



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Informe Anual

A n a l i s t a

Carlos Ebersperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 19

carlos.ebersperger@humphreys.cl

## Farmacias Ahumada S.A.

Octubre 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

| Categoría de riesgo   |                                                     |
|-----------------------|-----------------------------------------------------|
| Tipo de instrumento   | Categoría                                           |
| Bonos<br>Tendencia    | <b>A</b><br><b>Estable</b>                          |
| Acciones<br>Tendencia | <b>Primera Clase Nivel 2</b><br><b>Desfavorable</b> |
| EEFF base             | 30 junio de 2010                                    |

| Estado de Resultados Anual Consolidado, NCCh |              |              |              |              |              |
|----------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| M\$ de junio 2010                            | 2004         | 2005         | 2006         | 2007         | 2008         |
| Ingreso operacional total                    | 743.392.997  | 746.535.197  | 783.917.250  | 921.206.840  | 916.522.867  |
| Costo explotación                            | -556.984.311 | -565.303.461 | -592.758.712 | -706.017.413 | -701.249.840 |
| Gasto administración y venta                 | -178.951.062 | -178.467.561 | -176.880.489 | -196.533.929 | -203.311.859 |
| Resultado operacional                        | 7.457.624    | 2.764.175    | 14.278.049   | 18.655.497   | 11.961.168   |
| Resultado no operacional                     | -7.318.189   | -11.693.450  | -7.144.932   | -3.965.698   | -8.561.222   |
| Gastos financieros                           | -5.562.868   | -4.785.761   | -3.965.638   | -4.687.401   | -8.725.131   |
| Utilidad neta                                | 4.577.078    | -3.967.230   | 8.178.307    | 7.999.647    | 725.381      |
| EBITDA                                       | 25.039.788   | 20.001.236   | 30.373.375   | 35.460.951   | 31.052.334   |

| Balance General Consolidado, al 31 de diciembre, NCCh |                    |                    |                    |                    |                    |
|-------------------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| M\$ de junio 2010                                     | 2004               | 2005               | 2006               | 2007               | 2008               |
| Activo Circulante                                     | 176.307.378        | 166.025.920        | 182.730.147        | 212.114.987        | 203.355.684        |
| Activo Fijo                                           | 118.057.877        | 120.443.659        | 132.521.891        | 146.247.318        | 158.170.513        |
| Otros Activos                                         | 53.368.624         | 40.364.472         | 42.618.115         | 37.977.946         | 65.652.370         |
| <b>Total Activos</b>                                  | <b>347.733.879</b> | <b>326.834.050</b> | <b>357.870.154</b> | <b>396.340.251</b> | <b>427.178.567</b> |
| Pasivo Circulante                                     | 169.573.552        | 164.564.029        | 197.250.035        | 237.136.798        | 244.062.060        |
| Pasivo Largo Plazo                                    | 72.606.062         | 66.047.370         | 57.374.021         | 53.846.507         | 97.230.691         |
| Patrimonio Total                                      | 74.076.789         | 67.642.421         | 73.177.923         | 77.326.794         | 74.692.537         |
| <b>Total Pasivos</b>                                  | <b>347.733.879</b> | <b>326.834.050</b> | <b>357.870.154</b> | <b>396.340.251</b> | <b>427.178.567</b> |
| <b>Deuda Financiera</b>                               | <b>70.747.321</b>  | <b>65.008.071</b>  | <b>64.015.137</b>  | <b>60.314.960</b>  | <b>116.910.323</b> |

| Estado de Resultados Consolidado, IFRS        |             |             |             |             |             |
|-----------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| M\$ de junio 2010                             | 2008        | 2009        | Ene-Jun 08  | Ene-Jun 09  | Ene-Jun 10  |
| Ingresos Ordinarios                           | 878.709.110 | 842.467.144 | 443.421.955 | 426.373.255 | 404.164.219 |
| Costo de Ventas                               | 673.346.423 | 643.328.208 | 341.858.169 | 325.979.308 | 304.793.747 |
| Total Gastos de Administración y Distribución | 190.874.919 | 186.228.032 | 93.584.649  | 93.580.429  | 93.576.066  |
| Resultado Operacional                         | 14.297.318  | 12.844.913  | 7.979.137   | 6.813.518   | 5.794.406   |
| Gastos Financieros                            | 29.514.465  | 27.629.742  | 3.890.194   | 4.222.652   | 3.426.247   |
| Ganancia (Pérdida)                            | -1.498.091  | 6.469.371   | -37.136     | 3.733.166   | 4.265.919   |
| EBITDA                                        | 29.514.465  | 27.629.742  | 15.511.142  | 14.245.700  | 13.360.783  |

| Estado de Resultados Consolidado, IFRS |             |             |             |             |
|----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| M\$ de Junio 2010                      | 31-Dic-08   | 30-Jun-09   | 31-Dic-09   | 30-Jun-10   |
| Activos Corrientes                     | 202.521.348 | 160.766.602 | 172.631.240 | 173.218.775 |
| Activos No Corrientes                  | 231.270.227 | 208.269.830 | 194.410.293 | 201.889.968 |
| Total de Activos                       | 433.791.575 | 369.036.433 | 367.041.534 | 375.108.743 |
| Pasivos Corrientes                     | 251.734.639 | 209.384.168 | 216.865.981 | 206.277.248 |
| Pasivos No Corrientes                  | 99.644.269  | 88.156.817  | 87.854.553  | 92.665.799  |
| Total de Pasivo                        | 351.378.908 | 297.540.985 | 304.720.534 | 298.943.047 |
| Patrimonio Total                       | 82.412.667  | 71.495.448  | 62.320.999  | 76.165.696  |
| Total de Patrimonio Neto y Pasivos     | 433.791.575 | 369.036.433 | 367.041.534 | 375.108.743 |
| Deuda Financiera                       | 113.465.095 | 99.210.246  | 97.341.731  | 107.404.353 |

## Opinión

### Fundamento de la Clasificación

**Farmacias Ahumada S.A. (FASA)** es la cadena de farmacias más grande a nivel de ventas en América Latina. Tiene presencia en Chile, Perú y México, situándose en cada uno de estos países entre los actores más importantes de los respectivos mercados. A junio de este año la empresa contaba con 1.255 locales y casi 250 mil m<sup>2</sup> de salas de ventas.

Las ventas consolidadas anuales de la compañía alcanzaron los US\$ 1.638 millones durante 2009, mientras que su EBITDA en los últimos tres años ha oscilado aproximadamente entre \$ 27.700 millones y \$ 31.000 millones. A junio de 2010, su pasivo financiero ascendía a 107 mil millones.

La clasificación de los instrumentos emitidos por el emisor –“**Categoría A**” para sus títulos de deuda y “**Primera Clase Nivel 2**” para sus títulos accionarios– se fundamenta en el sólido posicionamiento que la sociedad presenta, tanto en términos de ventas como de marca, en los tres países donde mantiene presencia, situación que permite, a su vez, que disminuciones en los márgenes comerciales de un mercado geográfico determinado o inestabilidades económicas locales, no afecten en forma global a los flujos de caja de la empresa.

Adicionalmente, la clasificación se ve favorecida por el hecho de que la elevada participación de mercado de la sociedad emisora fortalece su posición negociadora frente a los proveedores, lo que se complementa por la importante posición de su controlador en el mercado de la distribución de medicamentos en México. A ello se suma la adecuada capacidad de distribución que dispone la empresa y las positivas expectativas de crecimiento de los ingresos en el mediano y largo plazo, como consecuencia de un incremento esperado en el gasto en salud de la población en el continente.

Los principales riesgos que enfrenta la compañía son la fuerte competencia existente en Chile, segundo mercado para **FASA** en términos de ventas, y la baja fidelidad del cliente en el mercado farmacéutico en general, lo cual centra la competencia en el precio de venta.

Otros riesgos considerados en el proceso de clasificación son el que la mayoría de los ingresos del emisor se generan en países con riesgo soberano mayor al de Chile, lo que, además de la mayor vulnerabilidad económica implícita, implica riesgos en la transferencia de recursos por posibles limitaciones al acceso de divisas. Asimismo, parte importante de los flujos del emisor, en su calidad de matriz del grupo, derivan de los dividendos que puedan entregar sus filiales, los cuales pudieren verse restringidos por situaciones contables. Por otra parte, se reconocen los riesgos de eventuales modificaciones o flexibilizaciones en la legislación para la venta de medicamentos (como ocurrió en el mercado mexicano), situación que podría darse en Chile en corto plazo.

La perspectiva de la clasificación de los bonos de **FASA** se califica en “*Estable*”, por cuanto en el corto plazo no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría verse favorecida en la medida que la compañía mejore sus niveles de rentabilidad y los mantenga en el tiempo. Todo ello, sin que se produzca un deterioro significativo en su endeudamiento relativo ni en su posicionamiento de mercado.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de los bonos, es necesario que no se produzcan incrementos de su deuda si no van aparejados con aumentos proporcionalmente similares en su generación de caja, ni que haya un deterioro en los niveles de rentabilidad de la empresa (por ejemplo, por efecto de cambios legales). En particular, se espera que consolide su mayor exposición en el mercado mexicano, y aumente la rentabilidad de las operaciones en Perú.

La clasificación de las acciones de **FASA** en “**Primera Clase Nivel 2**” responde a la adecuada clasificación otorgada a los bonos del emisor y a la presencia bursátil accionaria, la que mensualmente ha oscilado en torno al 70%. Sus perspectivas, en tanto, se calificaron como “Desfavorables”, toda vez que a consecuencia de la oferta pública de acciones lanzada por Grupo Casa Saba (GCS) derivó en que ésta pasara a ser la controladora, concentrando el 97,8% de su propiedad, lo que probablemente derivará en una menor liquidez de las acciones en el mercado.

## Hechos Recientes

### Resultados 2009<sup>1</sup>

En 2009 los ingresos de explotación totalizaron \$ 842.467 millones, una contracción real de 4,1%, muy influenciada por la devaluación del peso mexicano en relación al chileno, sin la cual las ventas globales se habrían mantenido bastante estables en relación a 2008. Un 39,8% de las ventas provino de Chile, un 52,5% de México y un 7,7% de Perú.

Los costos de explotación fueron de \$ 643.328, bajando un 4,5% respecto de 2008. Esta disminución más intensa, respecto de los ingresos, proviene de las mayores ventas de productos de marca propia en Perú y de un *mix* más orientado hacia productos de consumo. Con ello, el margen de explotación mejoró desde un 23,4% a un 23,6% de los ingresos de la empresa.

Con la mayor eficiencia lograda producto de un reordenamiento administrativo en 2008, los gastos de administración y ventas experimentaron una baja real de 2,6%, situándose en \$ 186.228 millones. El resultado operacional fue de \$ 12.845 millones, con lo que tuvo una disminución de 10,2% entre 2008 y 2009, afectado por las menores ventas.

<sup>1</sup> Las cifras para 2008 y 2009 corresponden a la suma de los valores trimestrales, corregidas por variaciones del IPC a junio de 2010.

Producto de lo anterior, el EBITDA de 2009 se contrajo en un 6,4%, alcanzando a \$ 27.630 millones, proviniendo un 35% de las operaciones de Chile, un 62% de las de México y un 3% de Perú. En tanto, el resultado del ejercicio pasó de una pérdida de \$ 1.469 millones a una ganancia de \$ 6.469 millones, a lo cual contribuyó el pasar de pérdidas a ganancias tanto por diferencias de cambio como por unidades de reajuste (lo que explica más de \$ 4.500 millones del resultado), y la utilidad por la venta de Pharma Genexx S.A.

### Resultados primer semestre de 2010

En la primera mitad de 2010 los ingresos consolidados llegaron a \$ 404.164 millones, con una contracción real de 5,2% en relación al primer semestre de 2009, la que se explica por los efectos del cierre de tiendas producto del terremoto en Chile y por el menor consumo en la zona Norte-Occidente de México, el área de operación más importante de la empresa en ese país, ante el clima de inseguridad que se ha desarrollado en el lugar. Además impactó la devaluación de las monedas peruanas y mexicanas ante el peso chileno. Un 39,6% de las ventas provino de Chile, un 52,3% de México y el restante 8,1% de Perú.

Los costos de explotación, en tanto, disminuyeron de forma más intensa, en 6,5%, alcanzando \$ 304.794 millones, lo que tiene su origen en el traslado de las ventas hacia productos de mayor margen, como los de marca propia y de consumo, además del aumento de los márgenes como resultado del clima económico más favorable en la región. Así, el margen de explotación pasó de un 23,5% de los ingresos a un 24,6% de ellos.

Si bien las ventas del período fueron menores, los gastos de administración y ventas permanecieron constantes de forma real en relación al valor de un año atrás, llegando a \$ 93.576, al expandirse en 1,8% el número total de locales. El resultado operacional fue de \$ 5.794 millones, cayendo un 15%, principalmente por la invariabilidad ya descrita de los gastos de administración y ventas.

El EBITDA del período se contrajo menos, en 6,2%, llegando a \$ 13.361 millones, producto de que los gastos por depreciación se incrementaron al haber una mayor base de locales operando. Este indicador provino en un 52% de Chile, en un 46% de México y en un 2% de Perú. El resultado del ejercicio subió 14,3%, hasta \$ 4.266 millones, a lo que contribuyó un menor nivel de gastos financieros y créditos fiscales por impuestos en México, compensadas en parte por cargos por unidades de reajuste por la mayor inflación en relación a un año anterior.

### Eventos recientes

El 18 de mayo recién pasado, **FASA** informó que su controlador a ese entonces, José Corner Chijner, acordó la venta de su participación en la empresa al grupo mexicano Grupo Casa Saba S.A.B. de C.V (GCS), la cual debía concretarse mediante una oferta pública de acciones (OPA) por el 100% de la propiedad. CS debió realizar una consulta a la Comisión Federal de Competencia de México, debido a que, al igual que **FASA**, posee farmacias en ese país, lo cual finalmente fue aprobado por dicha autoridad.

En agosto de 2010, CS lanzó la oferta pública de acciones por **FASA**, declarada exitosa en octubre último con un 97,8% de acciones adheridas a la propuesta. Como consecuencia, durante el mismo mes se procedió a renovar el directorio de la empresa, reduciéndose el número de miembros de nueve a siete, y resultando electo presidente del directorio don Alberto Saba Ades, presidente de GCS en México.

## Definición de Categorías de Riesgo

### Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenecen o en la economía.

### Categoría Primera Clase Nivel 2

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una muy buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y Fortalezas

**Fuerte posición de mercado:** Farmacias Ahumada es la cadena farmacéutica más grande a nivel de ventas en Latinoamérica, con ingresos en torno a US\$ 1.636 millones. En Chile posee una fuerte participación de mercado, con 355 locales a junio de 2010, y es la segunda cadena de farmacias. En Perú, a través de Boticas Fasa, también es la segunda farmacia en participación de mercado, con 190 locales establecidos. En México, mediante Farmacias Benavides, es la principal cadena en el norte y occidente del país, especialmente en Monterrey, con 710 puntos de venta a junio de 2010, ubicándose en tercer lugar a nivel mexicano en términos de ventas. En todos los mercados, las marcas con que opera FASA se encuentran dentro de las más recordadas por el público en general.

**Diversificación geográfica:** La presencia del emisor en tres países le permite soportar de mejor forma la presión sobre los márgenes que pueden afectar al negocio de un mercado en particular. Así, cuando en Chile existió una fuerte presión en tal sentido por la intensificación de la competencia, la operación en México ayudó a compensar en parte la situación. Actualmente sucede a la inversa.

**Fuerte posición negociadora con proveedores:** La importancia del emisor como intermediario de productos farmacéuticos, unido a la alta disponibilidad de laboratorios, entrega a **FASA** una sólida posición para negociar precios, descuentos y formas de pagos con sus proveedores. Con la adquisición de la empresa por parte de Casa Saba, esta situación se verá reforzada dado el fuerte posicionamiento del controlador en el mercado de distribución farmacéutica, y en otros rubros, en México. Por el contrario, en Chile esta fortaleza podría disminuir si se deroga la exclusividad de las farmacias en la venta de remedios sin recetas

**Perspectivas positiva de la demanda:** El crecimiento de la demanda de productos farmacéuticos debiera verse favorecida a futuro por el envejecimiento de la población y el crecimiento en sus niveles de ingresos (el consumo de medicamentos tiene relación directa con estos factores) tanto en Chile como México y Perú. Por otra parte, la política de continua expansión y crecimiento que ha enfrentado la compañía señalan positivas perspectivas, particularmente en Perú y México, donde la participación de las grandes cadenas está en torno al 40% y el 20% (en Chile llega al 90%).

**Capacidad de distribución y tecnología:** La compañía cuenta con centros de distribución centralizados para sus operaciones en los tres países donde opera, con personal calificado y tecnologías de avanzada para la recepción, almacenaje y despacho de productos. La existencia de estos activos permite controlar el nivel de servicio de los inventarios en las farmacias y no supeditar la operación al nivel de servicio que entreguen los proveedores o distribuidores. Además, facilita el control sobre las mermas, reduce la necesidad de personal en labores de manejo de existencias y minimiza la posibilidad que algún punto de venta no cuente con los productos demandados. En opinión de **Humphreys**, la existencia de un adecuado proceso de manejo de inventarios es parte clave en el éxito de un negocio *retail*, y en ese aspecto **FASA** cuenta con la infraestructura acorde a las exigencias actuales del mercado.

**Mix de ventas:** La diversificación de productos presenta una oportunidad de desarrollo del negocio, por cuanto las ventas de productos de conveniencia ha crecido fuertemente en comparación a las de productos farmacéuticos, impulsando los ingresos recibidos de los últimos períodos.

## Factores de Riesgo

**Fuerte competencia en Chile:** En el mercado farmacéutico nacional existe una fuerte competencia entre las cadenas de farmacias existentes, en particular entre las tres más grandes, habiendo existido recurrentes “guerras de precios” que empuja los márgenes a la baja. Además, cada una de ellas posee fuerte presencia nacional y reconocimiento de marca.

Por otra parte, el mercado de productos de consumo masivo (en el que también se desenvuelve **FASA**) presenta una fuerte competencia de otros canales de distribución, tales como supermercados, tiendas de departamentos, perfumerías y bazares.

**Poca fidelidad de los clientes:** El bajo nivel de lealtad de los consumidores en el mercado de medicamentos, a consecuencia de la uniformidad del producto vendido, fomenta las estrategias de venta basadas en una política de descuentos de precios y obliga a las empresas a mantener elevados esfuerzos publicitarios, aumentando así el punto de equilibrio y, por ende, afectando negativamente los flujos de caja generados. En contraposición, es importante destacar que para fidelizar a sus clientes la cadena ha buscado realizar alianzas con administradores de distintos medios de pago, y diversificar la oferta de productos ofrecidos, de modo de compensar en parte la presión sobre los márgenes de los medicamentos.

**Riesgo de los mercados externos:** Si bien el ingreso de **FASA** a otras economías de Latinoamérica implica diversificar sus fuentes de ingresos, también la expone a los riesgos propios de tales países, los cuales se caracterizan por una menor estabilidad y niveles de riesgo superiores a los de Chile: México ha sido clasificado en *Baa1* en escala global y moneda extranjera y Perú en *Ba1* (Chile está clasificado en *A1* y *Aa3*). Es importante destacar en este sentido que la compañía ha aumentado su presencia relativa en México, situación que expone de mayor manera sus flujos a variaciones asociadas a dicho país.

**Cambios en la legislación:** De acuerdo con la legislación actual, sólo las farmacias están facultadas para vender medicamentos en Chile y Perú, ya sea para medicamentos con o sin la necesidad de una receta médica. Sin embargo, en el futuro las farmacias podrían verse afectadas por cambios en la legislación que permitan la distribución de medicamentos sin receta a través de otros canales de distribución, como es el caso de los supermercados, medida que se ha estado discutiendo en Chile. Disposiciones de esta índole acentuarían aun más los niveles de competencia del rubro y podrían afectar la participación de mercado de la empresa. Sin embargo, este riesgo se ve atenuado, ya que en México, el mercado más importante para **FASA**, ya se pueden vender medicamentos que no requieren receta médica en las góndolas y la competencia se da no sólo con farmacias, sino que también con supermercados y otras tiendas de *retail*.

**Riesgo de transferencia de fondos desde filiales:** Dado que los ingresos en efectivo que provienen de las filiales son recibidos legalmente mediante el pago de dividendos, cualquier situación que afecte negativamente las utilidades de estas empresas - incluso de carácter contable – repercutirá en menores flujos de caja para el emisor. Similares consecuencias tendría una eventual restricción del flujo de divisas en los países en donde se ubican las inversiones de **FASA**.

## Antecedentes Generales

### Historia

Farmacias Ahumada S.A. tiene su origen en 1968, al inaugurarse el primer local de la cadena en Santiago por José Codner.

**1992:** Se dio inicio a la expansión dentro de Chile.

**1994:** Se creó Laboratorios Fasa S.A., filial destinada a desarrollar productos de marcas propias.

**1996:** La empresa ingresó al mercado peruano a través de la creación de Boticas Fasa S.A.

1997: Se realizó la apertura de la compañía en la Bolsa de Comercio de Santiago.

2000: La empresa entró en el mercado brasilero a través de la adquisición del 77% de Drogamed. El mismo año Falabella SACI ingresó a la propiedad con un 20%.

**2002:** se produjo la toma de control de Farmacias Benavides, con lo cual la empresa entró al mercado mexicano.

Enero de 2006: La empresa abandonó el mercado brasilero al vender el 100% de su participación en Drogamed.

Diciembre de 2006: Se dio origen a la alianza estratégica entre **FASA** y D&S, mediante la cual la primera adquirió los locales Farmalider y la tarjeta presto pasó a ser medio de pago en todos los locales de Farmacias Ahumada.

**2008:** **FASA** aumentó su participación en Farmacias Benavides S.A. (México), alcanzando el 95,62% de la propiedad.

**2010:** Mediante una OPA, Grupo Casa Saba se transformó el controlador de **FASA**

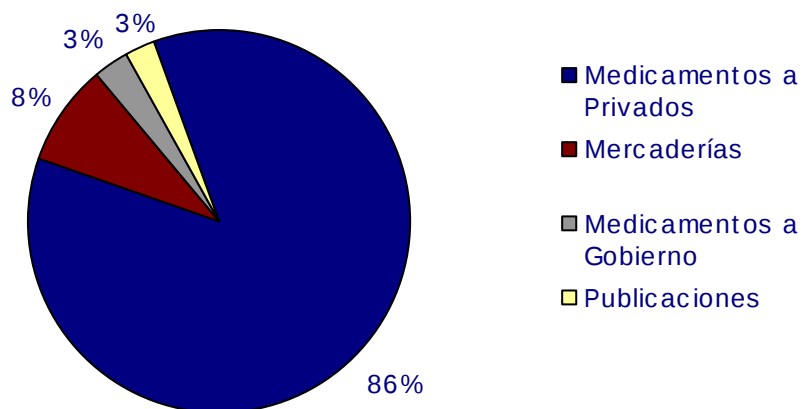
## Propiedad y administración

Luego de la OPA, la estructura de propiedad quedó estructurada de la siguiente forma:

| Nombre                   | N° de acciones | % de la propiedad |
|--------------------------|----------------|-------------------|
| Casa Saba S.A. de C.V.   | 146.693.539    | 97,8%             |
| Fondos de Inversión      | 1.131.208      | 0,8%              |
| Ejecutivos de la empresa | 1.040.000      | 0,7%              |
| Corredoras de bolsa      | 708.346        | 0,5%              |
| Otros accionistas        | 425.907        | 0,3%              |
| AFP                      | 1.000          | ~0%               |
| TOTAL                    | 150.000.000    | 100%              |

Grupo Casa Saba S.A.B. de C.V. es una sociedad constituida en México, fundada en 1892. Su principal rubro es la distribución de productos a minoristas en ese país, aunque también posee cadenas de farmacias en Brasil y México. En 2009, sus ventas se distribuyeron de la siguiente manera:

**Distribución de ventas Casa Saba 2009**



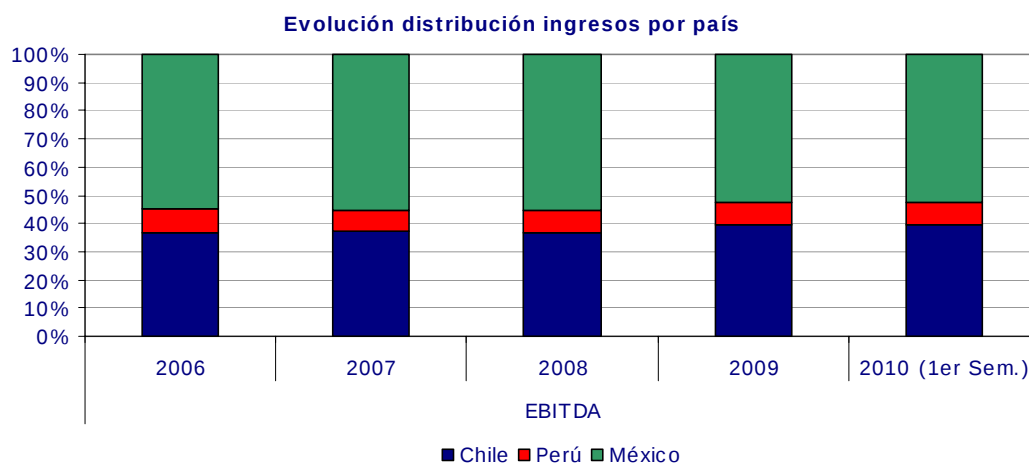
Las ventas de medicamentos a privados provienen fundamentalmente de la distribución de productos a las farmacias en México y la venta directa realizada a través de las farmacias CSB Drogarias S.A. en Brasil. Los ingresos por ventas de mercaderías corresponden a la venta a minoristas de productos de higiene, alimentos y otros, a autoservicios, farmacias y tiendas especializadas. Las ventas de medicamentos a gobierno corresponden al suministro en México mediante licitaciones a entidades estatales ligadas al rubro salud y a empresas estatales. Finalmente, la empresa distribuye publicaciones como revistas, libros y álbumes editados por terceros. La empresa adicionalmente ha desarrollado clínicas de tratamientos ambulatorios (medicina deportiva y traumatología, entre otros), tanto mediante control directo como a través de asociaciones.

En 2009, CS obtuvo ingresos por aproximadamente US\$ 2.285 millones, una utilidad de US\$ 21,5 millones, y un EBITDA de US\$ 76,6 millones. Además, poseía activos por US\$ 1.157 millones y su deuda financiera era de US\$ 182 millones.

## Mercados

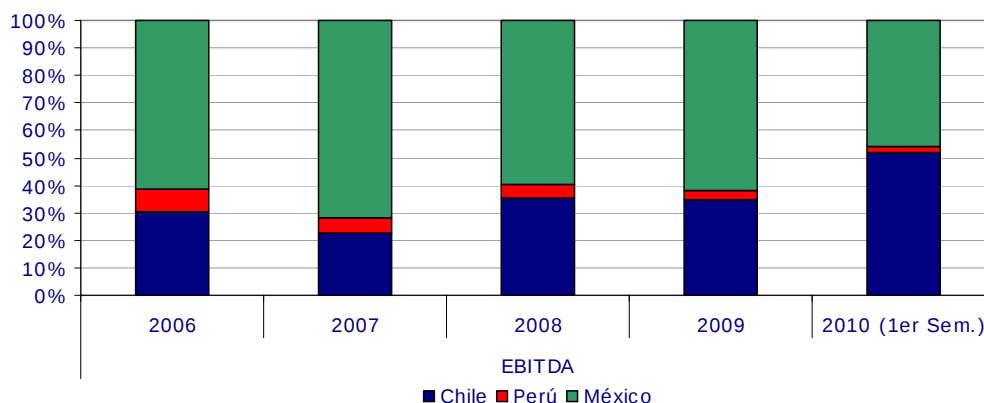
**FASA** participa en un mercado de productos estimado en US\$ 12 mil millones, lo que incluye tanto el área de medicamentos como de los productos de consumo masivo que comercializa, en Chile, México y Perú, siendo una de las más importantes cadenas a nivel mundial.

Entre 2006 y lo que va transcurrido de 2010 la distribución de ingresos por país no ha experimentado mayores cambios, con México representando entre el 53% y el 55% de ellos, Chile entre 37% y 40% y Perú siempre en torno a un 8%.

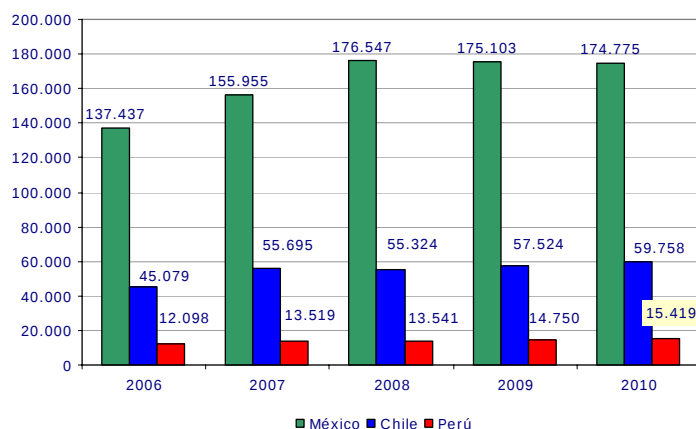


La diferencia entre países ha estado en la generación de EBITDA: México ha representado entre 46% y 72% del total de la compañía, mientras que Perú ha aportado desde 2% hasta 8%, y Chile entre 23% y 52%. Las diferencias se han originado en distintas variables: en Chile, el menor aporte ha ocurrido en años en que la competencia entre cadenas de farmacias ha presionado los márgenes del negocio, mientras que los aportes de Perú y México se ven influidos por las variaciones de las monedas locales en relación al peso chileno.

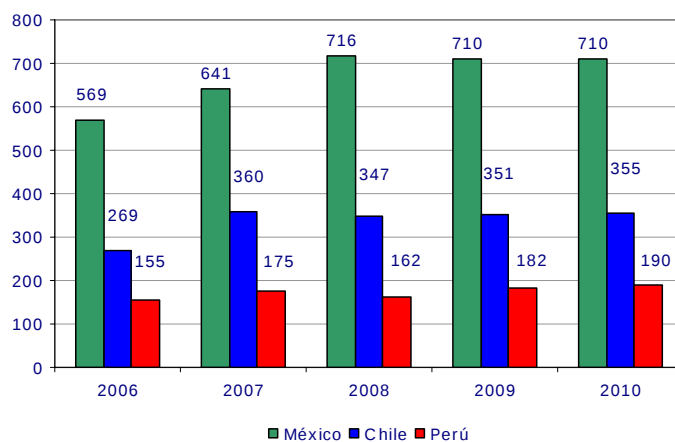
**Evolución distribución EBITDA por país**



**Evolución superficie de venta por país (m2)**



**Evolución número de tiendas**



## Chile (Farmacias Ahumada)

Farmacias Ahumada tiene presencia en todas las regiones de Chile. La cadena cuenta con 355 farmacias operativas (28,3% del total de FASA), las cuales totalizan 59.758 m<sup>2</sup> (23,9% del total), con un promedio de 168 m<sup>2</sup> por local. Las ventas al primer semestre en Chile totalizan un monto de \$ 161.764 millones, cayendo 0,8% real en relación al primer semestre de 2009, con un primer trimestre impactado por el terremoto, compensado en parte por el aumento del consumo del país del segundo trimestre.

Desde mayo de 2005 la empresa tiene, además, un centro de distribución de 16 mil metros cuadrados que cuenta con alta tecnología.

El mercado chileno está muy consolidado y los tres principales competidores (Cruz Verde, Farmacias Ahumada y Salcobrand) tienen una participación conjunta de más de 90% del mercado.

### Perú (Boticas Fasa)

Boticas Fasa es la segunda cadena de farmacias en Perú, con cerca del 12% del mercado. Cuenta con locales en las más importantes localidades del país, entre ellas Lima, Tacna, Arequipa, Cusco y Trujillo. A junio de 2010, la empresa contaba con 190 farmacias operativas (15,1% de FASA), las cuales totalizaban 15.419 m<sup>2</sup> (6,2% del total), y un promedio de 81,2 m<sup>2</sup> por tienda, el menor de los tres países. Las ventas durante el primer semestre de 2010 alcanzaron aproximadamente a \$ 33.969 millones, una disminución real de 1,2% con respecto a igual semestre de 2009, impactadas por la devaluación del nuevo sol peruano con respecto al peso chileno. En Perú, **FASA** cuenta con un centro de distribución de 2.800 metros cuadrados terminado en el primer trimestre del 2006. La industria de ventas farmacéuticas peruana se ha desarrollado, pero aún se encuentra muy atomizada, con los independientes abarcando 50% del mercado.

### México (Farmacias Benavides)

**Farmacias Benavides** tiene presencia en 16 estados y 112 ciudades, principalmente del norte y occidente de México, constituyéndose en la cadena más grande en términos de número de locales. Al cierre del primer semestre de 2010 la empresa contaba con 710 farmacias operativas (56,6% del total de **FASA**), y una superficie total de ventas de 174.775 m<sup>2</sup> (79,9% del total), con un promedio de 246 m<sup>2</sup> por local (el más elevado de los tres países). En el primer semestre de 2010 las ventas ascendieron a \$ 224.321 millones, una baja real de 3,7%, al igual que Perú impactada por la devaluación de la moneda local respecto del peso chileno.

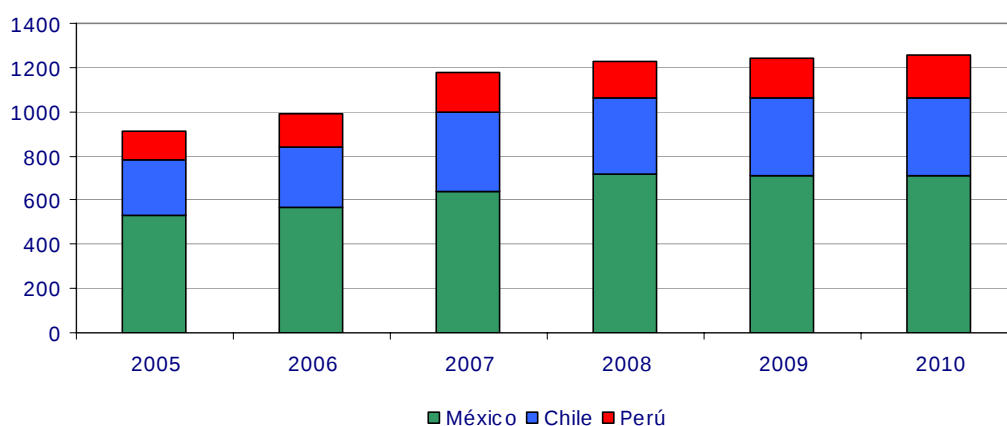
A diferencia del mercado chileno, en el mexicano está permitida la venta de medicamentos sin receta en las góndolas ni la necesidad de la presencia de un químico farmacéutico para su operación. Por tanto, la competencia en estos productos no sólo se da entre cadenas farmacéuticas, sino también con los supermercados y otros operadores de *retail*. Asimismo es un mercado con menor concentración que los otros dos donde se desempeña **FASA**, pues cerca de un 70% de las ventas nacionales corresponde a farmacias independientes.

## Análisis Financiero<sup>2</sup>

### Evolución ingresos por ventas y EBITDA

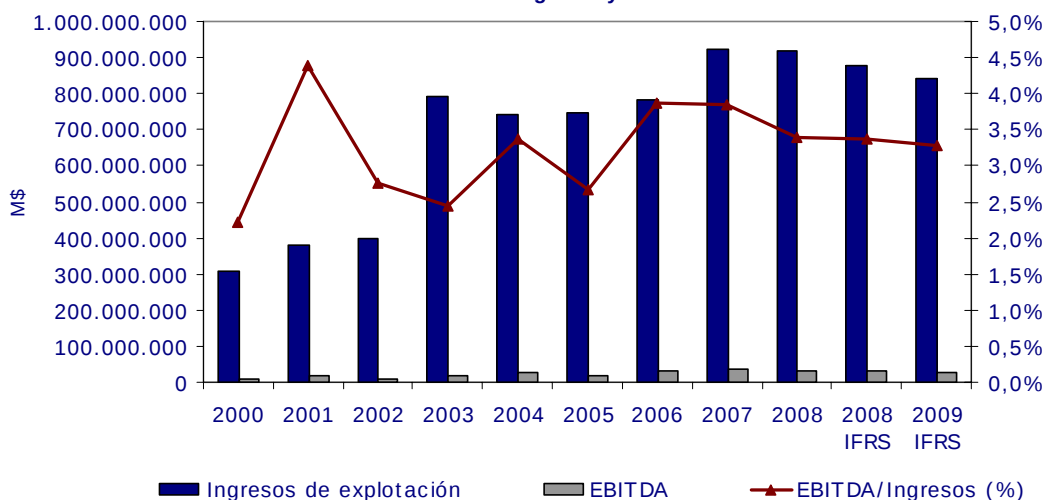
Pese a que en 2009 las ventas consolidadas experimentaron una contracción producto de la caída del consumo en Chile y México, en general los ingresos de **FASA** han tenido una tendencia creciente, a la par de la expansión en el número de tiendas y la superficie total de ventas.

**Evolución número de tiendas (fines de cada período)**



La tasa de EBITDA a ingresos llegó a 3,3% en 2009, siendo impactada por los tipos de cambio de las operaciones extranjeras (en 2006 este valor llegó a 3,9%).

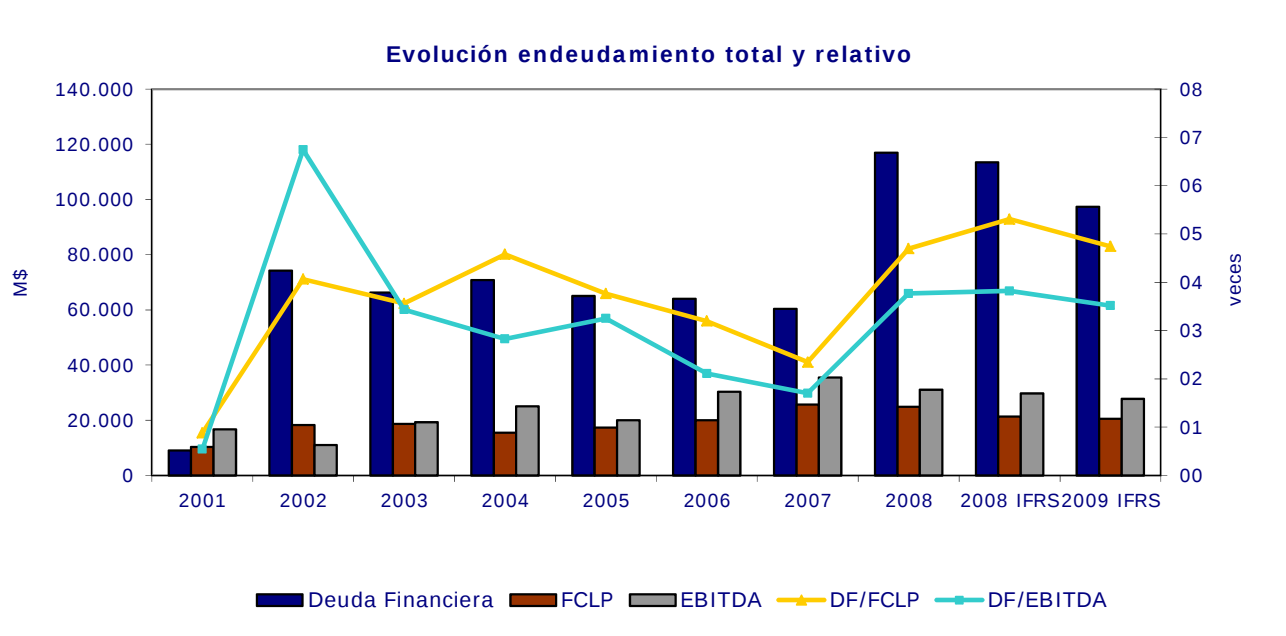
**Evolución del ingreso y EBITDA**



<sup>2</sup> Los valores en pesos han sido corregidos a pesos de junio de 2010.

## Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

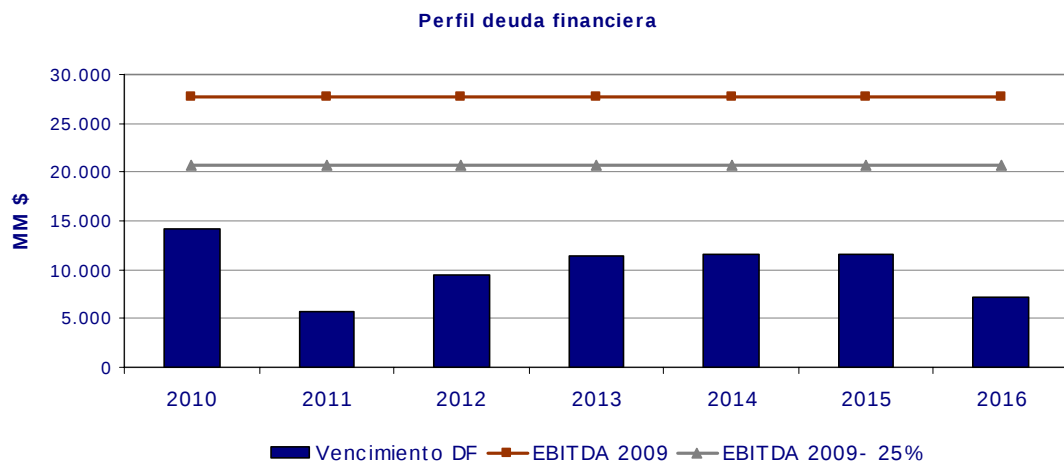
Entre 2008 y 2009 la deuda financiera de **FASA** experimentó una caída real de 14%, principalmente por haberse pagado anticipadamente parte de la deuda con bancos en México. Esta situación permitió que, ante la baja del flujo de caja consolidado en pesos, los indicadores de endeudamiento relativo (deuda financiera/ EBITDA y deuda financiera/flujo de caja de largo plazo<sup>3</sup>) permanecieran estables entre 2008 y 2009.



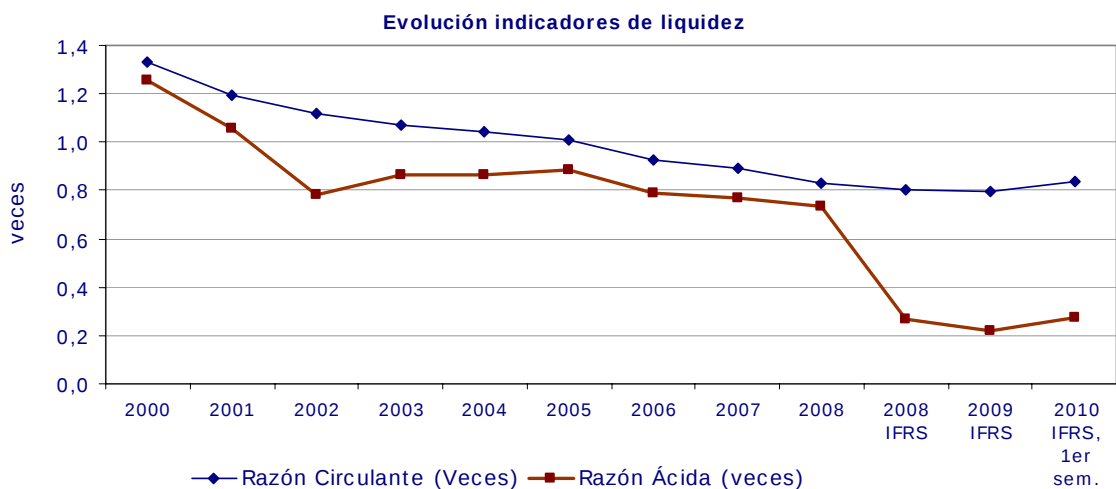
La deuda financiera está compuesta en 80% por pasivos en U.F., 13% en pesos chilenos, 0,7% en dólares y la proporción restante en otras monedas (pesos mexicanos).

Para los próximos cinco años al menos, el perfil de vencimientos de la deuda financiera de **FASA** resulta muy adecuado, puesto que incluso si asumimos un fuerte castigo de 50% en el EBITDA generado en 2009, el valor resultante alcanza para pagar los compromisos de esta deuda, incluyendo bonos y bancos.

<sup>3</sup> Indicador calculado por **Humphreys** que indica el rendimiento de los activos descontado el pago de impuestos e intereses, calculada para cinco años promedio.



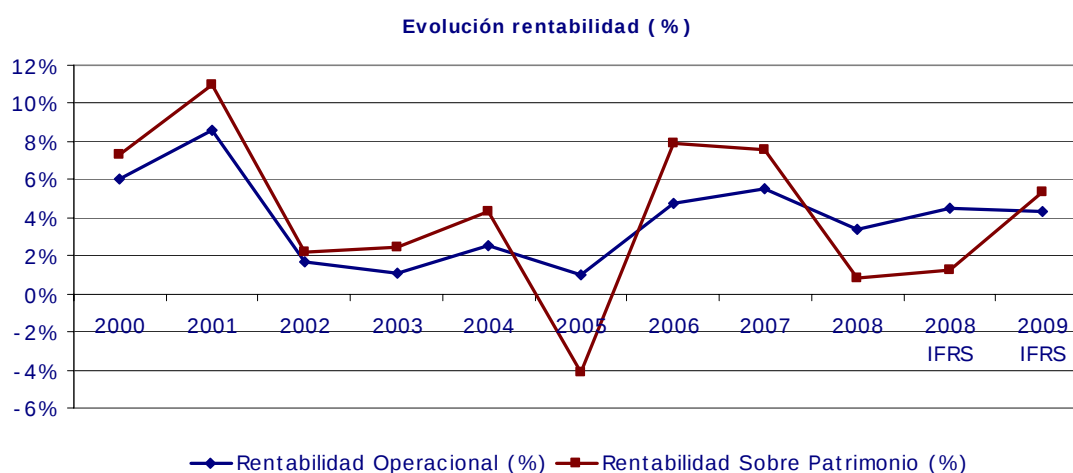
La razón circulante<sup>4</sup> de la compañía se ha mantenido estable en torno a 0,8 veces entre 2008 y el primer semestre de 2010, período en el cual existen datos comparables bajo la norma contable IFRS, con un leve aumento a 2010. En una perspectiva más amplia, desde 2000 este indicador ha mostrado un deterioro.



<sup>4</sup> Activos circulantes o corrientes/pasivos circulantes o corrientes.

## Evolución de la rentabilidad

La rentabilidad operacional está muy influida por los resultados externos de la compañía, los que a su vez pueden ser impactados por variables no controlables por la empresa, como los tipos de cambio. En Chile, además, los márgenes se ven presionados por la competencia y la situación general de la economía, que impacta al consumo principalmente a través de la venta de productos distintos de los medicamentos. Lo anterior torna volátil a la rentabilidad operacional<sup>5</sup>, aunque ésta ha mostrado cierta tendencia a estabilizarse desde 2006. Por el contrario, la rentabilidad del patrimonio<sup>6</sup> es bastante más volátil, influenciada en particular por el resultado fuera de explotación, que depende de elementos como las diferencia de cambios o las variaciones en la unidad de fomento.

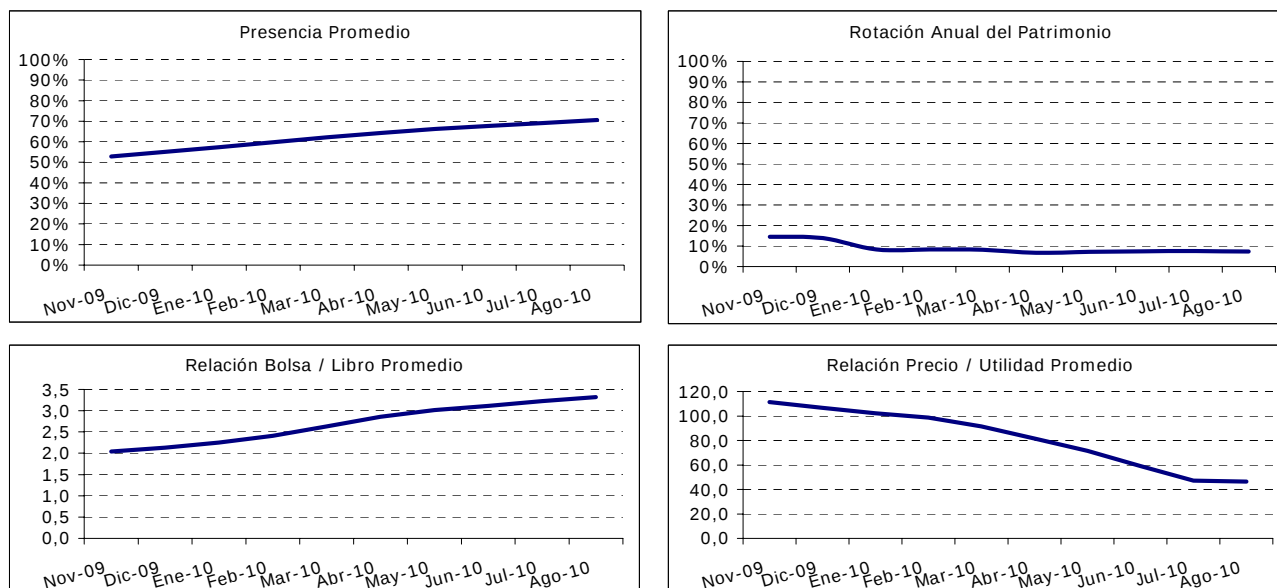


## Acciones

A continuación se presentan el comportamiento de las acciones de la compañía, centrado en índices de presencia promedio bursátil, calculado como la proporción de los días del mes en que se realizan transacciones de la acción por montos superiores a 200 U.F. La rotación anual del patrimonio, se obtiene del monto en las transacciones de los últimos doce meses en relación al patrimonio total en bolsa. Además se presenta evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro, comprendido como la relación entre el precio de cierre mensual y el valor libro de la compañía.

<sup>5</sup> Resultado operacional sobre activos promedio.

<sup>6</sup> Resultado del ejercicio sobre patrimonio promedio.



## Bonos

Los siguientes son los instrumentos inscritos por **Farmacias Ahumada S.A.** en la SVS:

### - Línea de bonos

- Monto línea: UF 1.500.000
- Plazo de la línea: 21 años
- Numero Línea: N° 390
- Fecha: 25 de octubre de 2004

### - Primera Emisión (Serie D)

- Fecha colocación: octubre 2004
- Monto colocado: U.F. 800.000
- Plazo: 21 años
- Tasa de emisión: 4,75%

### - Línea de bonos

- Monto línea: UF 1.400.000
- Plazo de la línea: 10 años
- Numero Línea: N° 391
- Fecha: 25 de octubre de 2004

- **Primera Emisión (Serie C)**

- Fecha colocación: octubre 2004
- Monto colocado: UF 1.400.000
- Plazo: 10 años
- Tasa de carátula: 3,5%

- **Línea de bonos**

- Monto línea: U.F. 4.000.000
- Plazo de la línea: 10 años
- Numero Línea: N° 531
- Fecha: 16 de abril de 2008

- **Primera Emisión (Serie E)**

- Fecha colocación: abril 2008
- Monto colocado: U.F. 1.800.000
- Plazo: 8 años
- Tasa de emisión: 3,8%

- **Línea de bonos**

- Monto línea: U.F. 4.000.000
- Plazo de la línea: 25 años
- Numero Línea: N° 532
- Fecha: 16 de abril de 2008

- **Primera Emisión (Serie F)**

- Fecha colocación: octubre 2004
- Monto colocado: U.F. 2.200.000
- Plazo: 21 años
- Tasa de emisión: 4,45%

*"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma"*