

**MEDROCK CORPORATION S.A.C.**

<b>Informe con EEFF al 31 de diciembre de 2018<sup>1</sup></b>	<b>Fecha de comité: 30 de mayo de 2019</b>
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Farmacéutico, Perú
<b>Equipo de Análisis</b>	
Gian Karlo Yauri Fernández <a href="mailto:gyauri@ratingspcr.com">gyauri@ratingspcr.com</a>	Daicy Peña Ortiz <a href="mailto:dpena@ratingspcr.com">dpena@ratingspcr.com</a> (511) 208.2530

<b>HISTORIAL DE CLASIFICACIONES</b>						
<b>Fecha de información</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>jun-18</b>	<b>dic-18</b>
<b>Fecha de comité</b>	<b>12/08/2016</b>	<b>07/09/2016</b>	<b>23/05/2017</b>	<b>30/05/2018</b>	<b>22/11/2018</b>	<b>30/05/2019</b>
Primer Programa de Emisión de Instrumentos de Corto Plazo Medrock	PE1	PE1	PE1	PE1	PE1	PE1
Solvencia Financiera	PEBBB+	PEBBB+	PEBBB+	PEBBB+	PEBBB+	PEBBB+
Perspectivas	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

**Significado de la clasificación**

**PEBBB:** Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su clasificación.

**PE1:** Emisiones con muy alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez y protección son muy buenos. Los riesgos son insignificantes.

Las categorías de fortaleza financiera de la “A” a la “D” podrán ser diferenciadas mediante signos (+/-) para distinguir a las instituciones en categorías intermedias. Las categorías de las emisiones de corto plazo podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) para mejorar o desmejorar, respectivamente la clasificación alcanzada entre las categorías 2 y 3, inclusive.

“La clasificación 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 clasificación otorgada o emitida por PCR no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<http://www.ratingspcr.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes”.

**Racionalidad**

En comité de clasificación de riesgo, PCR acordó ratificar la clasificación del Primer Programa de Emisión de Instrumentos de Corto Plazo Medrock en PE1 y solvencia financiera en PEBBB+. La decisión se soporta en el crecimiento sostenido de sus ingresos considerando la recomposición de sus líneas de negocio hacia productos que generan mayor margen. Asimismo, se ha tomado en cuenta sus adecuados ratios de liquidez, así como sus ajustados niveles de cobertura y solvencia. Finalmente, se destaca que un factor importante para la clasificación del Programa de Emisión de Instrumentos de Corto Plazo es la garantía específica de una carta fianza de fiel cumplimiento hasta por el monto de las emisiones.

**Perspectiva u Observación**

Estable.

**Resumen Ejecutivo**

- **Crecimiento sostenido de los ingresos.** Las ventas de la Compañía crecieron a una tasa anual compuesta de 9.2% para el periodo 2014-2018. A diciembre 2018, las ventas ascendieron a S/ 52.2 MM, registrando un incremento de 5.0% en términos interanuales. Al respecto, se observó un crecimiento en las ventas de las líneas “Marca” (+49.3%) y “Maquila” (+7.9%), mientras que la línea “Institucional” cayó en 56.7%. La participación de las ventas al Estado se redujo de 18.3% en diciembre 2017 a 7.5% en diciembre 2018, alineado al objetivo de la Compañía de dejar de producir este rubro por sus bajos márgenes y reemplazarlo con la incursión a nuevos mercados del exterior y el fortalecimiento de líneas de negocio que ofrecen un mayor margen de contribución como es el caso de “Marca” y “Maquila”.
- **Adecuados niveles de liquidez y apalancamiento.** A diciembre 2018, la Compañía registró un ratio de liquidez general de 1.34x (promedio de ratio de liquidez de los últimos 5 años: 1.32x), ligeramente menor a lo obtenido a diciembre 2017 (1.55x), debido al incremento de los pasivos corrientes en 4.5% por el aumento de obligaciones financieras de corto plazo y cuentas por pagar comerciales. Asimismo, el ratio de liquidez ajustado<sup>2</sup>, se situó en 0.95x, similar a lo registrado al cierre 2017. En cuanto al ratio de apalancamiento (pasivo total / patrimonio) se ubicó en 1.24x menor a lo registrado al cierre 2017 (1.36x), siendo el promedio de ratio de apalancamiento de los últimos 5 años: 1.30x.
- **Ajustados niveles de cobertura y solvencia.** Se observó un progreso en la relación deuda financiera/EBITDA 12M, que se situó en 5.26x (diciembre 2017: 7.48x). Por su parte, el ratio de cobertura de servicio de la deuda se situó en 0.43x, manteniéndose en niveles menores a la unidad.

<sup>1</sup> Auditados.

<sup>2</sup> Excluye cuentas por cobrar a partes relacionadas y el inmueble clasificado como activo disponible para la venta.

- **Moderados indicadores de rentabilidad.** Con la recomposición de sus líneas de negocio hacia los productos que generan mayor margen, las ventas de la empresa se incrementaron en 5.0% respecto a diciembre 2017, obteniéndose una utilidad neta de S/ 0.6 MM, la cual disminuyó en S/0.2 MM respecto a diciembre 2017, debido principalmente por la pérdida de Diferencia de Cambio en 131.9%. En consecuencia, se obtuvieron menores indicadores de rentabilidad, obteniéndose un ROE del periodo de 0.8% (diciembre 2017: 1.0%) y un ROA de 0.3% (diciembre 2017: 0.4%).
- **Exposición al riesgo cambiario.** Las actividades de la Compañía y su endeudamiento en moneda extranjera exponen a Medrock al riesgo de tipo de cambio. La Compañía viene tomando derivados de cobertura por tipo de cambio con el objetivo de reducir su exposición a la moneda extranjera. A diciembre 2018, se registró una pérdida por diferencia de cambio por S/ 0.6 MM (diciembre 2017: +S/ 1.8MM).
- **Cumplimiento de *covenants* del Acuerdo de Emisión.** El Programa de Emisión de Instrumentos Corto Plazo cuenta con dos *covenants* establecidos en el Acuerdo de Emisión (liquidez general >1 veces y apalancamiento<sup>3</sup> <0.8 veces), indicándose que para el ratio de apalancamiento no se incluyen las letras en descuento. A diciembre 2018, se presenta el cumplimiento de ambos ratios; liquidez general (1.34x) y de apalancamiento (0.63x). Debe señalarse, que durante el año 2017 y a la fecha del informe, no se cuentan con emisiones públicas vigentes dentro del Primer Programa de Emisión.

### Metodología utilizada

*La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación rigurosa de la metodología vigente para calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores, cuya aprobación se realizó en sesión N° 001 del Comité de Metodologías con fecha 09 de enero 2017.*

### Información utilizada para la clasificación

- **Información financiera:** Estados Financieros auditados 2014 – 2018
- **Riesgo Crediticio:** Detalle de las ventas, seguimiento de indicadores.
- **Riesgo de Liquidez:** Estructura de financiamiento, flujo de efectivo, seguimiento de indicadores.
- **Riesgo de Solvencia:** Cumplimientos de ratios, seguimiento de indicadores.

### Limitaciones y limitaciones potenciales

- **Limitaciones encontradas:** No se encontró limitaciones respecto a la información presentada por la empresa.
- **Limitaciones Potenciales:** La empresa se encuentra expuesta a cambios de la regulación en salud, mientras que los costos podrían verse afectados por cambios en la política aduanera, como tributos en las importaciones y/o exportaciones del capítulo arancelario vinculado a los medicamentos.

### Hechos de Importancia

- El 10 de abril 2019, Medrock realizó la colocación y emisión de la Serie E de la Primera Emisión del Primer Programa Privado de Instrumentos de Corto Plazo.
- El 08 de enero de 2019, el Sr. Gino Martín Michelini Mora ha dejado de ser el Gerente Financiero por renuncia propia.
- El 24 de agosto de 2018, mediante una nota publicada en el diario Gestión, el director financiero Gino Michelini, señaló que ampliarán su capacidad de producción de medicamentos por maquila para atender a cadenas de farmacias, considerando que ello le genera mayores márgenes.
- El 27 de junio de 2018, la Junta Universal de Accionistas acordó la designación de “Oscar Canales & Asociados Soc. Civil” como sociedad de auditoría que dictaminará la información financiera del ejercicio 2018.
- El 27 de junio de 2018, mediante una nota publicada en el diario Gestión, el director financiero Gino Michelini, señaló que Medrock comenzará la construcción de una planta para la fabricación de productos oncológicos en Nicaragua, apuntando al mercado de Centroamérica y México. La construcción demandaría unos US\$ 10 MM y el financiamiento se hará con capital propio y de terceros.
- El 30 de noviembre de 2017, mediante una nota publicada en el diario Gestión, el vicepresidente ejecutivo Gino Michelini, señaló que Medrock se abocará a la venta privada en cadenas de farmacias para la fabricación de productos (maquila) y que no participarán en las ventas al sector público. Asimismo, buscan ampliar su presencia en Centroamérica.
- El 20 de octubre de 2017, se realizó la colocación y emisión de la Serie I de la Quinta Emisión Privada de Instrumentos de Corto Plazo de Medrock Corporation por un valor de S/ 2,250,000 cuyo vencimiento es a 360 días.
- El 19 de octubre de 2017, se realizó la colocación y emisión de la Serie H de la Quinta Emisión Privada de Instrumentos de Corto Plazo de Medrock Corporation por un valor de USD 500,000 cuyo vencimiento es a 360 días.
- El 21 de setiembre de 2017, mediante una nota publicada en el diario Gestión, el gerente general Vikas Malhotra, señaló que Medrock busca ampliar su presencia en Centroamérica, teniendo previsto ingresar a Honduras, El Salvador y Nicaragua, destacando que el 90% de su producción se queda en el Perú y el 10% se destina al exterior, donde han logrado crecer pese a la competencia de exportadores de la India, China y Argentina.
- El 07 de agosto de 2017, se realizó la colocación y emisión de la Serie G de la Quinta Emisión Privada de Instrumentos de Corto Plazo de Medrock Corporation por un valor de S/ 500,000 cuyo vencimiento es a 180 días.
- El 06 de junio de 2017, se realizó la colocación y emisión de la Serie F de la Quinta Emisión Privada de Instrumentos de Corto Plazo de Medrock Corporation por un valor de S/ 500,000 cuyo vencimiento es a 62 días.

<sup>3</sup> Deuda Financiera / Patrimonio

## Contexto Económico

El crecimiento de la producción nacional en 2018 fue de 4.0%, cifra ligeramente superior a la expectativa del mercado al cierre de 2017 (3.7%). A nivel sectorial, la manufactura, otros servicios, la actividad agropecuaria y la construcción fueron los que más contribuyeron a la expansión de la economía. En contraste, la actividad minera registró una contracción debido a la reducción de las leyes del mineral extraído.

El 2018 estuvo marcado por una coyuntura política agitada, en la que el presidente electo tuvo que renunciar por denuncias de corrupción, por lo que en marzo asumió el primer vicepresidente sin contar con una mayoría en el Congreso. Pese a ello, el Ejecutivo supo manejar la situación, pudiendo tomar ciertas medidas, entre ellas el apoyo a la inversión privada. Producto de ello que luego de registrarse un deterioro de las expectativas de crecimiento de la economía en el primer trimestre de 2018, estas mejoraron en los trimestres posteriores.

Según el BCRP, para 2019 la economía mantendría el mismo ritmo de crecimiento (4.0%), explicado principalmente por el mayor dinamismo de las exportaciones (+4.7%), relacionadas a la recuperación de las exportaciones de cobre. Mientras que también se espera una expansión de la demanda interna, destacando el crecimiento del consumo privado (+3.7%) y de la inversión privada (+6.5%).

Uno de los cambios más importantes observados en la economía peruana fue la recuperación de la inversión privada a partir de 2018, luego que entre 2014 y 2016 registran contracciones y en 2017 mostrara un crecimiento marginal. Se espera que nuevas inversiones se concreten en los próximos años, por lo que el BCRP proyecta incrementos superiores al 6% para los próximos dos años. Entre los sectores que recibirían mayores inversiones entre 2019 y 2020 destacan: minería US\$ 9.8 miles de MM), infraestructura (U\$ 4.4 miles de MM) y energía (US\$ 1.0 miles de MM).

### PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

INDICADORES	ANUAL					PROYECCIÓN ANUAL*	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PBI (var. %)	2.4%	3.3%	3.9%	2.5%	4.0%	3.9%	3.3%
PBI Electricidad & Agua (var. % real)	4.9%	5.9%	7.3%	1.1%	4.4%	4.0%	4.0%
PBI Minería e Hidrocarb. (var. % real)	-0.9%	9.5%	16.3%	3.2%	-1.3%	5.2%	2.5%
Minería metálica (var. % real)	-2.1%	15.5%	21.2%	4.2%	-1.5%	5.3%	3.0%
PBI Construcción (var. % real)	1.9%	-5.8%	-3.1%	2.3%	5.4%	6.9%	7.5%
Inflación (var. % IPC)	3.2%	4.4%	3.2%	1.4%	2.2%	2.1%	2.0%
Tipo de cambio promedio (S/ por US\$)	2.84	3.19	3.38	3.26	3.36	3.40	3.40

Fuente: BCRP, INEI / Elaboración: PCR

\* BCRP Reporte de Inflación marzo 2019 y Encuesta de Expectativas Macroeconómicas

## Aspectos Fundamentales

### Reseña

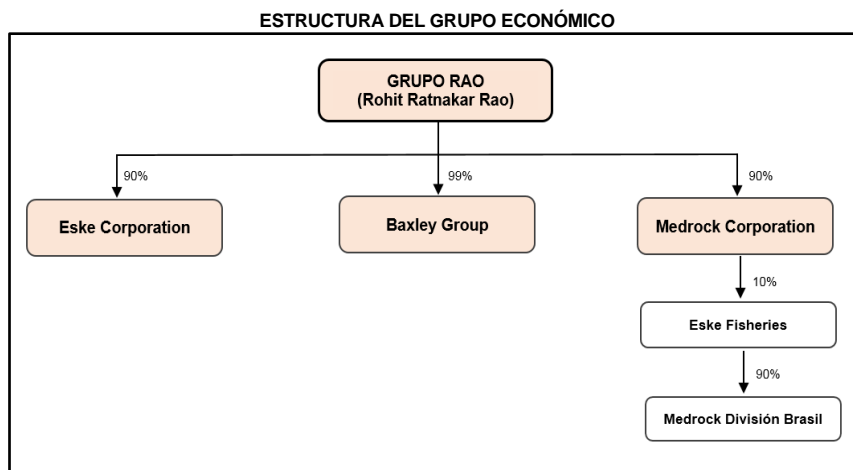
Medrock Corporation S.A.C. se constituyó por Escritura Pública el 14 de noviembre del 2006 y se encuentra inscrita en los Registros Públicos de Lima. Inició sus actividades en el año 2007, sobre las bases de la ex transnacional Hoechst Marion Rousell, empresa con más de 40 años de presencia en el mercado de la industria farmacéutica nacional. El objeto social de Medrock es la formación y funcionamiento de un laboratorio para efectuar experimentos científicos, operaciones químicas farmacéuticas, investigación, análisis, diagnóstico, tratamiento, desarrollo de medicamentos y productos farmacéuticos; así como, la fabricación, elaboración industrial y esterilización de medicamentos, productos farmacéuticos, galenos, dietéticos y edulcorantes; además de la compra, promoción, comercialización, distribución, exportación y representación de los productos antes mencionados.

Cabe mencionar que la Compañía cuenta con la autorización de la Dirección General de Medicamentos, Insumos y Drogas del Ministerio de Salud (DIGEMID); para ello cumple con todos los requisitos técnicos, de infraestructura, personal capacitado y condiciones sanitarias requeridas para la fabricación, almacenamiento y distribución de productos farmacéuticos.

En julio 2018, la Compañía obtuvo de parte de DIGEMID, la certificación de "Buenas Prácticas de Manufactura" para la fabricación de productos farmacéuticos que son recomendadas por la Organización Mundial de Salud (OMS) y cuya vigencia culmina el 23 de julio de 2023.

### Grupo Económico

El Grupo Económico está compuesto por 5 empresas: Medrock Corporation S.A.C., Eske Corporation S.A.C., dedicada a la importación y comercialización de medicamentos; Eske Fisheries S.A.C., productora de conservas y congelados de pescados; Baxley Group S.A.C., cadena de boticas con presencia a nivel nacional y Medrock Corporation División Brasil S.A.C., comercializadora de productos farmacéuticos.



Fuente: Medrock / Elaboración: PCR

### **Responsabilidad Social**

Producto del análisis efectuado, consideramos que Medrock Corporation S.A.C. tiene un nivel de desempeño Aceptable<sup>4</sup>, respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial.

La empresa identifica a sus grupos de interés como la comunidad, gobierno y colaboradores y genera acciones para que el desarrollo de la empresa los afecte positivamente. No obstante, dicho mapeo no se dio por medio de un proceso formal. Adicionalmente, incentiva algunas acciones orientadas a promover la eficiencia energética, el consumo racional del agua y el manejo de residuos, sin embargo, estas acciones no forman parte de un programa de eficiencia de recursos o manejo de residuos.

Con relación al aspecto social, la empresa otorga todos los beneficios de ley a sus trabajadores y familiares. Mientras, que se encuentra pendiente la formulación de políticas y/o programas que promuevan su participación en la comunidad.

### **Gobierno Corporativo**

Producto del análisis efectuado, consideramos que la empresa Medrock Corporation S.A.C. tiene un nivel de desempeño Aceptable<sup>5</sup>, respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

Medrock es una persona jurídica bajo la denominación de Sociedad Anónima Cerrada. Se destaca que la empresa no cuenta con acciones sin derecho a voto y que si bien los accionistas pueden introducir puntos en la agenda de la Junta General de Accionistas no se ha formulado un procedimiento formal para la realización del mismo. Adicionalmente, la empresa elabora sus estados financieros de acuerdo con las NIIF emitidas por el IASB. En línea con ello, se verificó que los EEFF auditados presentaron una opinión favorable por parte del auditor externo.

### **Accionariado, Directorio y Plana Gerencial**

A diciembre 2018, el capital social de Medrock Corporation S.A.C. es de S/ 26'000,000, representado por 52,000 acciones de un valor nominal de S/ 500 cada una, íntegramente suscritas y pagadas. Cabe mencionar que las acciones se encontraban distribuidas entre Rohit Ratnakar Rao (90%) y Marco Hurtado Pazos (10%), estableciéndose la composición accionaria que se muestra a continuación el cuadro inferior:

<b>ACCIONISTAS Y PARTICIPACIÓN AL 31 DE DICIEMBRE 2018</b>			
Accionista	N° de acciones	% Participación	Nacionalidad
Rohit Ratnakar Rao	46,800	90.0%	India
Hurtado Pazos Marco Antonio	5,200	10.0%	Peruana
<b>Total</b>	<b>52,000</b>	<b>100.0%</b>	

Fuente: Medrock / Elaboración: PCR

Por su parte, el Directorio se encuentra conformado por cinco miembros, de los cuales tanto el presidente y vicepresidente son accionistas de la Compañía. La última incorporación a nivel de directorio fue del Sr. Athang Pradip Joshi, quien inició labores en la Compañía desde fines de enero 2013 y asumió el cargo de director en el 2015. Respecto a los principales ejecutivos, en febrero del 2017, se designó al Sr. Vikas Malhotra como Gerente General. Cabe destacar que la plana gerencial cuenta con amplia experiencia en el rubro farmacéutico, comercial y financiero.

<sup>4</sup> Categoría RSE4, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima.

<sup>5</sup> Categoría GC4, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima.

## DIRECTORIO Y PRINCIPALES EJECUTIVOS AL 31 DE DICIEMBRE DE 2018

DIRECTORIO		PRINCIPALES EJECUTIVOS	
Presidente	Rohit Ratnakar Rao	Gerente General	Vikas Malhotra
Vicepresidente	Marco Antonio Hurtado Pazos	Gerente de Finanzas	Gino Michelini Mora <sup>6</sup>
Director	Gino Michelini Mora	Gerente de Administración	Jhonny Ruiz Valdez
Director	Vicente Lanegra Mucha	Gerente Aseguramiento de Calidad	Carmen Miranda Venero
Director	Athang Pradip Joshi	Director Técnico	Juan Vargas Vargas

Fuente: Medrock / Elaboración: PCR

### Operaciones y Estrategia

#### Operaciones

Medrock realiza sus operaciones en un área de más de 6,300 m<sup>2</sup>, ocupado por una planta de producción, patio de maniobras, almacenes y área administrativa. Cuenta con una capacidad instalada para la producción de más de 30 millones de presentaciones en envases primarios, como son blíster, folios y frascos. Asimismo, la planta de producción cuenta con tecnología y equipos de última generación con el objetivo de asegurar al mercado nacional e internacional la producción de medicamentos con procesos industriales debidamente optimizados. Los equipos e instalaciones cumplen con las normas de bioseguridad y de Buenas Prácticas de Manufactura.

La planta consta de área de sólidos, cápsulas blandas, líquidos y acondicionado:

- **Área de sólidos:** Su capacidad instalada le permite una producción de 517,300 unidades de tabletas por hora. Se alcanza una producción de 33,333 unidades de tabletas recubiertas por hora, así como la fabricación de 42,500 cápsulas por hora. En esta área de producción, las máquinas tableteadoras, mezcladoras, secadoras así como recubridoras son de última generación. La flexibilidad de la organización de Medrock permite operar hasta tres turnos continuos por día.
- **Área de líquidos:** Permite fabricar presentación de suspensiones, emulsiones y jarabe, logrando la producción de entre 3,000 a 3,600 unidades por hora bajo un sistema totalmente automatizado.
- **Área de pre - acondicionado y acondicionado:** Mantiene un régimen de producción entre 50 mil unidades producidas por hora en envases primarios.

Por su parte, el área de almacenamiento y los canales de distribución garantizan la entrega oportuna de los productos. La moderna y flexible infraestructura de almacenaje permite operar condiciones de manejo individualizado de las líneas de productos de Medrock en diferentes canales. Asimismo, los productos farmacéuticos que Medrock Corporation produce y vende están representados según su estado en:

- **Medicamentos sólidos:** Entre los principales productos que la Compañía comercializa en el mercado se puede mencionar tabletas, cápsulas y pastillas. Su formulación consiste en un proceso de mezcla de moléculas activas con sustancias inertes, que puede llevarse a cabo en estado seco o húmedo.
- **Medicamentos líquidos:** Representado por jarabes, suspensiones y gotas. El componente activo es disuelto en una sustancia líquida, por lo general, agua, que previamente ha recibido un tratamiento especial de purificación y esterilización. La Compañía cuenta con más de 50 productos tanto genéricos como de marca en el mercado, de los cuales destacan en participación los productos "Clarivit", "Miodrol" y "Migralivia".

De otro lado, Medrock ha venido ejecutando trabajos para la construcción de una planta de producción de productos biológicos en Perú, para lo cual cuentan con un área de 9,000 m<sup>2</sup> en el distrito de Ventanilla. Ello, le permitirá incursionar en una nueva línea de negocio de "medicamentos biológicos", los cuales se caracterizan por ser producidos a base de células vivas modificadas genéticamente, para tratar y mejorar la calidad de vida de las personas con enfermedades oncológicas y enfermedades del sistema endocrino. Cabe mencionar que, a la fecha la construcción de dicha planta se encuentra en *stand by* mientras se define el tema financiero.

#### Líneas de Negocio

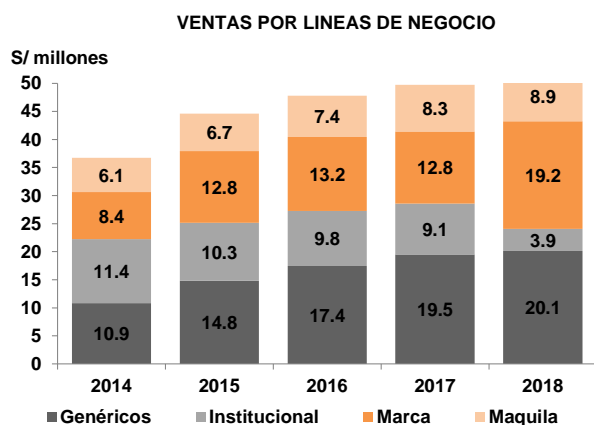
Medrock, cuenta con cuatro líneas de productos, las cuales se mencionan a continuación:

1. **Institucional.** Fabricación de productos farmacéuticos para la venta a instituciones del Estado Peruano.
2. **Genérico.** Fabricación de productos farmacéuticos bajo la denominación del principio activo. No se distribuyen con un nombre comercial y la venta se encuentra enfocada al sector privado.
3. **Marca.** Fabricación de productos farmacéuticos de marca propia.
4. **Maquila.** Fabricación de productos por encargo de terceros con su Marca y Registro Sanitario.

A diciembre 2018, las ventas totales de la Compañía estuvieron compuestas en un 38.6% por productos de la línea "Genéricos", seguido de la línea "Marca" con el 36.7%, "Maquila" con el 17.2% y el Institucional con el 7.5%. La línea de negocio que registró un mayor crecimiento de ventas fue "Marca", el cual presentó un incremento de 49.3% respecto a diciembre 2017, así como la línea "Maquila" el cual creció un 7.9%.

En contraste, la participación en la línea "Institucional" (licitaciones con el Estado) tuvo una caída de 56.7%, en línea con la decisión de la Compañía de dejar de producir este rubro, como consecuencia de los bajos márgenes de ganancia, sobrecostos de almacenamiento, la presencia de precios congelados y costos financieros producto de mantener cartas fianzas por contrato. Dichas ventas serán sustituidas por las ventas enfocadas al mercado doméstico privado y del exterior por medio de sus otras líneas de negocio con el objetivo de obtener mayores márgenes de ganancia.

<sup>6</sup> El Sr Gino Michelini a partir del día 8 de enero dejó la Gerencia de Finanzas, siendo asumida por el Sr Jhonny Ruiz como Gerente de Administración y Finanzas.



Fuente: Medrock / Elaboración: PCR

**COMPOSICIÓN % DE LAS VENTAS POR LÍNEAS**

Línea	2014	2015	2016	2017	2018
Genéricos	29.5%	33.3%	36.5%	39.2%	38.6%
Institucional	31.0%	23.1%	20.5%	18.3%	7.5%
Marca	22.8%	28.7%	27.6%	25.8%	36.7%
Maquila	16.6%	14.9%	15.4%	16.7%	17.2%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100.0%</b>

Fuente: Medrock / Elaboración: PCR

**Cientes y Proveedores**

Las ventas de Medrock vienen consolidándose a nivel nacional y en el extranjero. En el mercado local realiza sus ventas a través de alianzas estratégicas de distribución. Y en lo que respecta a sus exportaciones, cuenta con clientes en países como Ecuador, Chile, Bolivia, Costa Rica, República Dominicana, entre otros, quienes encargan a la Compañía la producción de sus líneas de marca propia o adquieren productos de la línea genéricos y/o marcas de Medrock.

A diciembre 2018, Medrock dirige sus productos farmacéuticos a 50 clientes, entre los que se encuentran boticas y farmacias independientes, droguerías, laboratorios, clínicas, instituciones del Estado Peruano (Essalud), cadenas farmacéuticas, entre otros. De esta manera se observa una adecuada diversificación de sus clientes, sin que ninguno represente más del 10.0% de participación del total de sus ventas. Cabe señalar que como parte de su estrategia ha decidido dejar de atender al sector público dado los bajos márgenes que se obtienen.

**PRINCIPALES CLIENTES A DICIEMBRE 2018 (PARTICIPACIÓN %)**

Cliente	% de las Ventas
Mifarma S.A.C.	9.7%
InRetail Pharma S.A.	7.7%
Droguería Cadillo S.A.C.	5.3%

Fuente: Medrock / Elaboración: PCR

De otro lado, Medrock tiene entre sus principales proveedores de principios activos a los mejores laboratorios de la India y China, países líderes en el desarrollo y comercialización de materias primas para la industria farmacéutica con productos que cumplen con altos estándares de calidad. A diciembre 2018, Medrock cuenta con 50 proveedores, de los cuales tres de ellos representaron el 63% del total de las compras de la Compañía.

**Estrategia**

La estrategia de la Compañía se enfoca en continuar con el lanzamiento de productos de marca propia y expansión internacional a través de exportaciones. La estrategia de crecimiento de Medrock se basa en cuatro pilares:

- Incrementar la participación de las ventas de marcas de la Compañía y reducir su participación en las ventas al Estado.
- Exportar medicamentos a Nicaragua, Ecuador, Chile, Costa Rica, República Dominicana y El Salvador.
- Expandir y/o diversificar sus líneas de negocio. La Compañía viene trabajando en el proyecto de una nueva planta ubicada en Ventanilla, la cual permitirá la fabricación de productos oncológicos a precios competitivos.
- Capacitar constantemente a los profesionales de la Compañía tanto en el Perú como en el exterior. Al respecto, el manejo de la planta está a cargo de personal calificado y entrenado para operar los diversos sistemas de control.

**Análisis Financiero**

**Eficiencia Operativa**

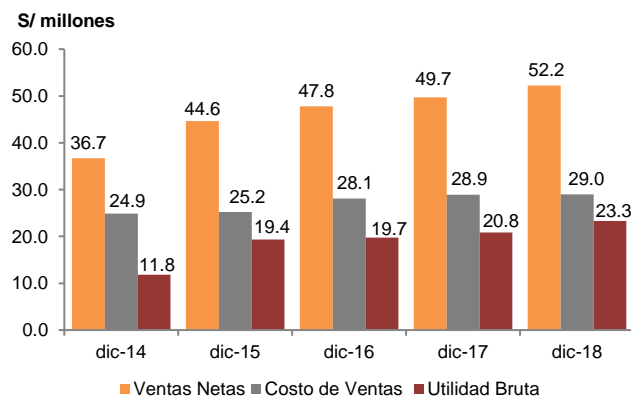
A diciembre 2018, las ventas netas de Medrock ascendieron a S/ 52.2 MM, registrando un incremento de 5.0% respecto a un año atrás, explicado principalmente por las mayores ventas de la línea "Marca", la cual presentó una variación interanual de 49.3% (+S/ 6.3 MM), compensando la disminución en las ventas de la línea "Institucional" en S/ 5.2 MM, de acuerdo con la decisión de la Compañía de dejar de participar en las licitaciones de compras estatales por los bajos márgenes que se obtenían, y por lo cual se orientarán a los productos de marca y genéricos. Como consecuencia, el segmento "Marca" pasó de representar el 25.8% al 36.7% del total de las ventas.

Por su parte, el costo de ventas totalizó en S/ 31.8 MM, mostrando una variación respecto a lo registrado a diciembre 2017, presentando un incremento de 9.9%. El costo de ventas se encuentra explicado principalmente por la compra y consumo de materias primas, que representó el 63.2%, mientras que las cargas de personal el 21.0% y servicios prestados por terceros el 6.8%. En consecuencia, la utilidad bruta se ubicó en S/ 23.3 MM mayor en 11.9% respecto a diciembre 2017, en línea con las mayores ventas, obteniéndose un margen bruto de 44.6% (diciembre 2017: 41.8%).

Por otro lado, los gastos operativos<sup>7</sup> ascendieron a S/ 13.5 MM exhibiendo un incremento de 4.4% respecto a un año atrás debido a mayores gastos de personal y servicios prestados por terceros. Al respecto, los gastos de ventas disminuyeron en 2.6%, principalmente por la desvalorización de existencias, mientras que los gastos de administración crecieron en 5.3%, debido al aumento de los servicios prestados por terceros. Asimismo, los gastos de investigación y desarrollo ascendieron a S/ 0.5 MM y presentaron un incremento de 27.6%. En consecuencia, se obtuvo un resultado operativo de S/ 9.78 MM, siendo mayor en 24.1% respecto a diciembre 2017.

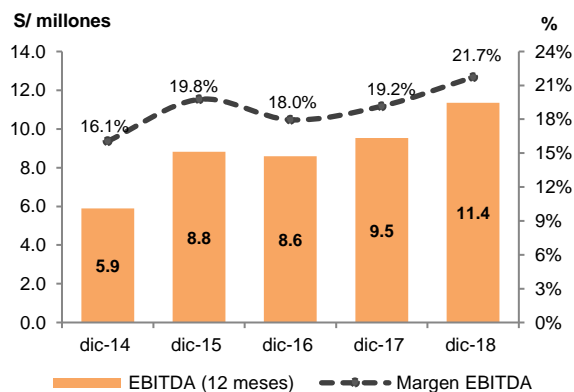
En cuanto a la generación de efectivo, el EBITDA del periodo resultó en S/ 11.35 MM mayor en 19.2% respecto a diciembre 2017, explicado por la mayor utilidad operativa.

**EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS, COSTOS Y UTILIDAD BRUTA**



Fuente: Medrock / Elaboración: PCR

**EVOLUCIÓN DEL EBITDA Y MARGEN EBITDA**



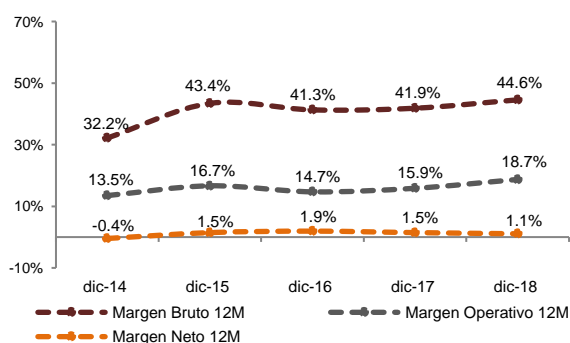
Fuente: Medrock / Elaboración: PCR

### Rendimiento Financiero

A diciembre 2018, la empresa registró una utilidad neta de S/ 0.6 MM, presentando una disminución de S/ 0.2 MM (-22.0%) respecto a diciembre 2017. Asimismo, se registraron gastos financieros por S/ 8.6 MM, los cuales son mayores en 4.3% respecto a un año atrás, dado los mayores intereses, gastos sobre préstamo y gastos de documentos descontados.

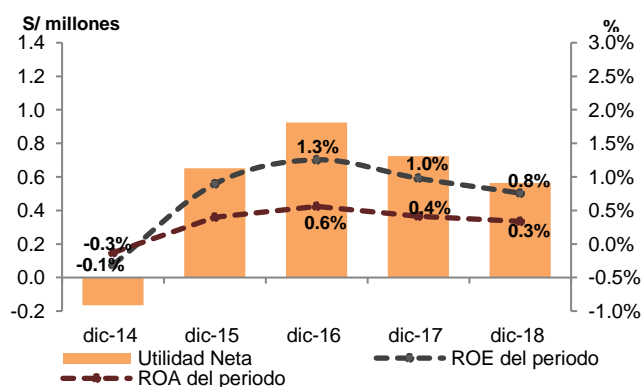
En consecuencia, se obtuvieron menores indicadores de rentabilidad, obteniéndose un ROE del periodo de 0.8% (diciembre 2017: 1.0%) y un ROA de 0.3% (diciembre 2017: 0.4%). Es importante mencionar que los ratios de rentabilidad mostraron una tendencia negativa en el año 2014 debido a las menores utilidades obtenidas, sin embargo, a partir de 2015 se observan mejoras en línea con las mayores ventas registradas.

**MARGENES DE RENTABILIDAD**



Fuente: Medrock / Elaboración: PCR

**INDICADORES DE RENTABILIDAD**



Fuente: Medrock / Elaboración: PCR

### Liquidez

La Compañía supervisa las proyecciones de flujos de efectivo realizadas sobre los requisitos de liquidez para asegurar que haya suficiente efectivo para alcanzar las necesidades operacionales, manteniendo suficiente margen para las líneas de crédito. Los excedentes de efectivo y saldos por encima del requerido para la administración de capital de trabajo se mantienen en cuentas corrientes a la vista en entidades bancarias.

A diciembre 2018, Medrock registró S/ 66.5 MM en activos corrientes, el cual es menor en 9.2% respecto al cierre 2017, por la disminución de efectivo y equivalente de efectivo en 60.6% y las cuentas por cobrar a partes relacionadas en 31.8%. Los

<sup>7</sup> Comprende los gastos de ventas, gastos de administración y otros gastos e ingresos.



activos corrientes estuvieron compuestos principalmente por cuentas por cobrar comerciales (28.8%), cuentas por cobrar a partes relacionadas (29.5%) y existencias (28.2%).

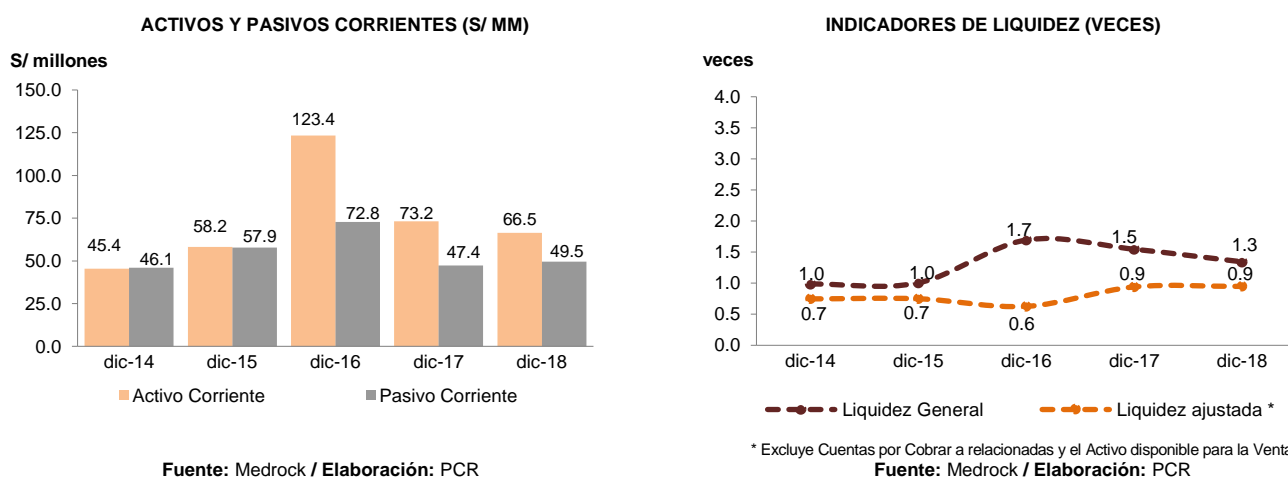
En lo que respecta al nivel de existencias, éstas ascendieron a S/ 18.8 MM presentando un incremento del 11.0% respecto al cierre 2017, principalmente por el aumento de las materias primas y auxiliares en S/ 2.3 MM y suministros en S/ 0.7 MM. Al respecto, se generó mayor inventario para cubrir la parada de planta por la certificación de “Buenas Prácticas de Manufactura”.

En cuanto a las cuentas por cobrar a partes relacionadas presentadas dentro del activo corriente, éstas disminuyeron en 31.8% respecto al cierre 2017. Las principales cuentas por cobrar están referidas principalmente a operaciones con: Eske Fisheries por un saldo de S/ 12.3 MM (62.7%), Medrock Corporation División Brasil por S/ 4.5 MM (23.2%) y Eske Coporation SAC por S/ 1.1 MM (5.7%).

Los pasivos corrientes, éstos totalizaron S/ 49.5 MM, mayor en 4.5% respecto a lo registrado al cierre 2017, debido al incremento de las cuentas por pagar comerciales en 21.4% y las obligaciones financieras de corto plazo en 2.6%.

La Compañía registró un indicador de liquidez general de 1.3x, lo cual es menor a lo obtenido al cierre 2017 cuando fue de 1.6x, debido al incremento de los pasivos corrientes. En esa línea, el indicador de liquidez ajustado, que excluye las cuentas por cobrar a partes relacionadas y el inmueble clasificado como activo disponible para la venta, se situó en 1.0x (diciembre 2017: 0.9x).

Adicionalmente, cabe mencionar que la Compañía se comprometió en el Prospecto Marco a mantener un ratio de liquidez general por encima de la unidad a partir de los 90 días de efectuada la colocación de papeles comerciales. Con el objetivo, de cumplir con el ratio de liquidez planteado, la Compañía reperfiló la deuda de corto a largo plazo por medio de un financiamiento con una Cooperativa, colocando como garantía hipotecaria el local donde actualmente realizan sus operaciones el cual se encuentra ubicado en el distrito de Pueblo Libre (Lima).



De otro lado, en relación con el ciclo de conversión de efectivo, éste se ubicó en 200 días (2017: 215 días), producto del aumento de los días promedio de inventarios de 211 a 233 días, no obstante, el ciclo de conversión es menor a lo registrado a diciembre 2017 (215 días). Asimismo, los días promedio de cuentas por pagar pasaron de 136 días a 165 días, en línea con el incremento de las cuentas por pagar comerciales (+21.4%). Al respecto, cabe mencionar que dentro de las medidas implementadas por la Compañía para mejorar su capacidad de generación de efectivo se encuentra la reducción del plazo promedio de permanencia en inventarios. Esta medida se viene aplicando por medio de la reducción del portafolio de productos de baja rotación y de poco margen de contribución como las ventas institucionales al estado.

### Solvencia y Endeudamiento

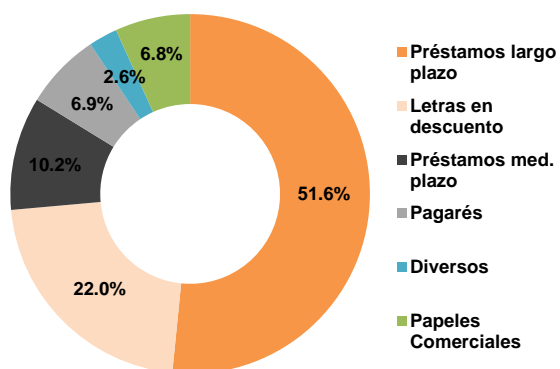
La deuda financiera es el principal componente dentro del pasivo total de la Compañía, al representar el 64.7%. A diciembre 2018, dichas obligaciones financieras ascendieron a S/ 59.7 MM, el cual disminuyó en 16.2% respecto a diciembre 2017, debido a los menores pasivos de corto plazo, los cuales disminuyeron en 2.2% por menores letras de descuento. Asimismo, los pasivos no corrientes disminuyeron en 19.7% debido a menores obligaciones a largo plazo (-27.4%). Respecto a la deuda financiera de largo plazo, principalmente se compone de la deuda asumida con una cooperativa por el monto de USD 12 MM con vencimiento al 2024, destinado, entre otros, al pago total de obligaciones con una entidad bancaria. A diciembre 2018, el saldo pendiente de pago es de S/ 30.8 MM.

Cabe mencionar, que las obligaciones financieras mostraron una recomposición de su estructura hacia el largo plazo desde junio 2017, no obstante, al corte de evaluación, la deuda financiera de corto plazo representó el 51.9% (diciembre 2017: 44.4%), mientras que la parte de largo plazo representó el 48.1% (diciembre 2017: 55.6%).

A diciembre 2018, los instrumentos que la Compañía utiliza para financiarse están representados principalmente por préstamos de largo plazo (51.6%), que corresponde al préstamo con la Cooperativa antes mencionado, letras en descuento (22.0%), préstamos de mediano plazo (10.2%), pagarés (6.9%) y papeles comerciales (6.8%).

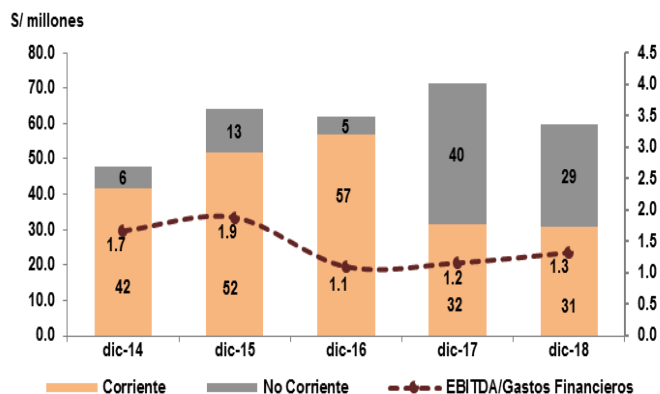


## ESTRUCTURA DE LA DEUDA FINANCIERA A DICIEMBRE 2018



Fuente: Medrock / Elaboración: PCR

## EVOLUCIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA (S/ MM)



Fuente: Medrock / Elaboración: PCR

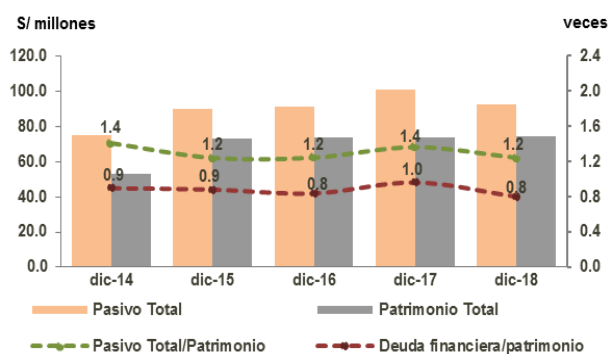
La mayor deuda se destinó al pago total de obligaciones con una entidad bancaria, las necesidades de capital de trabajo, financiamiento de importaciones y los trabajos en curso de la nueva planta de producción de productos biológicos en Ventanilla.

En consecuencia, la relación deuda financiera a patrimonio se ubicó en 0.80x, el cual fue menor en comparación con lo registrado a diciembre 2017 (0.96x). Cabe mencionar, que el ratio de apalancamiento ajustado (deuda financiera/patrimonio) propuesto como *covenant* en el Prospecto Marco para el Primer Programa de Emisión, no incorpora las letras en descuento como parte de la deuda financiera, debiendo ser menor a 0.8 veces. A diciembre 2018, se obtuvo un ratio ajustado de 0.63 veces, cumpliendo con lo establecido como *covenant* (<0.8x).

En lo que respecta al patrimonio, el mismo que ascendió a S/ 74.4 MM, no presentó mayores variaciones respecto al cierre 2017 (+0.6%), mencionándose que los leves incrementos es producto del aumento de los resultados acumulados. El patrimonio de Medrock se encuentra compuesto principalmente por el excedente de revaluación en un 48.7% y por el capital social en 35.0%. El excedente de revaluación se refiere al aumento de valor de los terrenos de la Compañía sobre la base de una tasación técnica practicada por profesionales independientes con periodicidad anual, las mismas que han tenido el efecto de incrementar el valor de los terrenos.

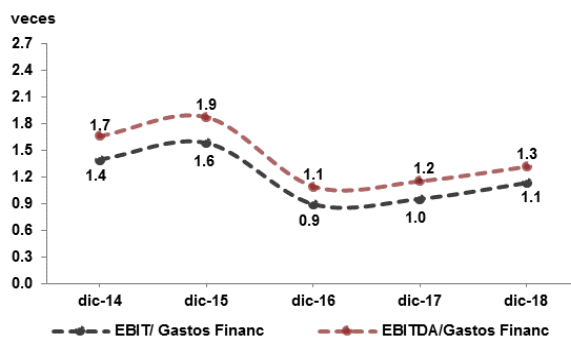
En consecuencia, el ratio de apalancamiento (pasivo/patrimonio) se ubicó en 1.24x, siendo menor a lo obtenido al cierre 2017 (1.36x). Asimismo, su ratio de cobertura del servicio de la deuda (RCSD) se situó en 0.43x a diciembre 2018 (diciembre 2017: 0.37x), manteniéndose por debajo de la unidad, lo cual implica una limitada capacidad de pago de servicio de deuda, con la generación del negocio. Por su parte, el ratio de cobertura de gastos financieros anualizados (EBITDA 12M/Gastos Financieros 12M) exhibió una mejora al ubicarse en 1.32x, mayor al 1.15x registrado al cierre 2017, favorecido por el incremento del EBITDA, con lo cual puede cubrir adecuadamente los intereses.

## EVOLUCIÓN DEL PASIVO TOTAL Y PATRIMONIO (S/ MM)



Fuente: Medrock / Elaboración: PCR

## INDICADORES DE COBERTURA



## Riesgo de Tipo de Cambio

Las actividades de la Compañía y su endeudamiento en moneda extranjera exponen a Medrock al riesgo de tipo de cambio. La Compañía viene tomando derivados de cobertura por tipo de cambio con el objetivo de reducir su exposición a la moneda extranjera. A diciembre 2018, se registró una pérdida por diferencia de cambio en S/ 0.6 MM (diciembre 2017: +S/ 1.8MM).

## Instrumento Clasificado

En Junta General de Accionistas celebrada el 20 de enero de 2014 se aprobó el financiamiento de la Compañía por medio de una oferta pública a través del Mercado Alternativo de Valores (MAV), denominado "Primer Programa de Emisión de Instrumentos de Corto Plazo Medrock" hasta por un monto máximo en circulación de S/ 10.0 millones o su equivalente en dólares americanos. El programa tiene una vigencia de seis años contados a partir de su inscripción en el Registro Público del

Mercado de Valores de la SMV, el cual se produjo el 25 de junio de 2014 mediante Resolución de Intendencia General SMV N° 059-2014-SMV/11.1.

Durante el año 2017 y a la fecha de elaboración del presente informe, Medrock Corporation no cuenta con emisiones públicas vigentes dentro del marco del Primer Programa de Emisión de Instrumentos de Corto Plazo.

De otro lado, en octubre de 2016, la Junta Universal de Accionistas de Medrock aprobó la Quinta Emisión Privada del Programa de Instrumentos de Corto Plazo hasta por S/ 10 MM o su equivalente en dólares americanos. Al respecto, se han colocado y emitido las series A, B, C, D, E, F, G durante fines del 2016 hasta agosto 2017, de las cuales la última (la serie G) fue por un valor de S/ 0.5 MM con vencimiento a 180 días.

Características del Primer Programa de Emisión de Instrumentos de Corto Plazo Medrock	
<b>Emisor</b>	Medrock Corporation S.A.C.
<b>Tipo de instrumento</b>	Instrumentos de Corto Plazo (Papeles Comerciales)
<b>Estructurador y Agente Colocador</b>	Andes Advanced Securities Sociedad Agente de Bolsa S.A.C.
<b>Monto del Programa</b>	Hasta por S/ 10,000,000 o su equivalente en dólares americanos (USD)
<b>Moneda</b>	Dólares americanos o su equivalente en Soles
<b>Plazo de Instrumento</b>	No mayores a un año.
<b>Amortización</b>	Sobre el 100% del valor nominal al plazo de vencimiento
<b>Destino</b>	Para capital de trabajo. Asimismo, se deja expresa constancia de que los recursos no serán destinados para financiar otras operaciones de las empresas vinculadas al emisor.
<b>Garantías</b>	Genérica sobre el patrimonio de la Empresa, además de garantía específica de carta fianza de fiel cumplimiento emitida por el Banco de Crédito del Perú hasta por el monto de las emisiones.
<b>Covenants</b>	Ratio de Liquidez Corriente (Activo Corriente/Pasivo Corriente) mayor a 1.0 veces.
	Ratio de Apalancamiento (Deuda Financiera*/Patrimonio) menor a 0.8 veces. *Deuda financiera no considera letras en descuento

Cumplimiento de Covenants					
Ratio / Periodo	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Liquidez Corriente	✓	✓	✓	✓	✓
Apalancamiento*	✓	✓	✓	✓	✓

\* El cálculo del ratio de apalancamiento propuesto como covenant no considera las letras en descuento como parte de la deuda financiera.

EMISIONES PÚBLICAS REALIZADAS EN EL PERÍODO 2014 - 2016									
Monto Inscrito	2da Emisión					3ra Emisión	2da Emisión		
	US\$ 3,000,000					S/ 6,400,000	US\$ 3,000,000		
<b>Monto Colocado</b>	US\$ 1,000,000	US\$ 1,000,000	US\$ 1,000,000	US\$ 1,000,000	US\$ 1,000,000	S/ 3,150,000	US\$ 812,000	US\$ 500,000	US\$ 263,000
<b>Serie</b>	A	B	C	D	E	A	F	G	H
<b>Tasa</b>	3.70%	3.40%	2.95%	2.75%	2.35%	6.25%	4.00%	3.50%	3.00%
<b>Fecha de Colocación</b>	31-jul-14	28-ago-14	02-feb-15	26-feb-15	20-ago-15	02-sep-15	16-feb-16	08-mar-16	28-abr-16
<b>Fecha de Vencimiento</b>	27-ene-15	24-feb-15	03-ago-15	26-ago-15	17-feb-16	17-feb-16	15-ago-16	05-sep-16	26-oct-16*
<b>Plazo</b>	180 días	180 días	182 días	180 días	180 días	180 días	180 días	180 días	180 días

\*El 05 de setiembre 2016, la serie H fue precancelada.

Anexo

MEDROCK CORPORATION S.A.C. (En miles de S/)

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Activo Corriente	45,436	58,170	123,399	73,229	66,483
Activo Corriente (Prueba Ácida)	27,603	35,812	36,609	50,262	39,546
Activo No Corriente	82,471	104,547	41,569	101,296	100,122
<b>Activo Total</b>	<b>127,907</b>	<b>162,716</b>	<b>164,968</b>	<b>174,525</b>	<b>166,605</b>
Pasivo Corriente	46,057	57,883	72,819	47,370	49,494
Pasivo No Corriente	28,680	32,124	18,520	53,211	42,713
<b>Pasivo Total</b>	<b>74,737</b>	<b>90,007</b>	<b>91,339</b>	<b>100,582</b>	<b>92,206</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>53,170</b>	<b>72,710</b>	<b>73,630</b>	<b>73,943</b>	<b>74,399</b>
Deuda Financiera	47,769	64,210	61,840	71,240	59,673
Corriente	41,516	51,668	56,727	31,658	30,951
No Corriente	6,253	12,542	5,113	39,583	28,721
Ventas Netas	36,728	44,611	47,815	49,728	52,234
Costo de Ventas	-24,911	-25,244	-28,070	-28,916	-28,954
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>11,817</b>	<b>19,367</b>	<b>19,746</b>	<b>20,812</b>	<b>23,280</b>
Gastos Operacionales*	-6,865	-11,938	-12,720	-12,929	-13,500
<b>Resultado de Operación</b>	<b>4,952</b>	<b>7,428</b>	<b>7,026</b>	<b>7,883</b>	<b>9,780</b>
Otros Ingresos y Egresos	-1,573	-2,088	1,753	1,104	-598
Ingresos Financieros	954	1,397	2,516	496	1,098
Gastos Financieros	-3,544	-4,690	-7,856	-8,263	-8,618
<b>Utilidad Neta</b>	<b>-165</b>	<b>651</b>	<b>924</b>	<b>724</b>	<b>565</b>
Margen Bruto 12M	32.18%	43.41%	41.30%	41.85%	44.57%
Margen Operativo 12M	13.48%	16.65%	14.69%	15.85%	18.72%
Margen Neto 12M	-0.45%	1.46%	1.93%	1.46%	1.08%
EBIT 12M	4,952	7,428	7,026	7,883	9,780
EBITDA 12M	5,898	8,815	8,585	9,528	11,352
Gastos Financieros 12M	3,544	4,690	7,856	8,263	8,618
EBIT/Gastos Financieros 12M	1.4	1.58	0.89	0.95	1.13
EBITDA/Gastos Financieros 12M	1.66	1.88	1.09	1.15	1.32
Ratio de Cobertura de Serv. Deuda 12M	0.15	0.19	0.19	0.37	0.43
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.62	0.64	0.8	0.47	0.54
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.38	0.36	0.2	0.53	0.46
Deuda Financiera / Pasivo Total	0.64	0.71	0.68	0.71	0.65
Pasivo No Corriente / Patrimonio	0.54	0.44	0.25	0.72	0.57
Deuda Financiera / Patrimonio	0.9	0.88	0.84	0.96	0.8
Pasivo Total / Activo	0.58	0.55	0.55	0.58	0.55
Pasivo Total / Patrimonio	1.41	1.24	1.24	1.36	1.24
Pasivo No Corriente / EBITDA	4.86	3.64	2.16	5.58	3.76
Deuda Financiera / EBITDA	8.1	7.28	7.2	7.48	5.26
Pasivo Total / EBITDA	12.67	10.21	10.64	10.56	8.12
ROA 12M	-0.13%	0.40%	0.56%	0.41%	0.34%
ROA Ajustado**	-0.16%	0.44%	0.63%	0.50%	0.38%
ROE 12M	0.82%	0.16%	1.25%	0.98%	0.76%
ROE Ajustado***	-0.62%	1.78%	2.47%	1.92%	1.48%
Liquidez General	0.99	1.00	1.69	1.55	1.34
Liquidez General Ajustado ****	0.75	0.75	0.63	0.94	0.95
Prueba Ácida	0.66	0.7	0.57	1.19	0.96
Capital de Trabajo	-620	287	50,580	25,859	16,989
Ciclo de conversión del efectivo	316	323	245	215	200
Días promedio de cuentas por cobrar	133	129	134	140	132
Días promedio de inventarios	216	250	274	211	233
Días promedio de cuentas por pagar	34	55	163	136	165

\*Se consideran los gastos de ventas, de administración, otros ingresos y gastos.

\*\*No se considera a las cuentas por cobrar a relacionadas para el cálculo del activo.

\*\*\* No se considera el excedente de revaluación sin capitalizar para el cálculo del patrimonio.

\*\*\*\* No considera el activo disponible para la venta ni las cuentas a relacionadas.

Fuente: Medrock / Elaboración: PCR