujo de efectivo aceptable para hacer frente a las obligaciones con costo, tal como se puede evidenciar en el resumen expuesto a continuación:

CUADRO 14: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (Miles USD)

Descripción	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	sep-30
Utilidad neta	17.307	17.207	18.026	18.201	20.771	24.118	26.283	27.933	23.980
Cargos no monetarios	20.314	19.634	20.588	22.868	21.748	19.324	18.908	19.317	12.205
Capital de trabajo	(25.292)	(13.518)	(14.243)	(16.246)	(15.924)	(16.292)	(16.854)	(17.426)	(11.535)
Flujo de efectivo de Operación	12.329	23.323	24.371	24.823	26.595	27.150	28.337	29.824	24.650
Activo fijo	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(6.000)	(4.500)
Activo intangible	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(750)
Inversión en activos	(100.000)	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujo de efectivo de Inversión	(107.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(7.000)	(5.250)
Obligaciones bancarias	15.661	8.340	9.507	6.581	8.318	8.020	(2.000)	(2.000)	(17.000)
Colocación OBL Vigentes 2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pagos OBL Vigentes 2021	(8.844)	(9.592)	(11.945)	(9.139)	(4.650)	-	-	-	-
Colocación PCO vigente y nuevos	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	15.000
Pagos PCO vigente y nuevos programas	(40.000)	(40.000)	(40.000)	(40.000)	(40.000)	(40.000)	(40.000)	(40.000)	(15.000)
Colocación Novena Emisión de Obligaciones	80.000	-	-	-	-	-	-	-	-
Pagos Novena Emisión de Obligaciones	-	(2.040)	(6.440)	(9.200)	(16.440)	(20.760)	(14.160)	(7.600)	(3.360)
Compañías relacionadas	(103)	231	237	245	252	258	267	274	325
Reparto de dividendos	(6.000)	(4.673)	(4.646)	(5.678)	(5.733)	(6.543)	(7.597)	(8.279)	(8.799)
Flujo de efectivo de Financiamiento	80.714	(7.734)	(13.287)	(17.191)	(18.253)	(19.025)	(23.490)	(17.605)	(28.834)
FLUJO DE EFECTIVO NETO	(13.957)	8.589	4.084	632	1.342	1.125	(2.153)	5.219	(9.434)
Saldo Inicial	42.228	28.271	36.860	40.944	41.576	42.918	44.043	41.890	47.109
SALDOS AL FIN DEL AÑO	28.271	36.860	40.944	41.576	42.918	44.043	41.890	47.109	37.675

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 4: NIVEL DE COBERTURA: FLUJOS⁹ VS. PAGO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

A partir del año 2023, la cobertura del EBITDA frente a gastos de capital presentaría un comportamiento superior a la unidad, como efecto de la fortaleza de su EBITDA; por otro lado, el gasto de capital sobre el gasto de depreciación presentaría indicadores inferiores a la unidad, llegando a 0,30 veces en 2022 y 0,31 veces en

⁹ (*) Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos antes de considerar el pago de capital de las obligaciones vigentes en el Mercado de Valores.

2029. Finalmente, la relación de flujo libre de caja sobre pago de la deuda de emisiones, a diciembre de 2029 registraría 0,62 veces.

Finalmente es importante señalar que la calificadora realizó un estrés al modelo de proyección. Determinando así que la proyección contempla una participación constante de 80,90% del costo de ventas sobre los ingresos, la afectación realizada consistió en elevar la representación del costo de ventas, se observó que la mayor afectación que soportaría el modelo es un incremento del 81,32% constante a lo largo de todo el periodo proyectado. Con esta afectación, el modelo aún arrojaría un saldo final de efectivo positivo, al igual que una utilidad neta positiva, en todos los cortes proyectados.

Comparativo de Resultados Reales Vs. Lo Proyectado

El análisis comparativo de las cifras reales al 31 de mayo de 2024 versus las proyectadas del II trimestre del 2024, reveló que las ventas alcanzaron un avance de 80,23%, mientras que los costos de ventas registraron una ejecución de 77,68%, lo que generó un margen bruto con un cumplimiento de 91,05%. Después de descontar los gastos operativos, la compañía arrojó una utilidad operativa con un cumplimiento del 99,79%, mientras que su utilidad antes de impuestos registró una ejecución del 59,35%.

CUADRO 15: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO VS. REAL (miles USD)

Descripción	Proyectado II Trimestre 2024	Real may-24	Avance
Ventas	478.253	383.711	80,23%
Costo de ventas	386.906	300.544	77,68%
Utilidad bruta	91.347	83.167	91,05%
Gastos Operativos	70.305	70.154	99,79%
Utilidad operativa	21.042	13.013	61,84%
Gastos financieros	6.826	4.576	67,03%
Utilidad antes de impuestos y	14.216	8.437	59,35%

Fuentes: Estructuración Financiera, DIFARE S.A. / Elaboración: Class International Rating

Así mismo se debe señalar que el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 31 de mayo de 2024 registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación positivo, el mismo que arrojó un valor de USD 0,96 millones, mientras que su flujo de procedente de actividades de financiamiento fue negativo por USD 20,05 millones y un flujo procedente de actividades de inversión de USD -3,48 millones, lo que generó un neto de efectivo y equivalentes de efectivo de USD 17,01 millones, monto que representó el 4,43% de los ingresos y el 3,53% de los activos. El flujo neto al final del periodo (mayo 2024) registró un avance del 21,42% frente a lo estimado del II trimestre de 2024.

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

Riesgo de la Economía

Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 1,8% en 2024¹⁰. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador de 0,7% en 2024 y 2,0% en 2025¹¹. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a los desafíos impuestos por la débil demanda global, mayor nivel de endeudamiento, incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania, la crisis de inseguridad, y las presiones inflacionarias que afectan a varias regiones del mundo¹². Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento de 0,8% para 2024, a lo largo del año las estimaciones de crecimiento económico han sido revisadas a la baja¹³.

El año 2024 presenta desafíos para la economía ecuatoriana, los cuales podrían reflejarse en las perspectivas de crecimiento. Entre estos se destacan: la incertidumbre respecto al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva para controlar la inflación, la crisis de inseguridad que vive el país, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China, las condiciones del sistema financiero internacional, y su posible efecto en los precios del petróleo, el comercio exterior y en el desempeño del sector fiscal. A lo anterior, se adiciona que el Ecuador, conforme el Índice de Paz Global (*Global Peace Index*) que publica el *Institute for Economics and Peace*, en el año 2023 se ubicó en el puesto número 97 del ranking de paz global (puesto 73 en 2022), considerándolo como un país peligroso.¹⁴

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 1,5% en 2024. La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+1,2% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 4,8% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 2,3% para el año 2024¹⁵.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados en mayo de 2024 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 16: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB nominal 2023 (millones USD) Prel.	118.845	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,74%
Deuda Pública Total / PIB (abr 2024)	38,55%	Inflación mensual (jun- 2024)	-0,95%
Balanza Comercial Total (millones USD) abril 2024	2.301,4 (Superávit)	Inflación anual (jun 2024)	1,18%
Reservas Internacionales (millones USD mayo-2024)	6.740,1	Inflación acumulada (jun 2024)	0,70%
Riesgo país, 11 de jul 2024 (puntos)	1.339	Remesas (millones USD) I-T 2024	1.393,7
Precio Barril Petróleo WTI (USD 14 jul 2024)	82,21	Tasa de Desempleo nacional (may-2024)	3,55%

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

Producto Interno Bruto (PIB): Para el año 2022, la economía se mostró resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,74% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remesas recibidas. Por su parte, en el 2023 frente a las dificultades políticas y de inseguridad, la economía ecuatoriana, medida a través del PIB, bajo la nueva metodología de base móvil, registró un crecimiento anual de 2,4%, lo cual reflejó una desaceleración de 3,8 puntos porcentuales frente a la tasa registrada en 2022. Ese desempeño estuvo impulsado por el aumento en el Gasto Consumo Final de los Hogares en 1,4; del Gasto Consumo Final del Gobierno en 3,7%; y, de las Exportaciones de bienes y servicios en 2,3%¹⁶.

Durante el primer trimestre de 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) de Ecuador experimentó un crecimiento

¹⁰ <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/October/English/text.aspx>

¹¹ <https://revistagestion.ec/noticias/el-banco-mundial-ajusta-la-proyeccion-de-crecimiento-de-ecuador-07-en-2024/>

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

¹³ <https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/12/Boletin-macroeconomico-Diciembre-2023.pdf>

¹⁴ <https://datosmacro.expansion.com/demografia/indice-paz-global/ecuador>

¹⁵ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

¹⁶ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTIIITrim2023.pdf

del 1,2% en comparación con el mismo periodo del año anterior. Este incremento fue impulsado por una reducción del 3,3% en las importaciones y un aumento positivo en las existencias. Sin embargo, los componentes principales del PIB mostraron contracciones interanuales: el gasto del gobierno cayó un 0,3%, las exportaciones descendieron un 0,5%, el consumo de los hogares bajó un 1,1% y la formación bruta de capital fijo (FBKF) disminuyó un 1,3%.¹⁷

La economía del Ecuador enfrenta un crecimiento lento, atribuido a la insuficiente atracción de inversiones, según el Banco Mundial. La baja atracción de inversiones, evidenciada por la contracción en diversos sectores, como la industria petrolera, contribuye a este estancamiento. El llamado a acelerar transformaciones estructurales destaca la necesidad de mejorar el entorno jurídico, la seguridad física, las condiciones económicas y la legislación amigable con la inversión¹⁸. Además, según estudios del Banco Interamericano de Desarrollo, se explica que los niveles crecientes de delincuencia impactan negativamente en el crecimiento de la economía¹⁹.

El **Riesgo País** registró 1.339 puntos al 11 de julio de 2024. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés²⁰.

La **calificación de deuda** al 20 de mayo de 2024 de Moody's para los bonos de deuda ecuatoriana se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default". Por otro lado, la agencia Fitch Rating para mayo de 2024 mantiene la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera en "CCC+"²¹, calificación que significa "riesgo sustancial", esto debido a un aumento en el riesgo político y los desafíos de gobernabilidad del país. Para mayo de 2024, S&P mantiene la calificación crediticia de Ecuador en B- negativa (altamente especulativo). Según la agencia, la capacidad del gobierno para corregir la política se ve limitada por su corto mandato y la necesidad de contener una creciente violencia. La perspectiva negativa refleja el riesgo de que las medidas implementadas sean insuficientes para mejorar el desempeño fiscal y recuperar el acceso al mercado antes del desafiante servicio de la deuda a partir de 2025.²²

Hasta mayo de 2024, **las importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 11.026,6 millones, mostrando una reducción de USD 728,7 millones, lo que equivale a un descenso del 6,2% en comparación con las importaciones realizadas durante el mismo período en 2023.²³

Las exportaciones totales en valores FOB hasta mayo de 2024 ascendieron a USD 14.026,9 millones, lo que representa un incremento del 11,1% con respecto al mismo período de 2023. Entre ellas, las exportaciones de petróleo registraron un aumento del 29,5% en valor FOB, mientras que las exportaciones no petroleras crecieron un 4,4%, alcanzando un valor de USD 9.704,4 millones.

Hasta mayo de 2024, la **Balanza Comercial Total** mostró un superávit de USD 3.000,3 millones, lo que representó un incremento del saldo en USD 2.127,3 millones en comparación con el mismo periodo de 2023. La Balanza Comercial Petrolera registró un superávit de USD 1.664,9 millones, mientras que la Balanza Comercial No Petrolera alcanzó un superávit de USD 1.335,5 millones.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento variable a lo largo de los periodos analizados, cerrando en USD 82,21 por barril el 14 de julio de 2024 (USD 71,65 el 31 de diciembre de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2024 contempló un valor de USD 66,7 por barril para las exportaciones de petróleo²⁴.

¹⁷ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/Informe_CNTITrim2024.pdf

¹⁸ <https://www.americaeconomia.com/economia-y-mercados/banco-mundial-el-crecimiento-economico-de-ecuador-se-ralentiza-debido-la>

¹⁹ <https://publications.iadb.org/en/frontiers-economics-crime-lessons-latin-america-and-caribbean>

²⁰ <https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica>

²¹ <https://www.bloomberglia.com/latinoamerica/ecuador/acuerdo-entre-ecuador-y-fmi-reduce-riesgos-financieros-pero-retos-de-gobernabilidad-persisten-fitch/>

²² <https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador>

²³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc202407.pdf>

²⁴ <https://www.vozdeamerica.com/a/ecuador-propone-un-alza-del-presupuesto-de-seguridad-ante-la-crisis/7496732.html>

GRÁFICO 5: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



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

La producción promedio diaria de crudo en el Ecuador registró 485 miles de barriles en mayo de 2024, EP Petroecuador registró un promedio de 390,2 miles de barriles y las Compañías privadas de 94,3 miles de barriles, cifras superiores a lo registrado en mayo de 2023 en 1,42% y 5,65% respectivamente. Por su parte las exportaciones de crudo en mayo de 2024 se ubicaron en 11.190 miles de barriles, 13,05% más que en su similar de 2023. De estas exportaciones, el 84,80% fueron exportados por empresas públicas, el 12,24% por el Ministerio de Energía y Minas y el 2,96% por otras compañías²⁵.

Se debe indicar que, para el año 2024, el escenario del sector petrolero no es alentador, pues está previsto el cierre del bloque petrolero Ishpingo, Tambococha, Tiputini (ITT), ubicado en la provincia de Orellana. Siendo esta el área de mayor proyección petrolera del país; a noviembre de 2023 se extraían del bloque 43 - ITT 56.362 barriles de petróleo por día, correspondiente al 14% de la producción nacional. El último barril se extraerá el 31 de agosto de 2024. Esto le significaría para el Estado dejar de percibir cerca de USD 1.200 millones en ingresos anuales. Y en total, la pérdida por el cierre del ITT sumará USD 16.470 millones.²⁶

Hasta junio de 2024 el total de **recaudación tributaria bruta** sumó un valor de USD 10.002,12 millones, es decir existió un incremento de 4,09% respecto a su similar de 2023. Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta junio de 2024 se destaca, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.628,68 millones, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 3.353,71 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 558,00 millones y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 276,57 millones.²⁷

La **inflación mensual** en junio de 2024 registró una variación de -0,95%, mientras que la variación **anual** fue de 1,18% y la **acumulada** fue de 0,70%. Para junio de 2024, la división que más influyó en el índice de precios al consumidor (IPC) fue alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles con -0,76%. Y la división de alimentos y bebidas no alcohólicas también tuvo un impacto significativo del -0,15% en el resultado final del IPC.²⁸

En referencia al **salario nominal promedio**, para mayo de 2024, se fijó en USD 536,60²⁹; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 460,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 472,46 para mayo de 2024³⁰. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en mayo de 2024, se ubicó en USD 560,81³¹, mientras el ingreso familiar mensual es de USD 858,67 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 53,11% del costo de la canasta.

²⁵ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2024208.pdf>

²⁶ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/exportaciones-petroleo-camaron-banano-mineria/>

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

²⁸ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2024/Junio/Boletin_tecnico_06-2024-IPC.pdf

²⁹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas>

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

³¹ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2024/Mayo/Boletin_tecnico_05-2024-IPC.pdf

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,19% en 2022 a 3,38% en diciembre de 2023 y 3,55% en mayo de 2024. La tasa de **empleo adecuado**³² pasó de 36,04% en 2022 a 35,92% en diciembre de 2023 y 33,41% en mayo de 2024, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 19,80% a 20,58% y 23,05% en ese mismo orden³³.

A diciembre 2023, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 26,0% y la pobreza extrema en 9,8%. En el área urbana la pobreza llegó al 18,4% y en el área rural alcanzó el 42,2%. Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**³⁴, se ubicó en 0,457 a diciembre de 2023 (0,466 en diciembre de 2022), es decir existe un leve decrecimiento con respecto a su similar. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en diciembre de 2023 se ubicó en USD 90,08 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,76 mensuales per cápita (a diciembre de 2022 USD 88,72 y USD 50,00 respectivamente)³⁵.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 8,27% para mayo de 2024, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 11,12%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 2,85%³⁶. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para mayo de 2024 alcanzó la suma de USD 81.633,80 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.633,5 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendieron a USD 19.641,1 millones³⁷.

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a febrero de 2024 se ubicó en USD 42.289 millones; lo que representa un decrecimiento del 0,60% frente a enero de 2024, en términos anuales la cartera bruta creció un 8,3%. La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que, en 2023, los bancos ecuatorianos mantuvieron la entrega de créditos a empresas y familias, buscando respaldar la economía a pesar de una desaceleración en el crecimiento financiero. Se destaca la necesidad de acciones de política pública para favorecer tasas de interés que impulsen el crédito y la inclusión financiera³⁸. No obstante, factores como la incertidumbre económica, la inseguridad y los aumentos globales en tasas de interés impactan la entrega de créditos³⁹.

El crédito de la banca privada es clave para el crecimiento de las actividades productivas del país, para febrero de 2024, el 58% de la cartera se destinó a los segmentos de producción (productivo, PYMES vivienda y microcrédito) y el 42% al consumo. Aunque la cartera de crédito en Ecuador experimentó un aumento anual del 8,3% anual en febrero de 2024, la Asociación de Bancos Privados (Asobanca) señala que la presencia de techos a las tasas de interés afecta la entrega de financiamiento al no permitir tasas basadas en el riesgo ni reflejar las condiciones de mercado. Esta limitación, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), podría generar desafíos ante condiciones financieras globales más rigurosas. El FMI sugiere reformar el sistema de tasas de interés para fomentar la inclusión financiera y el acceso al crédito, resaltando la necesidad de abordar las restricciones actuales⁴⁰.

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el primer trimestre de 2024 totalizó USD 1.393,7 millones, cifra que represento un aumento del 6,8% en comparación con el cuarto trimestre de 2023 (USD 1.496,2 millones), y un incremento del 16,9% respecto al valor contabilizado en el primer trimestre de 2023 (USD 1.192,0 millones). El aumento del flujo de remesas se atribuye principalmente a la recuperación económica de Estados Unidos, país de donde proviene la mayor parte de los flujos⁴¹.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el primer trimestre de 2024 fueron de USD 78,3 millones; monto superior en 47,8 millones frente a lo registrado en el primer trimestre de 2023 (USD 30,5 millones),

³² Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliado a la seguridad social

³³ <https://www.bce.fin.ec/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

³⁴ El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso

³⁵ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2023/Diciembre/202312_PobrezayDesigualdad.pdf

³⁶ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/TasasVigentes052024.htm>

³⁷ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/Liquidez/gli202403.pdf>

³⁸ <file:///C:/Users/Class/Downloads/Evolucion-de-la-Banca-01-2024.pdf>

³⁹ <https://www.expreso.ec/actualidad/economia/banca-proyecta-entrega-credito-crecera-menor-ritmo-2024-185113.html#:~:text=El%20cr%C3%A9dito%20se%20seguir%C3%A1%20desacelerando%20en%202024.&text=De%20acuerdo%20con%20la%20publicaci%C3%B3n,3.540%20millones%20de%20d%C3%B3lares%20adicionales.>

⁴⁰ <https://www.ecuadorenvivo.com/index.php/economia/item/169369-credito-de-consumo-crecio-15-9-en-ecuador-en-2023-segun-asobanca>

⁴¹ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere2023IV.pdf>

resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador⁴². La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: actividades de transporte y almacenamiento, actividades de servicios prestados a empresas, industria manufacturera, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Suiza, Perú, Suecia, entre otros⁴³.

Para abril de 2024, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 46.184,85 millones, y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna** para abril de 2024 fue de USD 11.995,46 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 1.111,16 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de abril de 2024, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 48,57% del PIB superando el límite del 40% del PIB⁴⁴.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2022 registraron la suma de USD 8.458,65 millones, mientras que para diciembre de 2023 totalizaron USD 4.454,36 millones (USD 6.740,05 millones en mayo de 2024)⁴⁵. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas. Es importante mencionar que la Administración del Banco Central del Ecuador, presentó la propuesta técnica para la recomposición de los activos externos disponibles para la inversión, misma que se aprobó en el mes de diciembre de 2023. Esta decisión técnica permitió convertir 241 mil onzas de oro en USD 494 millones, los cuales han sido invertidos en instrumentos financieros seguros y líquidos, quienes generarán ingresos extra para la entidad. Esta medida dio como resultado una externalidad positiva para el sector fiscal, pues originó utilidades adicionales por USD 252,9 millones, de los cuales el 70% serán distribuidos en el primer trimestre de 2024⁴⁶.

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

El origen de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. se remonta al año de 1983, cuando Carlos Cueva González y su esposa Galicia Mejía Zevallos, abrieron una farmacia de nombre "Marina" en la ciudad de Guayaquil. Gracias a la visión y una clara oportunidad en el mercado de la distribución de medicinas, para el año de 1987 se constituye la empresa bajo la denominación de Distribuidora Farmacéutica René (Difare) S.A., ofreciendo un servicio diferente, que se caracterizó por un mayor surtido de productos y rapidez en su entrega, acompañados de innovadoras políticas de negocio.

El 19 de mayo de 1989, según consta en la Escritura celebrada ante el Notario Décimo Quinto del Cantón Guayaquil, inscrita en el Registro Mercantil el 19 de septiembre del mismo año, la empresa reformó sus Estatutos, adquiriendo su denominación actual DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., con el objetivo de darle una proyección nacional a la compañía⁴⁷. Con esto, en el año de 1995, se expande el negocio y abre oficinas en Quito y Cuenca.

Para octubre del año 2012, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador aprobó la fusión por absorción de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., con las compañías Ecuafarmacías & Asociados S.A., Dromayor S.A., y ASEGENSA Asesoría y Servicios Generales S.A.

Las operaciones de la empresa consisten en la distribución y ventas al por mayor y menor de productos farmacéuticos, consumo y aseo a través de farmacias propias bajo las marcas "Pharmacy's" y "Cruz Azul" y farmacias franquiciadas bajo las marcas "Cruz Azul" y "Farmacias Comunitarias".

⁴² <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/298-inversi%C3%B3n-extranjera-directa>

⁴³ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/boletin84/indice.htm>

⁴⁴ <https://www.finanzas.gob.ec/https-wwwdeuda-publica-nueva-metodologia/>

⁴⁵ <https://www.bce.fin.ec/informacioneconomica/ultimas-publicaciones>

⁴⁶ <https://www.bce.fin.ec/boletines-de-prensa-archivo/el-banco-central-concluye-exitosamente-proceso-de-recomposicion-de-las-reservas-internacionales-del-ecuador>

⁴⁷ De acuerdo a la escritura de constitución inicial de la empresa, esta tiene un periodo de duración de 50 años contados desde su inscripción en el Registro Mercantil, esto es hasta el 25 de mayo de 2037.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. lidera el mercado de la distribución farmacéutica y comprenden dos divisiones de negocio que son: Distribución y Desarrollo de Farmacias.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. cuenta con su Oficina Matriz en Guayaquil y una Oficina Regional Quito; además de sucursales en Cuenca, Portoviejo, Ambato y Santo Domingo; y su Centro de Distribución en Guayaquil.

El nuevo Centro de Distribución Especializado GD cuenta con 21.000 m², su funcionamiento permite ofrecer al mercado mejores prácticas logísticas, convirtiéndolo en un referente en el país y la región, cuenta con un diseño estructural que corresponde a la última tendencia en tipo de construcciones, empleando materiales eco amigables para minimizar los impactos ambientales. El CDE-GD forma parte en un Parque Logístico de 218.000 metros cuadrados de extensión.

El ámbito en el que la compañía desarrolla sus actividades no demanda por parte de DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA DIFARE S.A., investigación e innovación tecnológica, los fabricantes de cada uno de los productos comercializados son quienes la desarrollan intensivamente.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de mayo de 2024, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. el capital social de la Compañía se mantiene en USD 25'000.000,00, el cual está conformado por 25.000.000 acciones ordinarias y nominativas de valor nominal unitario de USD 1,00 cada una. Se debe destacar, que el 99,54% de la participación accionaria se concentra en uno de sus accionistas, tal como se observa a continuación:

CUADRO 17: ACCIONISTAS

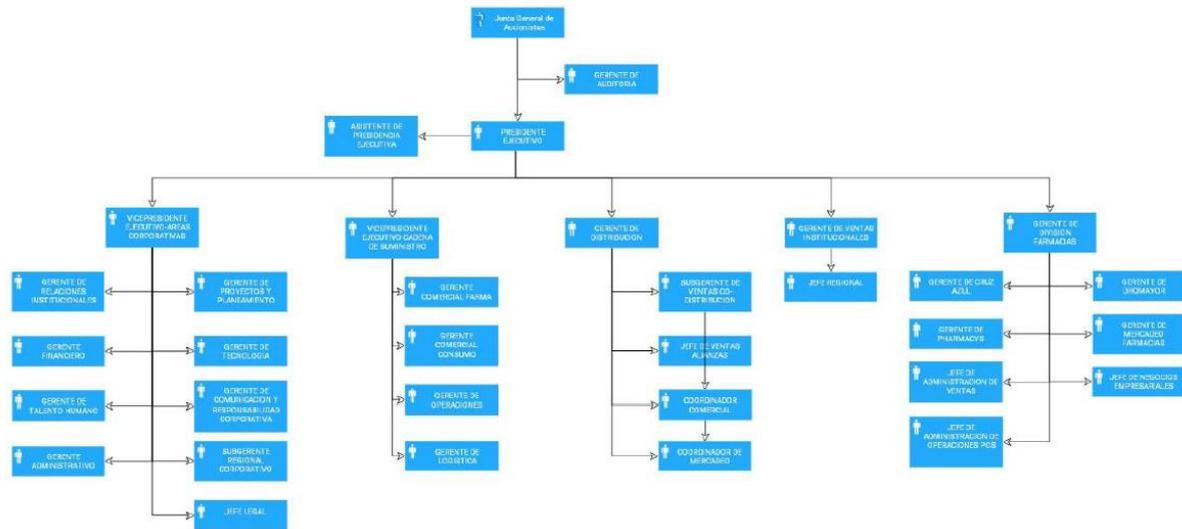
Nombre	Capital (USD)	%
HOLDING GRUPO DIFARE CIA. LTDA.	24.884.527	99,54%
HOLDING HCCG CIA. LTDA.	115.473	0,46%
Total	25.000.000	100,00%

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

El Gobierno de la compañía le corresponde a la Junta General de Accionistas, que constituye su órgano supremo, mientras que el Directorio es el órgano colegiado elegido por la Junta General de Accionistas, encargado de la administración de la sociedad, en los términos en los que señala los Estatutos de la empresa.

La organización de la compañía procura mantener una adecuada estructura financiera, así como procesos de comercialización, entre otras, bajo las directrices de accionistas, junta y principales ejecutivos. Así mismo se debe indicar que la estructura de la compañía, con sus políticas de organización, planificación e inversión, evita la dependencia de un líder organizacional, de este modo favorece el flujo ininterrumpido de sus actividades. A continuación, se expone la estructura organizacional de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.:

GRÁFICO 6: ORGANIGRAMA



Fuente y Elaboración: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.

Es importante recalcar que gran parte de la positiva trayectoria de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., se debe a la aptitud y visión que desde un inicio ha caracterizado a quienes se encuentran al frente de los principales cargos, que, gracias a su experiencia en cada uno de sus campos y profesionalismo, han favorecido al crecimiento del negocio con el cual varios van colaborando por más de dos décadas.

CUADRO 18: DIRECTORIO

Cargo	Nombre
Presidente	Carlos Enrique Cueva González
Miembro Principal	Carlos Oswaldo Cueva González
Miembro Principal	Fernando Enrique Cueva Mejía
Miembro Principal	Juan Arnao Ramírez
Miembro Principal	José María Marzo Serrano
Miembro Principal	José María Vázquez
Miembro Principal	Fausto Oswaldo Ruiz Donoso
Miembro Principal	Guillermo Beuchat

CUADRO 19: PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
Presidente Ejecutivo	Carlos Oswaldo Cueva Gonzalez
Vicepresidente Ejecutivo CSD	Fernando Enrique Cueva Mejía
Vicepresidente Ejecutivo Áreas Corporativa	Fernando Enrique Cueva Mejía
Gerente Financiero	Felipe Eusebio Pincay Zambrano
Gerente división Farmacias	Julio Christian Coll Baquerizo
Gerente Talento Humano	Minerva Leticia Navarrete Zambrano
Gerente de Comunicación y Responsabilidad Corporativa	Silvia Erika Banda Jaramillo
Gerente de Auditoría	Juan Tomas López Guevara

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Gobierno Corporativo

La compañía contempla conceptos de Buen Gobierno Corporativo, anualmente emite el informe de responsabilidad corporativa y sostenibilidad, que muestra los resultados de la gestión de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. y de las 10 empresas que forman parte del Grupo DIFARE, en conformidad con la opción esencial de los estándares GRI, el documento detalla el progreso para cumplir con los 10 principios de pacto global a los cuales se encuentran adheridos.

La aplicación de Prácticas de Buen Gobierno Corporativo está respaldada en la reforma de los Estatutos Sociales de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., celebrada el 15 de noviembre de 2013. Adicionalmente, es importante mencionar que uno de los principales aspectos del Gobierno Corporativo, es el funcionamiento del Directorio con directores externos.

La compañía monitorea el cumplimiento de estrategias planteadas y mantiene políticas que norman la transparencia y divulgación de información financiera, calidad de la contabilidad y de los reportes financieros, tanto a los accionistas, altas gerencias como al personal en general. Según la administración de la compañía, su actitud hacia los stakeholders es de total transparencia y de acciones que fortalezcan la relación.

Con respecto a la política de reparto de dividendos y utilidades, la compañía responde a las disposiciones de las juntas generales de accionistas.

Empleados

Otro de los aspectos en los cuales se refleja la importancia de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. y sus operaciones, es que la compañía se constituye en una importante plaza directa de trabajo para 5.030 personas en mayo de 2024 (5.381 personas en noviembre de 2023). La Compañía se divide en 5 Unidades de Negocio, Farmacias, una de ellas, concentra el 74,27% de los empleados, las demás, Cadena de Suministro, Corporativo, Distribución y Directorio, registran participaciones individuales inferiores al 10,00%.

La administración señala que la empresa mantiene diversos tipos de contratos laborales con sus empleados, distribuidos de la siguiente manera: 69,30% con contrato indefinido, 26,86% están bajo contratos emergentes, 2,62% con contrato indefinido y prueba de 90 días, 0,60% son pasantes, 0,48% con jornada parcial, y el 0,02% están bajo contratos fijos y honorarios profesionales, respectivamente.

Dentro de la compañía no se han conformado Sindicatos, Comités de Empresa o contratos colectivos, que eventualmente pudieran representar un factor que influya en el normal desarrollo de sus operaciones.

La compañía cuenta con un proceso adecuado para la selección y contratación de personal idóneo para el desempeño de sus funciones dentro de la estructura organizacional, de tal manera que cuenta con personal calificado, con experiencia y orientado a un mismo objetivo.

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

Empresas vinculadas o relacionadas⁴⁸

CUADRO 20: COMPAÑÍAS RELACIONADAS⁴⁹

NOMBRE	EMPRESA VINCULADA	TIPO DE VINCULACIÓN
Cueva Mejía Carlos Oswaldo	Holding Grupo Difare Cia. Ltda.	Administrador
	HOLDING OSM CIA.LTDA.	Administrador / Accionista
	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.	Administrador
	HOLDING HCCG CIA.LTDA.	Accionista
Ocaña Moreira Julio Cesar Antonio	Ecu-Farmacias & Asociados S.A.	Administrador
	MEDILABOR S.A.	Administrador
	IMQUILSA IMPRENTA QUIL SA (IMQUILSA)	Administrador
	TRANSPBARRENO S.A.	Administrador
Cueva Mejía Fernando Enrique	HOLDING GRUPO DIFARE CIA. LTDA.	Administrador
	Holding Fcm Cia.Ltda.	Administrador / Accionista
	TRADISAKIM S.A.	Administrador / Accionista
	INVERSIONES INMOBILIARIAS CECG S.A.	Administrador
Holding Grupo Difare Cia. Ltda.	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.	Administrador
	Dyvenpro Distribución Y Venta De Productos Sociedad Anonima	Accionista
	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.	Accionista
	FRISONEX, FRISON IMPORTADORA, EXPORTADORA CIA. LTDA.	Accionista
	HUMALAB S.A.	Accionista
	OFTALVIS S.A.	Accionista
	ASEGENSA ASESORIA Y SERVICIOS GENERALES S.A.	Accionista
	4PL INTELIGENCIA LOGÍSTICA S.A.	Accionista
	TRANSPBARRENO S.A.	Accionista
PROMOTORA CHUROLOMA S.A.	Accionista	

⁴⁸ Adicionalmente, la compañía mantiene relaciones con la empresa TRANSPBARRENO: Empresa responsable de la transportación de mercadería para el sector farmacéutico y de consumo dentro del Ecuador

⁴⁹ Las compañías vinculadas se encuentran en estado "Activas".

	IDELIFE CIA.LTDA.	Accionista
	ECU-FARMACIAS & ASOCIADOS S.A.	Accionista
Holding Hccg Cia.Ltda.	Dyvenpro Distribucion Y Venta De Productos Sociedad Anónima	Accionista
	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.	Accionista
	FRISONEX, FRISON IMPORTADORA, EXPORTADORA CIA. LTDA.	Accionista
	HUMALAB S.A.	Accionista
	OFTALVIS S.A.	Accionista
	HOLDING GRUPO DIFARE CIA. LTDA.	Accionista
	ASEGENSA ASESORIA Y SERVICIOS GENERALES S.A.	Accionista
	4PL INTELIGENCIA LOGÍSTICA S.A.	Accionista
	IDELIFE CIA.LTDA.	Accionista
	ECU-FARMACIAS & ASOCIADOS S.A.	Accionista
	SAMBOGAS S.A.	Accionista

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros / Elaboración: Class International Rating

Otros Aspectos de la Empresa

Divisiones de Negocio y Productos

Distribución: Comercialización de productos farmacéuticos, de consumo y aseo a farmacias a nivel nacional, subdistribuidores y mayoristas del canal farmacéutico y de consumo.

Desarrollo de Farmacias: Cuenta con 1.973 farmacias a nivel nacional que se encuentran operando bajo el esquema de franquicias.

CUADRO 21: CADENA DE FARMACIAS FRANQUICIADAS

Cadena	Descripción
Farmacias Cruz Azul	Creada en el año 2000, es una de las franquicias más grande del Ecuador, cuenta con 1.466 puntos, se encuentran ubicados en la Costa, Sierra, Oriente y Galápagos.
Pharmacy's	Creada en el año 2002, entre los servicios y beneficios que ofrece están el Programa de Medicación Continua (Controlmed), Pharmababy Programa de Beneficios Maternos, Entrega Total (Servicio a Domicilio), Pharmacy's Plus (Tarjeta de Beneficios), Centro de Dermocosmética y Maquillaje. Cuenta con 137 locales distribuidos a nivel nacional de propiedad de Difare.
DROMAYOR	Se dedica a la venta al por menor y mayor de medicamentos y productos de aseo. Cuenta con 13 locales.
Farmacias Comunitarias	Creada en el año 2006, atiende a zonas rurales y ofrece precios más económicos. Cuenta con 357 establecimientos franquiciados.

Fuente/Elaboración: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.

Clientes

En cuanto a su cartera de clientes, de acuerdo a información remitida, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. cuenta con un portafolio diversificado, evitando de esta manera un posible riesgo de concentración⁵⁰.

Al 31 de mayo de 2024, los 5 clientes principales concentran el 48,11% de las ventas de la Compañía. El más representativo participó con el 13,34% de los ingresos de la compañía.

Las ventas de la compañía se generan en mayor proporción con crédito directo, en el parcial, en mayo de 2024 estas significaron el 54,90% sobre el total de ventas, la diferencia corresponde a ventas en efectivo (34,67%) y con tarjeta de crédito (10,43%).

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. cuenta con políticas de crédito y cobranzas claramente definidas, aplicadas por un comité que se encarga de asignar los cupos de crédito dependiendo de las garantías reales que posea el cliente y su historial de crédito, la política establece 60 días de cobro. Mientras que, para la recuperación de cartera, la compañía define una serie de actividades por plazo, con la finalidad de evitar el deterioro de clientes y problemas de crédito en plazos mayores.

Al 31 de mayo de 2024, la composición de la cartera, que incluye provisión de cuentas incobrables, estuvo concentrada en su mayoría en cartera por vencer, la cual representó el 76,76% (73,43% a diciembre de 2023)

⁵⁰ La compañía tiene una buena capacidad de negociación con sus clientes

de la cartera total, mientras que la cartera vencida significó el 23,24% (26,57% en diciembre de 2023). Aún cuando los resultados mencionados anteriormente presentan una mejor posición frente al 2022, eventualmente podrían incurrir en un posible riesgo de incobrabilidad, posibles pérdidas para la Compañía, en caso de que la cartera se deteriore a otras bandas.

CUADRO 22: ANTIGUEDAD DE LA CARTERA⁵¹

Cartera total	2022	2023	may-24
Por Vencer	45,02%	73,43%	76,76%
Vencida de 1 a 30 días	25,28%	9,90%	6,56%
Vencida de 31 a 60 días	14,08%	3,50%	2,77%
Vencida de 61 a 90 días	3,75%	2,25%	1,34%
Vencida de 91 a 180 días	5,13%	3,96%	6,14%
Vencida de 181 a 360 días	3,60%	4,12%	5,46%
Vencida más de 360 días	3,14%	2,84%	0,97%
Total	100%	100%	100%

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

La cobertura de la cartera vencida con el nivel de provisiones constituidas por la compañía es de 8,89% a mayo de 2024 (11,54% en diciembre de 2023), aspecto que deberá ser reforzado para cubrir adecuadamente un posible riesgo de incobrabilidad.

Proveedores

Los productos que DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. comercializa, son adquiridos localmente, en su mayoría de laboratorios de renombre internacional. La compra y negociación de los productos se las realiza en el país, la compañía no realiza importaciones de los productos que distribuye.

A mayo de 2024, el 28,97% del costo de ventas se concentró en 3 proveedores, Proveedor A (14,36%), Proveedor B (8,89%) y Proveedor C (5,72%) en adelante se evidencia mayor dispersión, los proveedores de la Compañía registran participaciones individuales inferiores al 3,00%. Con lo anterior se establece un adecuado manejo del riesgo de concentración de proveedores.

La compañía mantiene una muy buena aceptación con sus proveedores, por lo que ha desarrollado capacidad de negociación con ellos.

La empresa recibe de sus proveedores crédito directo, sin necesidad de que para ello instrumenten garantías reales, cartas de crédito u otros similares. El plazo de financiamiento que recibe la compañía por parte de sus proveedores es de 90 días.

Los productos que comercializa la compañía son denominados “me too”, lo que quiere decir que estos son absolutamente reemplazables por otros de marca o genéricos puros, por lo cual no existe una dependencia a ningún proveedor. Cabe resaltar que, en el mercado farmacéutico nacional, al ser una industria muy competitiva, se encuentra fraccionado en términos de participación, donde el consorcio más grande del mercado alcanza una participación de alrededor del 5%.

El desarrollo de productos de la compañía está vinculado a su empresa relacionada DYVENPRO S.A., la cual es la casa de representación de productos del Grupo DIFARE.

La compañía presta atención a los cambios estructurales en el gusto de consumidores y en la generación de productos complementarios y/o sustitutos, cuyo desarrollo se encuentra a cargo de los proveedores.

Política de Precios

Al ser un mercado con precios regulados, la compañía ha logrado optimizar los costos mediante negociación con proveedores y alianzas exclusivas con laboratorios aprovechando las máximas condiciones.

⁵¹ Incluye cuentas por cobrar comerciales (corto y largo plazo), cuentas por cobrar relacionadas, anticipo a proveedores, otras cuentas por cobrar y provisión para cuentas incobrables.

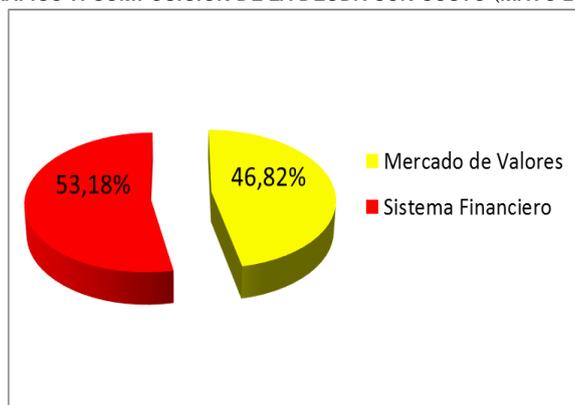
El Estado controla y regula la fijación de precios de las medicinas por medio de un sistema de autorización de precios manejado por el Ministerio de Salud Pública.

Política de Financiamiento

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. ha financiado sus operaciones principalmente con pasivos, en mayo de 2024 estos fondearon el 74,56% de los activos (76,94% de los activos en diciembre de 2023). Cuentas por pagar a proveedores es históricamente el rubro con mayor participación, con corte a mayo de 2024 permitió el financiamiento del 33,71% del activo total (34,03% en diciembre de 2023). La empresa recibe de sus proveedores crédito directo, sin necesidad de que para ello instrumenten garantías reales, cartas de crédito u otros similares. El plazo de financiamiento que recibe la compañía por parte de sus proveedores es de 90 días.

Le sigue en importancia la deuda con costo que a mayo de 2024 financió el 28,21% de los activos, y estuvo conformada por obligaciones bancarias, emisiones en el Mercado de Valores y otros pasivos con costo, referidos específicamente a pasivos por arrendamiento.

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA CON COSTO (MAYO 2024)



Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Política de Inversiones

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. refleja que sus inversiones se concentran principalmente en inventarios y en la adquisición de propiedad, planta y equipo. El crecimiento de los inventarios responde a la dinamización de la actividad; la inversión fija se sustenta en el crecimiento de la infraestructura de la compañía.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., se ha enfocado en la inversión en inventarios, para robustecer los ingresos por la distribución y el retail, es así que, en mayo de 2024, el rubro de inventarios arrojó la suma de USD 158,10 millones⁵². Adicionalmente, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. registra propiedades de inversión por un monto de USD 5,16 millones (similar valor registrado a diciembre de 2023).

Principales Estrategias

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. es líder en su mercado, ha tenido un crecimiento sostenido desde el año 2014, mediante la implementación de nuevas farmacias y alianzas estratégicas con laboratorios, en los cuales la compañía es su distribuidor. La compañía también ha realizado atractivas negociaciones con clientes, lo que le ha permitido crecer significativamente en los últimos años. El desarrollo de

⁵² En mayo de 2024, la cuenta de inventario disminuyó en un 13,75% en comparación con diciembre de 2023. Según la administración, esta reducción se debe a la disminución en el nivel de compras, consecuencia del nuevo modelo de negocio que están implementando.

productos está vinculado a nuestra empresa relacionada Dyvenpro S.A., la cual es la casa de representación de productos del Grupo.

Durante la emergencia sanitaria, la compañía fortaleció su canal de ventas a domicilio. Se mejoró rápidamente la capacidad para atender la demanda a domicilio, contratando personal temporal para atender la alta demanda y reubicando a personal administrativo (202 agentes de *call center* en el pico de la pandemia).

La compañía implementó estrategias de teletrabajo exitosas para el área administrativa mientras que las farmacias siguen trabajando con normalidad. Ciertas áreas continúan trabajando de forma remota desde casa. Como resultado del incremento de la demanda durante la pandemia, ha concentrado sus esfuerzos en ganar participación de mercado gracias a su capacidad logística y cobertura a través de la apertura de nuevos puntos.

Responsabilidad Social y Ambiental

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. y su grupo, basa su gestión en una planificación equilibrada, ética y responsable con sus grupos de interés comprometidos a incorporar prácticas alineadas a la Seguridad, Salud Ocupacional, Cuidado Ambiental y Apoyo a la Comunidad.

El proyecto de VITA SANUS (Primer Banco de medicinas del país), realizado desde el 2015 por GRUPO DIFARE y Banco de Alimentos DIAKONIA, contribuyen con la salud de 64.000 personas de sectores vulnerables que han recibido medicamentos gratuitos bajo prescripción médica para el tratamiento de varias patologías.⁵³

GRUPO DIFARE implementó un programa de mentorías dirigidas a niñas y adolescentes que forman parte de la organización Plan Internacional y que tiene como objetivo fortalecer el pleno ejercicio de los derechos de las niñas, asegurando su participación a través del acceso a oportunidades y aspiraciones profesionales. Ellas comparten experiencias y oportunidades de conocimientos, así como espacios para fortalecer su salud mental, emocional y social.

En DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. se promueve la acción social a través del grupo "Voluntarios GD" en Guayaquil, Quito, Cuenca y Portoviejo, mediante un conjunto de actividades impulsadas por la empresa se involucra a sus colaboradores que, en participación libre, dedican parte de su tiempo, capacidades y talento a diferentes causas sociales.

La Fundación Educativa FEDIFARE en conjunto con la Dirección de la Mujer desarrolló la Certificación GD Mujeres en Retail farmacéutico para brindar mayores oportunidades laborales a mujeres de la ciudad de Guayaquil.

El último Informe de Responsabilidad Corporativa y Sostenibilidad, cargado en la página de la compañía correspondiente al año 2022⁵⁴, muestra los resultados de la gestión de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. y de las 8 empresas que forman parte del Grupo DIFARE, en conformidad con la opción esencial de los estándares GRI, el documento detalla el progreso para cumplir con los 10 principios de pacto global a los cuales se encuentran adheridos. El contenido del informe contempla los pilares de sostenibilidad del Grupo, el triple impacto (económico, social y ambiental) de la gestión y los aportes concretos a las 40 metas identificadas para los 7 objetivos de desarrollo sostenible.

La compañía es una de las pioneras en identificar los 7 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) a los que contribuye con 44 metas a través de su gestión, actividades y programas, comprometidos con la agenda 2030 de las Naciones Unidas.

El modelo de negocio inclusivo y solidario en el sector farmacéutico y el primer Banco de Medicinas son dos de los programas que contribuyen a dinamizar el emprendimiento y la economía local. En 2019, finalizó la construcción del Centro de Distribución Especializado GD, el cual contribuye con toda la cadena de valor y ofrece las mejores prácticas logísticas para el manejo de productos.

⁵³ <https://difare.com.ec/informes-rcs/>

⁵⁴ El Informe de Responsabilidad Corporativa y Sostenibilidad se emite anualmente.

En 2004 se creó la Fundación Educativa FE (DIFARE), que es una ONG cuya misión es "Desarrollar competencias profesionales de las personas que trabajan en el sector salud". Esta organización ha contribuido con la capacitación mediante programas académicos y uso de nuevas tecnologías a miles de beneficiarios, vinculados a la cadena de valor del sector farmacéutico, en donde se incluyen propietarios de farmacias, dependientes, personal administrativo y visitadores médicos.

Desde hace 8 años, colaboran con los centros educativos de Fe y Alegría, promoviendo actividades a favor de la salud con brigadas médicas, dotación de botiquines, charlas preventivas y chequeos a través de la campaña "Niños Felices y Saludables". Han logrado beneficiar a más de 1.500 estudiantes y sus familias.

Es una de las empresas fundadores del Programa Re-Emprende, diseñado por la Alianza para el Emprendimiento e Innovación (AEI), con el propósito de brindar asistencia técnica, financiamiento a emprendedores afectado por el terremoto de Ecuador del 2016, para que reinicien sus actividades productivas. A la fecha se han beneficiado a más de 3700 personas.

Grupo DIFARE forma parte de la junta directiva del Consorcio Ecuatoriano para la Responsabilidad Social CERES, una organización privada sin fines de lucro que privilegia el intercambio de experiencias entre los diversos actores de la sociedad, el diálogo constructivo, así como la construcción de capacidades que permitan fortalecer la gestión socialmente responsable de las empresas.

Acorde con el compromiso de la compañía con los ODS, son miembros de esta iniciativa global con impacto local de la Red Pacto Global Ecuador, conformada por 194 miembros comprometidos con la aplicación de los diez principios universales en cuatro áreas temáticas: derechos humanos, estándares laborales, medio ambiente y anti-corrupción.

En cuanto a la responsabilidad ambiental, para DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. es importante la Eficiencia Energética por lo cual en la empresa como en todo el Grupo, se han implementado procesos de optimización y sistematización integral, permitiendo el cuidado y ahorro de Energía Eléctrica. Este principio incluso se ha promovido entre sus franquiciados, quienes mediante el correcto uso de la tecnología generan más del 80% de sus pedidos on-line, siendo así más amigables con el ambiente. Además, las farmacias propias y franquiciadas de la empresa han incorporado el uso de fundas biodegradables como otro aporte al cuidado medio ambiental. Desde el 2019, sus farmacias han reducido el uso de 9 millones de fundas, poseen plantas de aguas residuales y promueven el reciclaje.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. desde el año 2014 es miembro de la Corporación Ecuatoriana de Responsabilidad Social.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., por segundo año consecutivo, fue reconocida como una Empresa Socialmente Responsable (ESR®) por CERES, por su compromiso con la responsabilidad social como parte integral de su cultura y estrategia de negocio. Además, se ha convertido en una de las primeras empresas en el país en recibir el "Sello Empresa Inclusiva", otorgado por Acnur y el Pacto Global de las Naciones Unidas. Este reconocimiento destaca las buenas prácticas implementadas para fomentar la inclusión social y económica de personas refugiadas, solicitantes de asilo y en movilidad humana, inspirando a otros actores del sector privado y a la sociedad en general a seguir su ejemplo. También les fue otorgado el "Sello Empresa Segura", por las acciones desarrolladas que ofrecen un espacio libre de violencia y discriminación a los colaboradores, de manera especial a las mujeres. Su enfoque se centra en promover un desarrollo sostenible, generando un impacto positivo a través de prácticas empresariales éticas y transparentes. Además de implementar programas a favor de las comunidades en las que operan. Estos reconocimientos demuestran el compromiso con desarrollar una cadena de valor.

La prioridad para DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., es la gente y su bienestar; promoviendo programas que reducen las desigualdades, que generen más oportunidades a las personas y mejoren su calidad de vida. Han empezado desde casa, abriendo las puertas a mujeres y a profesionales jóvenes, menores de 30 años.

Sus marcas de farmacias Pharmacy's, Farmacias Cruz Azul y Farmacias Comunitarias continuaron su expansión hacia diferentes localidades, con el fin de brindar accesibilidad y facilidades para la adquisición de medicamentos y de productos para el bienestar. Su modelo de negocios inclusivos, bajo las franquicias de farmacias, genera oportunidades laborales a 967 emprendedores. Su programa Banco de Medicinas VITA SANUS ha logrado beneficiar, en siete años de labor, a más de 90.000 personas en situación de vulnerabilidad, poniendo a su alcance medicinas que ayudan a sanar las dolencias más comunes en el país. Esta iniciativa, que impulsan junto con el Banco de Alimentos Diakonía, y que se ha consolidado como una cadena de salud, es gracias a la confianza de los laboratorios aliados, con los que comparten el propósito de aportar a la meta mundial de una vida sana y promover el bienestar en todas las edades.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., recibió el distintivo Empresa Socialmente Responsable (ESR®), por implementar un modelo de gestión que contempla buenas prácticas en los ámbitos: Calidad de vida a los colaboradores, Ética empresarial, Vinculación con la comunidad y Preservación del medioambiente. Empresas comprometidas con generar iniciativas que permitan estar al tanto de las necesidades de sus grupos de interés, de los negocios y del entorno. Razón por la cual, continuaran trabajando por ofrecer soluciones y una respuesta eficiente a las necesidades de salud y bienestar del país, integrando una comprensión más amplia y profunda de los temas ASG y los riesgos a los que están expuestos en todas las áreas de sus empresas, para garantizarles la gestión ética de siempre.

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

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas, sujeta a la regulación de los organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Trabajo, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, Normas Municipales y Defensoría del Pueblo.

Además, de acuerdo al giro del negocio de la empresa, ésta también se encuentra sujeta a lo que señala la Ley Orgánica de la Salud y el Reglamento de control de establecimientos farmacéuticos. La Ley Orgánica de la Salud tiene por objeto establecer los principios y normas generales para la organización y funcionamiento del Sistema Nacional de Salud que regirá en todo el territorio nacional, mientras que, de acuerdo al reglamento de control antes mencionado, el funcionamiento y control de botiquines, farmacias, distribuidoras farmacéuticas, casas de representación y laboratorios farmacéuticos, públicos y privados, están sujetos a las disposiciones establecidas en dicha normativa.

Por otro lado, en lo que concierne a normas de calidad, debe señalarse que DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. trabaja con BPA (Buenas Prácticas de Almacenamiento) para sus bodegas, distribución y farmacias, así como BPD (Buenas Prácticas de Dispensación), de acuerdo a lo que señalan diversos reglamentos y acuerdos ministeriales al respecto.

Riesgo Legal

Al 31 de mayo de 2024, según la página institucional del Consejo de la Judicatura, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., registra varios procesos legales en su contra, principalmente de tipo laboral; también registra acciones legales como demandante, principalmente derivadas de la gestión de recuperación de cartera. Es importante indicar que, según informó la compañía, estos procesos se encuentran apropiadamente administrados y no son significativos para la compañía, de modo que no afectan el normal desempeño y continuidad del negocio.

Liquidez de los títulos

Con fecha 05 de marzo de 2020, PICAVAL Casa de Valores S.A. (Agente Colocador) inició la colocación de los valores de la presente Emisión de Obligaciones entre diferentes inversionistas, determinando que, hasta el 07 de septiembre de 2020, logró colocar el 100,00% del total aprobado (USD 40.000.000,00).

La compañía es un emisor recurrente en el Mercado de Valores, por lo que, al 31 de mayo de 2024 registra las siguientes emisiones vigentes:

CUADRO 23: EMISIONES VIGENTES (USD, MAYO 2024)

Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Aprobado	Estado
Séptima Emisión Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-SA-2019-00000011	20.000.000	Vigente
Octava Emisión Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2020-00002184	40.000.000	Vigente
Novena Emisión de Obligaciones	SCVS-INMV-DNAR-2022-000044620	80.000.000	Vigente

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Presencia Bursátil

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

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

Durante el semestre, diciembre 2023 – mayo 2024, no reportaron movimientos en las Bolsas de Valores del país; en consecuencia, la presencia bursátil de los valores fue de 0,00%.

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

Eventos Importantes

- Las cuentas por pagar experimentaron un aumento sostenido; debido al propio giro de negocio, los proveedores apalancan sin costo a la compañía.
- Por otro lado, la ejecución presupuestaria del 2022 se registró cumplimiento en la utilidad antes de impuestos, lo que se traduce que las estrategias implementadas por la compañía dieron resultado.

Situación del Sector

DIFARE S.A. es una empresa ecuatoriana dedicada a la distribución y comercialización de productos farmacéuticos, de consumo y genéricos a nivel nacional. Entre sus marcas se encuentran Farmacias Cruz Azul, Farmacias Comunitarias y Pharmacy's. DIFARE S.A., se posiciona como un referente en el sector comercial de productos farmacéuticos en Ecuador.

De acuerdo con las cifras del Banco Central del Ecuador, el sector del comercio registró una tasa de variación trimestral del 4,4% en el primer trimestre, situándose como el décimo sector con mayor crecimiento.⁵⁵

En términos interanuales, las ventas nacionales durante el período de enero a marzo de 2024 ascendieron a USD 52.113 millones de USD, frente a los USD 51.761 millones registrados en el mismo período de 2023, lo que supone una variación positiva del 0,7%. En el sector comercial, las ventas para el período de enero a marzo de 2024 fueron de USD 23.294 millones, comparadas con los 23.077 millones de USD del mismo período del año anterior, lo que indica un crecimiento del 0,9%. Este sector lideró las ventas nacionales hasta marzo de 2024, con una participación del 44,6%.⁵⁶

⁵⁵ https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/cuentasnacionales/trimestrales/resultados_127_202403.pdf

⁵⁶ <https://www.produccion.gob.ec/wp-content/uploads/2024/05/VFBoletinProduccion-MAYO-2024.pdf>

GRÁFICO 8: VENTAS NACIONALES TOTALES POR SECTOR (% DE PARTICIPACIÓN – MARZO 2024)



Fuente / Elaboración: Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca

Con base en los datos del Ministerio de Producción, Comercio Exterior, Inversiones y Pesca, se destaca que, en enero de 2024, los productos de "medicinas" ocuparon el tercer lugar entre los cinco principales productos de exportación no petrolera. Este producto, categorizado dentro de los bienes de consumo importados, registró un valor de USD 77,6 millones (USD 63,7 millones en enero de 2023), presentando una variación anual positiva del 22,0%.

En cuanto al volumen importado, las medicinas alcanzaron 2.995 toneladas en enero de 2024 (2.476 toneladas en enero de 2023), lo que representa un aumento del 20,9% respecto al período anterior.⁵⁷

Es fundamental analizar la demanda de los productos farmacéuticos por parte de los consumidores, de forma general, según el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), el Indicador de Confianza del Consumidor en mayo de 2024 mostró un incremento del 10,79% en comparación con el mes anterior.

Los resultados del INEC, basados en encuestas realizadas, revelan que el 68,92% de los encuestados indicaron que la situación económica de su hogar se mantuvo igual en comparación con el mes anterior. Por otro lado, el 3,58% reportaron una mejora en su situación económica, mientras que el 27,50% señalaron un deterioro.⁵⁸

GRÁFICO 9: ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR GLOBAL (ENERO 2021-MAYO 2024)



Fuente / Elaboración: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC)

Otro aspecto importante a analizar es la incidencia por divisiones de consumo, el sector farmacéutico, está directamente relacionado con el sector de la salud, dentro del consumo de las familias, según el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), tiene una participación del 0,0054%, ubicándose en el puesto undécimo entre las divisiones de consumo del hogar.

⁵⁷ https://www.produccion.gob.ec/wp-content/uploads/2024/03/VFBoletinComercioExterior_Marzo2024.pdf

⁵⁸ <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/mensual/ICC202405.html>

El crecimiento farmacéutico en el Ecuador tiene su origen en las ciudades de Quito, Guayaquil y Cuenca, ciudades que, con el resurgimiento económico, político, social y cultural, avivaron el interés de los distintos empresarios en incursionar en este mercado y expandirse por todo el territorio ecuatoriano.⁵⁹

En la actualidad, los avances tecnológicos, el crecimiento poblacional y las necesidades demográficas han reforzado el cambio en la gestión y operación de la farmacia ecuatoriana, que integra personal especializado no sólo en áreas químicas o farmacológicas, sino también en la gestión de recursos, operatividad y comercialización. Por consiguiente, el sector farmacéutico en el Ecuador se encuentra regulado constitucionalmente por el Estado, que permite la administración independiente y regulada por empresas o personas particulares especializadas en este giro de negocio.

Es así que el sector farmacéutico también está en innovación y la inteligencia artificial ofrece una amplia gama de recursos en este sector, debido a que aporta al desarrollo de medicamentos, diagnósticos, prevención o tratamiento de enfermedades; además, en el área comercial, siendo un eje de aporte en el posicionamiento o ventaja competitiva.⁶⁰

En Ecuador, el negocio de los medicamentos es un mercado concentrado en menos de 10 grupos económicos los mismos que sostienen un modelo de negocios. La estructura del mercado farmacéutico en el Ecuador depende en su mayoría de la demanda de medicamentos que está determinada esencialmente por la prescripción de los médicos en los servicios de consulta, atención ambulatoria, hospitalización y rehabilitación y/o por los usuarios (automedicación-auto prescripción). La industria farmacéutica es un mercado de alta exigencia, condición que obliga a las empresas ligadas a su operación de destacarse en calidad y atención.⁶¹

Ecuador es uno de los países de la región con mayor tamaño de mercado farmacéutico. Sin embargo, es muy dependiente de las importaciones del exterior en comparación con la producción local. El mercado farmacéutico ecuatoriano se encuentra en crecimiento, debido a los cambios demográficos que está experimentando la población y al aumento del gasto público destinado a la salud. Ambas son tendencias que van a continuar su desarrollo actual, lo que incidirá en un aumento de las ventas farmacéuticas totales.⁶²

El sector donde desarrolla sus actividades la empresa, tiene como barreras de entrada: La necesidad de economías de escala, la alta especialidad que se necesita para cada uno de los productos, registros sanitarios, fijación de precios, el cual es sometido a una revisión y control por las entidades pertinentes, la necesidad de profesionales especializados y con experiencia en las actividades desarrolladas por la compañía, la necesidad de fuertes inversiones de capital en infraestructura y tecnología, patentes y licencias, distribución y almacenamiento, nuevos productos y publicidad, etc., el acceso a proveedores que son mayormente internacionales, altas necesidades de capital de trabajo, alta diferenciación de los productos existentes, la experiencia en el sector y el *Know how* necesario para incursionar en este sector. La principal barrera de salida que tiene el sector es la dificultad que pueden tener las empresas para liquidar sus activos altamente especializados o para adaptarlos a otra actividad.

El sector en general mantiene una aceptable capacidad para transferir al precio de sus productos los cambios en los costos, aranceles, entre otros; sin olvidar que la compañía desarrolla sus actividades en un mercado con precios regulados. Adicionalmente, el alto nivel de especialización y desarrollo les permite a las empresas del sector poder generar o adquirir nuevos productos complementarios y/o sustitutos a los de la industria en general, es decir en sus mercados relevantes.

Expectativas

Las expectativas de la industria farmacéutica se centran en la introducción y mejora de nuevas tecnologías, en base a la proporción personalizada del tratamiento. Estos tratamientos, adaptados a los genes del paciente, podrían revolucionar el tratamiento de enfermedades crónicas y raras.

⁵⁹ file:///D:/Downloads/ERUDITUS+V5-NUM2-2024-9-37.pdf

⁶⁰ file:///D:/Downloads/ERUDITUS+V5-NUM2-2024-9-37.pdf

⁶¹ https://www.farmasol.gob.ec/sites/default/files/Doc001-DICIEMBRE2021-PEI_2021-2024.pdf

⁶² <https://www.cancilleria.gob.ar/es/ecuador-0>

La inteligencia artificial ha demostrado ser una herramienta valiosa para identificar objetivos terapéuticos y acelerar el desarrollo de fármacos, y se espera que continúe desarrollándose. Los algoritmos seguirán evolucionando, aumentando la precisión y la eficiencia de la investigación, así también el desarrollo de la personalización de la atención sanitaria a una escala global sin precedentes.

El año 2024 presenta un horizonte lleno de oportunidades y desafíos para la industria farmacéutica. Para navegar con éxito en este panorama, las empresas deben adoptar estrategias que no sólo respondan a las tendencias actuales, sino que también anticipen las futuras.⁶³

Las estimaciones apuntan a que este sector siga subiendo en esta misma proporción, la tasa de crecimiento anual para el periodo es de alrededor de 7,5%. Adicionalmente, se calcula que en el período 2021-2028 las ventas farmacéuticas se consoliden como el mercado de mayor incidencia en el sector salud en general, pasando de un 15% en 2021 a un 19% en 2028.⁶⁴

Los actores de la industria farmacéutica están atentos a próximas reformas legales impulsadas por el gobierno nacional como la reforma tributaria y laboral. Además, consideran importante que el gobierno implemente mejoras en el sistema de compras públicas y en medidas para el control de precios. Por parte del Gobierno se destacó el apoyo a la industria farmacéutica, a través de la reforma arancelaria, ya vigente, que reduce los aranceles para químicos, ampollas y otros insumos que requiere el sector; el Decreto 68, que reduce los trámites y crea mecanismos para que el sector productivo sea más competitivo; la revisión de las normas vigentes para mejorar el sistema de compras públicas; y, el sistema de trazabilidad para garantizar la calidad de los productos farmacéuticos.⁶⁵

Posición Competitiva de la Empresa

Conforme información proporcionada por la empresa, los principales competidores de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. son: Grupo Farmaenlace (Medicity y Farmacias Económicas), con los cuales compite en ambos segmentos, distribución y retail; y, Corporación GPF (Farmacias Sana Sana y Fybeca) con el cual compite en el segmento de retail. Estas empresas cuentan con cadenas de farmacias a nivel nacional, un alto nivel tecnológico y una amplia trayectoria en el mercado. Ambas compañías participan en la distribución de productos farmacéuticos y de aseo, entre otros, y en el desarrollo de farmacias con sus respectivas marcas. En general, el sector ha demostrado adaptabilidad empresarial ante cambios en las condiciones del mercado y la normativa legal. La empresa opera en un mercado con uno de los mayores crecimientos en cuanto a cadenas de farmacias y distribución de productos farmacéuticos. El aumento en la demanda del mercado sugiere una continuidad en su expansión hacia más sectores del país.

Es importante destacar que de acuerdo a lo indicado por la Compañía el mercado en donde se desenvuelve experimenta uno de los mayores índices de crecimiento en términos de cadenas de farmacias y distribución de productos farmacéuticos. Existe una creciente demanda en el mercado que abre oportunidades para expandir presencia en diferentes sectores del país.

La estrategia de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. asegura para esta división (Distribución) que sus clientes cuenten con el abastecimiento oportuno de sus productos, el mismo que se logra gracias a procesos de distribución eficientes, con el apoyo de herramientas tecnológicas, comerciales y financieras adecuadas. El más importante plus para esta división es la incorporación del pedido electrónico para facilitar la relación comercial con sus clientes.

De acuerdo al análisis de CIU, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., registra como actividad principal el CIU G4649.22, que corresponde a venta al por mayor de productos farmacéuticos, incluso veterinarios.

⁶³ <https://cercal.cl/envinculo/industria-farmaceutica-2024/>

⁶⁴ https://www.farmasol.gob.ec/sites/default/files/Doc001-DICIEMBRE2021-PEI_2021-2024.pdf

⁶⁵ <https://www.expreso.ec/actualidad/salud-farmacias-le-bajan-perfil-externalizacion-medicinas-152326.html>

Respecto al análisis FODA, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. informó que ya no utiliza dicho análisis, ahora se guía mediante un Plan Estratégico, donde constan las diferentes estrategias que le permiten ser más competitiva e innovadora en el mercado. Entre los puntos más importantes se encuentran:

- Unidades de negocios líderes en su mercado.
- Mejorar la experiencia al cliente.
- Innovación para la diferenciación.
- Upgrade tecnológico.

La empresa tiene estructura adecuada para evaluar los escenarios de cambio y por lo tanto actuar en concordancia con los mismos. Según la administración de la compañía, el emisor tiene la capacidad de llegar a determinar al máximo el nuevo escenario que puede enfrentar. Según el emisor, en lo que respecta a normativa legal la empresa está constantemente adaptándose a las leyes y normas que regulan su actividad. La empresa ha logrado generar cambios que mejoren su posicionamiento en el mercado.

Riesgo operacional

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

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. promueve constantemente la capacitación de sus colaboradores a través de la Fundación Educativa Fedifare, en donde se capacita a los empleados en temas administrativos, de sus recursos humanos y económicos, conocimiento de productos, atención y servicio personalizados, destrezas y habilidades en ventas y mercadeo, uso de herramientas tecnológicas, y otros. Es importante mencionar que una de las principales estrategias de la compañía es activar acciones en la generación de demanda a través de la inversión en entrenamiento de su fuerza de ventas.

En cuanto al riesgo de provisión de productos para su reventa, debe indicarse que estos productos provienen de fuentes locales en un 100,00% y son vendidos a distribuidores con estructuras sólidas y que tengan cobertura de distribución, tal como lo es DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., que además es el líder en este mercado. Desde el año 2001 la relacionada DYVENPRO mantiene alianzas con laboratorios nacionales e internacionales que han confiado en Grupo DIFARE, para desarrollar y comercializar sus marcas en el país.

Respecto al manejo de información, es importante mencionar que para potencializar los negocios corporativos y PYMES (Pequeñas y Medianas Empresas) en especial del sector de la salud, a nivel local e internacional, la relacionada Desarrollo Integral de Soluciones Empresariales DIRES S.A., desarrolla soluciones integrales e innovadoras, tal como es el caso del sistema "NEPTUNO" que es utilizado para la administración de farmacias y que cuenta con más de 2.400 licencias en Ecuador, habiéndose instalado además en otros países de la región.

Es importante señalar además que DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. trabaja con IBM quien le presta el servicio de Hosting. Dentro del alcance de este servicio se definen características y lineamientos para la gestión de licencias, servicios, actividades de mantenimiento y soporte, disponibilidad y contingencia para software, comunicaciones y backups, así como el desarrollo de un Plan de Contingencia integral que incluye pruebas de esquema de replicación.

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. cuenta con procedimientos de respaldo de su información diaria, semanal y mensual, así como con los procedimientos para el manejo de los medios de almacenamiento y su generación en el Data Center Principal de IBM (Guayaquil) y en el Data Center de la empresa (Guayaquil), con lo cual se mitiga el riesgo de que por cualquier eventualidad la información, y con ello la operación normal de la empresa, se vea suspendida.

Finalmente, para mitigar y compartir otros riesgos que pueden impactar el normal desarrollo de las operaciones de la empresa, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. cuenta con seguros en diversos

ramos como multirriesgo comercial: Incendio, lucro cesante por incendio, robo, dinero y valores, equipo electrónico y rotura de maquinaria; con vigencia hasta agosto de 2024.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2020, 2021, 2022 y 2023, junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados cortados al 31 de mayo de 2023 y 31 de mayo de 2024.

Análisis de los Resultados de la Empresa

Los ingresos de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., a lo largo del periodo analizado describen una tendencia creciente, que obedece a las estrategias implementadas por la compañía, mismas que se enfocan en la prestación de servicios especializados, logística adecuada y un amplio surtido de productos para sus clientes. Es así que los ingresos pasaron de USD 841,28 millones en el año 2020 a USD 924,53 millones en diciembre de 2023.

Analizando los cortes interanuales, la conducta creciente se mantiene, pasando de USD 383,63 millones en mayo de 2023 a USD 383,71 millones en mayo de 2024 (+0,02%), como efecto del incremento de un 3,05% en las ventas en su línea de negocio de distribución.

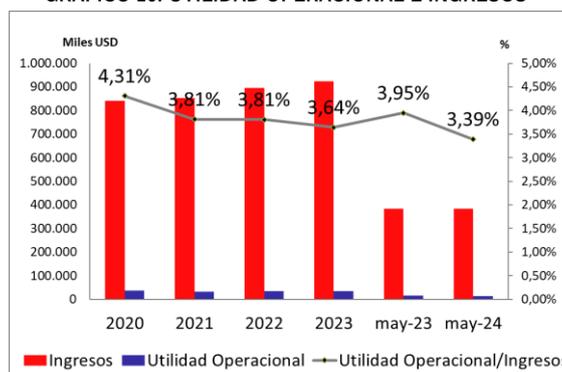
Los ingresos de la compañía son generados por dos divisiones: Distribución y *Retail*, la primera con una participación del 34,93% y la segunda con el 65,07%, a mayo de 2024.

La participación del costo de ventas sobre los ingresos presentó un comportamiento decreciente, desde el 80,95% en 2022 hasta 78,84% en 2023, lo que indica un avance en eficiencia en el manejo de los costos, por lo que derivó en un margen bruto creciente al pasar de un 19,05% de los ingresos en 2022 a un 21,16% en 2023. Para mayo de 2024 el costo de ventas mantuvo el comportamiento decreciente y significó un 78,33% de los ingresos, peso inferior al 79,61% reportado en su similar de 2023, lo anterior derivó en un margen bruto que creció de 20,39% de los ingresos en mayo de 2023 al 21,67% en mayo de 2024. El costo de ventas estuvo conformado principalmente por consumo de inventarios.

Por su parte los gastos operativos que estuvieron conformados mayormente por sueldos y beneficios sociales, con un comportamiento creciente pasaron del 15,25% de los ingresos en 2022 a 17,52% en 2023, para mayo de 2024 se ubicaron en 18,28%, participación superior al 16,44% registrado en mayo de 2023.

Los ingresos generados por la compañía le permitieron cubrir de manera adecuada sus costos y gastos, originando una utilidad operativa, cuyo peso dentro de los ingresos para diciembre de 2023 fue de 3,64% (3,81% en 2022). Para mayo de 2024 el margen operativo cerró en 3,39% de los ingresos (3,95% en mayo de 2023), lo que evidencia un manejo aceptable de sus recursos.

GRÁFICO 10: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Tras el descuento de los gastos financieros⁶⁶ y el impuesto a la renta, la utilidad neta mostró una conducta relativamente estable, pues su representación sobre los ingresos pasó de 2,43% en el año 2022 a 2,22% en diciembre de 2023. Mientras que, para mayo de 2024, la utilidad antes de impuestos significó el 2,20% de los ingresos (3,03% en mayo de 2023), la contracción registrada responde al crecimiento en gastos operativos.

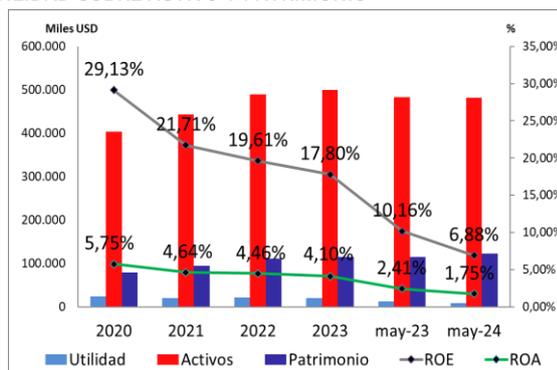
Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los índices de rentabilidad de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. se presentaron positivos durante todo el periodo analizado lo que demostró que los activos generaron rentabilidad por sí mismos y que los accionistas percibieron rentabilidad sobre su inversión. Su comportamiento se encontró ligado a los resultados de la compañía.

CUADRO 24, GRÁFICO 11: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Indicador	2020	2021	2022	2023
ROA	5,75%	4,64%	4,46%	4,10%
ROE	29,13%	21,71%	19,61%	17,80%

Indicador	may-23	may-24
ROA	2,41%	1,75%
ROE	10,16%	6,88%



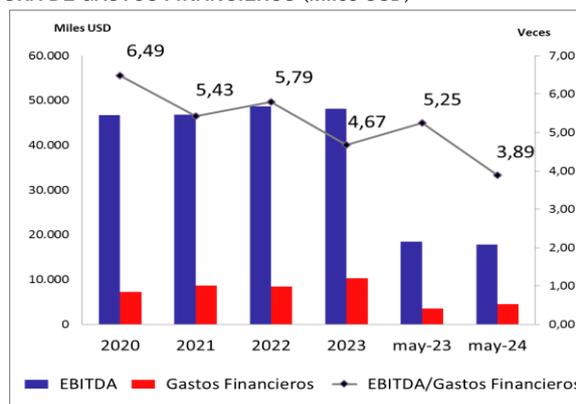
Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

La representación del EBITDA (acumulado) sobre los ingresos de la compañía se mantuvo en un nivel superior al 5% a lo largo del periodo anual, cerrando así en 5,21% en diciembre de 2023. Para mayo de 2024 representó el 4,64% de los ingresos, los resultados demostraron una cobertura adecuada sobre sus gastos financieros.

CUADRO 25, GRÁFICO 12: EBITDA Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS (Miles USD)

Concepto	2020	2021	2022	2023
EBITDA	46.752	46.881	48.736	48.138
Gastos Financieros	7.209	8.638	8.411	10.302
EBITDA/Gastos	6,49	5,43	5,79	4,67

Concepto	may-23	may-24
EBITDA	18.495	17.796
Gastos Financieros	3.520	4.576
EBITDA/Gastos	5,25	3,89



Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado

Activos

Los activos totales de DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A., muestran una clara tendencia creciente entre 2020 y 2023, lo cual tiene relación con el incremento de su operación. Es así como pasaron de USD 402,85 millones en 2020 a USD 499,23 millones en 2023. Para mayo de 2024, su

⁶⁶ Los gastos financieros según el informe de auditoría externa del año 2023 están conformados principalmente por intereses por emisión de obligaciones y papel comercial, intereses por obligaciones financieras e intereses devengados pasivo por arrendamiento, entre otros.

comportamiento cambia y el activo disminuye a USD 481,75 millones, conducta que responde a los movimientos en inventarios principalmente.

En su estructura, priman aquellos de tipo corriente, desde el 75,89% de los activos totales en 2022 a un 73,18% en diciembre de 2023 y 72,28% en mayo de 2024, en donde su cuenta más representativa fue inventarios rubro que, para este último corte representó el 32,82% del activo total⁶⁷ (36,72% en diciembre de 2023)⁶⁸, le sigue cuentas por cobrar clientes con el 29,45% (28,51% en diciembre de 2023) y de lejos, efectivo y bancos⁶⁹ con el 3,06% (2,85% en diciembre de 2023) y anticipo a proveedores con el 3,06% (2,84% en diciembre de 2023), entre los principales rubros.

Cuentas por cobrar relacionadas presenta un comportamiento descendente, desde USD 7,86 millones en 2022 hasta USD 6,34 millones en 2023 y USD 4,52 millones en mayo de 2024. Según lo informado por la Administración, esta disminución se debe a préstamos que han sido cancelados.

Al 31 de mayo de 2024, las "otras cuentas por cobrar" experimentaron un incremento, pasando de USD 1,51 millones en diciembre de 2023 a USD 6,37 millones en mayo de 2024. De acuerdo con lo mencionado por la administración, este aumento se debe a las ventas de tarjetas de crédito.

Por su parte, los activos no corrientes representaron el 27,72% de los activos totales en mayo de 2024 (26,82% en diciembre de 2023), conformados principalmente por propiedad y equipo neto⁷⁰, que para este periodo registró una participación del 14,88% de los activos (14,86% en diciembre de 2023), le sigue de lejos activos intangibles⁷¹ con una participación del 4,68% (4,42% en diciembre de 2023) cabe mencionar que los activos intangibles se encuentran conformadas por licencias software, valores por renovación tecnológica de SAP y licenciamiento IBM para el nuevo Centro de Distribución Especializado GD. Estos son activos de vida útil finita; y, plusvalía, activos de vida útil indefinida, que corresponden al valor en exceso cancelado en la adquisición de nuevas farmacias, los mismos que son reconocidos en el momento en que se adquiere el control. Por último, se encuentran, derecho de uso con una participación del 4,43% (4,52% en diciembre de 2023) y cuentas por cobrar comerciales de largo plazo con el 1,72% (0,69% en 2023), entre los principales rubros. Cuentas por cobrar comerciales de largo plazo registró un incremento importante del 139,53% respecto a diciembre de 2023, según lo informado por la administración se debe a que la cartera creció por su nuevo modelo de negocio.

Pasivos

Los pasivos totales disminuyeron su participación en el financiamiento de activos, pasando de un 78,65% en 2021 a un 77,25% en diciembre de 2022, 76,94% en diciembre de 2023 y 74,56% en mayo de 2024, debido a la reducción en sus obligaciones con costo.

Al referirnos a su estructura, se debe destacar que los pasivos corrientes predominaron a lo largo del periodo analizado, es así que su financiamiento de activos a mayo de 2024 fue de 50,47% (50,32%, en diciembre de 2023), siendo su cuenta más relevante, proveedores con el 33,71% de los activos (34,03% en diciembre de 2023), seguida de lejos de cuentas por pagar relacionadas con el 5,73% de los activos (6,21% en diciembre de 2023) y préstamos y obligaciones con costo con el 3,62% (2,93% en diciembre de 2023).

En cuanto a los pasivos no corrientes, estos financiaron el 24,09% de los activos en mayo de 2024 (26,62% en diciembre de 2023), siendo el grupo contable más relevante obligaciones con costo, que en mayo de 2024 financiaron el 20,59% de los activos (22,71% en diciembre de 2023).

⁶⁷ Según lo reportado por la administradora, en mayo de 2024, la cuenta de inventario experimentó una reducción del 13,75% en comparación con diciembre de 2023, debido a una reducción en el nivel de compras, resultado de la implementación del nuevo modelo de negocio.

⁶⁸ Según el informe de auditoría externa a diciembre de 2023, durante ese año la Compañía realizó baja de inventarios por producto caducado y en mal estado por USD 1,9 millones (Año 2022: USD 1,9 millones) registrado con cargo a los resultados del año.

⁶⁹ DIFARE tenía la intención de adquirir una compañía; sin embargo, la venta no se concretó por diferentes factores y como resultado la empresa comenzó a reducir su efectivo

⁷⁰ La cuenta "propiedad y equipos neto" en mayo de 2024 presentó una variación negativa del 3,38% en comparación con diciembre de 2023. La administradora menciona que esto se debe a la venta de propiedades por parte de la empresa.

⁷¹ La cuenta activos intangibles está integrada principalmente: por software y derechos de llaves principalmente. Al 31 de diciembre de 2022 y 2021, corresponden principalmente a rubros relacionados con la implementación de SAP por el valor de USD2' 522.835 y USD1' 962.445, respectivamente.

En mayo de 2024 la deuda con costo de corto y largo plazo financió el 28,21% de los activos totales, misma que estuvo conformada por obligaciones bancarias, emisiones en el Mercado de Valores y pasivos con costo, referidos específicamente a pasivos por arrendamiento. Es importante indicar que su participación frente al pasivo y patrimonio fue de 37,83% y 110,88%.

Patrimonio

Por su parte, el financiamiento del patrimonio frente a los activos creció de 22,75% en 2022 a 23,06% en 2023 y 25,44% en mayo de 2024, siendo su cuenta más representativa la de resultados acumulados⁷², misma que significó el 17,64% de los activos en mayo de 2024 (15,55% en diciembre de 2023); le sigue en importancia el capital social con el 5,19% (5,01% en diciembre de 2023). Se debe destacar que el capital social no registró ninguna variación durante el periodo analizado, manteniéndose en la suma de USD 25,00 millones. Finalmente, se encuentra la cuenta de reservas que representó el 2,61% de los activos en mayo de 2024 (2,50% en diciembre de 2023).

En cuanto a capitalización y distribución de utilidades, la compañía responde a las disposiciones de las juntas generales de accionistas. Del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

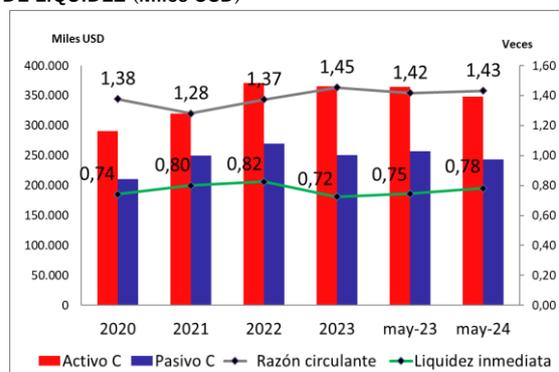
Flexibilidad Financiera

DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. presentó indicadores de liquidez superiores a la unidad en cada uno de los ejercicios económicos analizados, lo que demuestra la capacidad de cubrir sus pasivos inmediatos con activos de corto plazo. Esto conllevó a que su capital de trabajo sea positivo, el mismo que significó el 21,81% de los activos para mayo de 2024 (22,86% en diciembre de 2023).

CUADRO 26, GRÁFICO 13: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Cuenta / Indicador	2020	2021	2022	2023
Activo Corriente	290.746	319.800	370.910	365.325
Pasivo Corriente	210.987	249.721	270.021	251.201
Razón circulante (veces)	1,38	1,28	1,37	1,45
Liquidez inmediata (veces)	0,74	0,80	0,82	0,72

Cuenta / Indicador	may-23	may-24
Activo Corriente	364.742	348.214
Pasivo Corriente	257.443	243.152
Razón circulante (veces)	1,42	1,43
Liquidez inmediata (veces)	0,75	0,78



Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

Al analizar la liquidez inmediata, que excluye el valor de los inventarios dentro de los activos corrientes, se obtienen índices inferiores a la unidad, evidenciando la naturaleza de la compañía.

Indicadores de Eficiencia

Para diciembre de 2023 la compañía presentó un periodo de cobros de 54 días (58 días en diciembre de 2022), lo que determina que la compañía hace efectiva la cobranza de sus facturas en este lapso aproximadamente.

Por otro lado, al referirnos al indicador de Plazo de Proveedores, este registró 85 días a diciembre de 2023 (81 días en diciembre de 2022), determinando un adecuado calce entre el tiempo que logra cobrar sus facturas y el tiempo en el cual debe pagar a sus consignatarios, convirtiéndose en una ventaja para la empresa. En

⁷² En este rubro se incluye, resultados acumulados, resultados del ejercicio y otros resultados integrales.

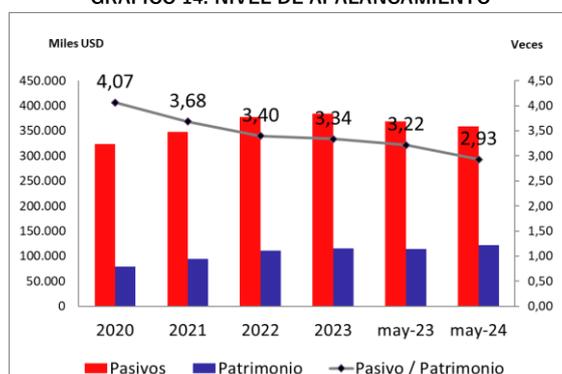
cuanto a la Duración de Existencias, se observó que a diciembre de 2023 este indicador se ubicó en 92 días (75 días en diciembre de 2022).

Comparando el tiempo del periodo de pago a proveedores frente a la suma del tiempo de periodo de cobros de cartera más el tiempo de la duración de existencias, se tiene que la empresa muestra un descalce de 61 días para diciembre de 2023 (51 días en 2022), lo cual implica que la empresa debe recurrir a otras fuentes de financiamiento, diferentes a proveedores, para cubrir estos días de flujo de la operación.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre patrimonio se mantuvo sobre las 3,00 veces hasta el cierre de 2023, a mayo de 2024 se ubicó en 2,93%, lo que evidencia que la compañía financia su operación principalmente con recursos de terceros.

GRÁFICO 14: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

El indicador que relaciona el pasivo total/capital social registró 14,37 veces en mayo de 2024 (15,36 veces en diciembre de 2023), valor que refleja cuántas veces la deuda de la empresa supera al aporte de los accionistas en la Compañía. Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 2,86 años para mayo de 2024 (2,96 años en diciembre de 2023) y el indicador que relaciona el pasivo total/EBITDA (anualizado) a mayo de 2024 fue de 7,57 años (7,98 a diciembre de 2023), constituyéndose éste como el plazo en el cual la empresa podría cancelar el total de sus obligaciones con su flujo propio.

Contingentes

Según lo reportado al 31 de mayo de 2024, DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. mantiene varias operaciones como codeudor en varias instituciones del sistema financiero nacional. Conforme indica la administración, estas operaciones crediticias responden a la gestión normal con empresas del Grupo y no representan un riesgo para la compañía.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil⁷³

Hasta junio de 2024, la Superintendencia de Compañía, Valores y Seguros autorizó 16 Emisiones de Obligaciones de Largo Plazo de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 3 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Quito y los 13 procesos restantes en la Bolsa de Valores de Guayaquil, mismas que registraron un monto total autorizado de USD 78,70 millones, valor que representó el 23,62% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 333,24 millones, entre titularizaciones, papeles comerciales y emisiones de obligaciones de largo plazo). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 70,82%, mientras que las titularizaciones representaron el 5,56%.

⁷³ <https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

Cuenta	2020	2021	2022	may-23	2023	may-24
ACTIVO						
Efectivo y bancos	23.361	33.493	32.194	20.656	14.253	14.720
Cuentas por cobrar	111.274	128.243	143.236	144.686	139.354	144.734
Inventarios	134.391	119.963	148.183	172.938	183.318	158.103
Anticipo a Proveedores	13.881	17.145	13.436	13.893	14.173	14.734
Otros activos corrientes	7.840	20.955	33.861	12.569	14.228	15.923
ACTIVO CORRIENTE	290.746	319.800	370.910	364.742	365.325	348.214
Propiedades y equipos	76.304	81.616	75.199	73.164	74.208	71.697
Propiedades de inversión	4.280	4.365	5.470	4.570	5.157	5.157
Cuentas por cobrar comerciales	1.776	1.540	1.440	4.567	3.454	8.273
Activos intangibles	10.303	11.662	13.537	15.106	22.073	22.532
Activos por derecho de uso	16.053	21.336	17.480	16.471	22.565	21.361
Otros activos no corrientes	3.390	2.264	4.705	4.245	6.450	4.511
ACTIVO NO CORRIENTE	112.106	122.783	117.832	118.122	133.908	133.531
TOTAL ACTIVOS	402.852	442.582	488.742	482.864	499.234	481.746
PASIVOS						
Préstamos y obligaciones financieras	15.080	7.472	9.546	16.920	14.643	17.446
Emisión de Obligaciones	10.087	48.844	36.225	11.496	12.792	10.841
Cuentas por pagar Proveedores	138.963	143.586	161.155	169.082	169.905	162.380
Cuentas por pagar Relacionadas	19.651	19.524	31.046	34.055	31.002	27.616
Pasivo por arrendamiento	9.746	12.826	8.887	8.887	1.544	8.437
Otros pasivos corrientes	17.460	17.469	23.162	17.002	21.315	16.432
PASIVOS CORRIENTES	210.987	249.721	270.021	257.443	251.201	243.152
Préstamos y obligaciones financieras	42.073	33.340	34.925	40.106	43.809	42.713
Emisión Obligaciones	44.226	35.324	43.777	43.178	49.630	43.388
Pasivo por arrendamiento	5.094	7.315	7.727	7.727	19.960	13.067
Otros pasivos no corrientes	20.966	22.371	21.124	19.956	19.508	16.867
PASIVOS NO CORRIENTES	112.360	98.350	107.553	110.967	132.907	116.035
Deuda Financiera	126.307	145.121	141.087	128.314	142.379	135.892
Deuda Financiera C/P	34.913	69.142	54.658	37.304	28.979	36.724
Deuda Financiera L/P	91.394	75.979	86.429	91.011	113.399	99.168
TOTAL PASIVOS	323.347	348.072	377.574	368.410	384.108	359.188
PATRIMONIO						
Capital social	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
Reserva Legal	8.712	8.398	10.450	15.097	12.500	12.583
Utilidades retenidas	45.793	61.113	75.718	74.358	77.626	84.975
TOTAL PATRIMONIO	79.505	94.511	111.168	114.455	115.126	122.558

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

ESTADO DE RESULTADOS	2020	2021	2022	may-23	2023	may-24
Ingresos ordinarios	841.278	852.353	896.544	383.625	924.526	383.711
Costo de ventas	680.064	692.414	725.711	305.416	728.914	300.544
UTILIDAD BRUTA	161.214	159.939	170.833	78.209	195.612	83.167
GASTOS OPERACIONALES	124.986	127.427	136.696	63.062	161.939	70.154
UTILIDAD OPERACIONAL	36.228	32.513	34.137	15.147	33.672	13.013
Otros ingresos	0	1.707	1.626	0	2.023	0
Gastos financieros	7.209	8.638	8.411	3.520	10.302	4.576
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	29.019	25.582	27.353	11.627	25.394	8.437
Impuesto a la Renta	5.861	5.059	5.552	0	4.904	0
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	23.158	20.523	21.800	11.627	20.490	8.437

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2020	2021	2022	may-23	2023	may-24
Gastos Operacionales / Ingresos	14,86%	14,95%	15,25%	16,44%	17,52%	18,28%
Utilidad Operacional / Ingresos	4,31%	3,81%	3,81%	3,95%	3,64%	3,39%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	2,75%	2,41%	2,43%	3,03%	2,22%	2,20%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	156,44%	158,42%	156,59%	130,28%	164,34%	154,23%
Utilidad / capital permanente	18,51%	18,76%	17,89%	21,28%	13,58%	14,81%
Utilidad Operativa / capital permanente	28,96%	29,73%	28,01%	27,73%	22,31%	22,84%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	0,00%	8,32%	7,46%	0,00%	9,87%	0,00%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	31,13%	42,09%	38,58%	30,28%	50,28%	54,23%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	29,13%	21,71%	19,61%	10,16%	17,80%	6,88%
Rentabilidad sobre Activos	5,75%	4,64%	4,46%	2,41%	4,10%	1,75%
Utilidad operacional / activos operacionales	9,85%	8,37%	8,09%	8,38%	7,71%	7,53%
Resultados operativos medidos / activos totales	8,99%	7,35%	6,98%	7,53%	6,74%	6,48%
Liquidez						
Razón circulante	1,38	1,28	1,37	1,42	1,45	1,43
Liquidez inmediata	0,74	0,80	0,82	0,75	0,72	0,78
Capital de Trabajo	79.759	70.078	100.889	107.299	114.124	105.062
Capital de Trabajo / Activos Totales	19,80%	15,83%	20,64%	22,22%	22,86%	21,81%
Cobertura						
EBITDA	46.752	46.881	48.736	18.495	48.138	17.796
EBITDA (anualizado)	46.752	46.881	48.736	48.774	48.138	47.438
Ingresos	841.278	852.353	896.544	383.625	924.526	383.711
Gastos Financieros	7.209	8.638	8.411	3.520	10.302	4.576
EBITDA / Ingresos	5,56%	5,50%	5,44%	4,82%	5,21%	4,64%
EBITDA/Gastos Financieros	6,49	5,43	5,79	5,25	4,67	3,89
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,29	0,22	0,24	0,28	0,24	0,23
EBITDA / Deuda total	0,37	0,32	0,35	0,38	0,34	0,35
Flujo libre de caja / deuda total	0,27	0,53	0,74	0,36	0,59	0,29
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	5,79	3,69	18,02	32,58	5,53	36,07
Gastos de Capital / Depreciación	1,93	1,50	0,32	0,53	0,99	0,37
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	4,07	3,68	3,40	3,22	3,34	2,93
Activo Total / Capital Social	16,11	17,70	19,55	19,31	19,97	19,27
Pasivo Total / Capital Social	12,93	13,92	15,10	14,74	15,36	14,37
Deuda Financiera / EBITDA anualizado	2,70	3,10	2,89	2,63	2,96	2,86
Pasivo Total / EBITDA anualizado	6,92	7,42	7,75	7,55	7,98	7,57
Deuda Financiera / Pasivo	39,06%	41,69%	37,37%	34,83%	37,07%	37,83%
Deuda Total / Patrimonio	158,87%	153,55%	126,91%	112,11%	123,67%	110,88%
Pasivo Total / Activo Total	80,26%	78,65%	77,25%	76,30%	76,94%	74,56%
Capital Social / Activo Total	6,21%	5,65%	5,12%	5,18%	5,01%	5,19%
Deuda Total corto plazo / Deuda Total	27,64%	47,64%	38,74%	29,07%	20,35%	27,02%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	19,74%	21,35%	22,75%	23,70%	23,06%	25,44%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	48	54	58	55	54	54
Duración de Existencias (días)	72	63	75	86	92	79
Plazo de Proveedores (días)	75	76	81	84	85	82

Fuente: DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A. / Elaboración: Class International Rating