

Panamá, 22 de enero de 2018.

Señores
Bolsa de Valores de Panamá, S.A.
Ciudad de Panamá

Atención: Licda. Olga Cantillo
Gerente General

Estimados Señores:

Por este medio, hacemos de su conocimiento que, según la revisión de información financiera no auditada al 30 de septiembre de 2017, el Comité de Calificación de Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A. decidió asignar la calificación BBB.pa a las Series B, C, D, E, F, G, H e I de Bonos Corporativos pertenecientes al Programa Rotativo de hasta US\$15.0 millones emitido por Promoción Médica, S.A. y Subsidiarias. La perspectiva es *Estable*.

A su vez, se adjunta el informe de calificación de riesgo con los fundamentos del rating, disponible también en nuestra página web: www.equilibrium.com.pa.

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US\$15.0 millones) Series B, C, D, E, F, G, H e I	(nueva) BBB.pa	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
<i>Perspectiva</i>	(nueva) <i>Estable</i>	

La extensión ".pa" indica que está referida a una calificación local (Panamá); es decir, comparable con otras entidades panameñas. Por su parte, los signos "+" y "-" se emplean para expresar menor o mayor riesgo relativo dentro de una misma categoría. La perspectiva indica el escenario más probable de la calificación a futuro.

Atentamente,



Reynaldo Coto
Gerente General

Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.

Calle 50 y 54 Este, Edificio Frontenac, Oficina 5-A
Bella Vista - Panamá
Tel: (507) 214.3790 (507) 214.7931
E-mail: equilibrium@equilibrium.com.pa

BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ, S.A.

Recibido por: 

Fecha: 22 ENERO 2018.

11:13 a.m.



Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.

PROMOCIÓN MÉDICA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación

22 de enero de 2018

Contacto:
(507) 214 3790

Fernando Arroyo
Lead Analyst
farroyo@equilibrium.com.pa

Eugenio Ledezma
Analista
eledezma@equilibrium.com.pa

*Para mayor información respecto a la categoría asignada, referirse al Anexo I

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015 y 2016, así como Estados Financieros No Auditados al 30 de septiembre de 2016 y 2017 de Promoción Médica, S.A. y Subsidiarias. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/2017.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió asignar la categoría BBB.pa a las Series B, C, D, E, F, G, H e I de Bonos Corporativos pertenecientes al Programa Rotativo de hasta US\$15.0 millones emitido por Promoción Médica, S.A. y Subsidiarias (en adelante, PROMED o el Emisor). La perspectiva es Estable.

La calificación otorgada a las Series señaladas se sostiene en el posicionamiento que mantiene PROMED en el ámbito de la distribución y mantenimiento de equipos médicos, lo que le permite reflejar un volumen creciente de ingresos operativos conforme logra acceder a una mayor base de clientes. Esto se acompaña por la relativa diversificación en sus ventas anuales por tipo de especialidad, así como por los esfuerzos de expansión hacia países de América Central y el Caribe. En este sentido, se destaca la experiencia de los accionistas y miembros de la Junta Directiva de PROMED en la industria de la salud, lo cual cobra mayor relevancia al sopesar la obtención de relaciones de largo plazo con proveedores de reconocimiento mundial en el campo de la medicina. En adición a esto, también se recogen los adecuados niveles de rentabilidad del Emisor, en conjunto con un margen operativo estable, a lo cual se suma la adecuada cobertura que el EBITDA¹ brinda al Servicio de Deuda (parte corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros LTM) de PROMED.

No obstante lo anterior, a la fecha restringe a PROMED el poder contar con una mayor calificación la variabilidad del flujo de caja operativo exhibida a lo largo de los últimos ejercicios, la misma que es influenciada por los altos volúmenes de cuentas por cobrar, siendo esta una

Instrumento	Calificación*
Bonos Corporativos	(nueva) BBB.pa
Perspectiva	Estable

condición inherente a la naturaleza de su modelo de negocio, dada la relación con clientes vinculados al sector gubernamental, los mismos que tienden a cancelar sus cuentas por pagar en un mayor periodo de tiempo. En particular, el índice de rotación de las cuentas por cobrar de PROMED muestra una tendencia creciente en los últimos ejercicios, lo que se traduce en una alta cantidad de días de capital de trabajo que necesitan financiarse por medio de la obtención de deuda,² mostrando esta última una tendencia creciente en los últimos años, lo cual se plasma en una palanca financiera (deuda financiera total / EBITDA) de 3.4 veces al 30 de septiembre de 2017. A su vez, dicha condición podría exponer el flujo de caja del Emisor ante cambios no previstos en el acceso al crédito. Limita igualmente a PROMED el contar con una mayor calificación la elevada palanca contable (pasivo / patrimonio ajustado³), la misma que se sitúa en 3.1 veces al corte de análisis, a lo cual se suma el fuerte componente de utilidades retenidas de ejercicios anteriores dentro de la composición patrimonial. Como punto adicional, se considera el hecho que el Emisor presenta una relativa concentración accionaria en una sola familia, aunque esto se ve atenuado parcialmente por el establecimiento de Comités de Control y la existencia de miembros independientes en su Junta Directiva.

De cara a las próximas evaluaciones, Equilibrium realizará el seguimiento al desempeño del Emisor, así como a aquellos factores que puedan afectar su generación de flujos y nivel de endeudamiento, comunicando oportunamente al mercado cualquier variación en el perfil de riesgo del mismo.

¹ Utilidad Operativa antes de Intereses e Impuestos + Depreciación y Amortización.

² Esto se demuestra mediante el Ciclo de Conversión de Efectivo.

³ Resta las utilidades por re avalúo.

Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento en la Calificación:

- Mayor grado de estabilidad en el flujo de caja operativo, que a su vez se traduzca en una mejora consistente en el ciclo de conversión de efectivo.
- Disminución progresiva y consistente en el indicador de Palanca Financiera (Deuda Financiera respecto al EBITDA).
- Incrementos en su escala de negocios, en conjunto con una mayor diversificación de sus ingresos a nivel regional.
- Aportes de capital que permitan disminuir la Palanca Contable (pasivo / patrimonio ajustado), situándolo consistentemente por debajo de 2.5 veces.
- Establecimiento de mayores Políticas de Gobierno Corporativo.
- Asignación de garantías reales sobre los instrumentos calificados (mejoradores).

Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución en la Calificación:

- Disminución en los niveles de rentabilidad del negocio.
- Desmejora significativa en el ciclo de convertibilidad de efectivo, de modo que genere mayor presión sobre el flujo de caja y limite la inversión en infraestructura de capital.
- Aumento en los índices de endeudamiento financiero, superando el límite designado en el *covenant* financiero atribuible a las Series de Bonos Corporativos calificadas.
- Pérdida de relaciones con principales proveedores y/o clientes que afecte de manera importante los ingresos y/o costos futuros.
- Aumento importante en la Palanca Financiera que impacte en el ratio de Cobertura del Servicio de Deuda con el EBITDA, ubicándose por debajo de 100%.
- Incumplimiento significativo del modelo financiero proyectado considerado en la evaluación.
- Surgimiento de riesgos reputacionales que impacten la operatividad del negocio.

Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Grupo Económico

Promoción Médica, S.A. y Subsidiarias (en adelante, PROMED o la Empresa) se constituyó el 31 de diciembre de 1968 en la República de Panamá.

PROMED es propiedad al 100% de una familia panameña con experiencia en la industria de la salud desde la fundación de la Compañía en 1968 por parte del Doctor Ceferino Sánchez. En particular, el control accionario descansa sobre la segunda generación familiar, a través de siete miembros, en su mayoría a título personal.

Al mismo tiempo, PROMED consolida una serie de compañías que a través de los años han sido constituidas para formar parte de su modelo de negocio regional y multi-rama. En el Anexo II del presente informe, se presenta un resumen de las compañías subsidiarias de PROMED. En adición a esto, los accionistas están realizando aportes paulatinos a una compañía local denominada Radio Farmacia de Centroamérica, S.A., la cual no forma parte de la consolidación de PROMED y se dedica a distribuir equipos radioactivos para el tratamiento de cáncer.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de PROMED se presentan en el Anexo III del presente informe. Cabe resaltar que los accionistas también forman parte de la Junta Directiva y, además, algunos miembros de la familia forman parte de la Plana Gerencial.

La Junta Directiva de PROMED está conformada por ocho miembros, de los cuales cuatro son independientes, lo cual es un factor que contribuye a mejorar el asesoramiento que reciben los miembros de la familia, principalmente en materia de leyes y finanzas, y sobre las tendencias de la industria de la salud en otros países de América Latina. La Compañía también lleva a cabo Comités Ejecutivos y Comités de Ética y Auditoría, destacándose que recientemente la Junta Directiva ha creado un Comité Científico para estar actualizada en materia de los principales avances en el ámbito de la medicina.

Estrategia

PROMED es una compañía que se dedica a la representación, comercialización, instalación y soporte de equipos y servicios para la industria de la salud, posicionado actualmente como una de las empresas líderes en esta actividad, dentro de la región de América Central. Actualmente, la empresa opera en múltiples países de Centroamérica y el Caribe: Panamá, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, República Dominicana, Puerto Rico y Cuba. Además, el Emisor se ha posicionado en múltiples líneas de negocio que se dedican a la venta, instalación y mantenimiento de:

- Equipos especializados para tratamiento de cáncer.
- Equipos e insumos para diagnósticos por imagen.
- Equipos e insumos para pruebas de laboratorios clínico e industrial.
- Equipos e insumos para procedimientos quirúrgicos.

- Equipos hospitalarios: camas, monitores, lámparas, etc.
- Equipos e insumos para tratamientos renales (hemodiálisis).
- Insumos para intervencionismo vascular y neurocirugía.
- Servicios de ingeniería biomédica y de mantenimiento.
- Instalación hospitalaria en la modalidad "llave en mano".

Los principales clientes de PROMED son los Seguros Sociales de cada uno de los países en donde mantienen presencia, pero, además de ellos, la base de clientes también incorpora hospitales públicos y privados, así como clínicas y departamentos especializados. PROMED ha construido alianzas estratégicas con sus proveedores, los cuales a su vez son las principales compañías que se dedican a vender equipos médicos, tales como: General Electric, Brainlab, Johnson&Johnson, Varian, Boston Scientific, Fresenius, entre otras.

Desarrollos Recientes y Hechos de Importancia

Durante el 2017, el Emisor ha destinado esfuerzos para completar el proyecto de equipamiento de las salas de tratamiento de insuficiencia renal en la Caja del Seguro Social (CSS). Si bien al principio del año se dieron retrasos inherentes al proceso de licitación, el cual a su vez requirió de una serie de tramitaciones y certificaciones emitidas por el Estado, para el segundo semestre de 2017, se han estado aprobando los permisos respectivos para retomar dicho proyecto, lo cual implicará una mejora en la generación de flujos atribuibles a esta línea de negocio con respecto a lo registrado en el primer semestre del año.

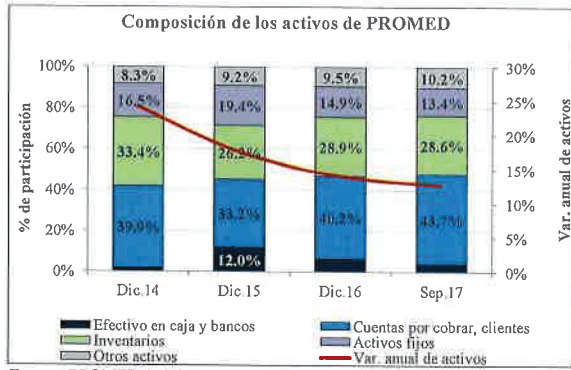
Lo anterior cobra mayor relevancia por la reciente aprobación del Proyecto de Ley 515 por parte del Gobierno Panameño⁴, el cual busca incluir la insuficiencia renal crónica dentro de la lista de enfermedades crónicas sobre la cual se aplica la Ley Laboral, todo esto con el objetivo de proveer mayor protección a las personas con esta condición. Lo anterior significará una mayor demanda futura para los equipos destinados a la hemodiálisis, línea de negocio que es relevante para los ingresos consolidados de PROMED, ya que la Ley obliga a que las empresas pueden asegurar que los pacientes puedan realizarse este procedimiento al menos tres veces por semana.

ANÁLISIS FINANCIERO DE PROMED

Activos y Liquidez

Los activos de PROMED ascienden a US\$120.2 millones al 30 de septiembre 2017, mostrando un crecimiento interanual de 12.7%. Cabe mencionar que a lo largo de los últimos ejercicios tanto las cuentas por cobrar como los inventarios son los que han impulsado el Balance de la Compañía. A continuación, se muestra el comportamiento de la composición de los activos a lo largo de los últimos ejercicios, observándose que los activos vinculados a capital de trabajo (cuentas por cobrar e inventarios) ejercen una participación relevante sobre el Balance y su crecimiento explica el dinamismo de PROMED:

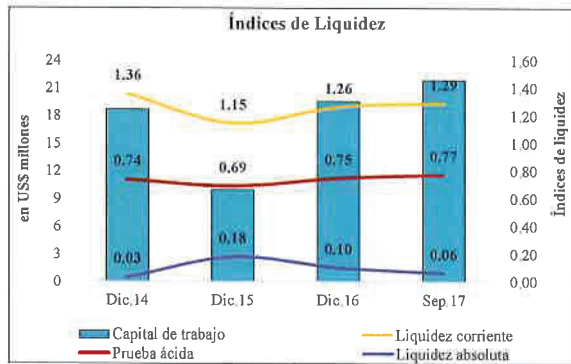
⁴ Aprobado en el mes de noviembre de 2017.



Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

Además, se observa que el índice de liquidez corriente (activos corrientes / pasivos corrientes) ha superado el umbral de 1.0 vez a lo largo de los últimos ejercicios, situación que se considera adecuada. No obstante, al descontar los inventarios y los gastos pagados por anticipado a los activos corrientes, se recalcula el índice de liquidez (Prueba Ácida) y se obtienen niveles que oscilan entre 0.7 y 0.8 veces para los últimos periodos evaluados.

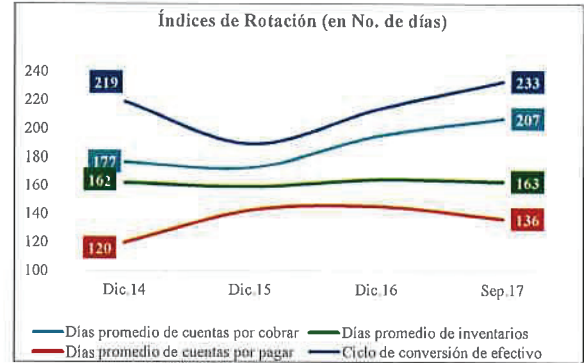
A continuación, se muestra la evolución de los índices de liquidez de PROMED a fin de visualizar el efecto relevante que tienen las cuentas por cobrar e inventario sobre el capital de trabajo (activo corriente – pasivo corriente) de la Empresa, ya que el índice de liquidez absoluta, el cual sólo incorpora al efectivo en caja y bancos como parte de los activos corrientes, ha permanecido en niveles bajos:



Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

En cuanto a la velocidad de realización de las principales cuentas del activo corriente, el Ciclo de Conversión de Efectivo⁵ ha promediado 213 días en los últimos periodos, aunque desde el año 2015 muestra una ligera tendencia al alza, lo que ha sido influenciado por el creciente número de días promedio de cuentas por cobrar. Esto significa que el Emisor presenta un alto número de días de capital de trabajo que necesita financiar, ya sea por medio de deuda o por aportaciones de capital de los accionistas. En la siguiente gráfica se muestra el comportamiento de los índices de gestión, revelando que PROMED cuenta con baja rotación de su capital de trabajo, lo cual es una condición inherente a su modelo de negocio de distribución de equipos médicos especializados.

⁵ Días promedio de cuentas por cobrar + Días promedio de inventarios – Días promedio de cuentas por pagar.

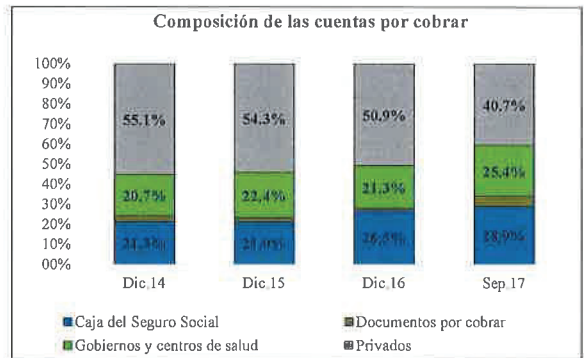


Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

Cabe mencionar que el Estado tiende a pagar sus compromisos con proveedores en un tiempo que no es previsible, aunque existen periodos en los cuales PROMED muestra una mayor velocidad en la recuperación de sus cuentas por cobrar y es precisamente por esta condición que durante el 2015 se observó una mejora en el ciclo de conversión de efectivo, aunque está demostrado que dicho suceso fue un evento atípico. La tendencia habitual es que el Estado emita una alta cantidad de órdenes de compra para PROMED en los últimos meses del año, lo cual tiende a elevar el volumen de cuentas por cobrar para cada mes de diciembre.

Debido a la importancia que ejercen las cuentas por cobrar sobre la gestión de capital de trabajo de la Compañía, resulta relevante profundizar sobre la composición de las mismas. Una parte relevante de las ventas anuales se realizan a crédito en respuesta a las políticas de pago de sus clientes, como ocurre igualmente con los usuarios privados, pero, en el caso particular de las entidades de Gobierno, los periodos de cobro tienden a ser más extensos debido a los trámites administrativos implícitos en los procesos de venta.

En la siguiente gráfica, se observa la composición de las cuentas por cobrar según tipo de cliente, haciendo mención a que las categorías “Caja del Seguro Social” y “Gobiernos y Centros de Salud” forman parte del Sector Gubernamental, el cual representa poco más del 50% del total de las cuentas por cobrar al 30 de septiembre de 2017.

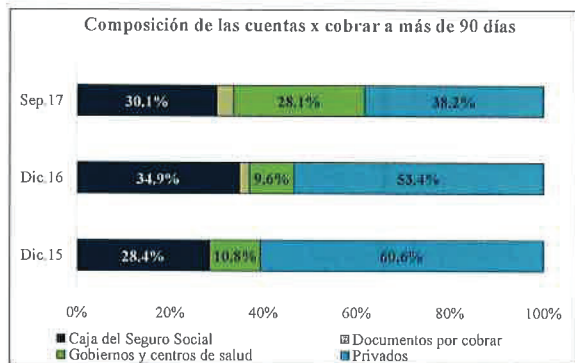


Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

El proceso de venta a una entidad del Gobierno en general es largo y que involucran un alto grado de tramitación, donde internamente las instituciones deben cumplir con sus

procedimientos internos y alinearse en tiempo y monto con las partidas presupuestales del gobierno, pudiendo entonces en algunas oportunidades implicar retrasos en la entrega de mercancía y así de la facturación, aun y cuando existan las órdenes de compra respectivas. En segundo lugar, cuando el cliente gubernamental finalmente recibe su factura, con todos los soportes necesarios para cumplir con el proceso de presentación, es cuando comienza a recorrer las diferentes áreas para su aprobación y posterior pago. Estos procesos del Gobierno deben contar con la aprobación de las principales instancias públicas para luego obtener los fondos destinados a cancelar la obligación con PROMED (Contraloría General de la República, Ministerio de Economía y Finanzas, por nombrar algunos), por lo que dicho proceso también suele extender el plazo promedio de las cuentas por cobrar de la Empresa.

A continuación, se presenta la distribución de las cuentas por cobrar a más de 90 días, revelando que en los últimos periodos se observa una tendencia al alza en la presencia del Sector Gubernamental:



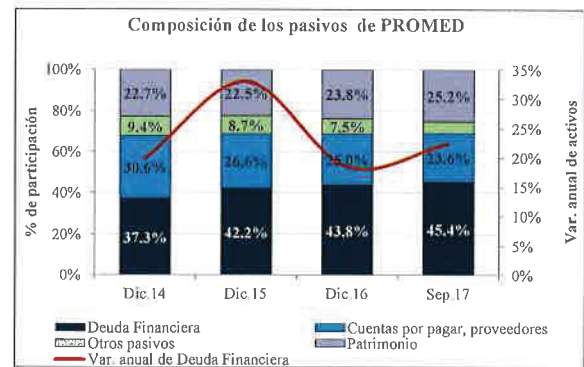
Es relevante indicar que el Estado tiende a cumplir con casi la totalidad de sus compromisos de pago a proveedores, al mismo tiempo que los clientes privados también han mostrado un comportamiento responsable de pago de sus cuentas con PROMED. Es por ello que el Emisor muestra un bajo nivel de morosidad en sus cuentas por cobrar a través de los últimos años, ya que, al 30 de septiembre de 2017, el índice de impago es de 0.0% el cual mejora desde 0.5% en diciembre de 2016. Asimismo, el Emisor ha asignado reservas para cuentas malas que han representan más de 500% sobre el saldo de las cuentas por cobrar vencidas.

Estructura Financiera y Solvencia

Los pasivos de PROMED totalizan US\$89.9 millones al 30 de septiembre de 2017, presentando un crecimiento de 12.3% con respecto al mismo periodo del año anterior, a su vez explicado principalmente por la mayor obtención de fondos por medio de financiamientos bancarios y la emisión de Bonos Corporativos, así como por el aumento de las cuentas por pagar a proveedores, el mismo que acompaña al crecimiento de la capacidad productiva de la Empresa.

En este sentido, la mayor parte del fondeo de la Compañía está conformado por deuda financiera, seguido de las

cuentas por pagar a proveedores, según se observa en el siguiente gráfico:



La deuda financiera aumentando paulatinamente su participación relativa sobre el fondeo del Emisor, en lugar de las cuentas por pagar a proveedores, en respuesta precisamente al menor ritmo de rotación del capital de trabajo.

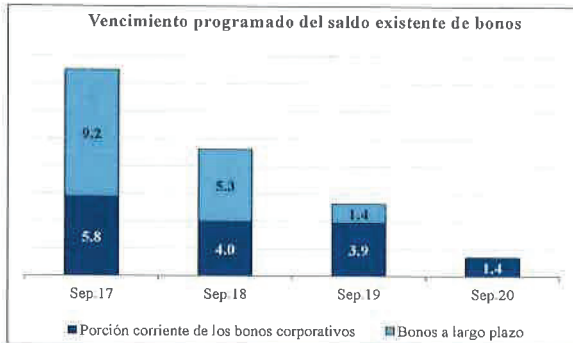
En cuanto a la deuda financiera de la Compañía, la misma totaliza US\$54.5 millones al 30 de septiembre de 2017, la cual se distribuye en: líneas de crédito bancarias (59.7%), otros préstamos bancarios (12.0%), Bonos Corporativos (27.5%) y otros (0.8%). Se observa que los préstamos que están vinculados a acreedores bancarios representan una parte relevante del fondeo de PROMED, lo cual es necesario para afrontar los requerimientos de capital de trabajo de la Compañía, más aún cuando el periodo de conversión de las cuentas por cobrar resulta ser más extenso por el factor Gobierno señalado anteriormente. La mayor parte de estas líneas bancarias son de carácter revolvente (entre 180 y 270 días), las cuales son repagadas por medio de la renovación automática de las líneas, aunque también se observa, en menor medida, la utilización de arrendamiento financiero y factoraje.

Respecto a la emisión de Bonos corporativos, cuando se emitieron las primeras dos Series (A y B) por US\$9.2 millones en abril de 2014, el objetivo fue cancelar deudas con empresas bancarias de la plaza. En los periodos sucesivos, el resto de las Series de Bonos Corporativos emitidas han tenido como propósito financiar capital de trabajo, inversiones de capital (CAPEX) y sustitución de deuda bancaria.

A la fecha del presente informe, PROMED cuenta con dos programas rotativos de Bonos Corporativos en el mercado bursátil panameño: i) hasta por US\$15.0 millones y, ii) hasta por US\$30.0 millones. El Emisor sólo ha realizado la emisión de deuda a través de su primer programa rotativo, el cual ya se encuentra íntegramente utilizado. Por su parte, la Administración de PROMED ha manifestado que la utilización del segundo programa de Bonos Corporativos dependerá de las condiciones de mercado y la necesidad real de endeudamiento por parte de la Empresa, lo cual no prevé en el corto plazo. El detalle de las características de los instrumentos colocados en el mercado se menciona en el Anexo IV del presente informe, haciendo la distinción

de que estos Bonos no cuentan con respaldo de garantías reales, sólo del crédito general del Emisor.

Cada una de las Series de Bonos Corporativos colocadas cuentan con vencimientos que oscilan entre 3 y 4 años, con un esquema de amortización similar al de un préstamo hipotecario, es decir, la amortización de la deuda se distribuye de manera equitativa a lo largo de los ejercicios (ver gráfico abajo), lo cual a su vez reduce su duración y riesgo.



Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

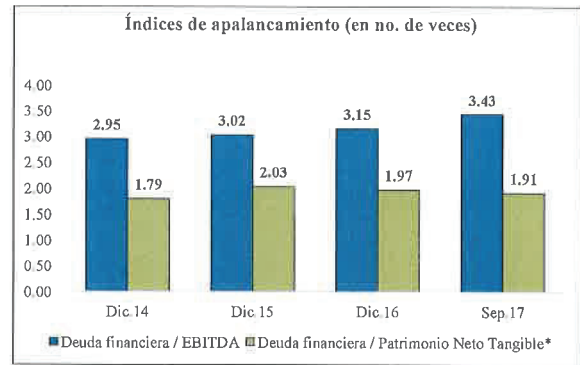
El patrimonio de PROMED totaliza US\$30.3 millones al 30 de septiembre de 2017, luego de mostrar un incremento anual de 14.1%, lo que significa un ritmo ligeramente superior al reflejado por los pasivos. El capital social de la Entidad está representado por las acciones comunes cuyo valor ha permanecido en US\$6.0 millones desde diciembre 2014, periodo en el que se completó una aportación de capital por US\$3.0 millones. El Emisor suele distribuir dividendos sobre las acciones comunes que representan entre 10 y 15% de las utilidades del ejercicio anterior.

El crecimiento patrimonial se ha explicado por la acumulación de resultados a lo largo de los últimos años, razón por la cual las utilidades retenidas triplican el capital social de la compañía al 30 de septiembre de 2017.

En cuanto a los índices de apalancamiento de PROMED, se observa que la relación entre pasivos y patrimonio ajustado de las utilidades por re avalúo (Palanca Contable) presenta una tendencia hacia la baja desde el año 2016 a raíz del crecimiento de las ganancias; no obstante, dicho indicador continúa siendo elevado con respecto a los estándares recomendados a nivel internacional.

A fin de neutralizar un posible aumento en los índices de apalancamiento, PROMED estableció un nivel máximo de 2.0 veces para el Índice de Deuda Financiera respecto al Patrimonio Neto. Además, los Programas Rotativos de Bonos Corporativos incorporan el cumplimiento de un resguardo financiero, el cual le exige a PROMED no superar 2.25 veces la relación entre la Deuda Financiera y el Patrimonio Neto Tangible⁶. En la siguiente gráfica se observa que, si bien dicho resguardo se encuentra en pleno cumplimiento, suele ser sensible ante periodos en los cuales la Compañía presenta bajas utilidades que afectan el comportamiento del patrimonio, tal como sucedió al 30 de junio de 2017 al reflejar un Índice ajustado de 2.24 veces.

⁶ Patrimonio neto – Plusvalía – Derecho de Llave.



Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

No menos importante resulta el ratio de Deuda Financiera / EBITDA (Palanca Financiera), el cual muestra una tendencia creciente a lo largo de los últimos periodos. Este indicador también se considera relativamente ajustado de acuerdo a los estándares recomendados, producto de la necesidad de endeudamiento por parte de la Compañía para fondar capital de trabajo.

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Al 30 de septiembre de 2017, los ingresos operativos del Emisor totalizan US\$83.3 millones, los cuales presentaron un crecimiento interanual de 6.3%. A través de los últimos ejercicios, los ingresos operativos han presentado una tendencia creciente conforme la Compañía ha logrado aumentar su posición de mercado en Panamá, además de lograr expandir su oferta en otros países de América Central.

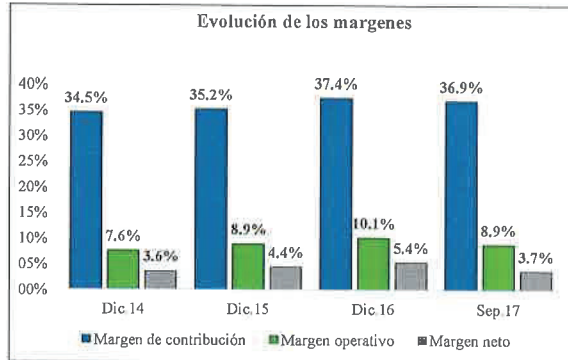
En cuanto a la distribución de los ingresos operativos, las ventas por concepto de distribución de equipos médicos representan aproximadamente el 75% de los ingresos operativos. La segunda fuente de ingresos más representativa la componen los contratos de mantenimiento de los equipos distribuidos por el Emisor.

Por su parte, la distribución por subsidiaria para el año 2016⁷ indica que el 65.2% de los ingresos operativos corresponden a la operación de PROMED que se desarrolla en Panamá. Asimismo, se observa que el 23.7% está conformado por subsidiarias que representan la operación en los países de América Central (en su mayoría, Costa Rica, Guatemala y El Salvador). Por último, el 16.9% de los ingresos surgen de los relacionados a la distribución, mantenimiento e instalación de equipos especializados para el tratamiento de insuficiencia renal, específicamente equipos de hemodiálisis.

En cuanto a la evolución de los márgenes de desempeño del Emisor, se observa un comportamiento estable, pero con tendencia a mejorar paulatinamente. Éste es el caso del margen bruto (resultado bruto / ingresos operativos), ya que la Empresa ha realizado esfuerzos por controlar el costo de ventas de la mercancía que compra anualmente, además que el Emisor ha mantenido su margen entre el precio de los equipos que distribuyen a sus clientes y el precio que paga a sus proveedores. Por su parte, el margen operativo (resultado operativo / ingresos operativos)

⁷ Esta distribución no considera las eliminaciones entre subsidiarias.

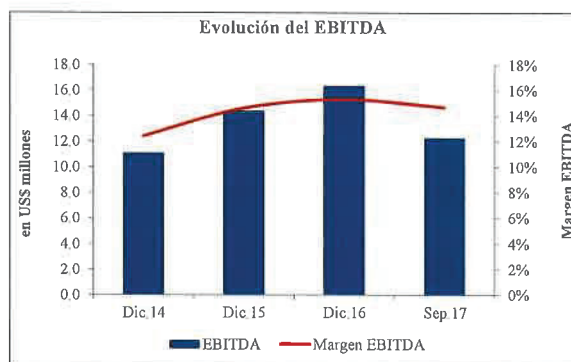
también ha seguido un patrón similar, ya que el Emisor ha adoptado medidas para controlar el gasto operativo, observándose una ligera desmejora para los últimos dos periodos evaluados (ver gráfico abajo), lo cual se relaciona al reciente incremento de los gastos salariales para incorporar personal cada vez más especializado e idóneo para el manejo de los equipos y los inventarios del Emisor.



Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

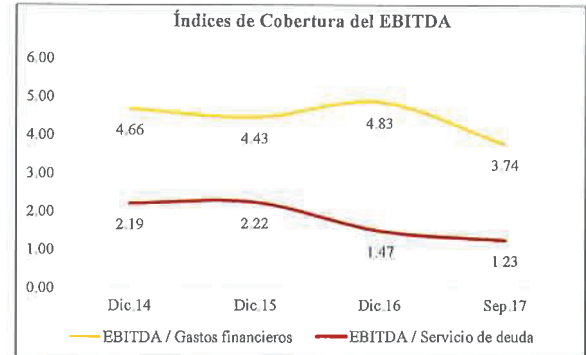
La gráfica también logra demostrar el grado de uniformidad que existe entre los diferentes tipos de márgenes, lo que es reflejo de la alta estabilidad en los resultados de la Empresa y la poca influencia de resultados no recurrentes. En este sentido, el margen neto (utilidad neta / ingresos operativos) logra seguir un patrón similar al observado en el margen operativo. El principal elemento que configura este comportamiento es el retraso que había existido en el reconocimiento de ingresos por el proyecto de acondicionamiento de las salas de tratamiento de insuficiencia renal en la Caja del Seguro Social, ya que, por extensión en los tiempos de tramitación y certificación, el Emisor debió esperar un largo periodo de tiempo para reconocer sus ingresos aun cuando había incurrido en la compra de la mercancía a principios del año 2017.

Por su parte, el EBITDA anualizado del Emisor se ha comportado de manera favorable, manteniendo una participación adecuada con respecto a los ingresos operativos. El EBITDA crece por las oportunidades de hacer negocio con clientes en los distintos países donde mantienen presencia, además que han mantenido su posición competitiva con respecto a sus principales clientes. La siguiente gráfica, muestra la evolución del EBITDA y del margen:



Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

Lo anterior ha permitido a la Compañía mantener adecuadas coberturas sobre los gastos financieros con el EBITDA, indicador que ha promediado 4.6 veces entre los años 2014 y 2016, aunque para los nueve primeros meses del 2017, se observa una disminución hasta 3.7 veces, lo cual estuvo relacionado a la mayor utilización de deuda, en especial la colocación de Bonos Corporativos, en conjunto con el retraso en los ingresos operativos provenientes de los proyectos orientados a equipar las salas de hemodiálisis. A continuación, se muestra una gráfica con la evolución de los principales indicadores de cobertura que se miden con respecto al EBITDA:



Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

La cobertura del Servicio de Deuda (parte corriente de la deuda a largo plazo + gastos financieros LTM) con el EBITDA venía mostrando niveles superiores a 2.0 veces, para luego pasar a representar un rango que oscilan entre 1.2 y 1.5 veces, debido precisamente a la mayor utilización de deuda (aumento de la Palanca Financiera) a través de la emisión de Bonos Corporativos, reflejado en un aumento en el volumen de intereses y amortización de deuda. No obstante, el mismo todavía se mantiene dentro de un rango adecuado.

Las coberturas del Servicio de Deuda resultan afectadas cuando se miden con respecto al Flujo de Caja Operativo. Debido al alto periodo de tiempo en que PROMED recibe el efectivo por concepto de sus ventas de equipos hacia las entidades de Gobierno -situación que se abordó en los párrafos anteriores- el Flujo de Caja Operativo del Emisor tiende a ser fluctuante entre periodos fiscales, en donde habitualmente este rubro se encuentra en terreno negativo, no por consecuencia de una baja generación de ingresos, sino por los movimientos de capital de trabajo, principalmente las cuentas por cobrar. Debido a esto, no es factible el cálculo de las coberturas utilizando el Flujo de Caja Operativo en algunos periodos.

En línea con lo anterior, los clientes de PROMED vinculados al sector público, típicamente toman un mayor periodo de tiempo para repagar las facturas de la Compañía, hecho que se evidencia por medio del alto índice de días promedio de cuentas por cobrar. Es por esta condición que PROMED muestra un alto nivel de endeudamiento financiero, toda vez que, adicionalmente, necesita financiar la compra de activos fijos, la repartición de dividendos y otras actividades no contempladas en su capital de trabajo.

PROMOCIÓN MÉDICA, S.A. Y SUBSIDIARIAS
ESTADO CONSOLIDADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
(En miles de dólares)

	Dic.14	Dic.15	Sep.16	Dic.16	Sep.17
ACTIVOS:					
ACTIVOS CORRIENTES:					
Efectivo en caja y cuentas corrientes	918	11,544	2,414	5,859	3,056
Depósitos a plazo fijo	775	777	1,777	1,777	1,777
Cuentas por cobrar clientes, netas	34,943	34,161	43,727	47,256	52,563
Cuentas por cobrar otras	1,848	729	493	728	786
Inventario de mercancías	21,731	25,544	28,617	29,654	31,090
Inventario de mercancía en tránsito	7,534	1,470	309	4,255	3,307
Gastos pagados por adelantado	1,545	2,455	4,087	3,427	3,193
Crédito fiscal - Impuesto al Valor Agregado	0	0	36	20	29
Impuesto sobre la renta adelantado	1,416	1,518	914	801	1,227
ACTIVOS CORRIENTES	70,710	78,198	82,374	93,777	97,027
ACTIVOS NO CORRIENTES:					
Propiedades, mobiliario, equipo y mejoras, neto	14,424	20,012	18,255	17,528	16,147
Fondo de cesantía	638	516	523	525	533
Plusvalía	591	591	591	591	591
Depósitos de garantía	97	117	127	154	170
Derecho de llave	1,121	1,203	1,173	1,160	1,127
Impuesto sobre la renta diferido	25	0	48	1	0
Cuentas por cobrar empleados	0	370	643	600	673
Cuentas por cobrar otras	16	2,004	2,923	3,191	3,961
ACTIVOS NO CORRIENTES	16,912	24,814	24,282	23,760	23,202
TOTAL DE ACTIVOS	87,621	103,012	106,656	117,526	120,229
PASIVOS					
PASIVOS CORRIENTES:					
Sobregiro bancario	4	46	142	1	4
Préstamos por pagar	17,961	31,703	26,612	31,329	32,546
Hipoteca por pagar	318	300	1,375	1,400	1,410
Porción corriente de bonos corporativos	2,000	2,554	5,075	5,950	5,533
Cuentas por pagar - contratos de arrendamientos financieros	371	385	341	381	384
Cuentas por pagar - factoraje	0	0	0	0	1,341
Cuentas por pagar - proveedores	24,351	26,059	24,922	27,875	28,236
Cuentas por pagar - otras	0	0	0	49	44
Abonos recibidos de clientes	1,013	536	942	1,148	833
Anticipos recibidos a proyectos	2,451	2,214	3,237	2,096	1,091
Dividendos por pagar	148	400	386	611	649
Impuesto sobre la renta por pagar	1,568	1,859	1,005	866	431
Otros pasivos	1,878	2,170	2,489	2,488	2,885
PASIVOS CORRIENTES	52,062	68,226	66,525	74,193	75,187
PASIVOS NO CORRIENTES:					
Hipoteca por pagar	2,750	2,251	4,256	3,896	2,912
Bonos corporativos por pagar	7,200	4,646	5,390	7,296	9,466
Préstamos por pagar - otros	462	461	470	450	432
Cuentas por pagar - contratos de arrendamientos financieros	1,580	1,085	900	746	517
Cuentas por pagar - proveedores	2,419	1,327	238	1,463	191
Reservas para prestaciones laborales y contingencias	1,217	1,806	2,331	1,568	1,220
Impuesto sobre la renta por pagar - diferido	0	4	0	0	18
PASIVOS NO CORRIENTES	15,628	11,581	13,685	16,419	14,756
TOTAL DE PASIVOS	67,690	79,807	80,111	89,613	89,942
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS					
Acciones comunes	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
Acciones preferidas	500	500	500	500	500
Capital pagado - accionistas minoritarios	15	15	15	15	15
Reserva legal extranjera	1	1	9	35	35
Utilidades por re-avalúo	1,438	1,438	1,438	1,438	1,438
Utilidades del período	3,188	4,365	3,978	5,761	3,076
Utilidades retenidas de períodos anteriores	8,790	10,685	14,605	14,164	19,222
TOTAL PATRIMONIO	19,932	23,204	26,545	27,914	30,287
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	87,621	103,012	106,656	117,526	120,229

PROMOCIÓN MÉDICA, S.A. Y SUBSIDIARIAS
ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS INTEGRAL
(En miles de dólares)

	Dic.14	Dic.15	Sep.16	Dic.16	Sep.17
INGRESOS OPERATIVOS	89,173	98,333	78,428	106,848	83,349
Ventas netas	64,815	74,841	58,825	76,708	63,650
Ingresos por proyectos	1,640	803	2,130	2,886	1,145
Ingresos por reparaciones	1,756	1,968	1,820	2,692	1,162
Ingresos por contratos de mantenimiento	19,288	20,412	15,313	22,701	16,848
Ingresos por servicios técnicos	0	0	0	1,454	0
Otros ingresos operativos, neto	1,874	309	341	407	545
Costo de ventas	58,403	63,749	50,048	66,917	62,607
UTILIDAD BRUTA	30,770	34,583	28,380	39,931	20,742
Gastos de ventas, generales y administrativos	23,995	26,836	20,863	29,101	23,345
Gastos de salario	12,918	14,164	11,688	16,097	13,450
Viajes, transporte y viáticos	1,875	1,655	1,254	1,748	1,271
Servicios legales y profesionales	1,485	1,833	1,176	1,713	1,332
Depreciación y Amortización	664	1,165	961	1,292	862
Cuentas malas	319	88	371	681	52
Otros gastos	6,734	6,930	5,413	7,569	6,379
UTILIDAD OPERATIVA	6,775	8,749	7,518	10,829	7,397
Otros ingresos, neto	250	767	248	254	108
UTILIDAD ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	7,025	9,516	7,766	11,084	7,505
Intereses ganados	55	54	86	57	44
Gasto de intereses	2,379	3,243	2,499	3,384	3,362
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	4,701	6,327	5,352	7,767	4,187
Impuesto sobre la renta, neto	1,513	1,962	1,374	1,995	1,111
UTILIDAD NETA	3,188	4,365	3,978	5,761	3,076

PROMOCIÓN MÉDICA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Sep.16	Dic.16	Sep.17
SOLVENCIA					
Pasivo / Patrimonio ajustado ¹ (veces)	3.7	3.7	3.2	3.4	3.1
Deuda financiera / Pasivo	48.2%	54.4%	55.6%	57.4%	60.6%
Deuda financiera / Patrimonio (veces)	1.64	1.87	1.68	1.84	1.80
Pasivo / Activo	77.3%	77.5%	75.1%	76.2%	74.8%
Pasivo corriente / Pasivo total	76.9%	85.5%	83.0%	82.8%	83.6%
Pasivo no corriente / Pasivo total	23.1%	14.5%	17.0%	17.2%	16.4%
Deuda financiera / EBITDA (veces)	2.9	3.0	3.0	3.1	3.4
LIQUIDEZ					
Liquidez Corriente ¹ (en veces)	1.4	1.1	1.2	1.3	1.3
Prueba ácida ² (en veces)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
Liquidez absoluta ³ (en veces)	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
Capital de trabajo ⁴ (en US\$ miles)	18,648	9,972	15,849	19,583	21,840
FLUJO DE CAJA					
Flujo de caja operativo (FCO) (en US\$ miles)	-933	12,091	-6,046	-7,307	585
Flujo de Caja de Inversión (en US\$ miles)	-3,451	-11,248	-3,786	-4,449	-3,454
Flujo de Caja Financiero (en US\$ miles)	4,630	9,743	1,610	7,117	63
FCO / Inversión en activo fijo (en veces)	n/a	1.07	n/a	n/a	0.17
GESTIÓN					
Gastos operativos / Ingresos operativos	26.9%	26.3%	26.6%	27.2%	28.0%
Gastos financieros / Ingresos operativos	2.7%	3.3%	3.2%	3.2%	4.0%
Días promedio de cuentas por cobrar (días) ⁵	177	172	199	194	207
Días promedio de cuentas por pagar (días) ⁶	120	142	134	145	136
Días promedio de inventarios (días) ⁷	162	159	157	164	163
Ciclo de conversión de efectivo (días) ⁸	219	189	222	213	233
RENTABILIDAD					
Margen de contribución (Resultado bruto / Ingresos operativos)	34.5%	35.2%	36.2%	37.4%	36.9%
Margen operativo (Resultado operativo / Ingresos operativos)	7.6%	8.9%	9.6%	10.1%	8.9%
Margen neto (Utilidad neta / Ingresos operativos)	3.6%	4.4%	5.1%	5.4%	3.7%
ROAA ⁹	4.0%	4.6%	3.9%	5.2%	4.3%
ROAE ¹⁰	17.2%	20.2%	16.3%	22.5%	17.1%
GENERACIÓN					
FCO (en US\$ miles)	-933	12,091	-6,046	-7,307	585
FCO anualizado (en US\$ miles)	-933	12,091	1,355	-7,307	-676
EBITDA (en US\$ miles)	11,081	14,366	12,699	16,340	12,244
EBITDA anualizado (En US\$ miles)	11,081	14,366	15,008	16,340	15,884
Margen EBITDA (EBITDA / Ingresos operativos)	12.4%	14.6%	16.2%	15.3%	14.7%
COBERTURAS					
EBITDA / Gastos financieros (veces)	4.66	4.43	4.22	4.83	3.74
EBITDA / Servicio de Deuda (veces)	2.19	2.22	1.45	1.47	1.23
FCO / Gastos financieros (veces)	n/a	3.73	0.38	n/a	n/a
FCO / Servicio de Deuda (veces)	n/a	1.87	0.13	n/a	n/a

Elaboración: Equilibrium

¹ Al patrimonio se le descuentan las utilidades por re avalúo² Prueba ácida = (Activo corriente - Inventario - Gastos pagados por anticipado) / Pasivo corriente³ Liquidez absoluta = Efectivo / Pasivo corriente⁴ Capital de Trabajo = Activo corriente - Pasivo Corriente⁵ Servicio de Deuda = Porción corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros anualizados⁶ Rotación de Cuentas por Cobrar (días) = 360/(Ventas / Cuentas por cobrar)⁷ Rotación de cuentas por pagar (días) = 360/(Costo de ventas / Cuentas por pagar)⁸ Rotación de inventario corriente (días) = 360/(Costo de ventas / Inventarios corrientes)⁹ Ciclo de conversión de efectivo = Rotación cxc + Rotación de inventario - Rotación cxp¹⁰ ROAA (Return On Average Assets) = Utilidad neta 12 meses / ((Activo_t + Activo_{t-1}) / 2)¹¹ ROAE (Return On Average Equity) = Utilidad neta 12 meses / ((Patrimonio_t + Patrimonio_{t-1}) / 2)¹² Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization) = Utilidad operativa + Depreciación + Amortización - Ingresos por servicios técnicos

Resguardos Financieros / Covenants	Dic.14	Dic.15	Sep.16	Dic.16	Sep.17
Deuda financiera / Patrimonio Neto Tangible (veces) ¹³	1.79	2.03	1.80	1.97	1.91

¹³ Patrimonio Neto Tangible = Patrimonio neto - Plusvalía - Activo Intangible.

Este covenant no puede superar 2.25 veces

ANEXO I

HISTORIA DE LA CALIFICACIÓN – PROMOCIÓN MÉDICA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

Instrumento	Calificación Anterior	Calificación Actual	Definición de la Categoría Actual
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US\$15.0 millones) Series B, C, D, E, F, G, H e I	-	<i>(nueva)</i> BBB.pa	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

ANEXO II
SUBSIDIARIAS DE PROMOCIÓN MÉDICA, S.A.

Subsidiarias	
Tropical Medicine Research, S.A.	Constituida en Panamá en enero 2001. La empresa se dedica a prestar servicios administrativos.
Corporación Panameña de Franquicias, S.A.	Constituida en Panamá en abril de 1983. Obtiene sus ingresos por las ventas y reparaciones de equipo médico.
Sistemas Médicos Especializados, S.A.	Constituida en Panamá en marzo de 2001. Obtiene sus ingresos por las ventas y reparaciones de equipo médico.
Servicios Técnicos y Proyectos, S.A.	Constituida en Panamá en marzo de 2001. Obtiene sus ingresos por las ventas y reparaciones de equipo médico.
Diagnóstico y Farma, S.A.	Incorporada en Panamá en marzo de 2001. Obtiene sus ingresos por las ventas y reparaciones de equipo médico.
Promed Medical Logistics, S.A.	Incorporada en Panamá en marzo de 2001. Obtiene sus ingresos por las ventas y reparaciones de equipo médico.
Promed Medical Care, S.A.	Incorporada en Panamá en febrero de 2005. Obtiene sus ingresos por las ventas y reparaciones de equipo médico.
Promoción Médica, S.A. (Costa Rica) de C.V.	Constituida en Costa Rica en septiembre de 1999. Opera en la República de Costa Rica y obtiene sus ingresos por la venta y reparación de equipo médico.
Latin American Medical Export, Inc. (Puerto Rico)	Incorporada en Puerto Rico en mayo de 2010. Esta empresa opera en Puerto Rico y obtiene sus ingresos por venta de equipo médico.
Latin American Medical Export, Inc. (República Dominicana)	Incorporada en República Dominicana en abril de 2012. Esta empresa opera en la República de Nicaragua y obtiene sus ingresos por distribución, ventas e importación de equipos médicos, asesoramientos técnicos.
Promoción Médica, S.A. (Nicaragua)	Constituida en Nicaragua en agosto de 2012. Esta empresa opera en la República de Nicaragua y obtiene sus ingresos por distribución, ventas e importación de equipos médicos, asesoramientos técnicos. Inició operaciones a partir de julio de 2015.
Promoción Médica, S.A. (El Salvador) de C.V.	Constituida en El Salvador en febrero de 2006. Esta empresa opera en la República de El Salvador y obtiene sus ingresos por venta de equipo médico.
Promoción Médica, S.A. (Honduras)	Constituida en Honduras en febrero de 2012. Esta empresa opera en la República de Honduras y obtiene sus ingresos por venta de equipo médico.
Promoción Médica, S.A. (Guatemala)	Constituida en Guatemala en septiembre de 1990. Esta empresa opera en la República de Guatemala y obtiene sus ingresos por venta de equipo médico.

Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

ANEXO III

Accionistas al 30.09.2017

Accionistas	Participación
Fundación Silicernium	30.0%
Mónica Urrutia	30.0%
Victor Sánchez Urrutia	15.0%
Ana Victoria Sánchez Urrutia	10.0%
Julita Urrutia de Sánchez	7.0%
Lucía Sánchez González	3.0%
Total	100%

Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

Directorio al 30.09.2017

Directorio	
Ginés Sánchez Urrutia	Presidente
Jorge Sánchez Urrutia	Secretario
Lucía Sánchez González	Tesorera
Ceferino Sánchez	Director
Dani Kuzniecky	Director independiente
Luis Javier Jaramillo	Director independiente
Alejandro Ruiz-Argüelles	Director independiente
Jaime Arias	Director independiente

Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

Plana Gerencial al 30.09.2017

Plana Gerencial	
Ginés Sánchez Urrutia	Gerente General
Jorge Sánchez Urrutia	Vicepresidente, VP Diagnóstico por Imagen, Radioterapia y Proyectos
Lucía Sánchez González	VP Laboratorio Clínico
Juan Vicente González	Director Financiero
Noritaka Sawada	Director de Operaciones
Pablo Solís	Director de Asuntos Regulatorios
Jiss De León	Directora de Desarrollo Humano
Andre Kong	Director de Proyectos en Guatemala
Sonia Rodríguez	Gerente de Negocio de Intervencionismo Vascular y Neurocirugía
Ana Julia Urrutia	Gerente Táctico Regional de Diagnóstico por Imagen y Radioterapia
Ana Lorena Ramos	Gerente de Negocio de Especialidades Quirúrgicas
Melvin Ponce	Gerente de Negocio de Especialidades Renales
Camilo Jorge	Gerente de Servicio Técnico
Guillermo Parcells	Gerente Regional de Tesorería
Belén Mejía	Gerente Táctico Regional Laboratorio Clínico
Fernando Centenaro	Gerente Regional de General Electric
Mei Lim Him	Gerente de Informática Media
Rafael Caro	Especialista de Laboratorio Clínico en Puerto Rico

Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

ANEXO IV
DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS COLOCADOS – PROMOCIÓN MÉDICA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

Programa Rotativo de US\$15 millones, Series de Bonos Corporativos	
Serie (s)	B
Monto máximo de la emisión	US\$15.0 millones
Monto en circulación, al 30.09.17	US\$1.8 millones
Plazo	4 años
Tasa de interés	Libor 3 meses + 4%, mínimo de 6%
Fecha de colocación	Septiembre de 2014
Periodo de gracia	6 primeros meses
Pago de Capital	US\$400 mil cada 6 meses, US\$1.0 millones al vencimiento
Garantía	Ninguna, respaldo general del Emisor
Resguardos	Máximo de 2.25 veces en el índice de Deuda Financiera / Patrimonio Neto Tangible

Programa Rotativo de US\$15 millones, Series de Bonos Corporativos	
Serie (s)	C, D, E, F, G, H e I
Monto máximo de la emisión	US\$15.0 millones
Monto en circulación, al 30.09.17	US\$13.2 millones
Plazo	4 años
Tasa de interés	Libor 3 meses + 4%, mínimo de 6%
Fecha de colocación	Junio 2016, Agosto 2016, Diciembre 2016, Mayo 2017, Junio 2017, Septiembre 2017, respectivamente
Periodo de gracia	Ninguno
Pago de Capital	Amortización de 6.25% cada trimestre
Garantía	Ninguna, respaldo general del Emisor
Resguardos	Máximo de 2.25 veces en el índice de Deuda Financiera / Patrimonio Neto Tangible

© 2018 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ("EQUILIBRIUM") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS "PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CALIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada "TAL CUAL" sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.