



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a

Carlos García B.

Tel. (56-2) 433 5200

carlos.garcia@humphreys.cl

Farmacias Ahumada S.A.

Octubre 2012

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 Tendencia	A- En Observación
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 Estable
EEFF base	30 junio de 2012

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea a 10 años	Nº 391 de 25.10.04
Línea a 21 años	Nº 390 de 25.10.04
Línea a 10 años Serie E	Nº 531 de 16.04.08 Primera Emisión
Línea a 25 años Serie F	Nº 532 de 16.04.08 Primera Emisión

Estado de Resultados Consolidado, IFRS ¹					
M\$ Junio de 2012	2009	2010	2011	Ene-Jun 2011	Ene-Jun 2012
Ingresos Ordinarios	899.654.451	781.522.999	770.897.912	385.344.113	381.307.251
Costo de Ventas	-687.116.611	-588.150.115	-582.060.967	-292.306.716	-289.159.387
Total Gastos de Administración y Distribución	-200.562.909	-183.923.772	-166.670.212	-83.225.428	-82.618.278
Resultado Operacional	13.072.155	10.530.522	23.363.257	10.358.335	10.235.908
Gastos Financieros	-8.209.745	-7.385.991	-6.952.334	-3.415.025	-3.438.576
Ganancia (Pérdida)	6.892.077	-2.533.264	9.893.333	4.957.082	22.763.705
EBITDA	29.102.041	25.203.969	36.642.482	17.081.600 ²	16.471.295 ³

Estado de Situación Financiera, IFRS					
M\$ Junio de 2012	31-Dic-2009	31-Dic-2010	31-Dic-2011	30-Jun-2011	30-Jun-2012
Activos Corrientes	181.817.221	193.770.460	186.617.512	169.791.513	166.211.435
Activos No Corrientes	207.028.319	200.704.519	177.389.444	201.063.635	190.747.849
Total de Activos	390.864.035	395.644.257	370.270.743	372.058.247	358.056.724
Pasivos Corrientes	230.941.473	238.898.498	216.104.641	209.258.972	196.108.116
Pasivos No Corrientes	93.556.674	94.698.130	90.383.836	90.186.406	84.374.900
Total de Pasivo	324.498.147	333.596.629	306.488.477	299.445.378	280.483.016
Patrimonio Total	66.365.888	62.047.630	63.782.266	72.612.869	77.573.708
Total de Patr. Neto y Pasivos	390.864.035	395.644.258	370.270.743	372.058.247	358.056.724
Deuda Financiera	104.741.919	107.489.963	104.553.668	106.439.007	102.313.172

¹ Los valores de los Estados Financieros han sido expresados en pesos de junio, deflactados por la variación del IPC.

² En reseña de septiembre de 2012 por cambio de clasificación se indicaron erróneamente los valores del resultado operacional como Ebitda.

³ En reseña de septiembre de 2012 por cambio de clasificación se indicaron erróneamente los valores del resultado operacional como Ebitda.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Farmacias Ahumada S.A. (FASA) es la cadena de farmacias más grande en términos de ventas en América Latina. Tiene presencia en Chile y México, situándose en cada uno de estos países entre los actores más importantes de los respectivos mercados. Adicionalmente, luego de la compra de sendas cadenas de farmacias -operaciones informadas a través de un hecho esencial el 30 de agosto de 2012-, la compañía expandió sus actividades a Brasil e incrementó su presencia en México.

A junio de 2012 la empresa contaba con 1.122 farmacias, 758 de ellas en México y 364 en Chile, con 241.606 metros cuadrados de salas de venta, atendiendo en el período a más 80 millones de clientes.

Las ventas consolidadas anuales de la compañía alcanzaron a US\$ 1.428 millones en 2011, mientras que su EBITDA en los últimos tres ejercicios anuales ha oscilado aproximadamente entre US\$ 54 millones y \$US 67 millones. Al 30 de junio de 2012, la empresa tuvo ventas US\$ 747 millones y un EBITDA de US\$ 32 millones, para un pasivo financiero de US\$ 200 millones.

La clasificación de los instrumentos emitidos por el emisor –“*Categoría A-*” para sus títulos de deuda y “*Primera Clase Nivel 4*” para sus títulos accionarios– se fundamenta en que la sociedad mantiene su sólido posicionamiento en Chile y México, tanto en términos de ventas como de marca, situación que permite, a su vez, que disminuciones en los márgenes comerciales de un determinado mercado geográfico o inestabilidades económicas locales, no afecten en forma gravitante 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.

También se considera favorablemente para la clasificación la actual estructura de pago de los pasivos financieros del emisor, puesto que la empresa es capaz de enfrentar una importante contracción en su generación de flujos y aun así ser capaz de afrontar los vencimientos anuales de deuda.

Por otra parte, los principales riesgos que enfrenta **FASA** son la fuerte competencia existente en Chile, segundo mercado para la compañía en términos de ventas, y la baja fidelidad del cliente en el mercado farmacéutico en general.

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 eventuales 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 podrían verse restringidos por situaciones meramente contables. Por otra parte, se reconocen los riesgos de eventuales modificaciones o flexibilizaciones en la legislación para la venta de medicamentos, situación que podría darse en Chile en corto plazo.

Por otro lado, restringe la clasificación el hecho de que las compras efectuadas por el emisor -cadena de farmacias Casa Saba en Brasil, cadena de farmacias ABC de México y un centro de distribución en México- implicarán un aumento en el endeudamiento relativo del emisor, con empresas relacionadas. Ello, tomando en cuenta que, producto de la operación, se incrementará la relación entre las obligaciones de la compañía y su flujo de largo plazo⁴.

Cabe agregar que la cadena farmacéutica adquirida en Brasil presenta resultados negativos y, por lo tanto, implica un desafío para la administración de **FASA** el revertir la situación. Tampoco es ajeno a la clasificación el hecho de que en el pasado el emisor, aunque con otro controlador, tuvo presencia en el mismo país y no pudo rentabilizar su inversión.

Junto con lo anterior, pero con menor énfasis, la categoría de riesgo recoge el que la sociedad emisora incrementará su exposición en países con riesgo soberano superior al de Chile. En contrapartida, la compañía aumentará sus flujos por concepto de dividendos, los cuales están sujetos al riesgo cambiario.

Como atenuante se ha considerado que los pasivos generados por la compra se han pactado a largo plazo, disminuyendo la presión sobre la caja de la empresa y, en el caso de México, están expresados en la misma moneda en que se generan los flujos. Tampoco desconoce las posibilidades que abre el mercado brasileiro, en particular por el desarrollo del proyecto de GNC; sin embargo, sus resultados deberán evaluarse en el tiempo.

La perspectiva de la clasificación de los bonos se califica “*En Observación*” con el objeto de evaluar con mayores antecedentes el impacto de las compras sobre los estados financieros del emisor.

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría verse favorecida en la medida que las nuevas compras puedan potenciar los niveles de rentabilidad de la sociedad y se 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 o de las nuevas inversiones). Por otra parte, mientras se mantenga el actual nivel de deuda, se hace necesario que a la vez se conserve la estructura de vencimiento de los pasivos el cual se adecua satisfactoriamente a la generación de caja del emisor.

La clasificación también sigue de cerca el proyecto de ley que en Chile busca dar la posibilidad de venta de medicamentos sin receta médica en establecimientos distintos de las farmacias. En particular, se seguirá de

⁴ El flujo de caja de largo plazo (FCLP) es un indicador determinado por **Humphreys** que representa la capacidad de la empresa para generar flujos antes de dividendos e inversiones y, por lo tanto, es más restrictivo que el EBITDA.

cerca los efectos que tal propuesta tendría sobre la organización del sector y los márgenes de la compañía en caso de concretarse.

La tendencia de la clasificación de las acciones se califica “*Estable*” por cuanto no se espera que la liquidez de las acciones se eleve, factor que está determinando su calificación en “*Primera Clase Nivel 4*”.

Hechos Recientes

Hecho Esencial: Nuevas Inversiones

Durante Enero de 2012 se produjo la venta de las inversiones peruanas.

Con fecha 30 de agosto de 2012 **FASA** informó que su filial Inversiones Internacionales Inverfar adquirió el 99,9% del capital social de la sociedad brasileña Casa Saba Brasil Holdings Ltda, mediante la cual adquiere la explotación en Brasil de las cadenas Drogasmil y Farmalife, concentradas en el estado de Sao Paulo. Esta operación le significa reconocer una deuda por US\$ 70 millones, que deber ser pagada a más tardar en agosto de 2017.

Además, en la misma fecha, la compañía informó de la adquisición, mediante su filial Farmacias Benavides S.A.B. de C.V., de las operaciones de la cadena Farmacias ABC de México. Esta compra le significará reconocer un pasivo por aproximadamente US\$ 20,5 millones.

Finalmente, la compañía informó de la adquisición a la filial Inmuebles Visosil, de un centro de distribución en Nuevo León, México, el que significará un pasivo financiero por US\$ 11 millones, a ser pagados en agosto de 2017.

Resultados 2011

Los ingresos de 2011 alcanzaron a \$ 770.898 millones, lo que implicó una disminución real de 1,4% interanual, explicada por una caída en los ingresos ordinarios provenientes de Chile y un incremento de aquellos provenientes de México.

Por su parte, los costos de explotación se contrajeron en 1,0%, llegando a \$ 582.060 millones, con lo que el resultado de explotación fue de \$ 188.837 millones, contrayéndose en un 2,3%.

Los gastos de administración y venta (gastos por beneficios a empleados, depreciaciones y amortizaciones y otros gastos por naturaleza) tuvieron una significativa reducción de 9,4%, llegando a \$ 166.670 millones. Así, el resultado operacional ascendió a \$ 23.363 millones, aumentando 122% por el efecto de los mayores gastos de explotación. El EBITDA, en tanto, aumentó 45,4%, hasta \$ 36.642 millones.

Finalmente, el resultado del año mostró una fuerte recuperación, al pasar de una pérdida de -\$ 2.533 millones en 2010 a una ganancia de \$ 9.893, producto de una fuerte contracción en los Otros Gastos por Naturaleza, debido, según el emisor, a una mayor eficiencia operativa y administrativa.

Resultados primer semestre de 2012

En la primera mitad de 2012 los ingresos consolidados llegaron a \$ 381.307 millones, con una contracción de 1%, los cuales provienen en un 55% del extranjero.

Los costos de explotación, en tanto, cayeron 1,1% hasta \$ 289.159 millones, compensando en parte la caída en ventas del semestre. Con ello, el resultado de explotación experimentó una contracción de 1,0%.

Los gastos de administración y venta cayeron 0,7% hasta \$ 82.618 millones. Con ello, el resultado operacional disminuyó 1,2%, alcanzando a \$ 10.236 millones, manteniéndose en un 2,7% de los ingresos. Como consecuencia de lo anterior, el EBITDA de **FASA** pasó de 4,4% a 4,3% de los ingresos totales, llegando a \$ 16.471 millones⁵. La ganancia de la empresa se incrementa en más de 350% respecto al mismo semestre del año anterior, hasta alcanzar los \$ 22.764 millones, explicado principalmente por otras ganancias, producto principalmente del reconocimiento de la utilidad en la venta de las inversiones peruanas.

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.

“-” Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría Primera Clase Nivel 4

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

Tendencia En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación..

Tendencia Estable

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

⁵ En reseña de septiembre de 2012 (por cambio de clasificación) se informó erróneamente un Ebitda de \$17.046.

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\$ 1.536 millones durante 2011. En Chile posee una fuerte participación de mercado, con 356 locales, y es la segunda cadena de farmacias. En México, mediante Farmacias Benavides, es la principal cadena en el norte y oriente del país, especialmente en Monterrey, con 746 puntos de venta, ubicándose en tercer lugar a nivel mexicano en términos de ventas. A lo anterior, se deben adicionar los locales incorporados mediante la adquisición informada en septiembre, que significa 157 locales en México y 83 locales en Brasil.

Diversificación geográfica: La presencia del emisor en cuatro países le permitiría soportar de mejor forma la contracción 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. En años recientes ha sucedido a la inversa, con el segmento chileno compensando la baja en la operación del país norteamericano causada por la reciente situación social. A junio de 2012, los ingresos por ventas se distribuyen en un 45,1% en Chile y un 54,9% en México.

Fuerte posición negociadora con proveedores: La importancia del emisor como intermediario de productos farmacéuticos, unido a la alta disponibilidad de laboratorios (desconcentración del poder negociador), 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 atenuarse 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), en los tres países en que opera. Por otra parte, la aplicación de la política de continua expansión y crecimiento que ha desarrollado la compañía en Chile podría aplicarse positivamente 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 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 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 han 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 local se da 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 conveniencia, 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 con una mayor oferta de productos, entre ellos las categorías de *wellness* y belleza.

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* y *BBB* en escala global y moneda extranjera, mientras que Brasil ha sido clasificado en *Baa2* en ambas escalas (Chile está clasificado en *Aa3* y *A+*). 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, 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 nuestro país. 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 de México se transformó en el controlador de **FASA**.

2012: Enero de 2012: Se vende la participación en el mercado peruano.

Septiembre de 2012: Se adquiere la participación de Casa Saba Brasil, y se traspasa la operación de la cadena Farmacias ABC en México.

Propiedad y administración

La estructura de propiedad de la sociedad es la que se muestra a continuación, destacando que el segundo mayor accionista llega a sólo el 0,56% de la propiedad a junio de 2012:

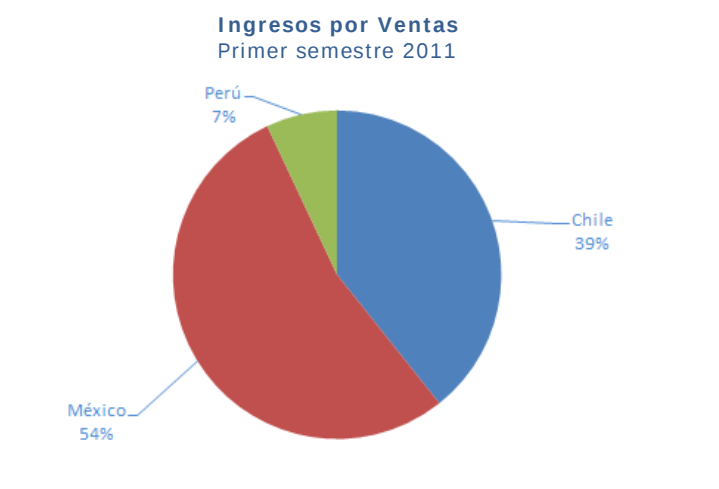
Nombre	N° de acciones	% de la propiedad
Controladora Casa Saba S.A. de C.V.	146.693.539	97,8%
Otros	3.306.461	2,2%
TOTAL	150.000.000	100%

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.

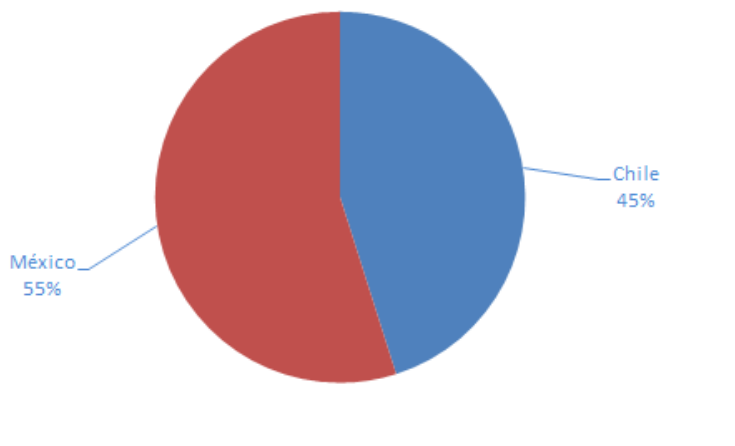
Mercados

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 Brasil, siendo una de las más importantes cadenas a nivel mundial.

La distribución de los ingresos ha experimentado cambios, debido a la venta de las operaciones en Perú (que al primer semestre de 2011 representó un 7% de las ventas).

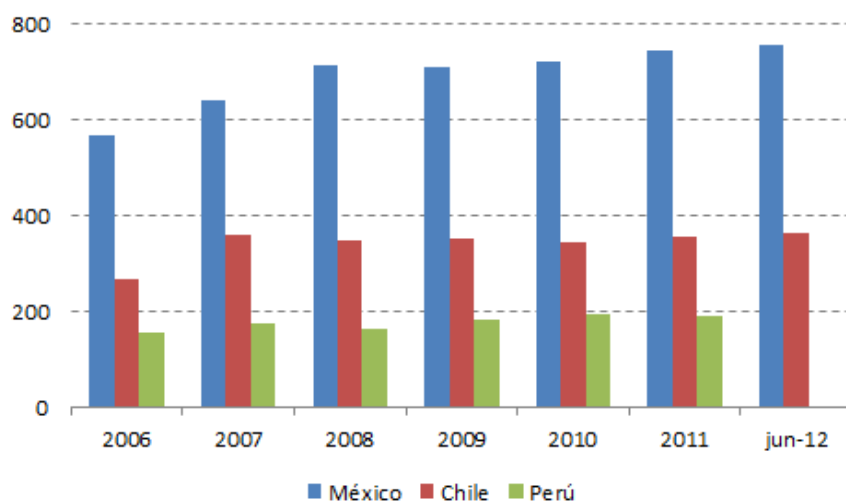


Ingresos por Ventas
Primer semestre 2012



El número total de tiendas, a junio de 2012, alcanzó a 1.122, lo que se compara favorablemente con el número de locales de venta en 2006, cuando totalizaba 993. Durante el primer semestre de 2012 la enajenación de la cadena en Perú, que contaba con 190 tiendas, significó una caída en el número de locales, respecto al cierre 2011. Sin embargo, con posterioridad, se incorporaron locales en México (157) y Brasil (83), con lo cual continúa incrementándose el total de puntos de venta.

Evolución Número de Tiendas 2006-Junio 2012



Chile (Farmacias Ahumada)

Farmacias Ahumada tiene presencia en todas las regiones de Chile. Al 30 de junio de 2012, la cadena contaba con 364 farmacias operativas (32% del total de FASA), las cuales totalizan 59.606 m² (25% del total), con un promedio de 164 m² por local.

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.

México (Farmacias Benavides)

Farmacias Benavides tiene presencia en 16 estados y 112 ciudades, principalmente del norte y oriente de México, constituyéndose en la cadena más grande en términos de número de locales. Al cierre del primer semestre de 2011 la empresa contaba con 758 farmacias operativas (68% del total de **FASA**), y una superficie total de ventas de 182.000 m² (75% del total), con un promedio de 240 m² por local.

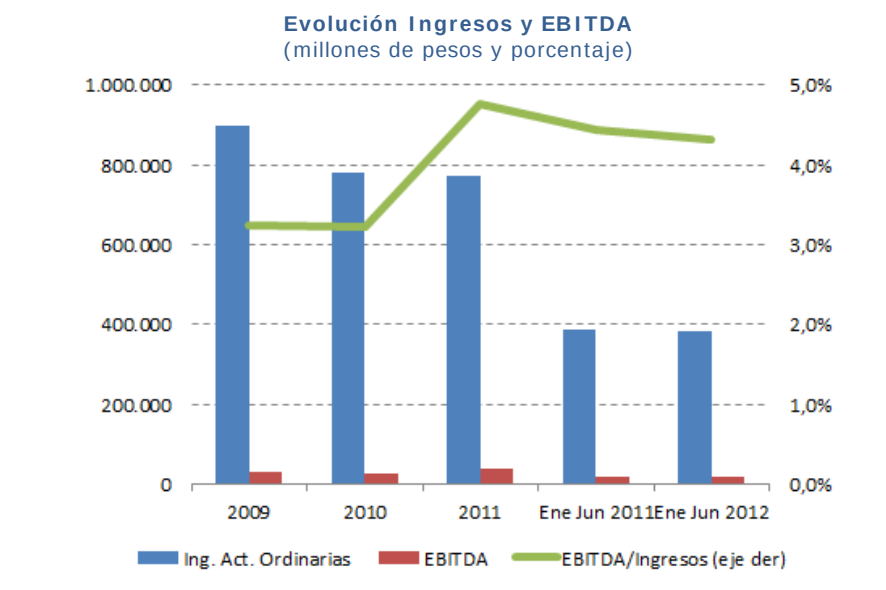
A diferencia del mercado chileno, en el mexicano está permitida la venta de medicamentos sin receta en las góndolas y sin la necesidad de la presencia de un químico farmacéutico para su operación. Por tanto, la competencia en estos productos no sólo se da entre cadenas farmacéuticas, sino también con 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 del mercado mexicano corresponde a farmacias independientes.

Análisis Financiero⁶

Evolución ingresos por ventas y EBITDA

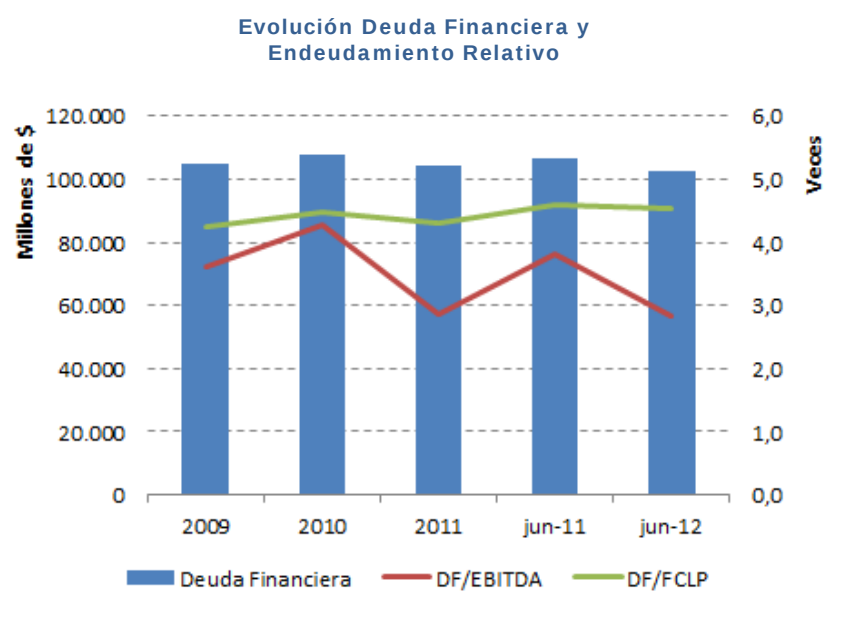
Los ingresos reales de **FASA** en los últimos tres años han tenido una tendencia decreciente, producto de diversas situaciones como los efectos de los tipos de cambio y circunstancias del mercado de medicamentos de cada país, lo que ha sido compensado en parte con la expansión en el número de tiendas y la superficie total de ventas. No obstante, la tasa de EBITDA a ingresos se incrementó durante 2011, llegando a niveles de 4,8%, la cual se contrajo durante el primer semestre 2012, llegando a 4,3%.

⁶ Para efectos de comparación, las cifras han sido corregidas a pesos de junio de 2012. Los años móviles corresponden al año terminado en el mes indicado, comprendiendo por tanto los respectivos últimos cuatro trimestres.

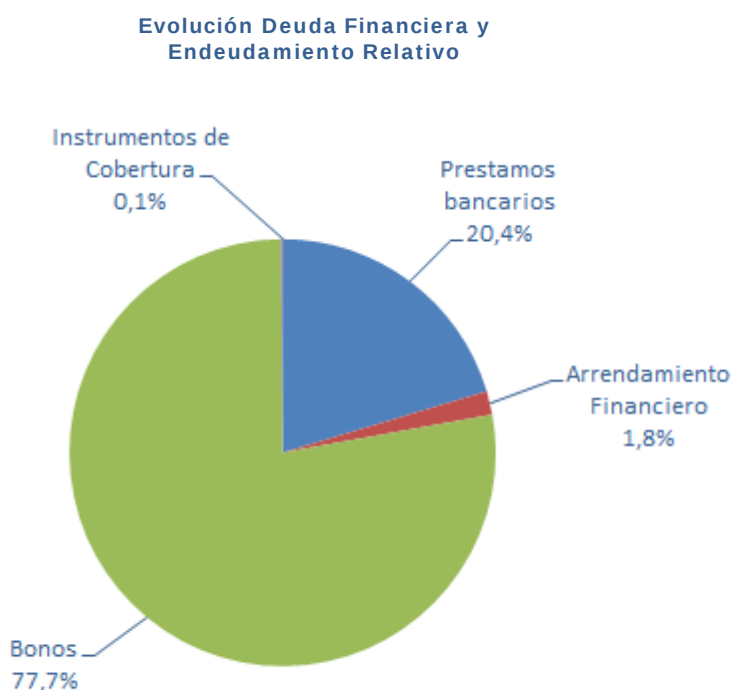


Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

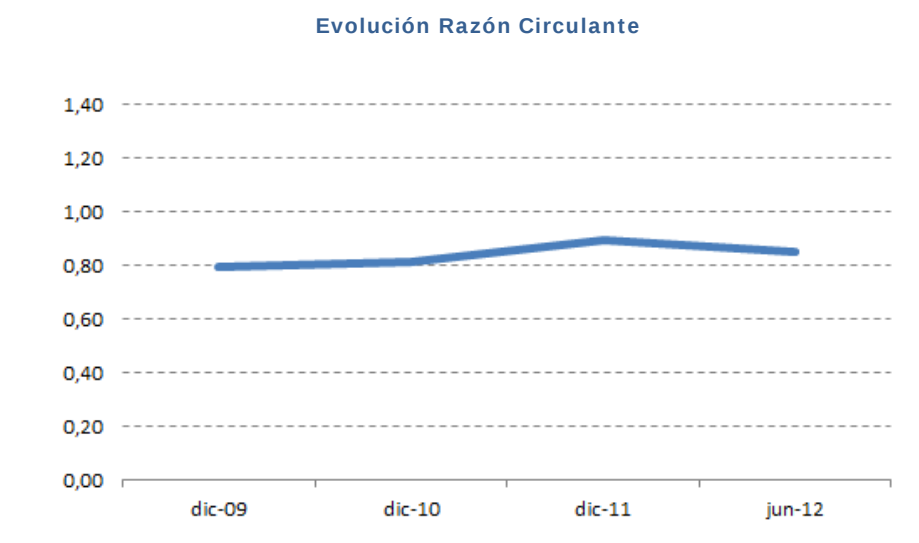
La deuda financiera total de **FASA** se ha estabilizado en torno a los \$ 100.000 millones, lo cual representa aproximadamente 4,4 veces su FCLP. En términos de EBITDA, la deuda financiera ha representado alrededor de 3,5 veces, con una leve tendencia decreciente a junio de 2012.



A junio de 2012 la deuda financiera estaba compuesta en un 78% en bonos, un 20% por préstamos bancarios, un 2% por arrendamientos financieros y un 0,1% a pasivos por cobertura.



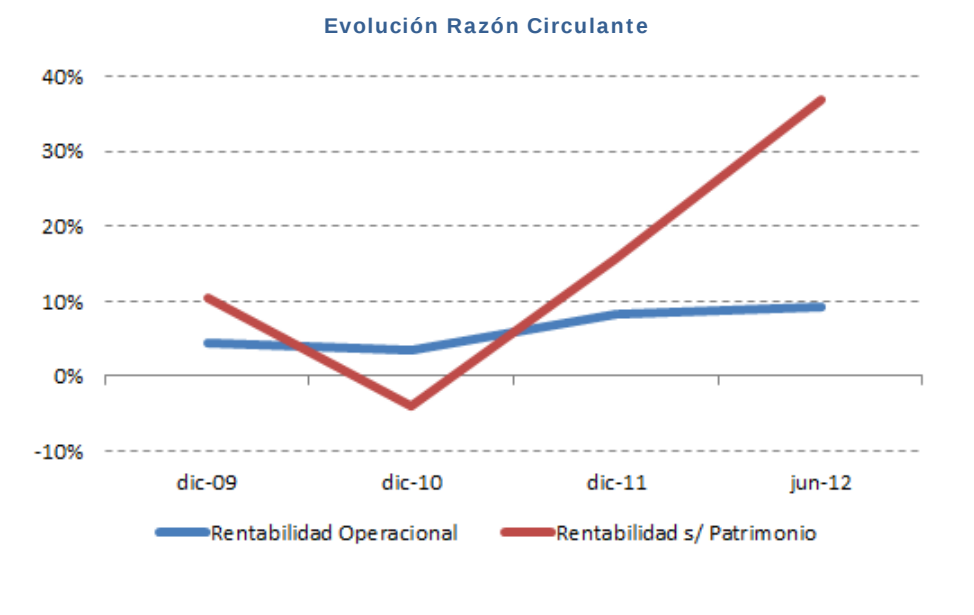
La razón circulante⁷ de la compañía se ha mantenido estable en torno a 0,8 veces entre 2009 y el primer semestre de 2012, con un leve incremento a fines de 2011.



⁷ Activos corrientes/pasivos corrientes.

Evolución de la rentabilidad

La rentabilidad operacional está influida por los resultados de la compañía en el exterior, 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. Todo ello ha tornado la rentabilidad operacional⁸ un tanto variable, aunque ésta ha mostrado cierta tendencia a estabilizarse desde 2006. La rentabilidad del patrimonio⁹ es bastante más volátil, influenciada en particular por el resultado fuera de explotación. En particular, la rentabilidad a junio de 2012 muestra un aumento relevante, explicada principalmente por el reconocimiento de la utilidad en la venta de las Inversiones Peruanas en enero 2012.

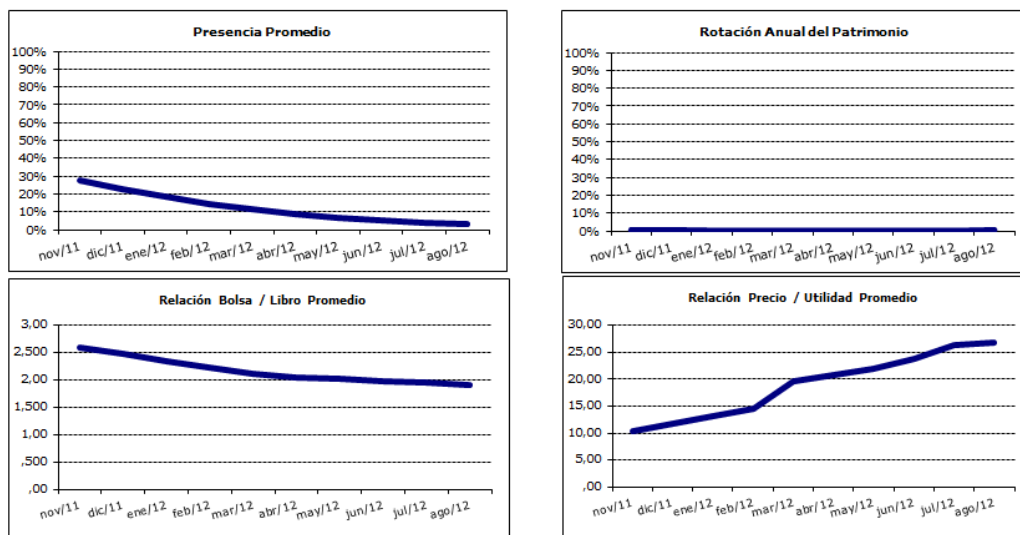


⁸ Resultado operacional sobre activos promedio.

⁹ Resultado del ejercicio sobre patrimonio promedio.

Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y rotación anual del patrimonio, así como la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro:



Cabe destacar que producto de la concentración de la propiedad en GCS luego de la toma de control sucedida a la oferta pública de acciones de 2010, el porcentaje de acciones en libre flotación se encuentra en torno al 3%, lo que se ha traducido en que en agosto de 2012 la presencia de la acción haya caído a menos de un 4%, consistente con la clasificación de “Primera Clase Nivel 4”, no previéndose, por lo mismo, que mejore hacia el futuro.

Bonos

Los siguientes son los instrumentos inscritos y emitidos por **FASA**:

- **Línea de bonos**

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

- **Línea de bonos**

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

- **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 nominal de emisión: 3,8%
- Valor Par: U.F. 1.455.909

- **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 nominal de emisión: 4,45%
- Valor Par: U.F. 2.228.419

“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”.