



PCR | PACIFIC
CREDIT
RATING

“Prestigio, Rapidez y Experiencia”

Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Quifatex S.A.

Comité No: 140-2015	Fecha de Comité: 29 de mayo de 2015	
Informe con Estados Financieros no auditados al 31 de marzo de 2015	Quito - Ecuador	
Ing. Andrea Guerrero Ojeda	(593) 3331-685	aguerrero@ratingspcr.com

Aspecto o Instrumento Calificado	Calificación	Observación
VC Primera Titularización de Flujos Quifatex S.A. – Serie A	AAA	Octava Revisión
VC Primera Titularización de Flujos Quifatex S.A. – Serie B	AAA-	Octava Revisión
Resolución Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros No. Q.IMV.2011.4344 del 29 de septiembre de 2011		

Significado de la Calificación

Categoría AAA: Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.

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 información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y, la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio."

Racionalidad

La Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. en Comité No. 140-2015 de con fecha 29 de mayo de 2015, con base en los estados financieros internos e información adicional con corte al 31 de marzo de 2015 acordó por unanimidad otorgar la calificación de "AAA" para la Serie A y "AAA-" para la Serie B del Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Quifatex S.A., Las calificaciones se sustentan en la excelente capacidad del patrimonio autónomo para generar flujos que le han permitido cumplir en tiempo y forma los pagos a los inversionistas. Existe un adecuado cumplimiento del aprovisionamiento para el pago de dividendos y de los mecanismos de garantía, los cuales conservan una adecuada cobertura frente al índice de desviación. En lo que respecta al Originador, es importante mencionar que los productos que la empresa comercializa y representa corresponden a marcas reconocidas en el mercado farmacéutico y de consumo. Al 31 de marzo 2015, la compañía presenta un adecuado control de gastos, lo cual incide positivamente en el resultado operativo y la utilidad. La compañía muestra buenos niveles de solvencia y rentabilidad; mientras que la liquidez se encuentra presionada respecto a su promedio histórico, pero se mantiene sobre uno.

Resumen Ejecutivo

Sobre la Titularización:

- El Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Quifatex S.A., está conformado por la serie A de US\$ 7,50 millones a 4 años plazo, y por la serie B de US\$ 7,50 millones a 7 años plazo. El derecho de cobro corresponde al 5,50% de las ventas totales del Originador a sus clientes, mientras la Serie A y B se encuentren vigentes. Una vez amortizada la Serie A, el derecho de cobro se reducirá al 3,00% de las ventas totales del Originador a sus clientes, hasta que se termine de amortizar la Serie B.

- A marzo de 2015, a través del agente de pago (Fideval S.A.), se canceló el décimo tercer dividendo de capital e intereses de la serie A por US\$ 505.078, y el décimo tercer dividendo de capital e intereses de la serie B por US\$ 404.813, cumpliendo así con la tabla de amortización planteada. Desde la colocación de los valores, se ha cancelado oportunamente a los inversionistas, según lo establecido en la amortización de la deuda, sin que el Fideicomiso tenga que recurrir a los mecanismos de garantía, es así que al 31 de marzo de 2015, queda un saldo de capital por pagar de US\$ 8,04 millones entre ambas series.
- Para cumplir con el pago a los inversionistas, el Fideicomiso provisionó entre noviembre 2014 y enero 2015 un total de US\$ 909.890,64 mil, para cubrir el dividendo correspondiente al decimo tercer cupón que se canceló en enero 2015 por US\$ 909.891 mil de capital e intereses correspondientes a la serie A y B; cabe señalar que entre febrero 2015 y abril 2015 se provisionó un monto de US\$ 895.394,56 el cual cubrió los dividendos que se pagaron el 27 de abril de 2015, correspondiente al decimo cuarto cupón de la serie A y B, tanto capital como intereses.
- Al 31 de marzo de 2015, el 80,00% del total de activos libres de gravamen de la compañía Quifatex S.A., asciende a US\$ 163,03 millones. El saldo de los valores bursátiles en circulación representó el 11,34% del total de activos libres de gravamen.
- Durante el período abril 2014 - marzo de 2015, el Agente de Recaudo, transfirió al Fideicomiso un total de US\$ 14,04 millones, por concepto de recaudaciones del 5,50% de los flujos de ventas que el Originador realiza a sus clientes. En el mismo período, el Agente de Manejo restituyó al Originador un monto de US\$ 11,17 millones, por concepto de excedente de flujos.
- Las recaudaciones reales han sido menores a las recaudaciones proyectadas en un escenario pesimista. Presentaron un nivel de cumplimiento promedio de 80,99% frente a lo estimado entre los meses de abril 2014 a marzo de 2015. En el mes marzo 2015 se presentó un cumplimiento del 99,50% frente a lo proyectado. Los flujos recaudados mantienen una adecuada cobertura frente a los pagos de capital e intereses por pagar de los inversionistas.
- Los Mecanismos de Garantía (Exceso de Flujo de Fondos y Garantía Bancaria), sobre el Índice de Desviación del 19,02%, a marzo de 2015 ascendieron a un monto de US\$ 16,41 millones, cifra que cubre en 3,42 veces el Índice de Desviación. Al 31 de marzo de 2015, el Fideicomiso mantiene una Garantía Bancaria en el Banco del Pichincha por US\$ 463,38 mil válida por 360 días a partir del 19 de noviembre de 2014 y su vencimiento es el 14 de noviembre de 2015.

Sobre el Originador:

- A marzo de 2015, los ingresos operacionales (US\$ 69,18 millones), registraron un aumento de 10,91% respecto al período similar período de 2014, debido a que la compañía recuperó las líneas de distribución que perdió en diciembre de 2014; cabe señalar que la restricción a las importaciones (salvaguardias), aplicada por el Gobierno afectarán a su línea de consumo UN Marketing (vinos, chocolates, papelería, limpieza), el monto y afectación será de alrededor de US\$ 1,8 millones que representa el 0,73% de las ventas proyectadas para el 2015.
- El indicador de Pasivo Total/Patrimonio alcanzó 4,04 veces a marzo de 2015 (4,76 veces en marzo de 2014), atribuido a una menor deuda financiera y el aumento del capital social y resultados acumulados; sin embargo, se considera que el indicador aún es muy elevado.
- El indicador de liquidez de la compañía se mantuvo en niveles adecuados (1,16 veces en marzo 2015), y mejoro levemente respecto a marzo 2014, debido al aumento de los inventarios (23,28%) y la reducción de las obligaciones financieras en un 18,57%; reflejándose en una mejora de la rotación de la cartera de proveedores de 19 días menos con relación a marzo de 2014 (150 días), cabe mencionar que la prueba ácida es menor a 1, viéndose reflejado en una mayor rotación de inventarios pasando de 59 días en marzo de 2014 a 67 días a marzo de 2015.
- El ratio de Deuda Financiera / EBITDA (12 meses), reveló que la empresa cubriría sus obligaciones financieras en 2,64 años, inferior al tiempo alcanzado a marzo de 2014 de 5,38 años, debido a la disminución de deuda financiera y un mejor resultado operacional.
- La rentabilidad sobre el activo (ROA) y la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE), a marzo de 2015 registraron 0,93% y 4,69% respectivamente, mayores en relación a los indicadores de marzo de 2014

(ROA 0,20% y ROE 1,16%), debido al considerable crecimiento de la utilidad neta (138,76%), principalmente por mayores ingresos y mejor control de gastos.

- La capacidad de la empresa de cubrir con su flujo operativo la deuda financiera de corto plazo fue de 0,47 veces, y la capacidad de cubrir con su flujo operativo la totalidad de su deuda financiera fue de 0,38 veces a marzo 2015. El ratio EBITDA / Gastos Financieros (12 meses) a marzo de 2015 fue de 6,09 veces (1,90 veces a marzo de 2014).

Riesgos y Debilidades

Según lo expresado en el numeral 1.7 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título II, la Calificadora de Riesgos PACIFIC CREDIT RATING S.A., considera que los riesgos previsibles son los siguientes:

- Fijación de los precios de productos farmacéuticos por parte del Gobierno ecuatoriano, lo cual podría afectar el margen de ganancia de la línea de negocio Firma. Para mitigar el riesgo la compañía se enfocada en la búsqueda de nuevas líneas de distribución, sobre todo en consumo.
- Restricción a la importación de varios productos, por la entrada en vigencia de la Resolución 116, que exige la presentación de un certificado de reconocimiento para más de 312 partidas. Los productos importados por la compañía han sido paulatinamente desaduanizados, una vez cumplidas las especificaciones establecidas. La empresa realizó acuerdos con el Ministerio de la Producción en cuanto a montos a ser importados.
- Restricciones gubernamentales que afecten las importaciones de los productos de la compañía, como es el caso de la aplicación de la Resolución 011-2015 del Comité de Comercio Exterior, la cual fija una salvaguardia general arancelaria (derecho aduanero) a las importaciones de 2.800 productos con un tasa que va del 5% a 45%, por el lapso de 15 meses aplicada desde el 11 de marzo de 2015, con el objetivo de proteger la balanza de pagos. Por lo que Quifatex ha revisado y establecido nuevos precios sugeridos de venta al público, en función del nuevo costo de reposición, además que la compañía mantiene diversificación de proveedores para su línea de consumo. El monto de afectación será de alrededor de US\$ 1,8 millones que representa el 0,73% de las ventas proyectadas para el 2015 y que corresponde a la línea de consumo UN Marketing (vinos, chocolates, papelería, limpieza).
- La Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. en base a la información proporcionada por el emisor con fecha de corte al **31 de marzo de 2015**, deja constancia que Quifatex S.A. mantiene un juicio vigente con el SRI por Impuesto a los Consumos Especiales, dicho juicio fue impugnado por la empresa y a la fecha de corte aún se espera el correspondiente dictamen.

Información Utilizada para la Calificación

1. Perfil de la Empresa

2. Información Económica Financiera:

- Estados Financieros auditados anuales de 2010 a 2014, y Estados Financieros no auditados internos al 31 de marzo de 2014 y 2015. Los estados financieros a partir del año 2010 se encuentran bajo NIIF.
- Presupuesto anual y proyecciones financieras.

3. Estructuración de la Titularización

- Contrato de Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Quifatex S.A.
- Informe de Estructuración Financiera.
- Informe de Gestión a los Inversionistas.
- Estados Financieros del Fideicomiso al 31 de marzo de 2015, bajo NIIF.
- Hechos de Importancia.

Presencia Bursátil

Al 31 de marzo del 2015, la compañía Quifatex S.A., mantiene las siguientes emisiones vigentes:

Cuadro 1: Presencia Bursátil (US\$)						
Instrumento	Monto Autorizado	Monto Colocado	Resolución Aprobatoria SCVS	Inscripción en R.M.V.	Saldo de Capital a Marzo/2015	Calificación
Emisión de Papel Comercial – Quifatex	10'000.000,00	8'563.000,00	SCVS.IRQ.DRM V.2015.0337 21-feb-15	2015.Q.02.0 01498 28-feb-15	8'563.000,00	"AA+" Class International Rating
Primera Titularización Flujos Quifatex Serie A	7'500.000,00	7'500.000,00	Q.IMV.2011.434 4 29/09/11	2011.1.01.0 0519 12/10/2011	1'406.250,00	"AAA" PCR 27/11/2014
Primera Titularización Flujos Quifatex Serie B	7'500.000,00	7'500.000,00	Q.IMV.2011.434 4 29/09/11	2011.1.01.0 0519 12/10/2011	6'637.500,00	"AAA-" PCR 27/11/2014
Total					16.606.750,00	

Fuente: Quifatex / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

La emisión de Papel Comercial registra una colocación de USD 8,56 millones al 31 de marzo del 2015, la calificación otorgada fue de AA+ por Class International Rating.

La Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A., expresa que la conformación accionaria y presencia bursátil de la compañía son adecuados, con lo cual se da cumplimiento a la norma estipulada en el Título II, Subtítulo IV, Capítulo III, Sección IV, del artículo 18, numeral 1.6, de la Codificación de Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Características de la Emisión

Las principales características de los valores de Titularización de hasta US\$ 15'000.000,00 con cargo a los flujos futuros de la empresa Quifatex S.A., colocados en el "Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Quifatex S.A." se detallan a continuación:

Cuadro 2: Características de la Titularización					
Denominación específica:	Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Quifatex S.A.				
Originador:	Quifatex S.A.				
Monto total emisión:	US\$ 15'000.000,00				
Moneda:	Dólares de los Estados Unidos de América.				
	Serie	Monto (US\$)	Plazo	Tasa de Interés	Pago de Interés
Características de las series:	A	7'500.000,00	1.440 días (4 años)	7,75%	Cada 90 días
	B	7'500.000,00	2.520 días (7 años)	8,25%	Cada 90 días
Amortización de Capital	Serie A	Cada 90 días			
	Serie B	Cada 90 días a partir del 9no. trimestre bajo los siguientes porcentajes trimestrales: i) 2,00% del trimestre 9 al 12; ii) 3,50% del trimestre 13 al 16; iii) 5,00% del trimestre 17 al 20; iv) 6,50% del trimestre 21 al 24; v) 8,00% del trimestre 25 al 28.			
Activo Titularizado:	El Derecho de Cobro corresponde al 5,50% de las ventas totales del Originador a sus Clientes, mientras las dos series en que se dividen esta titularización se encuentren vigentes; y, posteriormente, una vez amortizada la serie A, los derechos de cobro se reducirán al 3,00%				
Agente de Manejo y Pagador:	Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos (antes, Administradora de Fondos del Pichincha Fondos Pichincha S.A.)				
Estructurador Financiero y Legal:	Pichincha Casa de Valores Picaval S.A.				

Agente Colocador:	Pichincha Casa de Valores Picaval S.A.
Agente de Recaudo:	Quifatex S.A.
Denominación de los Valores:	US\$ 1.000 pudiendo emitir Valores de una mayor denominación siempre y cuando sean múltiplos de mil.
Tipo de oferta:	Pública
Tipos de garantías:	Exceso de Flujo de Fondos que contempla un Depósito de Garantía, Garantía Bancaria y Garantía Subsidiaria.
Destino de los recursos:	Reestructuración de pasivos, capital de trabajo necesario para el giro del negocio y desarrollo de proyectos regionales.
Fechas de emisión:	27-10-2011
Fechas de vencimiento:	27-10-2018

Fuente: Pichincha Casa de Valores / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Patrimonio Autónomo de la Titularización de Flujos Futuros Quifatex S.A.

Mediante Escritura Pública del 03 de diciembre de 2010, Quifatex S.A. y la Administradora de Fondos del Pichincha S.A., FONDOS PICHINCHA, ahora Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, constituyeron un Contrato de Fideicomiso Mercantil Irrevocable de Titularización, mediante el cual Fondos Pichincha, es declarado Administrador del Patrimonio Autónomo denominado "Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Quifatex S.A."

La presente titularización fue aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. Q.IMV.2011.4344 con fecha 29 de septiembre del 2011 e inscrita en el Registro de Mercado de Valores bajo el número 2011.1.01.00519 el 12 de octubre de 2011.

El 28 de enero de 2011, fecha de suscripción y a título de Fideicomiso Mercantil Irrevocable, el Originador conformó el Fondo Rotativo con la suma de US\$ 10.000,00, el mismo que se mantiene por el mismo monto al 31 de marzo de 2015.

En la fecha de suscripción de éste, a título de Fideicomiso Mercantil Irrevocable, la compañía Quifatex S.A., aportó, cedió y transfirió al Fideicomiso, el Derecho de Cobro, que se genere a futuro por las ventas que realice Quifatex S.A. a sus clientes en los siguientes porcentajes: El 5,5% de los Derechos de Cobro correspondientes a las ventas totales efectuadas por el Originador a favor de sus clientes a partir de la constitución del Fideicomiso hasta el vencimiento de la serie A; posteriormente el 3% de los Derechos de Cobro correspondientes a las ventas totales efectuadas por el Originador a favor de sus clientes hasta que se termine de extinguir las obligaciones de la totalidad de los valores.

Con fecha 25 de mayo de 2011 mediante Escritura Pública, Quifatex S.A. y la empresa Administradora de Fondos del Pichincha S.A., FONDOS PICHINCHA, reformaron el Contrato de Constitución del "Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Quifatex S.A."

Después de lo mencionado la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A., expresa que a la fecha de corte del presente informe considera adecuada la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio de propósito exclusivo y cesión del Derecho de Cobro, con base a la documentación suministrada por el Fiduciario, los Originadores y a los términos establecidos en el contrato. Lo cual además se ajusta a lo señalado en el artículo 139 de la Ley de Mercado de Valores. Con lo cual la Calificadora de Riesgos ha dado cumplimiento a lo estipulado en el numeral 3.2 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV, del Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores; al Art. 151 de la Ley de Mercado de Valores, y, al Literal d) del art. 188 de la misma Ley.

Estado del Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Quifatex S.A.

Los valores son de contenido crediticio, emitidos a la Orden, la negociación de los mismos se realizó a través del mercado bursátil.

La tasa de interés de los Valores de Titularización es anual y fija, para la Serie A (7,75%) y para la Serie B (8,25%), mismas que son pagadas de forma trimestral. Por su parte, la amortización del capital de la Serie B será trimestral, bajo los siguientes porcentajes: i) 2,00% del trimestre 9 al 12; ii) 3,50% del trimestre 13 al 16; iii) 5,00% del trimestre 17 al 20; iv) 6,50% del trimestre 21 al 24; v) 8,00% del trimestre 25 al 28.

La amortización de capital y pago de intereses para cada una de las Series se realiza de acuerdo al siguiente detalle:

Cuadro 3: Pago Capital e Intereses - Serie A (US\$)						
US\$ 7,50 millones - tasa de interés 7,75%						
Cuota	Fecha de Pago	Capital	Interés (I)	K + i	Saldo Capital	Estado
					7.500.000	
1	27/01/2012	468.750	145.313	614.063	7.031.250	Cancelado
2	27/04/2012	468.750	136.230	604.980	6.562.500	Cancelado
3	27/07/2012	468.750	127.148	595.898	6.093.750	Cancelado
4	27/10/2012	468.750	118.066	586.816	5.625.000	Cancelado
5	27/01/2013	468.750	108.984	577.734	5.156.250	Cancelado
6	27/04/2013	468.750	99.902	568.652	4.687.500	Cancelado
7	27/07/2013	468.750	90.820	559.570	4.218.750	Cancelado
8	27/10/2013	468.750	81.738	550.488	3.750.000	Cancelado
9	27/01/2014	468.750	72.656	541.406	3.281.250	Cancelado
10	27/04/2014	468.750	63.574	532.324	2.812.500	Cancelado
11	27/07/2014	468.750	54.492	523.242	2.343.750	Cancelado
12	27/10/2014	468.750	45.410	514.160	1.875.000	Cancelado
13	27/01/2015	468.750	36.328	505.078	1.406.250	Cancelado
14	27/04/2015	468.750	27.246	495.996	937.500	Cancelado
15	27/07/2015	468.750	18.164	486.914	468.750	Por vencer
16	27/10/2015	468.750	9.082	477.832	0	Por vencer
	Total	7.500.000	1.235.156	8.735.156		

Fuente: Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Cuadro 4: Pago Capital e Intereses - Serie B (US\$)						
US\$ 7,50 millones - tasa de interés 8,25%						
Cuota	Fecha de Pago	Capital (K)	Interés (I)	K + i	Saldo Capital	Estado
					7.500.000	
1	27/01/2012	-	154.688	154.688	7.500.000	Cancelado
2	27/04/2012	-	154.688	154.688	7.500.000	Cancelado
3	27/07/2012	-	154.688	154.688	7.500.000	Cancelado
4	27/10/2012	-	154.688	154.688	7.500.000	Cancelado
5	27/01/2013	-	154.688	154.688	7.500.000	Cancelado
6	27/04/2013	-	154.688	154.688	7.500.000	Cancelado
7	27/07/2013	-	154.688	154.688	7.500.000	Cancelado
8	27/10/2013	-	154.688	154.688	7.500.000	Cancelado
9	27/01/2014	150.000	154.688	304.688	7.350.000	Cancelado
10	27/04/2014	150.000	151.594	301.594	7.200.000	Cancelado
11	27/07/2014	150.000	148.500	298.500	7.050.000	Cancelado
12	27/10/2014	150.000	145.406	295.406	6.900.000	Cancelado
13	27/01/2015	262.500	142.313	404.813	6.637.500	Cancelado
14	27/04/2015	262.500	136.898	399.398	6.375.000	Cancelado
15	27/07/2015	262.500	131.484	393.984	6.112.500	Por vencer
16	27/10/2015	262.500	126.070	388.570	5.850.000	Por vencer
17	27/01/2016	375.000	120.656	495.656	5.475.000	Por vencer
18	27/04/2016	375.000	112.922	487.922	5.100.000	Por vencer
19	27/07/2016	375.000	105.188	480.188	4.725.000	Por vencer

20	27/10/2016	375.000	97.453	472.453	4.350.000	Por vencer
21	27/01/2017	487.500	89.719	577.219	3.862.500	Por vencer
22	27/04/2017	487.500	79.664	567.164	3.375.000	Por vencer
23	27/07/2017	487.500	69.609	557.109	2.887.500	Por vencer
24	27/10/2017	487.500	59.555	547.055	2.400.000	Por vencer
25	27/01/2018	600.000	49.500	649.500	1.800.000	Por vencer
26	27/04/2018	600.000	37.125	637.125	1.200.000	Por vencer
27	27/07/2018	600.000	24.750	624.750	600.000	Por vencer
28	27/10/2018	600.000	12.375	612.375	-	Por vencer
		7.500.000	3.232.969	10.732.969		

Fuente: Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

El 27 de abril de 2015, se cancelaron el decimo cuarto cupón de ambas series por un valor de US\$ 895 mil, por concepto de capital e interés.

Pago a Inversionistas

Al 31 de marzo 2015, se pagó a los inversionistas el décimo tercer cupón de la serie A por US\$ 505,07 mil y de la serie B US\$ 404,81 mil en ambos casos correspondientes a capital e interés. Es preciso indicar que los pagos que se debían realizar el 27 de abril de 2015 correspondiente al decimo cuarto cupón de ambas series, fueron cancelados en tiempo y forma en la fecha señalada.

Provisiones

Para cumplir con el pago a los inversionistas, el Fideicomiso provisionó entre noviembre 2014 y enero 2015 un total de US\$ 909.890,64 mil, para cubrir el dividendo que se canceló en enero 2015 por US\$ 909.891 mil de capital e intereses correspondientes a la serie A y B; cabe señalar que entre febrero 2015 y abril 2015 se provisionó un monto de US\$ 895.394,56 el cual cubrió los dividendos que se pagaron el 27 de abril de 2015, correspondiente al decimo cuarto cupón de la serie A y B, tanto capital como intereses. La provisión mensual corresponde a una tercera parte de los recursos necesarios para el pago de capital e intereses de los valores colocados, en función de los vencimientos de cada una de las series.

Recaudaciones y Restituciones

Los valores recaudados por concepto del 5,50% de las ventas que realiza el Originador a los clientes, desde abril de 2014 hasta marzo de 2015 descendieron a US\$ 14,04 millones y en el mismo período el fideicomiso restituyó al Originador US\$ 11,17 millones.

Cuadro 5: Recaudaciones Vs. Restituciones (US\$)		
Mes	Monto Recaudado (5,50% de las Ventas)	Monto Restituido
Abril 2014	1.343.810	1.065.838
Mayo 2014	1.063.822	1.329.908
Junio 2014	1.683.049	1.409.135
Julio 2014	1.108.014	834.100
Agosto 2014	761.474	491.618
Septiembre 2014	789.957	520.711
Octubre 2014	1.460.599	1.190.744
Noviembre 2014	1.443.608	1.140.311
Diciembre 2014	956.949	653.652
Enero 2015	658.262	354.965
Febrero 2015	1.167.605	869.140
Marzo 2015	1.606.119	1.307.654
Total	14.043.267	11.167.775

Fuente: Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Análisis del Estado de Situación Financiera del Fideicomiso

El Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Quifatex S.A., al 31 de marzo de 2015 alcanzó un total de Activos de US\$ 9,25 millones, conformado principalmente por Cuentas por Cobrar Quifatex que representaron el 88,52% del activo, correspondientes a los flujos por derecho de cobro, seguido del disponible (US\$ 0,79 millones) que constituyó el 8,55% del activo total y el Fondo de Inversión (2,93% del activo).

Por su parte, el pasivo se ubicó en US\$ 8,16 millones, referente al total del capital e intereses por pagar de la titularización. Mientras que, el patrimonio registró US\$ 1,25 millones. Respecto al Estado de Resultados, el total de ingresos financieros fue de US\$ 0,001 millones y el total de gastos ascendió a US\$ 0,17 millones. Por lo cual, se alcanzó una pérdida de US\$ 0,17 millones.

Cabe mencionar que la garantía bancaria emitida por el Banco Pichincha el 19 de noviembre de 2014 por US\$ 463.378, está registrada en la partida cuentas de orden; la cual no afecta o modifica los estados financieros.

Cuadro 6: Estados Financieros al 31 de Marzo de 2015 (US\$)	
Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Quifatex S.A.	
Balance General	
Disponible	790.323
Cuentas por Cobrar Quifatex	8.184.292
Certificados de Depósito	270.837
Activo Total	9.245.452
Cuentas de Resultado Deudoras	168.341
Total Activo y Gastos	9.413.793
Capital por pagar de Titularización(*)	8.043.623,76
Intereses valores de Titularización	116.725,00
Pasivo Total	8.160.349
Capital	4.218.856
Resultados Acumulados	-2.966.620
Patrimonio Total	1.252.235
Cuentas de Resultado Acreedoras	1.209
Total Pasivo, Patrimonio e Ingresos	9.413.793
Estado de Resultados	
Intereses Ganados	1.209
Intereses Causados y Gastos Administrativos	168.341
Total Ingresos menos Gastos	-167.132

Fuente: Fideval S.A.-Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

(*) Nota: La diferencia del saldo por pagar que se presenta en balance (cuadro No 6), respecto al Monto No Redimido de la Titularización corresponde a los descuentos en las colocaciones.

Operatividad de la Estructura de Titularización

Los derechos de cobro que generarán los flujos titularizados y que se aportan al Fideicomiso corresponden al 5,50% de las ventas totales del Originador a sus Clientes, mientras las dos series en que se dividen esta titularización se encuentren vigentes; y, posteriormente, una vez amortizada la serie A, los derechos de cobro se reducirán al 3,00% de las ventas totales del Originador a sus Clientes, hasta que se termine de amortizar la serie B.

La administradora del fideicomiso Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos realiza la colocación de los flujos en el mercado de valores, por su parte los adquirientes de los títulos valores se convierten en inversionistas una vez que realizan el pago; el producto de la venta de los títulos es transferido desde el mercado de valores hasta el originador (Quifatex S.A.). En el siguiente gráfico, se observa la estructura de la Titularización de Flujos Quifatex S.A.:

Gráfico N° 1



Fuente: Picaval / Elaboración: Picaval

Mecanismos de Garantía

Los mecanismos de garantía debería cubrir en 1.5 veces el índice de desviación.

Al inicio de esta Titularización, los mecanismos de garantía de este proceso permitirían cubrir en promedio el índice de desviación en 5.7 veces, y en un promedio de cinco (5.0) veces el flujo mensual requerido por el Fideicomiso para cubrir con todos sus pasivos.

1. **Garantía Bancaria:** Garantía bancaria, incondicional, irrevocable y de cobro inmediato. Con fecha 19 de noviembre de 2014 Fideval S.A. recibió la garantía bancaria número B136740.B emitida por el Banco Pichincha a nombre del fideicomiso por un monto de US\$ 463.378 y con vigencia hasta el 14 de noviembre de 2015.
2. **Garantía Subsidiaria:** El originador se constituye en garante subsidiario del fideicomiso para el pago de los pasivos con inversionistas.

Cobertura de los Mecanismos de Garantía frente al Índice de Desviación

La Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A., comparó los Mecanismos de Garantía (Exceso de Flujo de Fondos¹ y Garantía Bancaria), sobre el Índice de Desviación del 19,02%. Entre abril 2014 y marzo de 2015 las garantías descendieron alcanzaron un monto de US\$ 16,41 millones, cifra que cubre en 3,42 veces el Índice de Desviación. Lo que da cumplimiento a lo dictaminado en el Art. 17, Sección IV, Capítulo V, Subtítulo I, Título III de la Codificación de la Resolución expedida por el Consejo Nacional de Valores, que indica que los mecanismos de garantía deben cubrir en 1,5 veces el Índice de desviación.

Cuadro 7: Cobertura Mecanismos de Garantía frente al Índice de Desviación					
Periodo	Exceso de Flujos de Fondos	Garantía Bancaria	Total Mecanismos de Garantía	Índice de desviación (19,02%)	Cobertura (Veces)
Abril 2014	1.065.838	417.586	1.483.423	395.333	3,75
Mayo 2014	1.329.908	417.586	1.747.494	390.551	4,47
Junio 2014	1.409.135	417.586	1.826.721	386.505	4,73
Julio 2014	834.100	417.586	1.251.686	387.290	3,23
Agosto 2014	491.618	417.586	909.204	399.534	2,28
Septiembre 2014	520.101	417.586	937.687	409.061	2,29
Octubre 2014	1.190.744	417.586	1.608.330	404.511	3,98
Noviembre 2014	1.140.311	463.378	1.603.689	400.142	4,01
Diciembre 2014	653.652	463.378	1.117.030	403.177	2,77
Enero 2015	354.965	463.378	818.343	415.691	1,97
Febrero 2015	869.140	463.378	1.332.517	413.486	3,22
Marzo 2015	1.307.654	463.378	1.771.032	409.890	4,32
Total	11.167.165	5.239.990	16.407.155	4.815.171	3,42

Fuente: Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

1 Exceso de Flujos de Fondos = Flujo recaudado - Provisiones pago inversionistas.

Cobertura de los Mecanismos de Garantía frente al Saldo por Pagar a los Inversionistas

La Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A., realizó la comparación de la Garantía Bancaria (US\$ 463.378) sobre el saldo por pagar de capital a marzo de 2015 de la presente titularización (US\$ 8,04 millones), lo cual presentó una cobertura de 5,76%, el saldo de capital será amortizado hasta el 27 de octubre de 2018.

Cuadro 8: Cobertura Mecanismos de Garantía frente al Saldo de Capital			
Fecha corte	Depósito de Garantía (US\$)	Saldo de Capital	Cobertura (%)
31-mar-15	463.378	8.043.750	5,76%

Fuente: Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

La Calificadora de Riesgos, Pacific Credit Rating S.A., considera a la fecha de corte del presente informe aceptables los Mecanismos de Garantía de la presente titularización, mismos que en caso de ser necesario pueden brindar cobertura a los valores, debiendo mencionar que la calidad de dichas garantías cubren el índice de desviación y hasta determinado monto de cualquier otra siniestralidad conforme el Informe de Estructuración Financiera.

Activos Libres de Gravamen

Dando cumplimiento a lo dictaminado en el Art. 5, numeral 4.2 Sección I, Capítulo V, Subtítulo I, Título III de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores, el cual menciona que cuando el monto de la emisión no excede el 50,00% del valor presente de los flujos proyectados, de igual manera, no podrá exceder del 80,00% de los activos libres de gravamen del originador o de la garantía real constituida, según el caso; de lo cual se establece que:

Al 31 de marzo de 2015, el 80% de los activos libres de todo gravamen alcanzó la suma de US\$ 103,89 millones, con lo cual el saldo no redimido de los valores bursátiles en circulación, se encuentran dentro de los límites establecidos en la normativa y representaron el 11,34% del total de activos libres de gravamen.

Cuadro 9: Activos Libres de Gravamen al 31 de marzo de 2015 (US\$)	
Detalle	Valor
Activo Total	163.034.319,96
(-) Activos Diferidos e Intangibles	477.848,14
(-) Impuestos Diferidos	-
(-) Activos Gravados	-
(-) Activos en Litigio	-
(-) Impugnaciones Tributarias	-
(-) Monto No Redimido de Emisiones en Obligación de Corto Plazo "Papel Comercial"	8.563.000,00
(-) Monto No Redimido de Emisión de Titularizaciones	8.043.750,00
(-) Derechos Fiduciaros de Fideicomisos en Garantía	- 69.886,89
(-) Documentos por Cobrar Compañías Relacionadas	1.740.974,21
(-) Saldo de Valores No Redimidos de REVNI	-
(-) Inversiones en Acciones en Compañías Nacionales o Extranjeras que No coticen en Bolsa o Mercados Regulados y que sean vinculados con el Emisor	14.417.089,42
(=) Total Activos Libres de Gravamen	129.861.545,08
80% Activos Libres de Gravamen	103.889.236,06
Saldo no redimido de Valores Bursátiles en Circulación / (Activos Libres de Gravamen + Saldo no redimido de Valores Bursátiles en Circulación)	11,34%

Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

No obstante al sensibilizar los activos libres de gravamen, sin considerar los documentos por cobrar a compañías relacionadas (US\$1,74 millones), la relación del saldo no redimido de valores bursátil en circulación sobre los activos libres de gravamen varió al 11,20%. Adicionalmente, a marzo de 2015, la posición relativa²

²(Activos libres de Gravámenes Quifatex S.A. + Saldo Emisión) / Pasivos totales Quifatex S.A.

de los activos libres de gravamen de Quifatex S.A. frente a sus pasivos totales es de 1,12 veces. La partida documentos por cobrar a compañías relacionadas, presenta el siguiente detalle:

Cuadro 10: Documentos por cobrar a compañías relacionadas	
Cliente	Monto
Quifatex Autoconsumo	90.817,42
Safimo	44.506,10
QSI	230.922,55
Vantive	1.374.412,07
Kurades	316,07
Total	1.740.974,21

Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Además de derechos fiduciarios provienen de la ganancia que la compañía tuvo por la colocación de los papeles comerciales, se han ido disminuyendo conforme se han ido registrando gastos, esta ganancia será reconocida una vez que el fideicomiso se liquide.

Asamblea de Inversionistas y Comité de Vigilancia

Con fechas 18 de enero de 2012, 02 de febrero de 2012, 26 de marzo de 2013, 21 de abril de 2014 y el 19 de mayo de 2014, se realizaron convocatorias a los inversionistas. Sin embargo, en las todas las ocasiones, la Fiduciaria declaró la imposibilidad de instalación de la Asamblea por no contar con el quórum requerido. A causa de la falta de quórum, el Comité de Vigilancia no pudo haber sido elegido.

Dado esto, se indica en el contrato del Fideicomiso que "... Si la Asamblea ordinaria no fuere convocada, se reunirá sin necesidad de convocatoria y por derecho propio, el primer día hábil del mes de abril de cada año...". Así mismo se indica que "... A falta de elección de los miembros del comité de vigilancia por parte de la asamblea se entenderán como miembros de comité de vigilancia los inversionistas con mayor porcentaje de los valores en circulación.

El comité de vigilancia fue conformado por el Fondo Administrado de Inversión Cesantía como Presidente, y el ISSPOL como Secretario. Sin embargo, con fecha 28 de enero de 2013, la Administradora de Fondos Génesis, representante legal del Fondo Administrativo de Inversión Cesantía, remitió a la Fiduciaria un comunicado informando sobre su renuncia al cargo de Presidente del Comité de Vigilancia, ante lo cual, conforme a lo establecido en el contrato de Fideicomiso, el cargo de Presidente será asumido por el inversionista que le siga en porcentaje de inversión dentro de la Titularización, esto es el Instituto de Seguridad Social de la Policía Nacional con una participación del 18,67%. Adicionalmente con fecha 07 de mayo de 2014 fue designado como Secretario del Comité de Vigilancia a Banco Pichincha C.A., en base al portafolio de inversión que mantiene en el fideicomiso.

Con fecha 19 de mayo de 2014 se realizó la segunda convocatoria a la Asamblea de Inversionistas de fideicomiso a cual no pudo ser instalada por falta de quórum, de lo cual quedó constancia en un acta levantada para tal efecto y fue notificado a la Superintendencia de Compañías mediante trámite 23731-0 con fecha 09 de junio de 2014 y el Comité de vigilancia no se ha reunido.

Análisis del Activo Titularizado, Flujos generados y su evolución

Recaudación Real frente a las Recaudaciones Proyectadas

Las recaudaciones reales desde abril 2014 frente a las proyectadas en un escenario pesimista, presentaron un cumplimiento promedio de 80,99%. En marzo de 2015 el nivel de cumplimiento se ubicó en 99,50%.

Cuadro 11: Recaudaciones Reales Vs. Proyectadas en Escenario Pesimista (Miles de US\$)				
Periodo de Ventas	Ventas Proyectadas	Recaudación Proyectada (5,50% Ventas Proy.)	Recaudación Real	Cumplimiento
Abril 2014	25.725	1.415	1.344	94,98%
Mayo 2014	27.357	1.505	1.604	106,59%
Junio 2014	27.321	1.503	1.683	112,01%
Julio 2014	27.033	1.487	1.108	74,52%
Agosto 2014	27.217	1.497	761	50,87%
Septiembre 2014	28.868	1.588	790	49,75%
Octubre 2014	29.060	1.598	1.461	91,38%
Noviembre 2014	31.898	1.754	1.444	82,29%
Diciembre 2014	24.966	1.373	957	69,69%
Enero 2015	24.954	1.372	658	47,96%
Febrero 2015	23.654	1.301	1.168	89,75%
Marzo 2015	29.350	1.614	1.606	99,50%
Total	327.403	18.007	14.583	80,99%

Fuente: Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Cobertura de los Flujos Reales frente al Pago a Inversionistas

Las recaudaciones reales frente al capital e intereses pagados a los inversionistas, alcanzó entre el décimo y décimo cuarto trimestre una cobertura superior al 100%.

Cuadro 12: Cobertura Recaudaciones frente al Pago de Inversionistas - Quifatex S.A. (US\$)			
Período	Pagos de Capital e Interés	Recaudaciones Reales	Cobertura sobre el Pago a Inversionistas (%)
Feb-Abr 2014 Serie A-B	833.918	3.385.569	405,98%
May-Jul 2014 Serie A-B	821.742	4.630.682	563,52%
Ago-Oct 2014 Series A-B	809.566	2.659.444	328,50%
Nov 14-Ene 15 Serie A-B	909.891	3.861.156	424,35%
Feb-Abr 2015 Serie A-B	895.395	3.431.985	383,29%

Fuente: Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Después de lo mencionado la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. expresa que el Originador presenta capacidad de generar flujos futuros de fondos dentro de las proyecciones establecidas y las condiciones del mercado, con lo cual estaría en capacidad de cumplir con los pagos de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones presentados en la titularización y sus proyecciones, además estaría en capacidad de cumplir con las provisiones en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la titularización. Con lo cual la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A. ha dado cumplimiento a analizar y expresar criterio sobre lo estipulado en los numerales 1.4, 3.1, y 3.4 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título I de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Fiduciaria o Agente de Manejo

La Administradora de Fondos del Pichincha Fondos Pichincha S.A. (Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos), fue constituida mediante escritura pública otorgada el 03 de febrero de 1994 ante el Notario Vigésimo Octavo Interino del Cantón Quito, Dr. Jaime Andrés Acosta Holguín, y fue inscrita el 16 de marzo de 1994, ante el Registro Mercantil del cantón Quito.

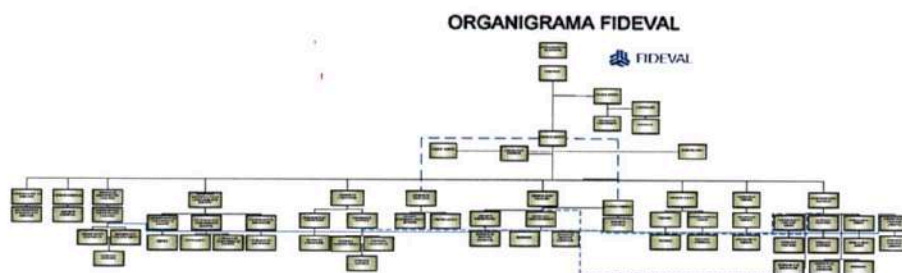
Mediante escritura pública otorgada el 12 de abril del año 2013 ante el Notario Tercero del Distrito Metropolitano de Quito, Doctor Roberto Salgado Salgado, inscrita en el Registro Mercantil del Cantón Quito el 18 de noviembre del mismo año, Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos se fusionó por absorción con la compañía Administradora de Fondos del Pichincha Fondos Pichincha S.A. habiéndose esta última disuelto y

cancelado su inscripción en el Registro Mercantil del Cantón Quito.

Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, cuenta con uno de los equipos fiduciarios con mayor experiencia del mercado ecuatoriano. Además ha conformado un equipo altamente especializado en la estructuración de negocios fiduciarios, fondos de inversión y titularización. El objetivo de la misma es alcanzar la satisfacción de sus clientes, mediante una gestión eficiente, un manejo adecuado de riesgos y la entrega de servicios con valor agregado, siendo pilar fundamental de la consecución de los objetivos organizacionales su equipo humano calificado y competente, al cual se busca desarrollar integralmente.

En el presente proceso de Titularización, Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos (anteriormente, Administradora de Fondos del Pichincha Fondos Pichincha S.A.), es la entidad que está a cargo de la administración del Fideicomiso Mercantil Primera Titularización de Flujos Quifatex S.A.

Gráfico N° 2



Fuente y Elaboración: Fideval S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos

La Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A., expresa que a la fecha de corte del presente informe la estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia son adecuados, por lo cual la Calificadora da cumplimiento a lo estipulado en los numerales 3.3 del Artículo 18, del Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Hechos Importancia

- En el mes de octubre de 2014 la compañía tuvo reducciones en las compras institucionales reflejadas en menor saldo de las cuentas por pagar proveedores.
- Realizó el cambio de nombre del programa Orexx a Su Farmacia.
- Desarrollo de un nuevo software para Retail.
- Restricción en las importaciones lo que afecto a la compañía en el crecimiento de las líneas de la UNMC.
- Con fecha 27 de abril de 2015, el Agente Pagador (Fideval) realizó el pago del décimo cuarto dividendo de manera puntual por US\$ 0,50 millones para la Serie A y US\$ 0,40 millones para la Serie B. Es así que a la fecha del presente comité se registra un saldo de capital por pagar de la titularización por US\$ 7,31 millones entre ambas series.
- La compañía obtuvo nuevas líneas de consumo 2015 como: Brinsa, Caoni y Ole; en líneas Farma: Eli Lilly-Vayaplin; y, líneas de ventas: Sandoz. También indica que tuvo líneas discontinuadas de consumo: Peña Flor y línea discontinuada Farma: Biomédico.
- En la implementación del nuevo reglamento para fijación de precios farmacéuticos: existen en Quifatex productos que su precio se ha visto afectado a la baja por pertenecer al grupo de medicamentos bajo régimen regulado, por otro lado existe un grupo de medicamentos que su precios se incrementarán por pertenecer al régimen liberado.

- La Unidad de Ventas lanza el proyecto "SVH" Sistema de Venta Horizontal. El proyecto tiene como objetivo aumentar la cobertura de tiendas a las cuales Quifatex hoy no llega directamente. La idea del proyecto es hacer una cobertura selectiva de tiendas tipo (A y B) con productos de consumo a través de socios estratégicos. La UNV espera un incremento notable de la cobertura en tiendas para el 2015.

Contexto Económico

Contexto Internacional

En 2014, el escenario internacional estuvo caracterizado por resultados mixtos a nivel económico. La economía estadounidense mostró síntomas de recuperación al crecer 4,60% y 5,00% en el segundo y tercer trimestre del 2014, respectivamente y cerró el año con un crecimiento de 2,40% respecto al 2013. La obtención de estos resultados guarda relación con los indicadores positivos obtenidos en el empleo, producción industrial, ventas minoristas, confianza del consumidor, entre otros. Por mencionar, la tasa de desempleo oficial fue de 5,60% a diciembre 2014 y alcanzó el mismo nivel registrado en junio de 2008. Paralelamente, la FED (Sistema de Reserva Federal de USA) puso fin a la compra de bonos en octubre de 2014 y deslizó la posibilidad de empezar a subir las tasas de interés a mediados del 2015 conforme la economía siga mostrando los indicadores esperados.

La Eurozona por su parte presentó una recuperación débil y desigual, ya que países como España e Irlanda han mostrado signos de recuperación, pero Alemania por su parte se vio afectada por la caída en la confianza empresarial. Estos problemas acompañados de mayores presiones deflacionarias (-0,20% a diciembre 2014), a los riesgos existentes a las condiciones geopolíticas en Rusia y a la incertidumbre geopolítica en Grecia, conducen a una Eurozona afectada principalmente por la débil respuesta de su demanda interna. Ante esta situación, el BCE anunció mayores estímulos mediante un programa que inyectará 1,10 billones de euros desde marzo del 2015 hasta setiembre del 2016.

La economía China creció 7,40% en el 2014, siendo la tasa de crecimiento más baja mostrada en 24 años debido principalmente por la desaceleración de la inversión. Asimismo, ha sufrido presiones de bajas tasas de inflación, lo que genera que el gobierno considere la posibilidad de mayores estímulos como política monetaria y a la vez responda anunciando mayores proyectos de inversión y la creación de medidas que impulsen el consumo de los hogares y el mercado inmobiliario.

América Latina

En el 2014, el producto interno bruto (PIB) de América Latina y el Caribe creció un 1,10%, la tasa de expansión más baja registrada desde el 2009. A pesar del resultado regional, se verifican resultados importantes en los ritmos de crecimiento de los países, como en Panamá y República Dominicana 6,00%, Bolivia 5,20%, Colombia 4,80%, Paraguay 4,00%³, entre otros. El resultado regional de 2014 obedece principalmente al escaso dinamismo, o a la contracción de algunas de las mayores economías de la región: Argentina (-0,20%), Brasil (0,20%), México (2,10%) y Venezuela (-3,00%). Al analizar la evolución de las economías por subregiones, se observa que América del Sur exhibió un crecimiento de 0,70% (2,80% en el 2013), en términos dinámicos, la evolución de la actividad económica regional fue diferenciada. La desaceleración del dinamismo de la economía regional se acentuó en el segundo trimestre del año, en forma simultánea con la contracción de la inversión y una desaceleración generalizada del dinamismo del consumo, sobre todo privado. En el tercer y cuarto trimestre se ha observado una leve mejora en la tasa de crecimiento. Para 2015 se espera que la economía de la región crezca a un ritmo promedio del 2,20%. Al igual que en 2014, se prevén dinámicas de crecimiento diferenciadas entre países y subregiones⁴.

La Economía Ecuatoriana

El desempeño de la economía ecuatoriana en el 2014 mostró un crecimiento de 3,80%, menor al estimado por el Banco Central del Ecuador (4,00%) pero superior al promedio de América Latina que alcanzó 1,10%. Si bien el aporte de la economía no petrolera es importante y ha impulsado parte del crecimiento, la dependencia de la economía a las exportaciones de petróleo sigue siendo significativa. Esta representa el 52,00% del total de exportaciones. En este sentido, variaciones en el precio del petróleo impactan en el desempeño económico. El Presupuesto General del Estado para el 2015 contempla un precio del barril del petróleo de USD 79,7 por barril y un déficit del 4,90% del PIB, a la fecha el precio del petróleo se ubica

³ Disponible en: <http://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/782-en-2014-la-econom%C3%ADa-ecuatoriana-creci%C3%B3-en-38-es-decir-35-veces-m%C3%A1s-que-el-crecimiento-promedio-de-am%C3%A9rica-latina-que-alcanz%C3%B3-11>

⁴ Perspectivas Económicas para el año 2015. Disponible en: <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/texts.pdf>

alrededor de los USD 48 por barril, de continuar la tendencia a la baja, el déficit presupuestario tenderá a incrementarse.

La caída de los precios del petróleo más la apreciación del dólar norteamericano, con lo cual el Ecuador ha perdido competitividad en los mercados internacionales; exponen a la economía a un shock externo y exigen un replanteamiento del manejo fiscal. Las opciones que ha planteado el gobierno, para mitigar el impacto fiscal y equilibrar el sector externo, entre otras, son la reducción de las inversiones de capital, mantener el gasto corriente y consolidar alianzas con el sector privado para dinamizar el crédito, potencializar sectores estratégicos como el de la construcción y la aplicación de medidas como las Salvaguardas Globales por Balanza de Pagos, que acorde a los lineamientos de la OMC deben ser temporales y aprobadas por este organismo. Estas salvaguardas sustituyen la salvaguarda por tipo de cambio, e imponen sobretasas arancelarias, a un total de 2800 partidas, que van desde el 5,00% hasta el 45,0%. No es la primera vez que el gobierno opta por el incremento de aranceles para controlar el déficit comercial, pero si es una medida de mayor alcance que lo aplicado en el 2009 por el número de productos gravados. Por el momento las expectativas se concentran en el impacto de estas decisiones, que por una parte, según dice el gobierno, pretenden proteger a la producción e industria nacional y se justifican por la limitación en política monetaria al no contar con una moneda propia, y por otro lado, algunos sectores estiman, que las salvaguardas, podrían generar inconvenientes con los principales socios comerciales del país y afectar a los tratados de comercio, como es el caso de la Unión Europea, otro de los efectos podría esperarse en el incremento del nivel general de precios resultado de procesos especulativos o de escasez, lo que afectaría negativamente a sectores específicos, como el comercio.

Presupuesto del Estado y la Asignación de Recursos

El Presupuesto General del Estado se ha visto afectado por la disminución del precio del petróleo, por lo cual el Gobierno de Ecuador en enero del presente año, decidió reducirlo en USD 1,42 mil millones para el ejercicio 2015. Según el Ministerio de Finanzas, los montos serán debitados de la cuenta de gastos de inversión (USD 839,90 millones) y gasto corriente (USD 580,00 millones). Con este ajuste, el monto del presupuesto para su ejecución 2015 será de USD 34.897,00 millones; monto que difiere de la proforma presupuestaria 2015 aprobado en un inicio por la Asamblea Nacional en Noviembre 2014 el cuál era de USD 36.317,12 millones. Para la elaboración del Presupuesto General del Estado en el año 2015 se estimó el precio del barril de petróleo de USD 79,70 junto a un crecimiento económico anual del 4,10% y una tasa de inflación del 3,90%. En la proforma 2015 planteó varios sectores donde la inversión será prioritaria, algunos de estos son⁵:

Cuadro 13: Inversión del Estado Ecuatoriano por Sectores Prioritarios (USD millones)			
Sector	2013	2014	2015
Electricidad y Energía Renovable	1.002,58	1.136,46	1.933,82
Transporte y Obras Públicas	1.268,39	1.284,49	933,64
Salud Pública	897,19	763,3	870,43
Educación	575,64	697,15	780,06
Total Programa Anual de Inversiones	7.690,43	7.262,96	8.116,19

Fuente: Ministerio de Finanzas/ Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

⁵ <http://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2014/11/Proforma-del-PGE-2015.pdf>

Cuadro No 14

USD MILLONES	2010	2011	2012	2013	2014
Sector Real					
PIB Corriente	56.998,00	65.945,00	87.495,00	94.473,00	100.543,00
PIB per cápita corriente)	4.013,00	4.578,00	5.637,00	5.989,00	6.273,00
Tasa Variación Anual	3,73%	6,50%	5,10%	4,60%	3,80%
Comercio Exterior					
Exportaciones	17.369,22	22.292,25	23.898,74	24.957,65	25.732,27
Petroleras	9.648,70	12.912,93	13.791,93	14.107,73	13.302,48
No Petroleras	7.720,52	9.379,33	10.106,81	10.849,92	12.429,79
Importaciones	18.668,71	22.945,81	24.017,74	25.979,49	26.433,18
Balanza Comercial	-1.489,42	-717,30	-142,80	-1.083,97	-727,02
Reserva y deuda					
Deuda Pública Interna	4.665,00	4.506,45	7.780,50	9.926,58	12.558,32
Deuda Pública Externa	8.673,00	10.055,34	10.871,85	12.920,17	17.581,94
Inflación					
Anual	3,33%	5,41%	4,16%	2,70%	3,67%
Mensual	0,51%	0,40%	-0,19%	0,20%	0,11%
Acumulada	3,33%	5,41%	4,16%	2,70%	3,67%
Mercado laboral					
Desempleo	6,11%	5,07%	5,04%	4,86%	4,54%
Subempleo	47,13%	44,22%	39,83%	43,35%	43,78%
Petróleo					
Valor Unitario (USD/Baril)	81,52	105,31	92,65	90,35	45,37
Indicadores Monetarios					
IED	165,5	643,8	584,91	728,3	773,88
Tasa de interés activa referencial	8,68%	8,17%	8,17%	8,17%	8,19%
Tasa de interés pasiva referencial	4,26%	4,53%	4,53%	4,53%	5,18%

Fuente: Banco Central del Ecuador/ Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Reseña del Originador

La compañía Quifatex S.A., fue fundada como una compañía familiar el 26 de mayo 1978 con administración y capital suizo. Inicialmente representó a compañías internacionales de productos químicos y colorantes para textiles. Con el avance de los años y la experiencia obtenida se complementaron las líneas: veterinaria materia prima para la industria farmacéutica alimenticia y otras industrias creciendo la oferta de su portafolio.

La compañía Quifatex S.A., cuenta con oficinas principales al Norte de Quito, la infraestructura presenta un área de 3.500 m². Además mantiene una bodega incluyendo un área para la elaboración de productos auxiliares de las industrias textil y veterinaria la cual tiene una superficie de 1.800 m². Su operación logística la realiza en un moderno centro de distribución de 12.000 m² al norte de la ciudad. También en la ciudad de Guayaquil cuenta con una oficina y un equipo completo de ventas. Su operación logística en la Costa la realizan en un Centro de Distribución de 11.000 m². Adicionalmente la empresa tiene oficinas en Ambato, Cuenca, Manta y Machala. Quifatex emplea de forma directa a más de 1.200 personas a nivel nacional.

La empresa pertenece a un grupo empresarial con presencia regional entre las que se destacan QUÍMICA SUIZA en Perú. QUIMIZA en Bolivia. QUIREXA en Venezuela y QUIDECA en Colombia. Con el propósito de alinearse con las políticas regionales del Grupo al cual pertenece Quifatex, el 1 de diciembre de 2011, se realizó la escisión de la unidad de negocios denominada Industrial Agro-veterinaria, para que se transforme en una compañía independiente denominada "Química Suiza Industrial del Ecuador QSI S.A.", y procure una mayor especialización en sus objetivos y, por ende, logre mejores resultados

Gobierno Corporativo

Misión

Somos una compañía líder en representación, importación, fabricación, distribución, mercadeo y asistencia técnica de productos farmacéuticos, consumo e insumos.

Visión

Respaldados por nuestro conocimiento del mercado, distribución y tecnología buscamos ser la empresa más profesional en servicios de mercadeo y distribución en Ecuador.

Valores

- Compromiso
- Innovación
- Integridad
- Respeto

Al 31 de marzo de 2015, Quifatex S.A. presentó un capital suscrito y pagado de US\$ 22.221.539,00. Quicorp S.A. mantiene una participación accionaria del 99,9999%, los accionistas de la empresa son de nacionalidad Suiza y Peruana. El cuadro siguiente muestra el capital suscrito y la respectiva participación accionaria:

Cuadro 15: Estructura Accionaria		
Accionistas	Participación Accionaria	Monto Accionario (US\$)
EMEFIN S.A.	0,00001%	2,00
QUIMICA SUIZA COMERCIAL	99,99999%	22.221.537,00
Total	100,00%	22.221.539,00

Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

El Directorio está compuesto por tres miembros principales y dos suplentes. Entre sus funciones se encuentra la participación en la aprobación de los hechos relevantes en la administración, el nombramiento del Gerente General, así como las demás funciones constantes en los estatutos y la ley. Actualmente el Directorio no cuenta con comités de apoyo.

Cuadro 16: Directorio	
Nombre	Función/Cargo
Louis Mulder Panas	Director Principal (Presidente)
Catherine Mulder Panas	Director Principal (Vicepresidente)
JanMulder Panas	Director Principal
Walter Guggenbuhl	Director Suplente
Richard Miller	Director Suplente

Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

La Plana Gerencial de la compañía tiene amplia experiencia y conocimientos adecuados para llevar a cabo sus funciones en el área asignada.

Cuadro 17: Plana Gerencial	
Nombre	Función/Cargo
Jaime Velasco	Gerente General
Eduardo Felix	Asuntos Legales y Regulatorios
Giorgio Bianco Egili	Gerente de Administración y Finanzas
Juan Carlos Villacís	Gerente de Consumo
Fabián Coronel	Gerente de Distribución
Diego Peñaherrera	Gerente de Farma Marketing
Guillermo Ayala	Gerente de Servicios Logísticos
Verónica Reyes	Gerente de Recursos Humanos
Verónica Racines	Gerente de Retail
Carlos Rodríguez	Gerente Regional GYE

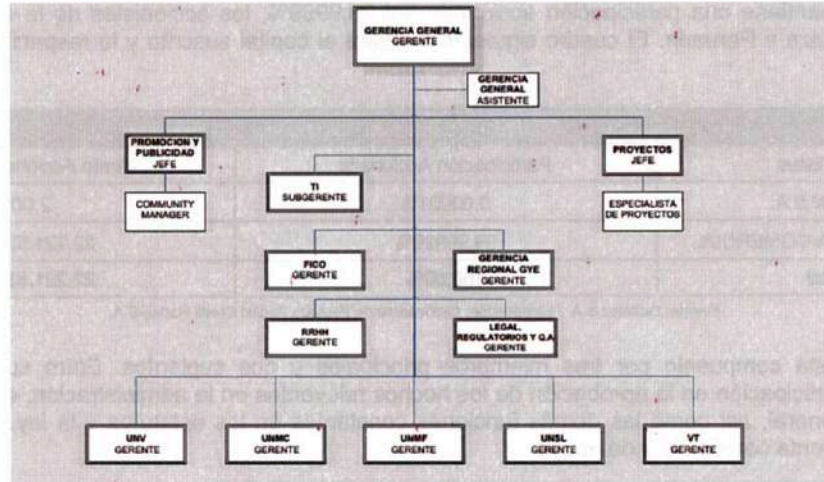
Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Quifatex S.A., al 31 de marzo de 2015, mantuvo una nómina de 1.077 empleados altamente capacitados, en su mayoría con contrato fijo.

A la presente fecha de revisión, la compañía no cuenta con ningún tipo de sindicato, ni comité de empresa que afecte a sus funciones operativas.

La estructura organizacional de la empresa es la siguiente:

Gráfico N° 3



Fuente y Elaboración: Quifatex S.A.

Es importante mencionar que como parte de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo, Quifatex S.A. mantiene manuales para la negociación, calificación e ingreso de proveedores al sistema, niveles de aprobación de pagos, planes de tesorería, negociaciones bancarias, auditorías internas de calidad, cálculos de indicadores de cumplimiento, procedimientos de selección de personal, evaluación de potencialidad y competencia.

Responsabilidad Social

Dentro de su política, Quifatex S.A. cumple con todas sus obligaciones laborales, medioambientales y legales manteniendo, como parte de su responsabilidad social, programas continuos que aportan al crecimiento personal y profesionales de sus colaboradores a través de proyectos vinculados con desarrollo de carrera, planes de sucesión, encuestas de satisfacción laboral, trabajo social y esquemas de capacitación sostenida. Adicionalmente, participan en programas medioambientales de apoyo a la comunidad vecina de sus Centros de Distribución de Quito y Guayaquil, y los convenios con gestores ambientales para el reciclaje de los desechos reutilizables, apoyo a distintas iniciativas que se vienen desarrollo tanto en el sector educativo y la salud.⁶

Operaciones y Estrategias

Operaciones

Quifatex S.A., cuenta con cuatro unidades de negocio: Farma, Consumo, Distribución, y Logística.

- **Unidad de Negocio de Farma:** Representación comercial y/o distribución exclusiva de importantes laboratorios farmacéuticos extranjeros, a través del servicio de mercadeo, logística, ventas y distribución. La empresa cubre todas las especialidades médicas a nivel nacional con un equipo de visitadores médicos adecuadamente capacitado.

⁶<http://www.quicorp.com/quifatex/nosotros/responsabilidad-social>

Gráfico N° 4: Marcas Representadas



Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

- **Unidad de Negocio de Consumo:** La compañía mantiene la representación exclusiva de productos como: alimentos, papelería, ferretería, cuidado personal y del hogar, vinos, bebidas y OTC, que son distribuidos por aliados locales a través de los siguientes canales:
 - Autoservicios
 - Farmacias
 - Tiendas de Conveniencia
 - Pet shops
 - Papelerías
 - Ferreterías
 - Detallistas-abarrotes
 - Restaurantes
 - Subdistribuidores
 - Mayoristas

Cuadro 18: Categorías que Administra la Línea de Consumo

<p>Alimentos</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Aceites • Alimentos para mascotas • Barras de granola • Chocolates • Endulzantes • Gomas • Jugos • Mariscos enlatados • Pastas • Pastelería • Pudines • Saborizantes para leche • Salsas • Snacks • Sopas 	
<p>Papelería y Ferretería</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Cintas Adhesivas • Corrector Líquido • Cuadernos • Esferográficos • Lápices • Marcadores • Pilas • Portaminas 	

<p>Cuidado Personal y del Hogar</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Cuidado Oral • Depilatorios • Desodorantes • Detergentes • Lavaplatos • Niñas • Quita esmaltes • Quitamanchas • Cosméticos 	
<p>Vinos y Bebidas</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Vinos Chilenos • Vinos Argentinos • Vinos Californianos 	
<p>OTC</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Analgésicos Tópicos • Artrósico • Complementos nutricionales • Laxantes • Suplementos nutricionales • Vitaminas 	

Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

El equipo de Trade Marketing de la compañía, se dedica al desarrollo de cuentas, marketing y promoción. Su trabajo se basa un plan de negocios acordado con las cuentas claves que se atienden. El plan integra variables cualitativas como conceptos estratégicos de exhibición y estándares de ejecución en el trabajo del punto de venta.

- **Unidad de Negocio de Distribución:** Los servicios de distribución de la compañía tienen una infraestructura de primer nivel, tecnología de punta y una fuerza de venta con amplia experiencia.

Cuadro 19: Canales de Comercialización	
Farma	Consumo
Cadena de Farmacias	Autoservicios
Clínicas	Concesionario autoventa
Farmacias Independientes	Minorista
Médicos	Distribuidoras
Centros Médicos	Instituciones Privadas
Instituciones Privadas	Mayoristas
Instituciones Públicas	Puntos de Consumo
Distribuidores	Tienda de Conveniencia
	Pets
	Papelerías

Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

- **Unidad de Negocio de Logística:** Corresponden a servicios de operación logística y cadena de abastecimientos para la industria farmacéutica y alimenticia. Para este servicio la empresa cuenta con tecnología de punta, con información en línea desde que el vendedor coloca el pedido hasta llegar al cliente final, que le permite hacer un control de tiempo y optimización del mismo a lo largo de la cadena de suministros. La operación se ejecuta en dos centro de distribución: Quito y Guayaquil con 12.000 y 11.000 metros cuadrados respectivamente; en las que se incluyen áreas de temperatura controlada, servicio de acondicionado, estándares de buenas prácticas de almacenamiento y Recurso Humano

altamente calificado. El departamento especializado en el control de procesos, procedimientos, auditorías e inventarios maneja indicadores de gestión logística con los cuales puede medir la productividad de la cadena de suministro y busca la mejora continua. Entre los servicios que ofrecen en la distribución logística integral se encuentran:

- **Abastecimiento:** Compras locales, planificación de importaciones, trámites de aduana, verificación de mercadería en puerto y aeropuerto, nacionalización.
- **Almacenamiento:** Recepción de productos almacenamiento abastecimiento al quick pick manejo de cadena frío, preparación.
- **Acondicionados:** Infraestructura separada para productos Farma y Consumo, impresiones inkjet (cera y láser) etiquetados, agrupamientos (túnel de termo encogido).
- **Entregas:** Despachos y entregas de mercadería.
- **Logística Inversa:** Retiro del producto del mercado devoluciones a proveedores.
- **Transporte:** La compañía opera una flota de transportes con camiones desde 3 toneladas, cabezales y furgones refrigerados para atender las necesidades específicas de productos que necesiten cadena de frío y congelados. Esta flota permite manejar todo tipo de carga de acuerdo a la necesidad del cliente. Se mantiene un estricto control de flotas en horarios y frecuencias apoyados en la sistematización de las zonas operativas para realizar las entregas en un tiempo óptimo a nivel nacional. La flota está equipada con sistemas de navegación GPS, la cual permite auditar las rutas paradas no programadas y en caso de robo, se cuenta con una empresa de seguridad con un grupo especial de recuperación. Además, un monitoreo las 24 horas del día, 7 días de la semana. De la misma forma se manejan escoltas permanentes, si así lo requieren los clientes, en las recepciones y entregas de mercancías, tanto en el transporte provincial como urbano.
- **Seguimiento y Control:** La compañía realiza el control de procedimientos, inventarios, auditorías e Indicadores de gestión. Se debe mencionar que Quifatex S.A obtuvo la certificación ISO 9001:2008 al sistema de Gestión de la Calidad como: procesos de la cadena de suministros incluyendo todos los procesos logísticos de Quifatex S.A. desarrollados dentro de las oficinas y Centros de Distribución Farma, Consumo, Industrial y Agro veterinaria ubicados en las ciudades de Quito y Guayaquil.

Inversiones

Quifatex S.A., para el 2015 tiene previsto realizar inversiones en activo fijo por un valor de US\$ 1,70 millones, el mismo que será distribuido en software, muebles y enceres, maquinaria y equipo, etc.

Principales Clientes

La compañía vende sus productos principalmente a cadenas farmacéuticas, supermercados y distribuidores localizados en todo el país; mantiene un portafolio de clientes diversificado; sin embargo, se puede identificar como su cliente principal JRCPHARMA Ecuador S.A. con 31,24% del total de cuentas por cobrar, seguido de Junta de Beneficencia de Guayaquil con 4,50%, Econofarm S.A. (3,19%) y Distribuidora Farmaceutca. (3,12%), los demás clientes tienen menos del 3,00% de participación individual en las ventas.

Cuadro 20: Clientes	31-mar-15
	%
JRCPHARMA ECUADOR S.A.	31,24%
JUNTA DE BENEFICENCIA DE GUAYAQUIL	4,50%
ECONOFARM S.A.	3,19%
ENFARMA EP	3,19%
DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA	3,12%
FARMACIAS Y COMISARIATOS DE MEDICIN	2,98%
SOCIEDAD DE LUCHA CONTRA EL CANCER	2,07%
SOCIEDAD DE LUCHA CONTRA EL CANCER	1,81%
I.E.S.S. HOSPITAL CARLOS ANDRADE M	1,65%
VANTTIVE CIA. LTDA.	1,64%
SOCIEDAD DE LUCHA CONTRA EL CANCER	1,62%
FARMAENLACE CIA. LTDA.	1,60%
IESS HOSPITAL TEODORO MALDONADO	1,56%
ROCHE ECUADOR SA.	1,50%
HOSPITAL DE ESPECIALIDADES GUAYAQUI	1,31%
OTROS CLIENTES	37,04%
	100,00%

Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Políticas de Cuentas por cobrar

La política de crédito de la empresa es fijada dependiendo de la unidad de negocio, a través de análisis de calificación en el buró de crédito de cada uno de los clientes e investigación del mismo, revisión y análisis de índices financieros de personas jurídicas. El plazo de crédito otorgado a los clientes es aprobado por la Gerencia Administrativa y Financiera; además la compañía requiere garantías a sus clientes, dependiendo del monto de crédito otorgado. Para el caso de las entidades públicas, la compañía ha definido en su política de calificación de crédito que éstas no sean sujetas a análisis de crédito, ni restricción en los cupos, otorgando el mayor plazo de crédito que va desde 45 a 60 días.

La compañía ha establecido políticas y procedimientos para el análisis del deterioro de la cartera, los cuales son:

- Los clientes en mora por más de 90 días son clasificados en la categoría de "Extrajudicial", en este estatus se calcula un deterioro equivalente a 50% de su valor.
- La cartera en mora que no se ha recuperado en 150 días, está clasificada en la categoría de "Legal", cuya recuperación es encargada a los abogados. Históricamente la probabilidad de recuperación de la cartera ha sido de 25%, por lo cual se estima un deterioro del 75%; y,
- Finalmente, la cartera no recuperada en la instancia legal, es clasificada como "Incobrable" y se estima un deterioro del 100%.

Principales Proveedores

Quifatex S.A., cuenta con amplia gama de proveedores tanto nacionales como extranjeros, por lo cual disminuye el riesgo de concentración. Entre los principales se encuentran: Rothen con el 19,73%, seguido de Acino con el 4,31%, Boehringer (3,44%), Nestlé (3,37%), Ordesa (3,23%) y AstraZeneca (3,16%).

Cuadro 21: Proveedores	31-dic-14	31-mar-15
	% de Peso en Costo de Ventas	% de Peso en Costo de Ventas
Roche	8,24%	19,73%
Acino	1,49%	4,31%
Boehringer	4,74%	3,44%
Nestlé	4,31%	3,37%
Ordesa	3,84%	3,23%
AstraZeneca	3,78%	3,16%
Zaimella del Ecuador	3,32%	2,88%
Purina Mascotas	2,32%	2,42%
Eli Lilly	2,33%	2,30%
Vifor	2,88%	2,30%
Servier	1,51%	2,04%
Om	2,35%	1,93%
Aventis Pharma	1,77%	1,89%
Johnson & Johnson	1,21%	1,75%
Abbott	0,83%	1,72%
Pfizer	2,19%	1,58%
Bayer	1,48%	1,58%
Industrias Ales	0,83%	1,45%
QSI	1,73%	1,35%
Sanofi Pasteur	1,19%	1,30%
Otros proveedores	47,66%	36,27%
Total proveedores	100,00%	100,00%

Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Operaciones con Empresas Relacionadas

La compañía Quifatex S.A., al 31 de marzo de 2015, presentó participación en el capital de las siguientes empresas:

Cuadro 22: Inversiones en acciones (US\$)			
Empresas	% Participación	mar-15	mar-14
Farmacias Peruanas S.A. y Droguería la Victoria S.A.C.	100%	13.000.000	13.000.000
Vanttive S.A.	99%	1.918.682	1.918.682
(-) Provisión para fluctuación de valores		(504.962)	(504.962)
Safimo S.A.	36%	-	712.345
Electroquil S.A.	0,50%	3.370	3.370
TOTAL		14.417.089	15.129.434

Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Análisis de la Industria

La industria farmacéutica en Ecuador tiene más de cien años de existencia, debe distinguirse dos mercados en el sector farmacéutico: el privado y el público. El mercado privado corresponde a US\$ 1,2 millones

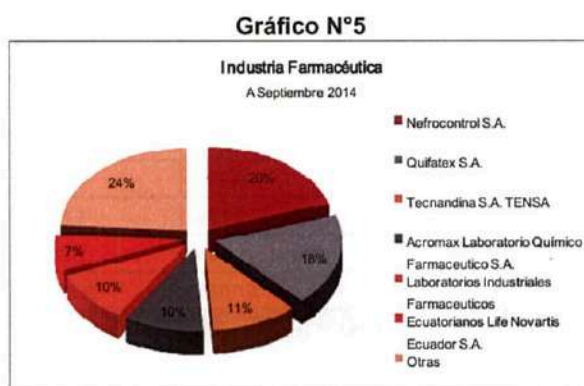
anuales y cuyo crecimiento ha disminuido significativamente en los últimos años (5% a junio de 2013), debido principalmente a la mayor compra pública.

En los últimos años los puntos de venta de las cadenas de farmacias se han incrementado pues brindan al consumidor final facilidades, mejores servicios y mejores precios. Si se considera sólo los laboratorios con ventas mensuales superiores a US\$ 20 mil, en el mercado ecuatoriano existen actualmente 221 laboratorios, de los cuales 64 son de origen nacional.⁷

Como consecuencia de un sistema de control de precios que privilegia la importación, la industria farmacéutica nacional no ha logrado la participación de mercado que tienen sus similares en el continente, siendo en el Ecuador de apenas el 17% en valores.

La industria nacional tiene como participación en todas las formas farmacéuticas que existen en el mercado y que tienen ventas superiores a US\$ 20 mil mensuales. Esto implica que la industria ecuatoriana tiene capacidad tecnológica para incursionar en casi todos los segmentos del mercado.

El mercado farmacéutico y de consumo en el Ecuador lo componen 252 Corporaciones. Las empresas que lideran el mercado en el ranking de industrias farmacéuticas de Ecuador según la revista EKOS, a septiembre del 2014, según sus utilidades, Nefrocontrol S.A se encontró en primer lugar con 19,70%, seguido por Quifatex que ocupa el segundo lugar con 18,05%, posteriormente Tecnandna S.A (10,55%), Acromax S.A (10,15%), Life (9,93%), Novartis (7,46%).⁸



Fuente: Revista EKOS / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

En un período de entre ocho meses y un año, el sector farmacéutico espera incorporar mayor componente nacional a los medicamentos genéricos producidos en el Ecuador. Esta es una de las metas que se ha planteado el país, como parte de la mejora productiva del sector; un proceso que impulsa el Ministerio de Industrias. Actualmente, los fármacos nacionales tienen el 30% de componente nacional y el porcentaje restante es importado. El objetivo es, en el corto plazo, aumentar en un 16% las partes nacionales; es decir, subir al 46% la incorporación.

En Ecuador se produce todo tipo de genéricos, la industria nacional, gracias a su tecnología, está en capacidad de producir el 85% de todas las moléculas que existen en el mercado con algunas excepciones. El Ministerio de Industrias y Productividad, explica que las plantas productivas apenas están trabajando con el 40% de su capacidad. La idea es que la industria crezca y se pueda sacar más provecho del potencial de las plantas y sustituir importaciones. El Gobierno calcula un ahorro de USD 40 millones en este tipo de compras.⁹

Actualmente, el 75% de los fármacos para el sector público se importa y el restante se fabrica. Mientras que el 88% de los productos para el sector privado proviene de otros países. El sector espera dar un giro y apunta también a la exportación.

⁷ <http://www.espae.espol.edu.ec/images/documentos/publicaciones/articulos/EIMercadoFarmaceuticoenelEcuadorDiagnosticoyPerspectiva.pdf>

⁸ <http://www.ekosnegocios.com/empresas/RankingEcuador.aspx#>

⁹ http://www.revistalideres.ec/gda/Ecuador-medicamentos-farmacos-pruduccion_0_1229277118.html

Análisis FODA

Fortalezas

- Empresa diversificada en 4 Unidades de Negocio
- Cobertura de ventas a nivel nacional
- Tecnología de punta para apoyar la gestión de ventas, logística, financiera y administrativa
- Sólida estructura administrativa-financiera
- Posicionamiento en el mercado por más de 35 años de experiencia
- Certificación ISO en la Cadena de Abastecimiento
- Solidez financiera y manejo de representaciones a nivel regional

Oportunidades

- Capacidad de absorber nuevos negocios relacionados con el giro actual de la empresa.
- Capacidad de incursionar en nuevos negocios que permiten mayor diversificación.
- Laboratorios farmacéuticos buscan trabajar con distribuidores y operadores logísticos con certificación ISO e instalaciones de calidad.
- Mejora de márgenes en productos farmacéuticos por nuevas regulaciones de fijación de precios.

Debilidades

- Complejidad generada por diversificación del mercado farmacéutico y de consumo.

Amenazas

- Participación del Estado (Gobierno ecuatoriano) en negocios comúnmente atendidos por el sector privado.
- Afectación en costos de productos por incremento de aranceles.
- Productos importados en Euros y Francos Suizos expuestos a incrementos de costos por diferencial cambiario.
- Demora en el pago por parte del Estado.

Análisis Financiero

Análisis de Resultados

Ingresos Operacionales

Los ingresos operacionales de la compañía provienen de la venta de las líneas de representación en la industria farmacéutica, del servicio de distribución y logística, así como de las facturas generadas por reembolso de gastos, servicio de acondicionamiento y recuperación de márgenes por parte de las empresas representadas. Los ingresos en año 2014 decrece en un 21,70% con relación al año 2013, producto de menores ventas con Roche incluyendo JRC PHARMA y la salida de las líneas Abbot, Life, Reclacine, además de menores ventas de Bayer.

A marzo 2015, los ingresos operacionales ascendieron a U\$S 69,18 millones registrando un crecimiento del 10,91% con relación a similar período del año anterior, debido a que la empresa retoma las ventas de las líneas institucionales al gobierno que el año 2014 perdió, para el año 2015 se ganó una licitación por un monto aproximado de US\$ 75,00 millones con el IESS, al cual se proveerá de medicinas en todo el 2015 y 2016.

Costo de Ventas y Utilidad Bruta

A diciembre de 2014 los costos de ventas ascendieron a US\$ 172,48 millones y registró una menor representatividad con respecto a los ingresos obtenidos en el año 2013, debido a que la empresa mantiene diferentes estructuras de costos de ventas en función de negocios, es así que para productos importados el margen es mayor en el área de distribución, mismo que varía dependiendo de la negociación con las empresas representadas, dando como resultado una utilidad bruta de US\$ 71,38 millones, provocando a su vez un mejor margen bruto, con respecto al 2013.

Al 31 de marzo de 2015, los costos de ventas crecen en un 9,91% con relación a similar período del año anterior, no obstante la relación de los costos respecto a los ingresos mejora, pasando de 77,33% en marzo de 2014 a 76,64% en marzo de 2015, lo cual incide directamente en la utilidad bruta, que aumenta en un 29,27% con relación a marzo 2014.

Gastos Operacionales y Utilidad Operativa

Los gastos operacionales a diciembre de 2014 ascendieron a US\$ 65,82, registrando una disminución del 10,99% con relación a diciembre de 2013, producto a un mejor control de gastos por medio de un comité llamado API, mismo que aprueba los gastos superiores a USD 1.000, reflejando así una utilidad operacional de US\$ 5,56 millones, menor en el 10,69% a diciembre de 2013.

Al 31 de marzo de 2015 los gastos operacionales registraron un crecimiento del 7,96% con relación a marzo de 2014 producto del aumento en sueldos y salarios, beneficios sociales de ley, gastos de publicidad y promoción, gastos en mejoras de locales arrendados, maquinaria y equipo. La utilidad operacional ascendió a US\$ 2,24 millones, superior en 80,44% a marzo del 2014.

Gastos Financieros y Utilidad Neta

La reducción de los gastos financieros entre los periodos de diciembre de 2013 a diciembre 2014 fue principalmente por menores intereses sobre préstamos otorgados por las instituciones financieras y con el mercado, al pasar de US\$ 3,66 millones en diciembre de 2013 a US\$ 3,12 millones a diciembre de 2014. La utilidad neta presentó un considerable incremento del 138,76%, debido al aumento de otros ingresos, principalmente por la venta realizada en diciembre de 2014 del 100% de las acciones pertenecientes a Safino S.A. por un precio de US\$ 2,49 millones y generando así una utilidad de US\$ 1,78 millones.

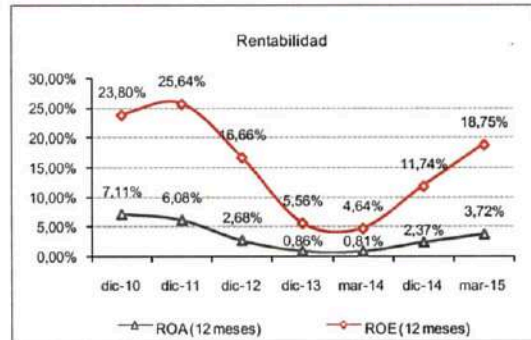
Al 31 de marzo de 2015, los gastos financieros fueron inferiores en el 32,57% en relación a marzo de 2014, representando el 0,64% de los ingresos debió a la reducción de la deuda financiera. El resultado del ejercicio ascendió a US\$ 1,52 millones, 373,80% superior a marzo de 2014 (US\$ 0,32 millones).

La rentabilidad de la empresa sobre el activo (ROA) y la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE), a marzo de 2015 registraron 3,72% y 18,75% respectivamente, mejorando considerablemente en relación a los indicadores de marzo de 2014 (ROA: 0,81%; ROE: 4,64%), debido al considerable crecimiento del 373,80% en utilidad neta.

Gráfico No. 6



Gráfico No. 7



Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Calidad de Activos

Al 31 de diciembre de 2014 el activo total de la compañía ascendió a US\$ 153,03 millones, registrando una disminución del 13,30% con relación a diciembre de 2013, principalmente por la reducción de las cuentas por cobrar de clientes en un 20,60% y compañías relacionadas 43,94%; además de la disminución del 26,93% de los activos fijos debido al aumento en las depreciaciones acumuladas y que la compañía dejó de adquirir equipos en comodato y ahora mantienen leasing de maquinaria y equipos.

Al 31 de marzo de 2015, el activo total crece en un 2,49% con relación a marzo de 2014, principalmente por el incremento de los inventarios y otras cuentas por cobrar, que son anticipos otorgados por mercaderías, bienes y servicios, cuentas por cobrar no comerciales, depósitos en garantía y cuentas por cobrar empleados y retenciones en la fuente del 1%; el activo total estuvo compuesto por el 86,46% de activo corriente y el 13,54% del activo no corriente, mismo que fue financiado en un 79,83% por los pasivos y en un 20,17% por el patrimonio.

El principal componente del activo corriente a marzo 2015 son las cuentas por cobrar con una participación del 59,80% donde la cartera vencida represento el 42,92% (US\$ 35,12 millones) y tuvo una concentración del 71,30% en plazos de más de 360 días correspondientes JRC Pharma Ecuador S.A., el cual en el año 2014 fue intermediario entre el Estado Ecuatoriano y Quifatex para la venta de los productos Roche, está deuda sigue pendiente de cobro hasta la fecha de análisis de este informe; cabe señalar que el riesgo de

incobrabilidad de la cuenta se traslada al proveedor (Roche), esto quiere decir, que mientras no le pague JRC Pharma Ecuador S.A. a la compañía Quifatex S.A., la compañía no le pagará a Roche Ecuador. La rotación de la cartera a marzo 2015 fue de 109 días, 20 días menor que a marzo 2014.

Los inventarios crecieron en un 23,28% con relación a marzo de 2014 producto de mayor existencia en su mercadería para cubrir la demanda de las ventas, cabe mencionar que a marzo 2015 las cuentas por cobrar a compañías relacionadas reducen considerablemente, debido a que en el año 2014 se liquidaron las cuentas pendientes de la escisión con Química Suiza Industrial del Ecuador.

Mientras tanto el activo no corriente ascendió a US\$ 22,78 millones, 13,54% menor a similar período del año anterior, siendo las inversiones permanentes su principal componente donde se toma en cuenta acciones en Vantive Cía. Ltda., Farmacias Peruanas S.A. y Electroquil, comodatos y derechos de cobro del fideicomiso.

Fondeo/Pasivo

Al 31 de diciembre de 2014, el pasivo total ascendió a US\$ 122,17 millones, decreciendo en 18,13% con relación a diciembre 2013, producto de la reducción de la deuda con sus proveedores locales y extranjeros. El pasivo estuvo compuesto por el 91,08% de pasivos corrientes que ascendió a US\$ 111,28 millones y el 8,92% por pasivos no corrientes de US\$ 10,89 millones.

A marzo del 2015, las obligaciones financieras a corto y largo plazo se evidenció un descenso con una variación del 18,57% y 48,50% respectivamente, debido a que la empresa liquidó una deuda que mantenía con el Banco Guayaquil en septiembre de 2014. La deuda financiera a corto plazo (80,69%) está compuesta por los préstamos con instituciones financieras, mismas que se encuentran al día en pagos (Produbanco, Pichincha, Bolivariano, Citibank, Internacional) y la porción corriente del fideicomiso; la deuda financiera a largo plazo (19,31%) corresponde a la titularización de largo plazo que ascendió a US\$ 5,48 millones.

Gráfico No. 8

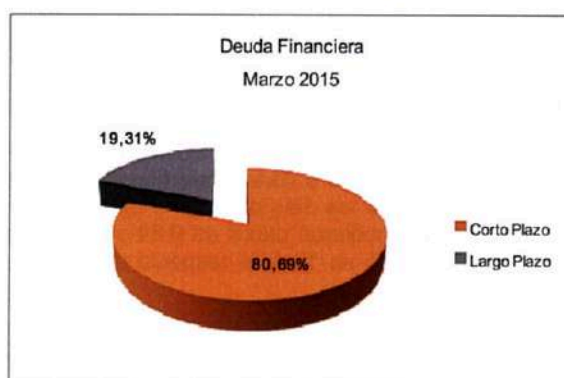
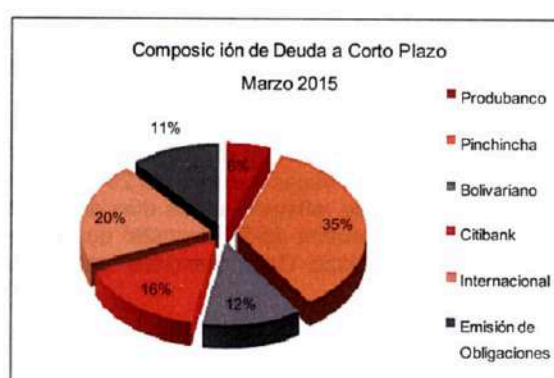


Gráfico No. 9



Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

El pasivo total a marzo de 2015, se compuso por el 92,30% del pasivos corrientes, mismo que aumentó en 3,39% con relación a marzo de 2014, producto de la provisión del nuevo papel comercial que la compañía emitió en febrero de 2015 por un valor de US\$ 8,08 millones y otras cuentas por pagar varias que aumenta en un 122,63% respecto a marzo 2014, mismas que están conformadas principalmente por las provisiones de impuesto a la renta, bonos otorgados a gerentes y otras cuentas por pagar a proveedores.

Recursos Propio/Patrimonio

A diciembre 2014, el patrimonio de la compañía ascendió a US\$ 30,86 millones, representando el 14,52% del financiamiento total y registró un crecimiento del 13,12% con relación a diciembre 2013, producto del aumento de capital autorizado y suscrito de US\$ 1,22 millones, mediante la capitalización de utilidades disponibles por US\$ 399,97 mil y reserva legal por US\$ 822,22 mil, la formalización de referido aumento de capital se dio en agosto de 2014. Además del aumento del 138,76% de los resultados del ejercicio.

Al 31 de marzo de 2015, al patrimonio alcanzó US\$ 32,38 millones, 17,31% superior a marzo de 2014 (US\$ 27,60 millones), debido principalmente a una mayor generación de resultados acumulados en un 93,40% y

al aumento del capital social antes descrito; el capital social constituyó el 68,63% del patrimonio y el 13,63% de financiamiento total.

Nivel de Endeudamiento/Solvencia

A marzo 2015 el indicador de Pasivo Total/Patrimonio alcanzó 4,04 veces, con relación a marzo de 2014 el indicador mejoró, siendo este de 4,76 veces, no obstante el indicador es muy elevado, atribuido a una menor deuda financiera y el aumento del capital social y de los resultados acumulados. De igual forma el indicador de Deuda Financiera/Patrimonio presentó el mismo comportamiento pasando de 1,40 veces a marzo de 2014 a 0,88 veces a marzo de 2015, relacionado con descenso del 26,79% de las obligaciones financieras.

El ratio Pasivo Total/EBITDA (12 meses), mostró que su nivel de solvencia le permitiría a la compañía cancelar el total de sus obligaciones en 12,18 años, en marzo de 2014 la compañía hubiese podido pagar el total de sus pasivos en 18,25 años; por otro lado la Deuda Financiera/EBITDA (12 meses), indicó que la empresa cubriría su obligaciones financieras en 2,64 años, inferior al tiempo alcanzado a marzo de 2014 que fue de 5,38 años.

Gráfico No. 10

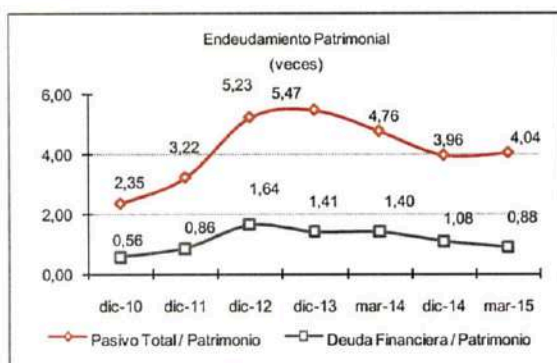
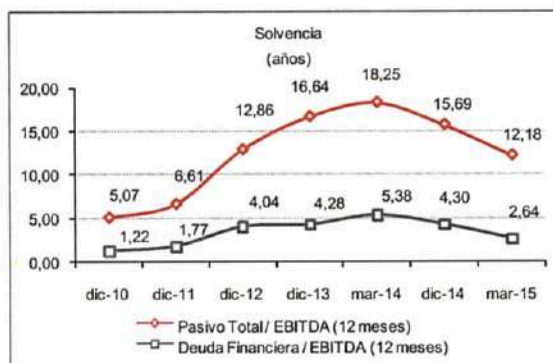


Gráfico No. 11



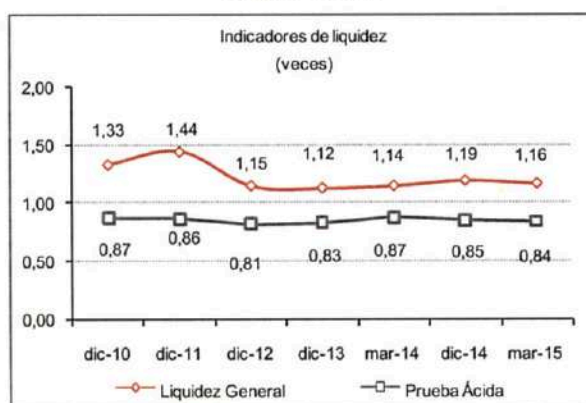
Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Capital de Trabajo/Indicadores de Liquidez

A marzo de 2015, los niveles de liquidez se presentaron adecuados, con un índice de liquidez que cubrió en 1,16 veces (1,14 veces a marzo de 2014) sin inconvenientes sus pasivos a corto plazo con sus activos corrientes, viéndose reflejado en los días de crédito que son inferiores a los días de pago a proveedores. Por otro lado, la prueba ácida demostró que los activos más líquidos pudieron cubrir en 0,84 veces a los pasivos de corto plazo. Cabe mencionar que el capital de trabajo creció en 16,44% respecto a marzo de 2014.

Al sensibilizar el indicador de liquidez, descontando las cuentas por cobrar con vencimiento mayor a 360 días (US\$ 25,04 millones), este disminuye y se ubica en 0,96 veces, mientras que el capital de trabajo es negativo (US\$ 5,37 millones).

Gráfico No. 12

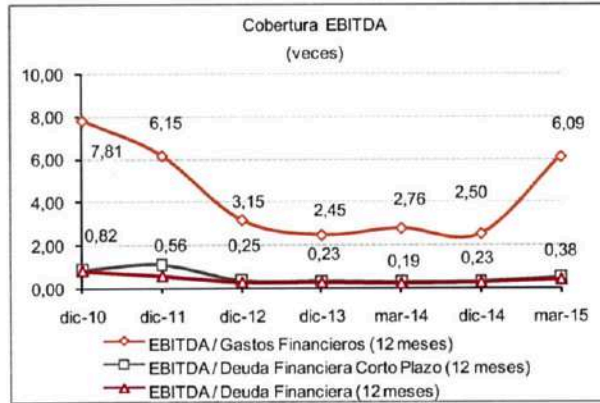


Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Cobertura de Deuda

El incremento del resultado operacional, permitió que el EBITDA acumulado, a marzo de 2015 (US\$ 2,68 millones), aumente en 48,91% respecto a marzo 2014 (US\$ 1,80 millones), lo que incidió en la mejora del Margen EBITDA que pasó del 2,89% en marzo 2014 a 3,88% en marzo 2015, mostrando así mayor participación en los ingresos totales.

Gráfico No. 13



Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A

La capacidad de la empresa de cubrir con su flujo operativo la deuda financiera a corto plazo fue de 0,47 veces y la capacidad de cubrir con su flujo operativo la totalidad de su deuda financiera fue de 0,38 veces a marzo de 2015. El ratio EBITDA/Gastos Financieros (12 meses) a marzo de 2015 fue de 6,09 veces (2,76 veces a marzo de 2014).

Flujo de Caja

Al 31 de diciembre de 2014, la compañía obtuvo recursos provenientes de las actividades operacionales por US\$ 7,68 millones, mismas que cubrieron los fondos de las actividades de inversión por US\$ 0,56 millones, y de las actividades de financiamiento por US\$ 5,46 millones, generando así un saldo de efectivo de US\$ 1,66 millones, que junto al saldo inicial de caja de US\$ 3,18 millones, el saldo final fue de US\$ 4,83 millones en diciembre de 2014.

Al 31 de marzo de 2015, la compañía obtuvo recursos provenientes de las actividades operacionales por US\$ 9,56 millones, las actividades de inversión por US\$ 2,67 millones, que junto al saldo inicial de caja de US\$ 3,08 millones, fondos que le permitieron a la empresa cubrir sus actividades de financiamiento por US\$ 10,55 millones, generando así un saldo final de US\$ 4,76 millones en marzo de 2015.


Cuadro 24: Flujo de Caja (Miles de US\$)		
Rubro	dic-14	mar-15
Flujos de efectivo de las actividades de operación:		
Efectivo recibido de clientes y otros	266.553.210	84.571.959
Efectivo pagado a proveedores, empleados y otros	(253.396.142)	(74.316.689)
Efectivo provisto por las actividades de operación	13.157.068	10.255.270
Intereses pagados	(3.070.769)	(693.697)
Intereses cobrados	42.731	-
Impuesto a la renta pagado	(2.453.493)	-
Efectivo neto (utilizado en) provisto por las actividades de operación	7.675.537	9.561.573
Flujos de efectivo de las actividades de inversión:		
Importes procedentes por la venta de propiedades, planta y equipo	375.167	1.960.411
Efectivo procedentes de la venta de acciones en subsidiarias u otros negocios	-	712.345
Adquisición o Venta de propiedades y equipos	(715.697)	-
Adquisición o Venta de intangibles	(221.789)	-
Efectivo neto utilizado en las actividades de inversión	(562.319)	2.672.756
Flujos de efectivo de las actividades de financiamiento:		
Proveniente de préstamos	32.057.000	-
Pago de préstamos	(35.039.414)	(5.218.338)
Pago de obligaciones en circulación	(2.475.000)	(5.333.968)
Dividendos pagados	-	-
Aporte de capital	-	-
Efectivo neto provisto por (utilizado en) las actividades de financiamiento	(5.457.414)	(10.552.306)
Incremento (Disminución) neta de efectivo y equivalentes de efectivo	1.655.804	1.682.023
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año	3.177.809	3.079.597
Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año	4.833.613	4.761.621

Fuente: Quifatex S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A

Miembros del Comité


Ing. Julianna Vargas


Eco. Delia Melo


Eco. Ximena Redín

Anexo 1: Balance General y Estado de Pérdidas y Ganancias (Miles de US\$)*								
QUIFATEX S.A.								
Miles de US\$								
	dic-10	dic-11	dic-12	mar-13	dic-13	mar-14	dic-14	mar-15
Activo Corriente								
Efectivo	4.410	2.822	3.611	1.744	3.178	3.080	4.834	4.762
Cuentas por cobrar Clientes	53.023	67.836	90.173	93.231	103.391	89.594	82.094	83.876
Compañías Relacionadas	3.777	0	0	513	3.190	373	1.788	7
Otras cuentas por cobrar	2.190	2.979	2.746	7.725	4.783	10.349	6.519	14.114
Provisión Cuentas Incobrables	2.429	0	0	2.010	1.819	1.796	1.748	1.803
Inventarios	32.733	50.149	39.363	37.765	40.103	31.789	38.260	39.190
Gastos Pagados por Anticipado	311	325	499	331	359	144	284	113
Activo Corriente	94.015	124.111	136.394	139.300	153.185	133.633	132.311	140.258
Activo Corriente prueba ácida	61.282	73.963	97.030	101.535	113.082	101.744	94.052	101.069
Activo No Corriente								
Inmuebles, Maquinaria y Equipo	6.901	8.590	8.294	5.437	7.590	4.676	5.546	3.251
Inversiones permanentes	1.005	1.842	14.842	14.832	15.139	20.168	14.427	18.587
Otras Cuentas por Cobrar	1.054	0	304	2.970	160	501	68	653
Activos Intangibles	0	283	196	3.011	215	181	314	285
Impuestos Diferidos	0	380	455	0	212	0	364	0
Activo No Corriente	8.959	11.096	24.092	26.250	23.317	25.546	20.720	22.776
Activo Total	102.975	135.207	160.485	165.550	176.501	159.079	153.031	163.034
Pasivo Corriente								
Obligaciones Financieras C/P	17.328	14.522	30.617	28.679	27.918	28.096	24.526	20.309
Cuentas por Pagar Proveedores	51.145	65.677	83.044	84.196	100.760	80.318	77.009	77.039
Otras Cuentas y Gastos Acum. por Pagar	324	2.201	2.504	7.762	3.036	5.292	4.031	17.601
Beneficios a empleados	1.964	3.602	2.893	3.088	2.749	2.936	2.959	3.074
Porción Corriente Emisión Obligaciones	0	0	0	0	1.712	0	2.756	2.569
Pasivo Corriente	70.761	86.002	119.058	123.725	136.174	116.642	111.280	120.591
Pasivo No Corriente								
Obligaciones Financieras L/P	0	13.125	11.717	11.248	0	0	333	0
Beneficios sociales	1.459	4.018	3.948	3.947	4.272	4.206	4.708	4.501
Emisión de Obligaciones	0	0	0	0	8.775	10.631	5.850	5.475
Pasivo No Corriente	1.459	17.143	15.665	15.195	13.047	14.837	10.892	10.066
Pasivo Total	72.220	103.145	134.723	138.921	149.222	131.479	122.172	130.658
Patrimonio								
Capital Social	23.436	24.635	20.999	20.999	20.999	20.999	22.222	22.222
Otras Reservas	0	0	1.222	1.222	1.651	1.252	581	429
Resultados Acumulados	0	-795	-752	3.541	3.112	5.029	4.434	9.726
Resultado del Ejercicio	7.318	8.222	4.293	867	1.517	320	3.623	0
Total Patrimonio	30.755	32.062	25.762	26.629	27.280	27.600	30.859	32.377
Deuda Financiera								
Corto Plazo	17.328	14.522	30.617	28.679	29.630	28.096	27.282	22.878
Largo Plazo	-	13.125	11.717	11.248	8.775	10.631	6.183	5.475
Estado de Pérdidas y Ganancias								
Ingresos Operativos	254.875	305.620	308.799	75.646	311.426	62.375	243.855	69.182
Costos de Ventas	183.807	223.854	229.015	61.412	230.958	48.238	172.475	53.019
Utilidad Bruta	71.068	81.767	79.784	14.234	80.467	14.138	71.379	16.164
Gastos operacionales	58.499	68.085	71.493	12.391	73.945	12.896	65.815	13.923
Resultado de Operación	12.569	13.682	8.291	1.843	6.522	1.242	5.564	2.241
Gastos Financieros	1.824	2.534	3.321	628	3.660	653	3.115	441
Otros Ingresos y Egresos	808	1.632	2.278	-348	1.908	-268	4.228	-283
Participación Empleados e Impuestos***	4.234	4.558	3.096	0	3.253	-	3.054	-
Utilidad Neta Operación discontinuada **	-	-	141	0	-	-	-	-
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	7.318	8.222	4.293	867	1.517	320	3.623	1.518

Fuente: Quifatex S.A / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

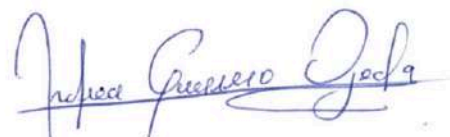
Anexo 2: Márgenes e Indicadores Financieros								
QUIFATEX S.A.								
Estados Financieros								
	dic-10	dic-11	dic-12	mar-13	dic-13	mar-14	dic-14	mar-15
Márgenes								
Costo de Ventas/Ingresos Operacionales	72,12%	73,25%	74,16%	81,18%	74,16%	77,33%	70,73%	76,64%
Utilidad Bruta/Ventas	27,88%	26,75%	25,84%	18,82%	25,84%	22,67%	29,27%	23,36%
Gastos Operacionales/Ingresos Operacionales	22,95%	22,28%	23,15%	16,38%	23,74%	20,68%	26,99%	20,13%
Utilidad Operacional/ Ventas	4,93%	4,48%	2,68%	2,44%	2,09%	1,99%	2,28%	3,24%
Gastos Financieros /Ingresos Operacionales	0,80%	1,12%	1,46%	0,28%	1,61%	0,29%	1,54%	0,22%
Utilidad Neta/Ingresos Operacionales	2,87%	2,69%	1,39%	1,15%	0,49%	0,51%	1,49%	2,19%
EBITDA y Cobertura								
EBIT (12 meses)	12.569	13.682	8.291	7.372	6.522	4.967	5.564	8.963
Depreciación y Amortización	1.686	1.912	2.186	574	2.444	559	2.223	441
EBITDA (12 meses)	14.255	15.594	10.477	9.669	8.966	7.204	7.787	10.728
EBITDA (acumulado)	14.255	15.594	10.477	2.417	8.966	1.801	7.787	2.682
EBITDA / Ventas (acumulado)	5,59%	5,10%	3,39%	3,20%	2,88%	2,89%	3,19%	3,88%
Gastos Financieros (12 meses)	1.824	2.534	3.321	2.510	3.660	2.613	3.115	1.762
EBIT / Ventas (acumulado)	4,93%	4,48%	2,68%	2,44%	2,09%	1,99%	2,28%	3,24%
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	6,89	5,40	2,50	2,94	1,78	1,90	1,79	5,09
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	7,81	6,15	3,15	3,85	2,45	2,76	2,50	6,09
EBITDA / Deuda Financiera Corto Plazo (12 meses)	0,62	1,07	0,34	0,34	0,30	0,26	0,29	0,47
EBITDA / Deuda Financiera (12 meses)	0,82	0,56	0,25	0,24	0,23	0,19	0,23	0,38
Solvencia								
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,98	0,83	0,88	0,89	0,91	0,89	0,91	0,92
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,02	0,17	0,12	0,11	0,09	0,11	0,09	0,08
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,24	0,27	0,31	0,29	0,26	0,29	0,27	0,22
Pasivo No Corriente / Patrimonio	0,05	0,53	0,61	0,57	0,48	0,54	0,35	0,31
Deuda Financiera / Patrimonio	0,56	0,86	1,64	1,50	1,41	1,40	1,08	0,88
Pasivo Total / Patrimonio	2,35	3,22	5,23	5,22	5,47	4,76	3,96	4,04
Pasivo No Corriente / EBITDA (12 meses)	0,10	1,10	1,50	1,57	1,46	2,06	1,40	0,94
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	1,22	1,77	4,04	4,13	4,28	5,38	4,30	2,64
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	5,07	6,61	12,86	14,37	16,64	18,25	15,69	12,18
Rentabilidad								
ROA (acumulado)	7,11%	6,08%	2,68%	0,52%	0,86%	0,20%	2,37%	0,93%
ROA (12 meses)	7,11%	6,08%	2,68%	2,09%	0,86%	0,81%	2,37%	3,72%
ROE (acumulado)	23,80%	25,64%	16,66%	3,26%	5,56%	1,16%	11,74%	4,69%
ROE (12 meses)	23,80%	25,64%	16,66%	13,02%	5,56%	4,64%	11,74%	18,75%
Liquidez								
Liquidez General	1,33	1,44	1,15	1,13	1,12	1,14	1,19	1,16
Prueba Ácida	0,87	0,86	0,81	0,82	0,83	0,87	0,85	0,84
Capital de Trabajo	23.254	38.109	17.336	15.575	17.011	16.891	21.031	19.667
Rotación								
Días de Cuentas por Cobrar	75	80	105	111	120	129	121	109
Días de Cuentas por Cobrar Relacionadas	5	0	0	1	4	1	3	0
Días de Cuentas por Pagar	100	106	131	123	157	150	161	131
Días de Inventarios	64	81	62	55	63	59	80	67

Fuente: Quifatex S.A / Elaboración: Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A.

Atentamente,



Ing. Luis López
Gerente General
Calificadora de Riesgos PacificCredit Rating S.A.



Ing. Andrea Guerrero Ojeda
Analista