



Equilibrium
Calificadora de Riesgo S.A.

PROMOCIÓN MÉDICA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación

Sesión de Comité: 16 de mayo de 2018

Contacto:

(507) 214 3790

Maria Luisa Tejada

Analista Senior

mtejada@equilibrium.com.pa

Eugenio Ledezma

Analista

eledezma@equilibrium.com.pa

Instrumento

Calificación*

Bonos Corporativos

BBB.pa

Perspectiva

Estable

*Para mayor información respecto a las categorías asignadas, 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, 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 del análisis efectuado, el Comité de Calificación de Equilibrium resolvió ratificar la categoría BBB.pa otorgada a las Series B, C, D, E, F, G, H e I del Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US\$15.0 millones emitido por Promoción Médica, S.A. y Subsidiarias (en adelante, Promed o la Empresa). Asimismo, Equilibrium asigna la categoría BBB.pa a la Serie A (hasta por US\$6.0 millones) contemplada dentro del Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US\$30.0 millones. La perspectiva se mantiene Estable.

Las calificaciones antes mencionadas recogen el posicionamiento que ostenta la Empresa en el negocio de distribución y mantenimiento de equipos médicos, el mismo que a través de diversas líneas de negocio le otorga una relativa diversificación en sus ventas. En ese sentido, se resalta la tendencia creciente en sus ingresos operativos derivado de una mayor base de clientes. Lo anterior se acompaña por la relativa diversificación en sus ventas anuales por tipo de especialidad y país derivado de la expansión de la Empresa hacia países de América Central y el Caribe. Por otro lado, aporta favorablemente a la evaluación la experiencia y trayectoria de los accionistas y miembros de la Junta Directiva de Promoción Médica en la industria de la salud, lo cual se ve reflejado en las relaciones de largo plazo que mantiene con marcas mundialmente reconocidas en el campo de la medicina. La evaluación recoge además el desarrollo financiero de la Empresa, el cual exhibe indicadores de rentabilidad y márgenes estables, sumado a la tendencia creciente que

presenta el EBITDA¹, el cual logra cubrir adecuadamente sus gastos financieros y el servicio de la deuda (parte corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros LTM).

No obstante lo anterior, restringe a la Empresa contar con una mayor calificación la variabilidad observada en el flujo de caja operativo a lo largo de los últimos ejercicios, el cual se ve impactado por las cuentas por cobrar y el plazo que estas toman en ser realizadas. Lo anterior responde a la naturaleza de su modelo de negocio y a las relaciones que mantiene con clientes vinculados al Estado, los mismos que tienden a cancelar sus cuentas por pagar en un mayor periodo de tiempo. Dicha situación se ve reflejada también en el ciclo de conversión de efectivo, el cual presenta una tendencia creciente, demostrando así la necesidad de la Empresa de financiar su capital de trabajo con fuentes externas de deuda. Lo anterior ha conllevado a que la palanca financiera (deuda financiera total / EBITDA) de Promed aumente a lo largo de los periodos evaluados. Asimismo, la palanca contable (pasivo total / patrimonio neto ajustado) se mantiene elevada, al no fortalecerse el patrimonio neto en la misma razón que los pasivos, observándose además un fuerte componente de utilidades retenidas de ejercicios anteriores dentro de la composición patrimonial. Como punto adicional, se considera el hecho que el accionariado de la Empresa se encuentra relativamente concentrada en una sola familia, aunque esto se ve atenuado parcialmente por el

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

establecimiento de Comités de Control y la existencia de miembros independientes en su Junta Directiva. Finalmente, 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.

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 además impacte 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 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.

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 Panamá, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, República Dominicana, Puerto Rico y Cuba. Asimismo, la Empresa tiene múltiples 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.

Como hecho de importancia, resalta que durante el 2017 la Empresa destinó 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 aprobaron los permisos respectivos para retomar dicho proyecto, lo cual implicó una mejora en la generación de flujos atribuibles a esta línea de negocio.

Lo anterior cobra mayor relevancia por la reciente aprobación del Proyecto de Ley 515 por parte del Gobierno Panameño, 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 significaría 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.

Grupo Económico

La empresa consolida diversas 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 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 Promoción Médica se presentan en el Anexo III del presente informe. Es de indicar que, respecto a lo observado en la evaluación previa, no se han registrado modificaciones.

Clientes

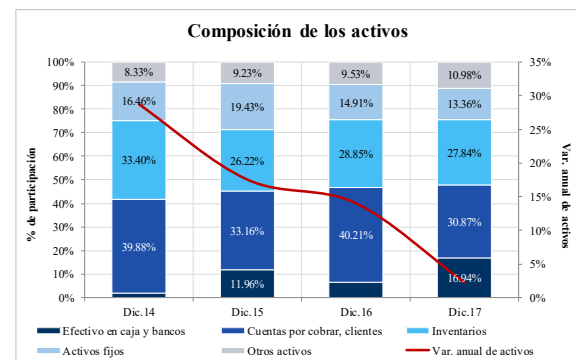
Los principales clientes de Promed son los Seguros Sociales de cada uno de los países en donde mantienen presencia, pero, además de ellos, la base de clientes también incorpora hospitales públicos y privados, así como clínicas y departamentos especializados. Con este fin, la Empresa ha construido alianzas 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 PROMED

Activos y Liquidez

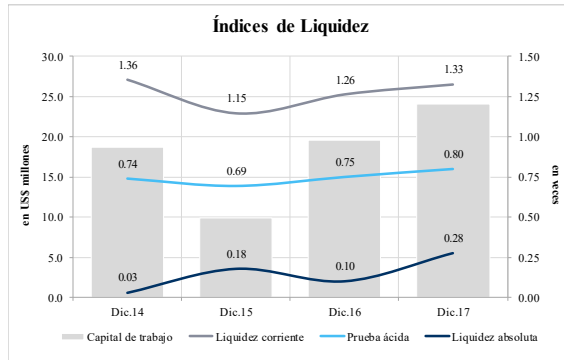
Al 31 de diciembre de 2017, los activos de la Empresa ascienden a US\$120.8 millones registrando un crecimiento de 2.76% respecto a lo registrado al cierre de 2016. Lo anterior responde a las fluctuaciones observadas en el activo corriente, particularmente en el efectivo en caja y cuentas corrientes (+US\$12.7 millones), el que a su vez recoge los fondos de la Serie I de Bonos Corporativos colocada el 29 de diciembre de 2017.

De considerar la composición de los activos, se aprecia que las cuentas por cobrar a clientes representan el 30.74% del balance, aunque su participación disminuye entre ejercicios tal como se muestra en el gráfico siguiente. Asimismo, los inventarios y los activos fijos disminuyen su contribución tras pasar entre ejercicios de 28.85% y 14.91% a 27.84% a 13.36%, respectivamente.



Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

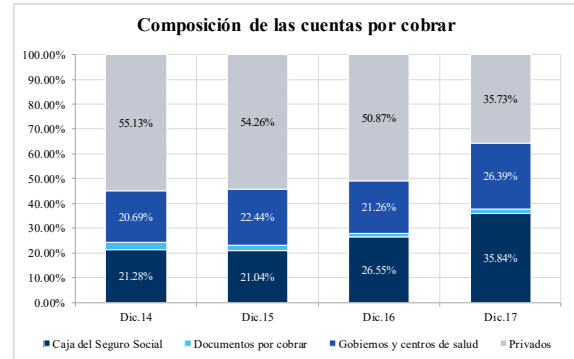
Producto del mayor efectivo previamente explicado, la posición de liquidez de la Empresa mejora entre ejercicios, pasando el capital de trabajo de US\$19.6 millones a US\$24.1 millones. Consecuentemente, el indicador de liquidez corriente aumenta de 1.26 a 1.33 veces, mientras que la prueba ácida² lo hace de 0.75 a 0.80 veces. De considerar únicamente el efectivo y equivalentes, el índice de liquidez absoluta mejora de 0.10 a 0.28 veces entre ejercicios.



Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

En relación con el ciclo de conversión de efectivo³, se observa que el mismo se mantiene al alza desde el ejercicio 2015, llegando a 222 días en la fecha de corte de análisis (213 días en el 2016). Al respecto, es de indicar que el crecimiento registrado en el último periodo responde al mayor número promedio de días de inventario, el cual pasa de 164 a 169 días. Por otro lado, se resalta el elevado número de días promedio de las cuentas por cobrar (177 días) situación que se encuentra asociada al gran volumen de ventas que la Compañía realiza al Estado.

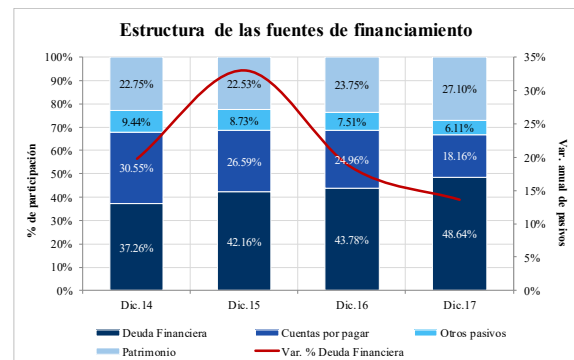
En esa línea, cabe señalar que parte importante de las ventas anuales se realizan a crédito en respuesta a las necesidades de sus clientes, siendo el periodo de pago de las entidades estatales más extenso debido a trámites administrativos implícitos. Tal como se presenta en la gráfica siguiente, las cuentas por cobrar a la Caja del Seguro social incrementan su participación dentro del total de cuentas por cobrar de 26.55% a 35.84% entre el 2016 y 2017, mientras que aquellas originadas con Gobiernos y Centros de Salud lo hacen de 21.26% a 35.73%. En tanto, la participación de los clientes privados en la estructura de las cuentas por cobrar retrocede entre ejercicios de 50.87% a 35.73%.



Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

Estructura Financiera y Solvencia

Al cierre del ejercicio 2017, la Compañía presenta pasivos por US\$88.2 millones, cifra que disminuye en 1.59% en relación con lo registrado en el periodo anterior, producto de las menores cuentas por pagar (-25.38% interanual). En tanto, la deuda financiera se incrementa de US\$51.4 millones en el 2016 a US\$58.5 millones en la fecha de análisis, conllevando a que su participación en el balance aumente entre ejercicios de 43.78% a 48.64%, mientras que la contribución de las cuentas por pagar disminuye de 24.96% a 18.16%.



Fuente: PROMED / Elaboración: Equilibrium

Resulta importante mencionar que la deuda financiera de la Compañía, al cierre del ejercicio 2017, se encuentra compuesta por préstamos bancarios, Bonos Corporativos, hipotecas y arrendamiento financiero. En ese sentido, es de señalar que los préstamos vinculados a acreedores bancarios representan parte relevante del fondeo de la Compañía (66.24%), siendo la mayor parte de estas líneas bancarias de carácter revolvente (entre 180 y 270 días). Asimismo, la alta participación de los préstamos responde a la necesidad de capital de trabajo por parte de la Empresa, tomando en consideración el largo plazo que toma el pago de cuentas por parte del Estado.

Por su parte, el saldo en circulación de los Bonos Corporativos asciende a US\$14.9 millones al 31 de diciembre de 2017 y contempla la colocación de distintas Series, manteniendo vigentes las Series B, C, D, E, F, G, H e I del Programa de Bonos Corporativos Rotativos de US\$15.0 millones. Al respecto, se debe mencionar que a lo largo del 2017 la Compañía ha emitido las series F, G, H e I por US\$8.6 millones con la finalidad de financiar capital de trabajo, inversiones de capital (CAPEX) y sustituir deuda bancaria.

² Prueba ácida = (Activo corriente - Inventario - Gastos pagados por anticipado) / Pasivo corriente.

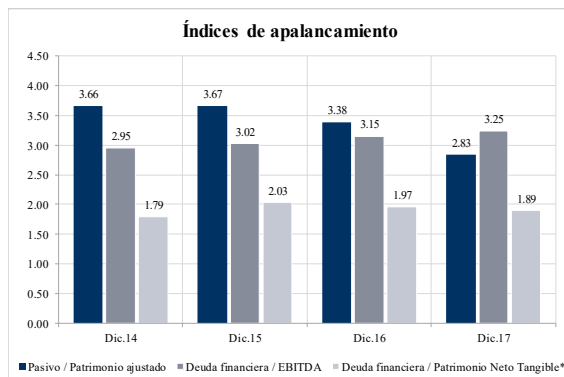
³ Ciclo de conversión de efectivo = Días promedio de cuentas por cobrar + días promedio de inventarios - días promedio de cuentas por pagar.

A la fecha del presente informe, la Compañía 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, habiendo emitido deuda únicamente a través de su Primer Programa Rotativo. Las principales características de los instrumentos colocados en el mercado se mencionan en el Anexo IV del presente informe.

Al 31 de diciembre de 2017, el patrimonio de la Compañía asciende a US\$32.6 millones, presentando un crecimiento interanual de 16.72%, el mismo que se encuentra relacionado a la acumulación de resultados a lo largo de los últimos años, razón por la cual las utilidades retenidas equivalen a 3.2 veces el capital social de la Compañía a la fecha de corte evaluada. Por otro lado, la distribución de dividendos sobre las acciones comunes históricamente se ha mantenido entre 10% y 15% de las utilidades del ejercicio.

Cabe indicar además que el patrimonio neto recoge US\$1.4 millones de utilidades por re-avalúo, partida que, al ser de carácter contable, no se toma en consideración para los indicadores de endeudamiento. Dicho esto, el índice de apalancamiento contable (medido como pasivo respecto a patrimonio ajustado) disminuye entre ejercicios de 3.38 a 2.83 veces. Caso contrario se observa en la palanca financiera (deuda financiera en relación con el EBITDA), la cual pasa de 3.15 veces en el 2016 a 3.25 veces a la fecha de análisis.

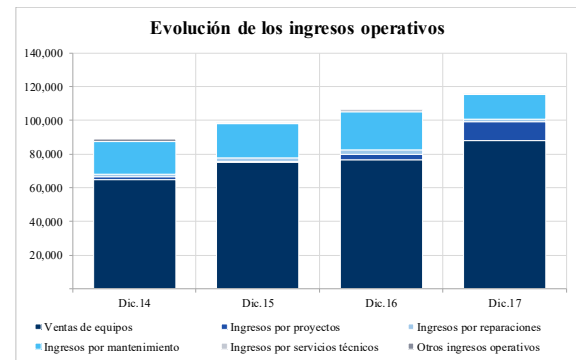
Adicional a lo anterior, la Compañía mide la relación entre la deuda financiera y el patrimonio neto tangible⁴. Este indicador se encuentra establecido además como una obligación del Emisor en los prospectos informativos de los Programas Rotativos de Bonos Corporativos, el cual establece que debe mantener una razón menor o igual a 2.25 veces, lo cual se viene cumpliendo.



Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Al cierre del ejercicio 2017, la Empresa presenta ingresos operativos por US\$115.6 millones, cifra que supera en 8.20% lo registrado 12 meses atrás. El incremento observado responde, principalmente, a las mayores ventas netas las cuales pasan entre ejercicios de US\$76.7 millones a US\$87.6 millones. Asimismo, aporta favorablemente el desempeño de los proyectos, el cual incrementa su participación dentro del total de ingresos de 2.70% a

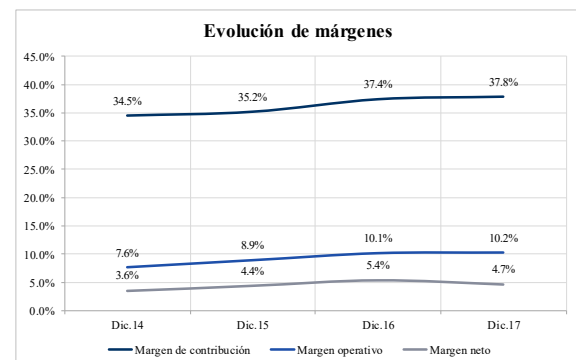
9.93% tras alcanzar US\$11.5 millones (US\$2.9 millones en el 2016).



De considerar la distribución de los ingresos por subsidiaria⁵, se aprecia que las operaciones de Panamá (incluido la sucursal de El Salvador) representa el 72.95% de los ingresos operativos del 2017. En tanto, las subsidiarias de Centroamérica, que incluyen Costa Rica, Guatemala, Honduras y Nicaragua, aportan el 21.44%, mientras que Promed Medical Care (dedicada a la distribución, mantenimiento e instalación de equipos especializados para el tratamiento de insuficiencia renal, específicamente equipos de hemodiálisis) contribuye con el 13.19% del total de ingresos operativos.

El margen bruto de la Empresa mejora entre ejercicios de 37.37% a 37.81% al incrementarse el costo de ventas en menor cuantía que los ingresos. De este modo, el costo de ventas alcanza US\$71.9 millones tras incrementarse en 7.44% en los últimos 12 meses, siendo importante indicar que la Empresa mantiene la estrategia de controlar el costo de ventas de la mercancía que compra anualmente, buscando mantener estable el margen entre el costo de los equipos y el pago por los mismos a los proveedores.

En cuanto a la carga operativa, esta alcanza US\$31.9 millones, registrando un incremento anual de 9.48% producto de los mayores salarios (+14.73%). Dicho aumento es consecuencia de la incorporación de personal especializado a la Empresa para el adecuado manejo de los equipos e inventarios. De lo detallado, se aprecia que la utilidad operativa alcanza US\$11.8 millones, pasando el margen operativo de 10.14% a 10.25% entre ejercicios.

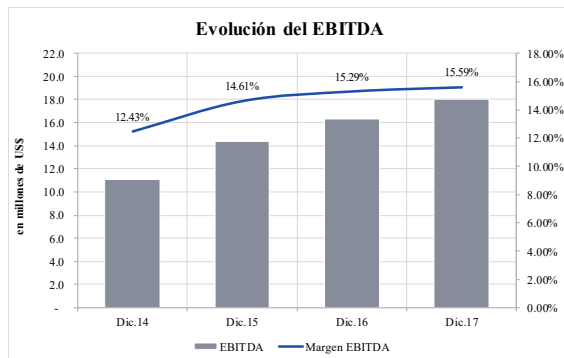


⁴ Patrimonio neto – Plusvalía – Derecho de Llave.

⁵ Esta distribución no considera las eliminaciones entre subsidiarias.

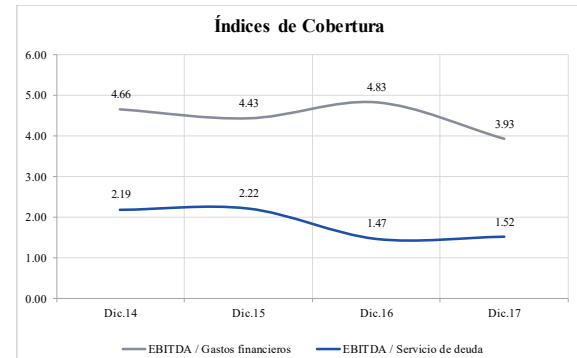
Producto de la mayor deuda financiera detallada en párrafos previos, el gasto financiero de la Empresa se incrementa entre el 2016 y 2017 en 35.53% totalizando US\$4.6 millones. Lo anterior, junto con el mayor gasto por impuesto sobre la renta, impacta en la utilidad neta de Promed, la cual disminuye en 5.91% al situarse en US\$5.4 millones. Del mismo modo, el margen neto se ajusta de 5.39% a 4.69% entre periodos.

No obstante, lo antes indicado no impacta la generación de la Empresa medida a través del EBITDA, toda vez que la misma se incrementa en 10.27% entre periodos totalizando US\$18.0 millones. Asimismo, el margen EBITDA se mantiene sin mayor variación al pasar entre ejercicios de 15.29% a 15.59%.



Fuente: PROMED / Elaboración: *Equilibrium*

A pesar del incremento antes mencionado, la cobertura de los gastos financieros por parte del EBITDA disminuye de 4.83 a 3.93 veces entre el 2016 y 2017, lo cual guarda relación con la mayor deuda financiera registrada. Caso contrario se aprecia en la cobertura que el EBITDA brinda al servicio de deuda (parte corriente de la deuda a largo plazo + gastos financieros LTM), la cual incrementa ligeramente entre periodos analizados de 1.47 a 1.52 veces, al ser menor la porción corriente de los Bonos Corporativos.



Fuente: PROMED / Elaboración: *Equilibrium*

En cuanto al Flujo de Caja Operativo (FCO), resulta relevante mencionar que el mismo se encuentra afecto al elevado número de días que presentan sus cuentas por cobrar. Tal es así que, al cierre del ejercicio 2016, el mismo fue negativo en US\$7.3 millones, mientras que a la fecha de corte es positivo en US\$14.2 millones, tras haberse registrado ingresos por proyectos. De lo expuesto, el FCO logra cubrir en 3.10 veces los gastos financieros y 1.20 veces el servicio de deuda al corte de análisis.

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

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
ACTIVOS CORRIENTES:				
Efectivo en caja y cuentas corrientes	918	11,544	5,859	18,593
Depósitos a plazo fijo	775	777	1,777	1,777
Cuentas por cobrar clientes, netas	34,943	34,161	47,256	37,120
Cuentas por cobrar otras	1,848	729	728	1,226
Inventario de mercancías	21,731	25,544	29,654	29,681
Inventario de mercancía en tránsito	7,534	1,470	4,255	3,791
Gastos pagados por adelantado	1,545	2,455	3,427	3,355
Crédito fiscal - Impuesto al Valor Agregado	0	0	20	45
Tesoro Nacional - ITBMS				103
Impuesto sobre la renta adelantado	1,416	1,518	801	1,675
ACTIVOS CORRIENTES	70,710	78,198	93,777	97,366
ACTIVOS NO CORRIENTES:				
Propiedades, mobiliario, equipo y mejoras, neto	14,424	20,012	17,528	16,061
Fondo de cesantía	638	516	525	535
Plusvalía	591	591	591	591
Depósitos de garantía	97	117	154	168
Derecho de llave	1,121	1,203	1,160	1,116
Cuentas por cobrar empleados	0	370	600	694
Cuentas por cobrar otras	16	2,004	3,191	4,184
Impuesto sobre la renta diferido	25	0	1	51
ACTIVOS NO CORRIENTES	16,912	24,814	23,750	23,399
TOTAL DE ACTIVOS	87,621	103,012	117,526	120,765
PASIVOS CORRIENTES:				
Sobregiro bancario	4	46	1	
Préstamos por pagar	17,961	31,703	31,329	37,963
Hipoteca por pagar	318	300	1,400	1,263
Porción corriente de bonos corporativos	2,000	2,554	5,950	5,621
Cuentas por pagar - proveedores	24,351	26,059	27,875	21,643
Cuentas por pagar - contratos de arrendamientos financieros	371	385	381	372
Cuentas por pagar - factoraje	0	0	0	690
Cuentas por pagar - otras	0	0	49	191
Gastos acumulados por pagar	322	431	150	423
Abonos recibidos de clientes	1,013	536	1,148	698
Anticipos recibidos a proyectos	2,451	2,214	2,096	849
Otros pasivos	3,272	3,999	3,815	3,591
PASIVOS CORRIENTES	52,062	68,226	74,193	73,305
PASIVOS NO CORRIENTES:				
Hipoteca por pagar	2,750	2,251	3,896	2,695
Bonos corporativos por pagar	7,200	4,646	7,296	9,295
Préstamos por pagar - otros	462	461	450	775
Cuentas por pagar - contratos de arrendamientos financieros	1,580	1,085	746	494
Cuentas por pagar - proveedores	2,419	1,327	1,463	187
Reservas para prestaciones laborales y contingencias	1,217	1,806	1,568	1,434
Impuesto sobre la renta por pagar - diferido	0	4	0	0
PASIVOS NO CORRIENTES	15,628	11,581	15,419	14,880
TOTAL DE PASIVOS	67,689	79,807	89,613	88,185
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	1	35	35
Utilidades por re-avalúo	1,438	1,438	1,438	1,438
Utilidades del periodo	3,188	4,365	5,761	5,421
Utilidades retenidas de periodos anteriores	8,790	10,885	14,164	19,171
TOTAL PATRIMONIO	19,932	23,204	27,914	32,580
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	87,621	103,012	117,526	120,765

ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS INTEGRAL
(En miles de dólares)

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
INGRESOS OPERATIVOS	89,173	98,333	106,848	115,613
Ventas netas	64,815	74,841	76,708	87,581
Ingresos por proyectos	1,640	803	2,886	11,478
Ingresos por reparaciones	1,756	1,968	2,692	1,677
Ingresos por contratos de mantenimiento	19,288	20,412	22,701	14,185
Ingresos por servicios técnicos	0	0	1,454	
Otros ingresos operativos, neto	1,674	309	407	692
Costo de ventas	58,403	63,749	66,917	71,894
UTILIDAD BRUTA	30,770	34,583	39,931	43,718
Gastos de ventas, generales y administrativos	23,995	25,835	29,101	31,869
Gastos de salario	12,918	14,164	16,097	18,469
Viajes, transporte y viáticos	1,875	1,655	1,748	1,616
Servicios legales y profesionales	1,485	1,833	1,713	1,880
Depreciación y Amortización	664	1,165	1,292	1,134
Otros gastos	7,372	7,106	8,932	9,039
UTILIDAD OPERATIVA	6,775	8,749	10,829	11,849
Otros ingresos, neto	250	767	254	123
UTILIDAD ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	7,025	9,516	11,084	11,972
Intereses ganados	55	54	57	60
Gasto de intereses	2,379	3,243	3,384	4,586
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	4,701	6,327	7,757	7,445
Impuesto sobre la renta, neto	1,513	1,962	1,995	2,024
UTILIDAD NETA	3,188	4,365	5,761	5,421

PROMOCIÓN MÉDICA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
SOLVENCIA				
Pasivo / Patrimonio ajustado ¹ (veces)	3.66	3.67	3.38	2.83
Deuda financiera / Pasivo	0.48	0.54	0.57	0.66
Deuda financiera / Patrimonio (veces)	1.64	1.87	1.84	1.79
Pasivo / Activo	0.77	0.77	0.76	0.73
Pasivo corriente / Pasivo total	0.77	0.85	0.83	0.83
Pasivo no corriente / Pasivo total	0.23	0.15	0.17	0.17
Deuda financiera / EBITDA (veces)	2.95	3.02	3.15	3.25
LIQUIDEZ				
Liquidez Corriente ¹ (en veces)	1.36	1.15	1.26	1.33
Prueba ácida ² (en veces)	0.74	0.69	0.75	0.80
Liquidez absoluta ³ (en veces)	0.03	0.18	0.10	0.28
Capital de trabajo ⁴ (en US\$ miles)	18,648	9,972	19,583	24,061
GESTIÓN				
Gastos operativos / Ingresos operativos	26.9%	26.3%	27.2%	27.6%
Gastos financieros / Ingresos operativos	2.7%	3.3%	3.2%	4.0%
Días promedio de cuentas por cobrar (días) ⁵	177	172	194	177
Días promedio de cuentas por pagar (días) ⁶	120	142	145	124
Días promedio de inventarios (días) ⁷	162	159	164	169
Ciclo de conversión de efectivo (días) ⁸	219	189	213	222
RENTABILIDAD				
Margen de contribución (Resultado bruto / Ingresos operativos)	34.5%	35.2%	37.4%	37.8%
Margen operativo (Resultado operativo / Ingresos operativos)	7.6%	8.9%	10.1%	10.2%
Margen neto (Utilidad neta / Ingresos operativos)	3.6%	4.4%	5.4%	4.7%
ROAA ⁹	3.9%	4.6%	5.2%	4.5%
ROAE ¹⁰	17.2%	20.2%	22.5%	17.9%
GENERACIÓN				
FCO	-933	12,091	-7,307	14,216
FCO anualizado	-933	12,091	-7,307	14,216
EBITDA	11,081	14,366	16,340	18,018
EBITDA anualizado (En US\$ miles)	11,081	14,366	16,340	18,018
Margen EBITDA (EBITDA / Ingresos operativos)	12.4%	14.6%	15.3%	15.6%
COBERTURAS				
EBITDA / Gastos financieros (veces)	4.66	4.43	4.83	3.93
EBITDA / Servicio de Deuda (veces)	2.19	2.22	1.47	1.52
FCO / Gastos financieros (veces)	-	3.73	-	3.10
FCO / Servicio de Deuda (veces)	-	1.87	-	1.20

Elaboración: Equilibrium

¹ Al patrimonio se le descuentan las utilidades por re-avalúo

² Prueba ácida = (Activo corriente - Inventario - Gastos pagados por anticipado) / Pasivo corriente

³ Liquidez absoluta = Efectivo / Pasivo corriente

⁴ Capital de Trabajo = Activo corriente - Pasivo Corriente

⁵ Servicio de Deuda = Porción corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros anualizados

⁶ 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 cxp

¹⁰ 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 EBITDA (Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization) = Utilidad operativa + Depreciación + Amortización - Ingresos por servicios té

Resguardos Financieros / Covenants	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.16
Deuda financiera / Patrimonio Neto Tangible (veces) ¹³	1.79	2.03	1.97	1.89

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* (al 30.09.2017)	Calificación Actual (al 31.12.2017)	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	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 A (hasta por US\$6.0 millones)	-	<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.

* Informe publicado el 22 de enero de 2018.

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, DIRECTORES Y PLANA GERENCIAL DE
PROMOCIÓN MÉDICA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

Accionistas al 31.12.2017

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 31.12.2017

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 31.12.2017

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\$15.0 millones	
Serie (s)	B
Monto máximo de la emisión	US\$15.0 millones
Monto en circulación al 31.12.17	US\$1.4 millones
Plazo	4 años
Tasa de interés	Libor 3 meses + 4%, mínimo de 6%
Fecha de colocación	15 de 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\$15.0 millones	
Serie (s)	C, D, E, F, G, H e I
Monto máximo de la emisión	US\$15.0 millones
Monto en circulación al 31.12.17	US\$13.5 millones
Plazo	4 años
Tasa de interés	Libor 3 meses + 4%, mínimo de 6%
Fecha de colocación	30 de junio de 2016, 16 de agosto de 2016, 15 de diciembre de 2016, 15 de mayo de 2017, 30 de junio de 2017, 29 de septiembre de 2017 y 29 de diciembre de 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

Programa Rotativo de US\$30.0 millones	
Serie (s)	A
Monto máximo de la emisión	US\$6.0 millones
Monto en circulación al 31.12.17	-
Plazo	4 años
Tasa de interés	Libor 3 meses + 4%, mínimo de 6%
Fecha de colocación	30 de mayo de 2018
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, consecencial 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.