Equilibrium

EQPA19/075

Panamá, 23 de abril de 2019.

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

Atención: Licda. Olga Cantillo
Vicepresidenta Ejecutiva y Gerente General

Estimados Señores:

Por este medio, hacemos de su conocimiento que, según la revisión de información financiera auditada al 31 de diciembre de 2018, el Comité de Calificación de Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A. decidió ratificar la categoría BBB.pa a las Series C, D, E, F, G, H, I contempladas dentro del Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US$15.0 millones de Promoción Médica, S.A. y Subsidiarias (en adelante, Promed o la Empresa), así como a las Series A, B y C emitidas dentro del Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US$30.0 millones. Del mismo modo, asignó la categoría BBB.pa a la Serie D (hasta por US$2.195 millones) a emitirse dentro del Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US$30.0 millones. La perspectiva se modifica de Estable a Negativa.

A su vez, se adjunta el informe de calificación de riesgo privado con los fundamentos del rating.

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US$15.0 millones) Series C, D, E, F, G, H e 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.
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US$30.0 millones) Series A, B y C	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.
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US$30.0 millones) Series D	(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.
Perspectiva	*(modificada) De Estable a Negativa*	

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

Bolsa de Valores de Panamá
Recibido por: [illegible]
Fecha: 24 abril 2019
Hora: 12:06 p.m.

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

Equilibrium
Calificadora de Riesgo S.A.

PROMOCIÓN MÉDICA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación
Sesión de Comité: 23 de abril de 2019

Contacto:
(507) 214 3790

María Gabriela Sedda
Analista
msedda@equilibrium.com.pa

Ana Lorena Carrizo
Jefe de Análisis de Riesgo
acarrizo@equilibrium.com.pa

Instrumento	Calificación(*)
Bonos Corporativos	BBB.pa
Perspectiva	*(modificada)* ***de Estable a Negativa***

(*)Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones asignadas y de los instrumentos calificados ver Anexo I y II en la última sección del Informe.

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, 2016, 2017 y 2018 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 ratificar la categoría BBB.pa a las Series C, D, E, F, G, H e I contempladas dentro del Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US$15.0 millones de Promoción Médica, S.A. y Subsidiarias (en adelante, Promed o la Empresa), así como a las Series A, B y C emitidas dentro del Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US$30.0 millones. Del mismo modo, asignó la categoría BBB.pa a la Serie D (hasta por US$2.195 millones) a emitirse dentro del Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US$30.0 millones. La perspectiva se modifica de Estable a Negativa.

Las calificaciones otorgadas se sustentan en el posicionamiento que ostenta Promed en el negocio de distribución y mantenimiento de equipos médicos, tanto en Panamá como en América Central y el Caribe, a través del manejo de diversas líneas de negocio, situación que le permite presentar una relativa diversificación en sus ventas por tipo de especialidad y país. También pondera de manera positiva, la relación a largo plazo que mantienen con marcas globalmente reconocidas en el campo de la medicina, situación que se ve respaldada por la experiencia y trayectoria de los accionistas y miembros de la Junta Directiva de Promed en la industria de la salud.

A pesar de lo anterior, a la fecha limita a la Compañía poder contar con una mayor calificación la variabilidad que ha presentado el Flujo de Caja Operativo (FCO) a lo largo de los últimos ejercicios evaluados, el cual se encuentra afecto a las cuentas por cobrar y al plazo que estas toman en ser realizadas. En línea con lo anterior, es de señalar que, al 31 de diciembre de 2018, el FCO se ubica en terreno negativo, lo cual afecta los indicadores de cobertura del Servicio de Deuda (parte corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros LTM) de la Compañía. Este comportamiento responde a la naturaleza de su modelo de negocio y a las relaciones que mantiene con clientes vinculados al Estado, quienes tienden a cancelar sus cuentas en un periodo de tiempo más largo. Esto último impacta igualmente en el Ciclo de Conversión de Efectivo, el mismo que presenta una tendencia creciente, demostrando así la necesidad de la Compañía de financiar su capital de trabajo con fuentes externas de deuda. Al mismo tiempo, se contempla el ajuste en la generación de la Compañía durante el ejercicio 2018, toda vez que el EBITDA disminuye de manera importante, impactando no solo en sus indicadores de cobertura, sino también en el ratio de Palanca Financiera (deuda financiera total / EBITDA LTM), el mismo que se incrementa de manera importante y se ubica en un nivel alto para el giro del negocio del Emisor. Dicho ajuste en los niveles de EBITDA, está asociado a los menores ingresos operativos percibidos durante el año 2018, lo cual se atribuye a cuatro proyectos que estaban contemplados dentro de la facturación del ejercicio fiscal 2018, pero debido a retrasos en los procesos de tramitación de los mismos, las fechas de inicio de los mismos se postergaron para el ejercicio fiscal 2019. Esto último generó igualmente un ajuste importante en los principales indicadores de rentabilidad de Promed. Por otro lado, la Palanca Contable de la Compañía (pasivo / patrimonio) se mantiene en niveles elevados, aunque muestra una tendencia decreciente atribuida, al corte evaluado, a menores saldos en cuentas por pagar a proveedores. Sobre este punto, cabe mencionar que el patrimonio neto muestra una ligera disminución producto de los dividendos repartidos, aunado

al bajo aporte que brindó la utilidad del ejercicio 2018. Así también, el patrimonio neto mantiene como principal partida las utilidades acumuladas de ejercicios anteriores, lo cual no brinda estabilidad a los indicadores de solvencia de la Compañía, situación que sería mitigada mediante el compromiso de los accionistas de capitalizar US$15.0 millones de utilidades retenidas en un plazo no menor de 5 años y a no hacer uso de las utilidades retenidas por capitalizar, lo cual fue aprobado mediante la sesión de Junta de Directiva realizada el 17 de septiembre de 2018 y ratificado por la Junta de Accionistas mediante sesión celebrada el 21 de septiembre del 2018. Como punto adicional, se pondera igualmente el hecho que el accionariado de la Empresa se encuentra relativamente concentrada en una sola familia, aunque esto se ve atenuado en parte por el establecimiento de Comités de Control y la existencia de miembros independientes en su Junta Directiva.

El cambio en la perspectiva de Estable a Negativa, recoge el incumplimiento del modelo financiero proyectado de la Compañía, el mismo que contemplaba mayores ingresos operacionales para el 2018, los cuales a su vez sostenían la capacidad de generación de flujos y, por lo tanto, permitían sostener los indicadores de cobertura y mantener una adecuada la Palanca Financiera. El cambio considera igualmente que las nuevas proyecciones remitidas por el Emisor consideran que la Palanca Financiera se mantendrá en un rango por encima de 3.5 veces, la misma que es considerada elevada.

Como hecho de relevancia del 2018, se considera el cumplimiento del resguardo financiero que mantienen las Series calificadas emitidas bajo los dos Programas de Bonos Rotativos, el cual contempla mantener una razón Deuda Financiera / Patrimonio Neto Tangible[1] menor o igual a 2.25 veces.

Finalmente, Equilibrium realizará el seguimiento al desempeño financiero 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] Patrimonio Neto Tangible = Patrimonio neto - Plusvalía - Activo Intangible.

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 del Ciclo de Conversión de Efectivo.
- Disminución progresiva de la Palanca Financiera.
- Incremento en la escala del negocio, en conjunto con una mayor diversificación de sus ingresos a nivel regional.
- Aportes de capital que permitan disminuir la Palanca Contable, 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 Conversión 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 sus principales proveedores y/o clientes que afecte de manera importante los ingresos y/o costos futuros.
- Aumento en la Palanca Financiera que, además, impacte en el indicador de cobertura del Servicio de Deuda por parte del EBITDA, ubicándose por debajo de 100%.
- Incumplimiento del modelo financiero proyectado considerado en la evaluación.
- Surgimiento de riesgos reputacionales que impacten en la operatividad del negocio.

Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Generalidades y Hechos Relevantes

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. La Empresa es de propiedad al 100% de una familia panameña con experiencia en la industria de la salud, fundada por el Dr. Ceferino Sánchez. En particular, el control accionario descansa sobre la segunda generación familiar a través de siete miembros, en su mayoría a título personal.

Promed 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 en América Central. Actualmente, la empresa opera en Panamá, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, República Dominicana, Puerto Rico y Cuba. Asimismo, posee diversas líneas de negocio dedicándose 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 tales como camas, monitores, lámparas, etc.
- Equipos e insumos para tratamientos renales (hemodiálisis).
- Insumos para intervenciones vasculares y de neurocirugía.
- Servicios de ingeniería biomédica y de mantenimiento.
- Instalación hospitalaria en la modalidad de llave en mano.

Grupo Económico

La empresa consolida diversas compañías que a través del tiempo han sido constituidas para formar parte de su modelo de negocio regional y multi-rama. En el Anexo III del presente informe, se muestra un resumen de las subsidiarias de Promed. Por otro lado, 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. Dicha compañía fabrica agentes radioactivos que se requieren para la venta de equipos médicos especializados para el diagnóstico de cáncer. La venta de estos equipos es una fuente de negocios para Promed, tanto en Panamá como la región.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de Promoción Médica se presentan en el Anexo IV del presente informe. Es de indicar que, respecto a lo observado en la evaluación previa, no se han registrado modificaciones.

Clientes

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. Con este fin, la Empresa 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.

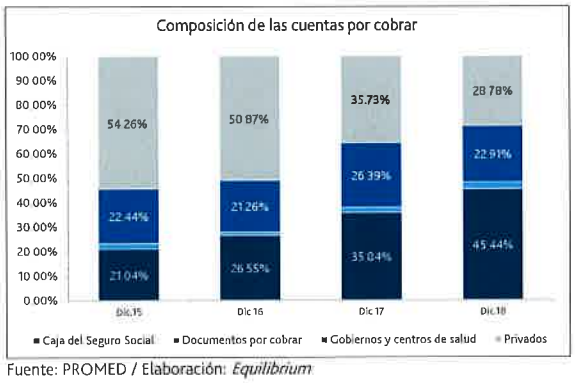
ANÁLISIS FINANCIERO DE PROMOCIÓN MÉDICA S.A.

Activos y Liquidez

Al 31 de diciembre de 2018, los activos totales de la Empresa totalizan US$119.0 millones, disminuyendo en 1.44% respecto al 2017. Dicha variación se explica en los menores saldos de efectivo en caja y cuentas corrientes, los mismos que retroceden en 64.02% (US$11.9 millones en términos absolutos), mientras que la partida de depósitos a plazo fijo también registra una reducción interanual de 64.73%. Lo señalado anteriormente responde a que a finales del ejercicio 2017 la Empresa recibió pagos que correspondían a proyectos realizados al Gobierno, fondos que fueron utilizados en el 2018 para pagas a proveedores y amortizar deudas.

Las cuentas por cobrar comerciales se mantienen como la principal partida de los activos con una participación de 36.56% al cierre del ejercicio 2018. Asimismo, dicha cuenta muestra un crecimiento interanual de 17.22%, lo cual recoge un mayor saldo en las cuentas por cobrar a la Caja de Seguro Social. Del mismo modo, los inventarios y activos fijos mantienen una participación relevante dentro del balance de la Compañía con 30.64% y 14.84%, respectivamente.

En línea con lo mencionado en el párrafo anterior, al cierre del ejercicio 2018, las cuentas por cobrar ascendieron a US$44.6 millones, de las cuales la Caja de Seguro Social representa el 45.44% (35.84% en el 2017), seguido del Sector Privado con 26.76%, mientras que aquellas originadas con Gobiernos y Centros de Salud representan el 22.91%. A continuación, se muestra la composición de las cuentas por cobrar de la Compañía a lo largo de los últimos cuatro ejercicios:

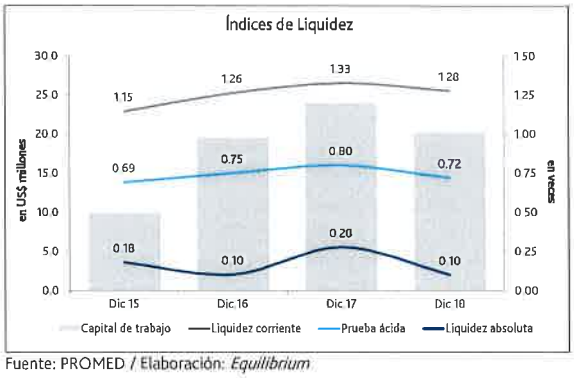


Fuente: PROMED / Elaboración: *Equilibrium*

De considerar las cuentas por cobrar según su antigüedad, el 57.75% mantienen cobro hasta 30 días, el 9.16% entre 31-90 días, mientras que el 33.09% se mantienen con un plazo de cobro mayor a 90 días. En ese sentido, es de

mencionar que el Ciclo de Conversión de Efectivo[2] de Promed exhibe una tendencia creciente a lo largo de los últimos periodos evaluados, alcanzando 265 días al cierre del ejercicio 2018. Lo anterior se explica en el efecto combinado de los días promedio de inventario, el mismo que pasa de 169 a 178 días producto de un mayor stock de inventarios, lo que está acorde con el modelo de negocio que contempla, en ciertos contratos, mantener inventarios en bodega para entrega inmediata, así como repuestos suficientes que permitan brindar los servicios de mantenimiento y reparaciones. También contribuyó al aumento del Ciclo de Conversión de Efectivo el hecho que se acortaron los días promedios de cuentas por pagar a proveedores, los mismos que pasaron de 125 a 91 días, lo cual se explica producto de una mayor salida de caja para estos fines. Adicionalmente, resalta el elevado número de días promedio de las cuentas por cobrar (178 días), lo cual se encuentra asociado a las ventas realizadas al Estado, las mismas que presentan un mayor plazo de pago debido a trámites administrativos implícitos.

En lo que respecta a los indicadores de liquidez contables de la Empresa, estos presentan un ligero ajuste en línea con el menor efectivo antes detallado, resultando en una liquidez corriente de 1.28 veces (1.33 veces en el 2017). En esta línea, la prueba ácida[3] disminuye de 0.80 a 0.72 veces, mientras que el ratio de liquidez absoluta[4] pasa de 0.28 a 0.10 veces entre ejercicios. Por su parte, el capital de trabajo se situó en US$20.3 millones, disminuyendo respecto a los US$24.1 millones registrados en el 2017. A continuación, se muestra la evolución de los indicadores de liquidez de Promed a lo largo de los últimos cuatro ejercicios:



Fuente: PROMED / Elaboración: *Equilibrium*

Estructura Financiera y Endeudamiento

Al 31 de diciembre de 2018, los pasivos financian el 72.74% del balance al totalizar US$86.6 millones, lo cual implica un ajuste de 1.82% respecto al 2017. Lo anterior se sustenta en un menor saldo en las cuentas por pagar a proveedores, las cuales fueron canceladas parcialmente contra el efectivo mencionado anteriormente.

La deuda financiera, por su lado, representa el 73.98% de los pasivos y se incrementa en 9.54% durante el ejercicio 2018 al situarse en US$64.1 millones. En línea con lo anterior, la deuda se compone en un 69.60% de préstamos bancarios a corto plazo (entre 180 y 270 días) que se mantienen bajo líneas de crédito rotativas, cuyo uso es para hacer frente a las necesidades de capital de trabajo de la Empresa, considerando que las cuentas por cobrar mantienen plazos más largos asociados a las políticas de cobro que manejan con el Estado. Así también, el 23.39% de la deuda corresponde a Bonos Corporativos emitidos bajo dos Programas Rotativos de US$15.0 millones y US$30.0 millones, respectivamente. El saldo en circulación del Programa de hasta US$15.0 millones, que contempla las Series B, C, D, E, F, G, H e I es de US$9.3 millones, cuya finalidad fue financiar capital de trabajo, inversiones de capital (CAPEX) y sustituir deuda bancaria. Por otro lado, el Programa de hasta US$30.0 millones contempla las Series A, B y C, con un saldo en circulación de US$5.7 millones al cierre del ejercicio 2018, y cuya finalidad fue cancelar deudas financieras. Sobre este último Programa, se estará emitiendo la Serie D por US$2.195 millones. Las principales características de los instrumentos colocados en el mercado se mencionan en el Anexo II del presente informe.

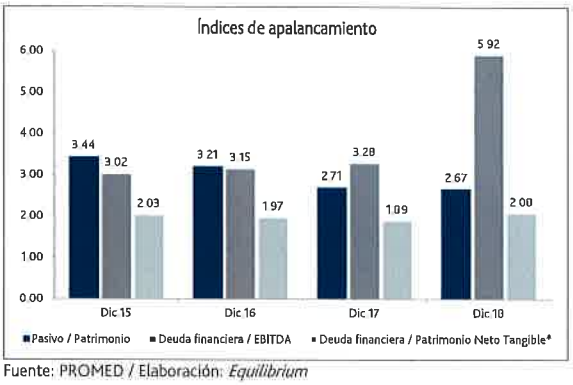
Al 31 de diciembre de 2018, el patrimonio de la Compañía se situó en US$32.4 millones, reduciéndose 0.40% respecto al 2017. Lo anterior obedece a que Promed repartió dividendos por US$1.4 millones, situación que generó mayor presión dado que la utilidad del ejercicio redujo su aporte sobre el patrimonio en 73.24%. En cuanto a la distribución de dividendos sobre las acciones comunes, cabe señalar que históricamente se ha mantenido entre 10% y 15% de las utilidades del ejercicio y que, según lo manifestado por la Gerencia de la Empresa, para el año vigente, de contemplarse distribución de dividendos, sería por monto inferior a lo históricamente reportado, en vista del menor resultado en el ejercicio 2018.

Cabe indicar que el patrimonio se compone principalmente por las utilidades acumuladas de ejercicios anteriores al representar las mismas el 75.38% del patrimonio neto, situación que no brinda estabilidad a los indicadores de solvencia dada la incertidumbre frente a escenarios futuros de reparto de dividendos. Dicha situación sería mitigada mediante el compromiso de los accionistas de capitalizar US$15.0 millones de utilidades retenidas en un plazo no menor de 5 años y a no hacer uso de las utilidades retenidas por capitalizar, lo cual fue aprobado mediante la sesión de Junta de Directiva realizada el 17 de septiembre de 2018 y ratificado por la Junta de Accionistas mediante sesión celebrada el 21 de septiembre del 2018. Adicionalmente, el patrimonio neto recoge US$1.4 millones de utilidades por re-avalúo, las mismas que no se incluyen en la métrica de los indicadores de apalancamiento por ser de carácter contable.

De esta manera, al cierre del ejercicio 2018, la Palanca Contable (pasivo / patrimonio neto) se sitúa en 2.67 veces (2.71 veces en el 2017). En tanto, el ratio de Apalancamiento Financiero (deuda financiera total / EBITDA LTM) aumenta de manera importante al pasar de 3.28 a 5.92 veces entre ejercicios, ubicándose en un nivel que es considerado elevado para el giro de negocio de la Compañía.

[2] Ciclo de conversión de efectivo = Días promedio de cuentas por cobrar + días promedio de inventarios – días promedio de cuentas por pagar.
[3] Prueba ácida = (activo corriente - inventarios - gastos pagados por anticipado) / pasivo corriente.
[4] Liquidez absoluta= (caja y bancos + depósitos a plazo) /pasivo corriente.

Promed mide además la relación entre la deuda financiera y el patrimonio neto tangible[5], siendo el mismo una obligación del Emisor en los prospectos informativos de los Programas Rotativos de Bonos Corporativos, cuyas Series son calificadas por Equilibrium. En este sentido, dicho indicador establece que la Compañía debe mantener una razón menor o igual a 2.25 veces, lo cual se viene cumpliendo a lo largo de los periodos analizados.



Fuente: PROMED / Elaboración: *Equilibrium*

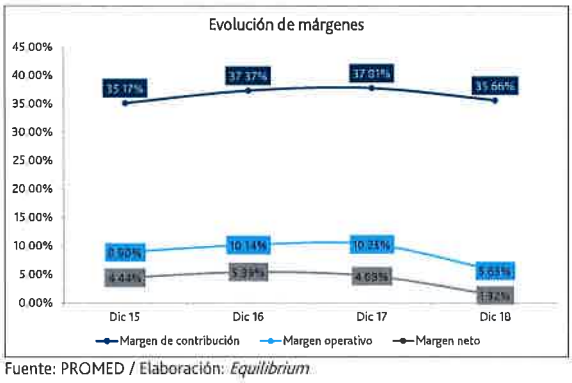
Rentabilidad y Eficiencia

Al 31 de diciembre de 2018, los ingresos operativos de Promed totalizaron US$110.1 millones, retrocediendo en 4.74% respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. Dicho comportamiento obedece a menos ingresos por contratos de mantenimiento, los mismos que decrecen en 41.08% (disminución de US$5.8 millones en términos absolutos), así como a las menores ventas netas que se ajustan en 3.95% (US$3.5 millones en términos absolutos). Según lo manifestado por la Gerencia, dicho comportamiento se atribuye a cuatro proyectos que estaban contemplados dentro de la facturación del período fiscal 2018, asociado a varios clientes, incluyendo la Caja de Seguro Social. Lo anterior se sustenta en retrasos en los procesos de tramitación, conllevando a que las fechas de inicio se posterguen para el presente ejercicio. Cabe mencionar que dichos proyectos contemplarían ingresos por aproximadamente US$14.0 millones. De acuerdo a la composición de ingresos, al cierre del ejercicio 2018, el 76.38% de los ingresos provienen de la ventas de equipos, seguido de proyectos con 13.48%, mientras que los ingresos por contratos de mantenimiento representaron el 7.59% de los ingresos totales.

En cuanto a la distribución de ingresos por subsidiaria[6], las operaciones de Panamá (incluida la sucursal de El Salvador) contribuye con el 69.23% del total de los ingresos. Por otro lado, las subsidiarias de Centroamérica (Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua) aportan 25.97% y Promed Medical Care (dedicada a la distribución, mantenimiento e instalación de equipos especializados para el tratamiento de insuficiencia renal, específicamente equipos de hemodiálisis) aporta 3.51%.

Respecto al costo de ventas, al 31 de diciembre de 2018, el mismo se sitúa en US$70.9 millones, disminuyendo en 1.43% respecto al 2017. Al ser este ajuste menor que el exhibido en los ingresos operativos, el margen bruto se ajusta al pasar de 37.81% a 35.66% entre ejercicios. Así también, la utilidad bruta se ajusta al pasar de US$43.7 millones al cierre de 2017 a US$39.3 millones al corte de análisis. Al considerar la carga operativa, la cual registra un aumento del 3.75% y absorbe el 30.02% de los ingresos operativos, Promed obtiene una utilidad operativa de US$6.2 millones, siendo 47.63% inferior a la registrada al cierre del ejercicio 2017. Lo anterior impactó igualmente en la utilidad neta, la misma que se ajusta en 73.24% respecto al 2017 al totalizar US$1.5 millones. El ajuste en el resultado neto del ejercicio 2018 se ve reflejado en un deterioro de los indicadores de rentabilidad de la Compañía. Es así que el retorno promedio de los activos (ROAA) disminuye de 4.55% a 1.21% entre ejercicios, mientras que el retorno promedio del accionista (ROAA) pasa de 17.92% a 4.46% en el mismo periodo de tiempo.

A continuación se muestra la evolución de los márgenes de Promed a lo largo de los últimos cuatro ejercicios:



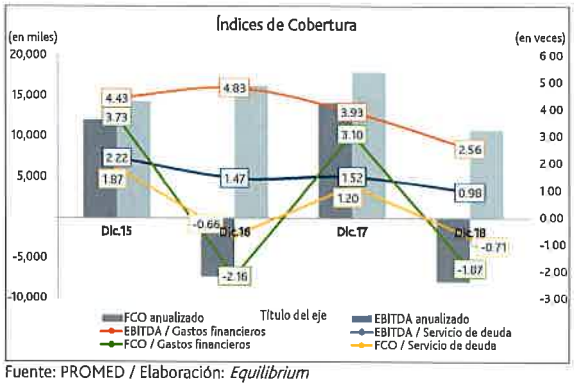
Fuente: PROMED / Elaboración: *Equilibrium*

Generación y Capacidad de Pago

Al cierre del ejercicio 2018, al analizar la generación de la Compañía a través del EBITDA, se observa que la misma se reduce al pasar de US$18.0 millones en el 2017 a US$10.8 millones al corte de análisis, lo cual se sustenta en los menores ingresos percibidos por la Compañía, detallados en la sección anterior. Dicho ajuste implicó igualmente una disminución del margen EBITDA, el mismo que pasa de 15.59% a 9.83% entre ejercicios.

Producto de lo anterior, la cobertura que el EBITDA brinda tanto a los gastos financieros como al Servicio de Deuda (parte corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros LTM) se ajusta de manera importante. En este sentido, la cobertura de los gastos financieros pasa de 3.93 a 2.56 veces entre ejercicios, mientras que la cobertura del Servicio de Deuda pasa de 1.44 a 0.99 veces en el mismo periodo de tiempo, ubicándose en un nivel ajustado.

[5] Patrimonio neto – Plusvalía – Derecho de Llave.
[6] Esta distribución no considera las eliminaciones entre subsidiarias.



Fuente: PROMED / Elaboración: *Equilibrium*

Con respecto al Flujo de Caja Operativo (FCO), cabe indicar que el mismo se caracteriza por presentar variabilidad a lo largo de los últimos ejercicios, debido principalmente a las cuentas por cobrar y al plazo que estas toman en ser realizadas. Lo anterior responde a la naturaleza del modelo de negocio y las relaciones que mantiene con sus principales clientes que corresponden a Entidades del Estado, los mismos que tienden a cancelar sus cuentas por pagar en un mayor período de tiempo dado los procesos propios de cada Gobierno.

De esta manera, al cierre del ejercicio 2018, el FCO se ubicó en terreno negativo en US$7.9 millones (positivo en US$14.2 millones durante el 2017). Por lo tanto, no es factible poder calcular los indicadores de cobertura de gastos financieros y del Servicio de Deuda con el FCO, toda vez que el mismo no le brindó la capacidad de cubrir las obligaciones financieras al corte de análisis.

PROMOCIÓN MÉDICA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

ESTADO CONSOLIDADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (En miles de dólares)	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Dic.18
ACTIVOS CORRIENTES:				
Efectivo en caja y cuentas corrientes	11,544	5,859	18,593	6,689
Depósitos a plazo fijo	777	1,777	1,777	627
Cuentas por cobrar clientes, netas	34,161	47,256	37,120	43,514
Cuentas por cobrar otras	729	728	1,226	1,523
Inventario de mercancías	25,544	29,654	29,681	33,326
Inventario de mercancía en tránsito	1,470	4,255	3,791	3,146
Gastos pagados por adelantado	2,455	3,427	3,355	2,011
Crédito fiscal - Impuesto al Valor Agregado	0	20	45	177
Tesoro Nacional - ITBMS	0	0	103	446
Impuesto sobre la renta adelantado	1,518	801	1,675	1,612
ACTIVOS CORRIENTES	**78,198**	**93,777**	**97,366**	**93,070**
ACTIVOS NO CORRIENTES:				
Propiedades, mobiliario, equipo y mejoras, neto	20,012	17,528	16,065	17,667
Fondo de cesantía	516	525	535	687
Plusvalía	591	591	591	591
Depósitos de garantía	117	154	168	156
Derecho de llave	1,203	1,160	1,112	1,070
Cuentas por cobrar empleados	370	600	626	703
Cuentas por cobrar otras	2,004	3,191	4,251	5,025
Impuesto sobre la renta diferido	0	1	51	62
ACTIVOS NO CORRIENTES	**24,814**	**23,750**	**23,399**	**25,961**
TOTAL DE ACTIVOS	**103,012**	**117,526**	**120,765**	**119,031**
PASIVOS CORRIENTES:				
Sobregiro bancario	46	1	0	0
Préstamos por pagar	31,703	31,329	37,963	44,585
Hipoteca por pagar	300	1,400	1,263	998
Porción corriente de bonos corporativos	2,554	5,950	5,621	5,615
Cuentas por pagar - proveedores	26,059	27,875	21,643	15,755
Cuentas por pagar - contratos de arrendamientos financieros	385	381	372	254
Cuentas por pagar - factoraje	0	0	690	0
Cuentas por pagar - otras		49	191	164
Gastos acumulados por pagar	431	150	423	389
Abonos recibidos de clientes	536	1,148	698	554
Anticipos recibidos a proyectos	2,214	2,096	849	1,234
Otros pasivos	3,999	3,815	3,591	3,267
PASIVOS CORRIENTES	**68,226**	**74,193**	**73,305**	**72,815**
PASIVOS NO CORRIENTES:				
Hipoteca por pagar	2,251	3,896	2,695	1,704
Bonos corporativos por pagar	4,646	7,296	9,295	9,367
Préstamos por pagar - otros	461	450	775	1,107
Cuentas por pagar - contratos de arrendamientos financieros	1,085	746	494	426
Cuentas por pagar - proveedores	1,327	1,463	187	136
Reservas para prestaciones laborales y contingencias	1,806	1,568	1,434	1,027
Impuesto sobre la renta por pagar - diferido	4	0	0	0
PASIVOS NO CORRIENTES	**11,581**	**15,419**	**14,880**	**13,766**
TOTAL DE PASIVOS	**79,807**	**89,613**	**88,185**	**86,581**
Acciones comunes	6,000	6,000	6,000	6,000
Acciones preferidas	500	500	500	500
Capital pagado - accionistas minoritarios	15	15	15	15
Reserva legal extranjera	1	35	35	35
Utilidades por re-avalúo	1,438	1,438	1,438	1,438
Utilidades del periodo	4,365	5,761	5,421	1,451
Utilidades retenidas de periodos anteriores	10,885	14,164	19,171	23,010
TOTAL PATRIMONIO	**23,204**	**27,914**	**32,580**	**32,450**
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	**103,012**	**117,526**	**120,765**	**119,031**

PROMOCIÓN MÉDICA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS INTEGRAL (En miles de dólares)	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Dic.18
INGRESOS OPERATIVOS	**98,333**	**106,848**	**115,613**	**110,135**
Ventas netas	74,841	76,708	87,581	84,118
Ingresos por proyectos	803	2,886	11,478	14,842
Ingresos por reparaciones	1,968	2,692	1,677	1,002
Ingresos por contratos de mantenimiento	20,412	22,701	14,185	8,358
Ingresos por servicios técnicos	0	1,454	0	445
Otros ingresos operativos, neto	309	407	692	1,370
Costo de ventas	**63,749**	**66,917**	**71,894**	**70,865**
UTILIDAD BRUTA	**34,583**	**39,931**	**43,718**	**39,270**
Gastos de ventas, generales y administrativos	**25,835**	**29,101**	**31,869**	**33,064**
Gastos de salario	14,164	16,097	18,469	19,282
Viajes, transporte y viáticos	1,655	1,748	1,616	1,544
Servicios legales y profesionales	1,833	1,713	1,880	1,469
Depreciación y Amortización	1,165	1,292	1,134	1,191
Otros gastos	7,106	8,932	9,039	9,579
UTILIDAD OPERATIVA	**8,749**	**10,829**	**11,849**	**6,206**
Otros ingresos, neto	767	254	123	265
UTILIDAD ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	**9,516**	**11,084**	**11,972**	**6,471**
Intereses ganados	54	57	60	161
Gasto de intereses	3,243	3,384	4,586	4,225
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	**6,327**	**7,757**	**7,445**	**2,407**
Impuesto sobre la renta, neto	1,962	1,995	2,024	956
UTILIDAD NETA	**4,365**	**5,761**	**5,421**	**1,451**

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Dic.18
SOLVENCIA				
Pasivo / Patrimonio	3.44	3.21	2.71	2.67
Deuda financiera / Pasivo	0.54	0.57	0.66	0.7
Deuda financiera / Patrimonio	1.87	1.84	1.79	1.97
Pasivo / Activo	0.77	0.76	0.73	0.73
Pasivo corriente / Pasivo total	0.85	0.83	0.83	0.84
Pasivo no corriente / Pasivo total	0.15	0.17	0.17	0.16
Deuda financiera / EBITDA	3.02	3.15	3.28	5.92
LIQUIDEZ				
Liquidez Corriente (Activo Cte./Pasivo Cte.)	1.15	1.26	1.33	1.28
Prueba ácida (Activo Cte. - Inventario - Gastos pag. por anticipado/Pasivo Cte)	0.69	0.75	0.80	0.72
Liquidez absoluta (Efectivo/Pasivo Cte.)	0.18	0.10	0.28	0.10
Capital de trabajo (Activo Cte.- Pasivo Cte.)	9,972	19,583	24,061	20,255
GESTIÓN				
Gastos operativos / Ingresos operativos	26.27%	27.24%	27.57%	30.02%
Gastos financieros / Ingresos operativos	3.30%	3.17%	3.97%	3.84%
Días promedio de cuentas por cobrar (días)	172	194	177	178
Días promedio de cuentas por pagar (días)	148	132	125	91
Días promedio de inventarios (días)	159	164	169	178
Ciclo de conversión de efectivo (días)	184	227	221	265
RENTABILIDAD				
Margen Bruto	35.17%	37.37%	37.81%	35.66%
Margen Operativo	8.90%	10.14%	10.25%	5.63%
Margen neto	4.44%	5.39%	4.69%	1.32%
ROAA[8]	4.58%	5.22%	4.55%	1.21%
ROAE[9]	20.24%	22.54%	17.92%	4.46%
GENERACIÓN				
FCO	12,091	-7,307	14,216	-7,911
FCO anualizado	12,091	-7,307	14,216	-7,911
EBITDA	14,366	16,340	18,018	10,822
EBITDA anualizado (En US$ miles)	14,366	16,340	18,018	10,822
Margen EBITDA (EBITDA / Ingresos operativos)	14.61%	15.29%	15.59%	9.83%
COBERTURAS				
EBITDA / Gastos financieros (veces)	4.43	4.83	3.93	2.56
EBITDA / Servicio de Deuda (veces)	2.22	1.47	1.52	0.98
FCO / Gastos financieros (veces)	3.73	NA	3.10	NA
FCO / Servicio de Deuda (veces)	1.87	NA	1.20	NA
Resguardos Financieros / Covenants	**Dic.15**	**Dic.16**	**Dic.17**	**Dic.18**
Deuda financiera / Patrimonio Neto Tangible (veces)[1]	2.03	1.97	1.89	2.08

[1] 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* (al 31.03.2018)	Calificación Actual (al 31.12.2018)	Definición de la Categoría Actual
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US$15.0 millones) Series C, D, E, F, G, H e I	BBB.pa	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.
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US$30.0 millones) Series A, B y C	BBB.pa	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.
Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US$30.0 millones) Serie D (hasta por US$2.195 millones)	-	*(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.

** Informe publicado el 26 de septiembre de 2018.*

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

Series calificadas bajo el Programa Rotativo de Bonos hasta por US$15.0 millones				
	Serie C	Serie D	Serie E	Serie F
Monto Emitido	US$4.1 millones	US$1.0 millones	US$3.5 millones	US$5.2 millones
Saldo Capital al 31.12.2018	US$1.6 millones	US$0.4 millones	US$1.8 millones	US$3.2 millones
Tasa de interés	Libor 3M + 4% mínimo de 6.00%			
Plazo	4 años	4 años	4 años	4 años
Fecha de Oferta	13 de septiembre de 2014	28 de Junio de 2016	12 de agosto de 2016	11 de mayo de 2017
Fecha de Emisión	15 de septiembre de 2014	30 de Junio de 2016	16 de agosto de 2016	15 de mayo de 2017
Fecha de Vencimiento	15 de septiembre de 2018	30 de junio de 2020	16 de agosto de 2020	15 de mayo de 2021
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital	Amortización del 6.25% cada trimestre			
Redención anticipada	A opción del Emisor, total o parcialmente, antes de su Fecha de Vencimiento en cualquier día de pago de interés			
Garantías	Crédito General del Emisor			
Covenants	Razón de Deuda Financiera a Patrimonio Neto Tangible menor o igual a 2.25 veces.			

	Serie G	Serie H	Serie I
Monto Emitido	US$1.1 millones	US$0.9 millones	US$1.3 millones
Saldo Capital al 31.12.2018	US$0.7 millones	US$0.6 millones	US$1.0 millones
Tasa de interés	Libor 3M + 4% mínimo de 6.00%		
Plazo	4 años	4 años	4 años
Fecha de Oferta	28 de junio de 2017	27 de septiembre de 2017	27 de diciembre de 2017
Fecha de Emisión	30 de junio de 2017	29 de septiembre de 2017	29 de diciembre de 2017
Fecha de Vencimiento	30 de junio de 2021	29 de septiembre de 2021	29 de diciembre de 2021
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital	Amortización del 6.25% cada trimestre		
Redención anticipada	A opción del Emisor, total o parcialmente, antes de su Fecha de Vencimiento en cualquier día de pago de interés		
Garantías	Crédito General del Emisor		
Covenants	Razón de Deuda Financiera/Patrimonio Neto Tangible menor o igual a 2.25 veces.		

Series calificadas bajo el Programa Rotativo hasta por US$30.0 millones				
	Serie A	Serie B	Serie C	Serie D
Monto Emitido	US$3.0 millones	US$2.4 millones	US$1.0 millones	US$2.2 millones
Saldo Capital al 31.12.2018	US$2.5 millones	US$2.2 millones	US$1.0 millones	POR EMITIR
Tasa de Interés	Libor 3M + 4% mínimo de 6.00%	Libor 3M + 4% mínimo de 6.00%	6.00% (Fija)	Libor 3M + 4% mínimo de 6.00%
Plazo	4 años	4 años	2 años	4 años
Fecha de Oferta	28 de mayo de 2018	2 de agosto de 2018	10 de octubre de 2018	26 de abril de 2019
Fecha de Emisión	30 de mayo de 2018	6 de agosto de 2018	12 de otubre de 2018	30 de abril de 2019
Fecha de Vencimiento	30 de mayo de 2022	6 de agosto de 2022	12 de otucbre de 2022	30 de abril de 2023
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago de Capital	Amortización del 6.25% cada trimestre	Amortización del 6.25% cada trimestre	Al vencimiento	Amortización del 6.25% cada trimestre
Redención anticipada	A opción del Emisor, total o parcialmente, antes de su Fecha de Vencimiento en cualquier día de pago de interés			
Garantías	Crédito General del Emisor			
Covenants	Razón de Deuda Financiera a Patrimonio Neto Tangible menor o igual a 2.25 veces.			

ANEXO III
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 IV
ACCIONISTAS, DIRECTORES Y PLANA GERENCIAL - PROMOCIÓN MÉDICA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

Accionistas al 31.12.2018

Accionistas	Participación
Fundación Silicernium	30.0%
Mónica Urrutia	30.0%
Víctor Sánchez Urrutia	15.0%
Ana Victoria Sánchez Urrutia	10.0%
Julita Urrutia de Sánchez	7.0%
Lucía Sánchez González	3.0%
Total	100.0%

Fuente: PROMED / Elaboración: *Equilibrium*

Directorio al 31.12.2018

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 31.12.2018

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*

© 2019 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, COMERCIABILIDAD O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.