



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de Clasificación**

A n a l i s t a

Elisa Villalobos H.

Tel. (56) 22433 5200

elisa.villalobos@humphreys.cl

Farmacias Ahumada S.A.

Octubre 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	A- Favorable¹
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 Estable
EEFF base	30 junio de 2014

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

Estados de Resultado Consolidados, IFRS							
MM\$	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-Jun 2013	Ene-Jun 2014
Ingresos Ordinarios	832.564	735.073	744.792	765.298	845.135	401.341	465.902
Costo de Ventas	-635.098	-552.403	-561.440	-574.248	-629.924	-300.437	-349.674
Margen de explotación	197.466	182.670	183.352	191.050	215.211	100.904	116.227
Total Gastos de Administración y Distribución ²	-185.376	-172.787	-161.147	-167.621	-187.701	-89.108	-105.112
Resultado Operacional	12.090	9.883	22.205	23.429	27.510	11.796	11.115
Gastos Financieros	-7.589	-6.944	-6.713	-7.061	-6.921	-3.475	-3.001
Ganancia (Pérdida)	6.377	-3.001	9.127	23.849	16.316	7.924	2.355
EBITDA	27.098	23.851	35.011	35.995	38.548	16.712	16.936

Estado de Situación Financiera, IFRS						
MM\$	2009	2010	2011	2012	2013	jun-14
Activos Corrientes	169.576	184.906	189.042	217.687	237.824	247.234
Activos No Corrientes	191.349	190.374	174.866	204.559	228.058	196.973
Total de Activos	360.925	375.281	363.908	422.246	465.882	444.207
Pasivos Corrientes	216.537	226.603	214.343	241.412	271.266	279.639
Pasivos No Corrientes	86.605	89.824	89.098	121.313	115.017	75.704
Pasivos totales	303.142	316.427	303.441	362.726	386.283	355.343
Patrimonio Total	57.783	58.854	60.468	59.521	79.599	88.864
Total Patrimonio y Pasivos	360.925	375.281	363.908	422.246	465.882	444.207
Deuda Financiera	96.959	101.958	103.066	101.778	91.784	92.244

¹Tendencia anterior: "En Observación".

²Total gastos de administración y distribución: Gastos por beneficios a los empleados + gastos por depreciación y amortización + otros gastos por naturaleza.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Farmacias Ahumada S.A. (FASA) es la principal cadena de farmacias 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. Además mantiene participaciones en Brasil.

A junio de 2014 la empresa contaba con 1.475 farmacias, 1.030 de ellas en México, 427 en Chile y 18 en Brasil, con más de 290 mil metros cuadrados de salas de venta.

Las ventas consolidadas anuales de la compañía alcanzaron a US\$ 1.611 millones³ en 2013, mientras que su EBITDA en los últimos tres ejercicios anuales ha oscilado aproximadamente entre US\$ 67,4 millones y US\$ 74,1 millones. Durante el primer semestre de 2014, la empresa tuvo ventas por US\$ 842,9 millones⁴ y un EBITDA de US\$ 30,6 millones, para un pasivo financiero de aproximadamente US\$ 166,9 millones.

Se modifica la tendencia de la clasificación de los títulos de deuda emitidos por **Fasa** desde "*En Observación*" a "*Favorable*", atendiendo al cambio de controlador, Alliance Boots, y al hecho que la sociedad emisora ha continuado mejorando sus ratios de endeudamiento relativo. A marzo de 2014, esta empresa inglesa tenía un patrimonio de US\$ 10.348 millones el que representa un 1,6% del patrimonio de **Fasa**. Labaja en su endeudamiento financiero relativo se refleja tanto al contrastarse con el EBITDA como con el Flujo Caja de Largo Plazo (FCLP)⁵, llegando actualmente a valores iguales a 2,3 veces y 3,3 veces, respectivamente. La revisión definitiva de la categoría asignada se hará una vez conocido el tratamiento que se dé a las cuentas por cobrar y cuentas por pagar que se mantienen con Casa Saba.

La tendencia de la clasificación se había mantenido "*En Observación*" tras el anuncio en el que Grupo Casa Saba llegaba a acuerdo con Alliance Boots para traspasar íntegramente la participación que mantenía en **Fasa**.

Los instrumentos emitidos por la compañía se clasifican en "*Categoría A-*" para sus títulos de deuda y "*Primera Clase Nivel 4*" para sus títulos accionarios, fundamentado principalmente 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. Además, la compañía ha mostrado una baja en su endeudamiento financiero relativo al EBITDA y al Flujo Caja de Largo Plazo (FCLP) llegando a valores iguales a 2,3 veces y 3,3 veces, respectivamente.

Otro elemento que favorece la clasificación de riesgo del emisor es la estabilidad de la rentabilidad anual de los activos, valor que en el periodo de evaluación no ha superado el 8% y no ha caído más allá del 6%.

³ Tipo de cambio: \$524,61/US\$ al 31/12/2013.

⁴ Tipo de cambio: \$552,72/US\$ al 30/06/2014.

⁵ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Adicionalmente, la clasificación se ve favorecida por la adecuada capacidad logística que dispone la empresa y las positivas expectativas de crecimiento de los ingresos en el mediano y largo plazo, como consecuencia de un esperado incremento en el gasto en salud de la población en los países donde opera.

Por otra parte, los principales riesgos que enfrenta la compañía son la fuerte competencia existente en Chile, sumado a la baja fidelidad del cliente en el mercado farmacéutico en general.

Otro de los riesgos considerados en el proceso de clasificación son el que casi el 60% (a junio de 2014) de los ingresos del emisor se generan en México, país con riesgo soberano mayor al de Chile, lo que, además le otorga mayor vulnerabilidad en la transferencia de recursos por posibles limitaciones al acceso de divisas. Por otra parte, se reconocen posibles cambios regulatorios en Chile que modifiquen o flexibilicen la venta de medicamentos en establecimientos que no sean una farmacia propiamente tal.

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría verse favorecida en la medida que integración con el nuevo controlador genere sinergias que se traduzcan en menores costos de venta, donde la posición negociadora de **Fasa** se vea aún más fortalecida.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de los bonos es necesario que no se produzcan incrementos significativos de su deuda financiera en términos relativos, es decir, es necesario que la generación de caja aumente de forma proporcional al incremento de la deuda.

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

Resultados 2013

Los ingresos de 2013 alcanzaron a \$845.135 millones, lo que implicó un crecimiento de 10,4% respecto de 2012; tanto las operaciones en Chile como en México presentaron incrementos en sus ingresos, de 9,8% y 10,9%, respectivamente. Durante 2013, la compañía creció en cobertura en ambos países pasando de 1.140 locales en 2012 a 1.300 en 2013.

Por su parte, los costos de explotación crecieron un 9,7% a \$ 629.924 millones, de esta forma el margen de explotación se expandió un 12,6%, a \$215.211 millones; así el margen de explotación como porcentaje de los ingresos se elevó a 25,5% en 2013, desde el ratio de 25,0%, que obtuvo en 2012.

Los gastos de administración y venta (gastos por beneficios a empleados, depreciaciones y amortizaciones y otros gastos por naturaleza) registraron un incremento de 12,0%, llegando a \$ 187.701 millones. Así, el resultado operacional ascendió a \$ 27.510 millones, aumentando en 17,4%. El EBITDA, en tanto, creció en 7,1%, hasta \$ 38.548 millones. El ratio de EBITDA sobre ingresos fue de 4,6% en 2013, mientras que en 2012 fue de 4,7%.

Finalmente, el resultado del año mostró una disminución de 31,6% llegando a \$16.316 millones. Lo anterior se explica por un menor resultado fuera de la explotación que está asociado a la venta de la operación en Perú realizada en el primer semestre de 2012 y que ascendió a \$17.625 millones.

Resultados primer semestre de 2014

En la primera mitad de 2014 los ingresos consolidados llegaron a \$ 465.902 millones, lo que representa una expansión de 16,1% respecto a igual período del año anterior, los cuales provienen en un 58,8% de México, mientras que el 41,2% se genera en Chile.

Los costos de explotación, en tanto, aumentaron en 16,4%, hasta \$ 349.674 millones. Con ello, el resultado de explotación experimentó un incremento de 15,2%, presentando un margen de explotación sobre ingresos igual a 24,9% a junio de 2014, mientras que en el mismo periodo del año anterior el ratio fue de 25,1%.

El total de gastos de administración y distribución se incrementó en 18,0%, hasta \$ 105.112 millones. Con ello, el resultado operacional disminuyó en 5,8%, alcanzando a \$ 11.115 millones, pasando de representar un 2,9% de los ingresos en el primer semestre de 2013, a un 2,4% de los ingresos en igual período de 2014. El EBITDA, por su parte, alcanzó \$ 16.936 millones, lo que representa un 3,6% de los ingresos.

La ganancia de la empresa presenta una contracción de 70,3% respecto del mismo semestre del año anterior, alcanzando los \$ 2.355 millones, explicado principalmente por la pérdida no operacional por \$5.779 millones mayores que las pérdidas registradas en igual periodo anterior por \$1.226 millones. Lo anterior, se debe principalmente por la amortización de gastos por aumento de capital y la contabilización de impuestos por intereses en cuenta de empresas relacionadas.

La deuda financiera de la empresa finalizó en \$92.244 millones, compuesta en un 70,3% por bonos y un 26,5% por préstamos bancarios. De esta manera, la deuda se incrementó en 0,5% respecto de diciembre de 2013.

Eventos recientes

El 6 de mayo de 2014 se informó que Grupo Casa Saba S.A.B. de C.V. alcanzó un acuerdo con Alliance Boots para traspasar íntegramente la participación accionaria que mantiene en Farmacias Ahumada. De esta forma, la empresa adquiriente lanzó una oferta pública de acciones (OPA) por el 100% de las acciones en circulación de **Fasa**. Tras la OPA, el 11 de agosto de 2014 Alliance Boots adquirió el 99,39% del capital accionario de la compañía.

Por otra parte, el 03 de junio de 2014 se llegó a acuerdo para la adquisición de la sociedad mexicana Farmacias ABC por parte de Farmacias Benavides, filial de Farmacias Ahumada.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Sólida posición de mercado y de marca, tanto en Chile como en México.

Fortalezas complementarias

- Fortaleza de la demanda (crecimiento de la demanda en salud en países en desarrollo).
- Capacidad logística.

Fortalezas de apoyo

- Menor efecto de caída en un mercado en particular (Chile o México).
- Elevada posición negociadora con proveedores.
- Amplio *mix* de productos.
- Adecuado perfil de la deuda.

Riesgos considerados

- Mercado competitivo con bajos márgenes (riesgo compensable por estabilidad de los flujos).
- Baja fidelidad de clientes (compensable con estrategia comercial).
- Flujos principales de economía con mayor riesgo soberano que Chile y transferidos como dividendos (baja probabilidad de manifestarse en mediano plazo).
- Cambios legislativos (posibilidad de terminar exclusividad de farmacias en ciertos productos afecta en mayor medida a las operaciones en el mercado chileno. Baja probabilidad en corto plazo).

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.

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 Favorable

Corresponde a aquella clasificación que podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

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\$ 1.610 millones durante 2013. En Chile posee una fuerte participación de mercado, con 427 locales. En México, mediante Farmacias Benavides y Farmacias ABC, es la principal cadena en el norte y oriente del país, especialmente en Monterrey, con 1.030 puntos de venta, ubicándose en tercer lugar a nivel mexicano en términos de ventas.

Diversificación geográfica: La presencia del emisor en dos 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 y la creciente consolidación de las cadenas de farmacias, que generan el incentivo a acceder directamente a los laboratorios productores, evitando el canal de distribución. A junio de 2014, los ingresos por ventas se distribuyen en un 41,2% en Chile y un 58,8% en México. Adicionalmente, la evaluación recoge el hecho que dentro de Chile la cadena de farmacias presentan una elevada distribución geográfica.

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. Por el contrario, en Chile esta fortaleza podría atenuarse si se deroga la exclusividad de las farmacias en la venta de remedios sin recetas. No obstante, se reconoce que en caso de liberalizarse la venta de este tipo de productos, también puede generarse una nueva línea de negocios, al permitirse a **Fasa** arrendar espacios en otro tipo de comercios para expender medicamentos sin receta.

Perspectivas positiva de la demanda: El crecimiento de la demanda de productos farmacéuticos debiera verse favorecido 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 dos países en que opera. Durante 2012, el gasto total en salud de México y Chile representó el 6,1% y 7,2%, respectivamente, de su producto interno bruto (PIB); porcentaje que llega a 17,9% en Estados Unidos, 12% en los Países Bajos y 11,7% en Francia⁶.

A modo de ejemplo, según datos del Centro Nacional de Farmacoeconomía, perteneciente al Instituto de Salud Pública de Chile, el mercado farmacéutico chileno ha crecido, entre 2008 y 2012, a una tasa promedio anual igual a 7,6%.

Por otra parte, la aplicación de la política de continua expansión y crecimiento que ha desarrollado la compañía en Chile podría aplicarse positivamente en México, donde la participación de las grandes cadenas está en torno al 20% (en Chile llega al 90%).

⁶ Fuente: Banco Mundial. <http://datos.bancomundial.org/indicador/SH.XPD.TOTL.ZS>

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. Más aún, la emisora ha implementado un nuevo formato de locales, orientados a segmentos de menor nivel socioeconómico, lo cual le permitirá atender un mayor espectro de clientes.

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, concentrando cerca del 90% del mercado. 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 operar en otras economías de Latinoamérica implica diversificar las fuentes de ingresos de **Fasa**, 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. En efecto, mientras México ha sido clasificado en **A3** y **BBB+** en escala global y moneda extranjera, 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. Disposiciones de esta índole acentuarían aún 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. En los años noventa la compañía se expandió en Chile y en Perú, y durante la siguiente década ingresa al mercado brasileño y mexicano.

En el año 2010 el Grupo Casa Saba de México se transforma en el controlador de **FASA**.

Finalmente se retira de las operaciones en Perú y Brasil (donde queda con operaciones marginales), concentrándose en la operación en los mercados chileno y mexicano.

A mediados de 2014, el Grupo Casa Saba vendió íntegramente su participación accionaria en **FASA** a la británica Alliance Boots.

Propiedad y administración

A través de una oferta pública de acciones -finalizada el 11 de agosto de 2014- Alliance Boots adquirió el 99,39% del capital accionario de Fasa. De esta forma, así quedaría la estructura de propiedad de Fasa:

Nombre	% de la propiedad
Alliance Boots Chile SpA	99,39%
Otros	0,61%
TOTAL	100%

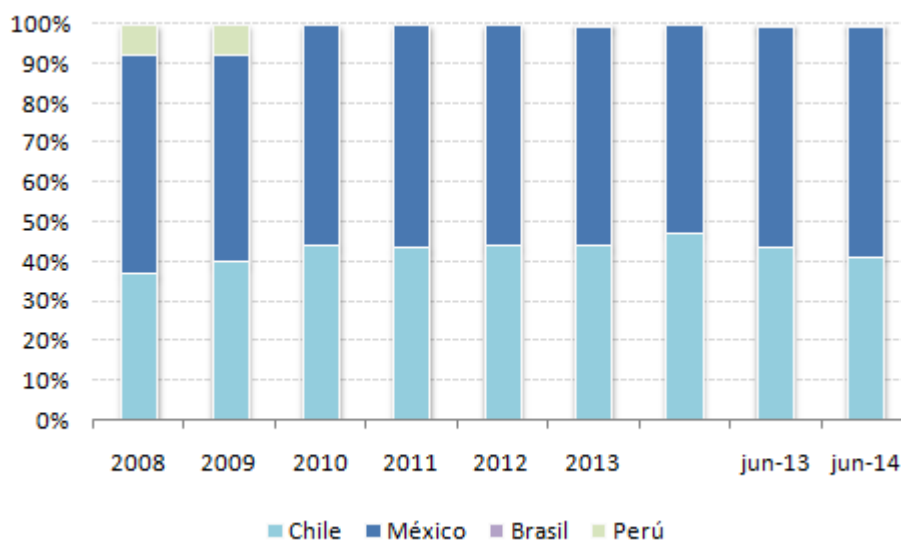
Alliance Boots es un grupo británico que participa en dos actividades negocio: la venta al público de productos de salud y belleza y la distribución farmacéutica mayorista. Está presente en más de 25 países y opera más de 3.150 tiendas de salud y belleza; de estos locales alrededor de 3.050 cuentan con una farmacia. En los doce meses finalizados en marzo de 2014, la compañía obtuvo ingresos por US\$ 38.856 millones, generó EBITDA por US\$ 2.508 millones y finalizó el periodo con una deuda financiera igual US\$ 9.553 millones.

Mercados

El mercado farmacéutico en México corresponde al segundo de mayor tamaño en América Latina, siendo sólo superado por Brasil; el consumo de la población mexicana en el sector se estima en alrededor de US\$ 16 mil millones⁷, en tanto que en el mercado chileno la industria ha crecido en promedio a tasas anuales de 7,6% entre 2008 y 2012, mientras que a ese año la facturación de las tres principales cadenas de farmacias se situaría en torno a los US\$ 1.500 millones⁸.

En años recientes, la distribución por países de los ingresos ha experimentado cambios, debido a la venta de las operaciones en Perú. A junio de 2014, un 58,8% de los ingresos provienen de las operaciones en México, mientras que un 41,2% de las operaciones en Chile.

Ilustración 1
Participación de los ingresos por ventas según país de origen
(2008-junio 2014)



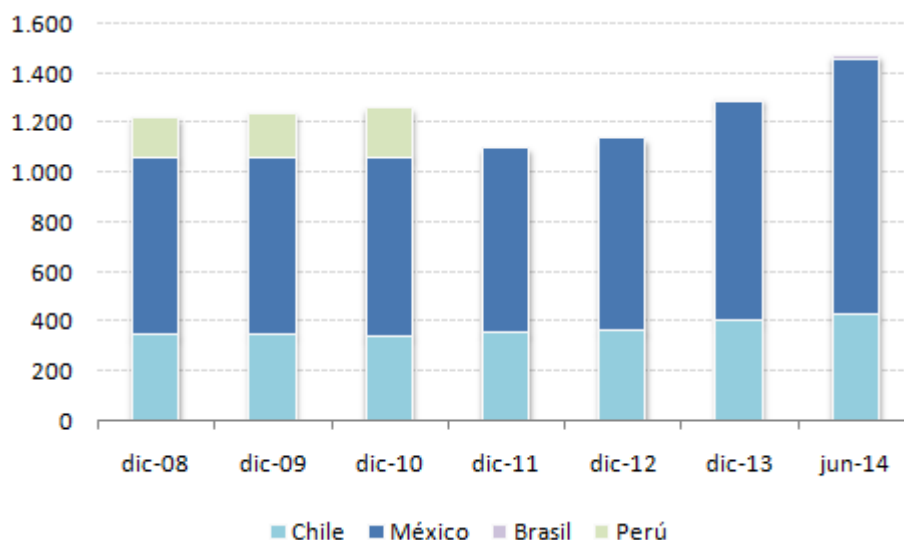
El número total de tiendas, a junio de 2014, alcanzó a 1.475 lo que significa un crecimiento de 13,46% respecto de diciembre de 2013. Este se explica por la mayor cantidad de locales en México, los que pasaron de 882 tiendas en diciembre de 2013 a 1.030 a junio de 2014, producto de la incorporación de Farmacias

⁷ Dato obtenido desde el documento elaborado por ProMéxico: "Industria Farmacéutica" (http://mim.promexico.gob.mx/work/sites/mim/resources/LocalContent/368/2/130820_DS_Farmaceutica_ESP.pdf)

⁸ www.economia.gob.cl/wp-content/uploads/2014/04/Boletin-Mercado-de-Medicamentos.pdf

ABC. Durante el primer semestre de 2012 la enajenación de la cadena en Perú, que contaba con 196 tiendas, significó una caída en el número total de locales, el cual se ha recuperado con las nuevas aperturas en Chile y México, alcanzando nuevos máximos.

Ilustración 2
Evolución del número de tiendas por país
(2008-Junio 2014)



Chile (Farmacias Ahumada)

Farmacias Ahumada tiene presencia en todas las regiones de Chile. Al 30 de junio de 2014, la cadena contaba con 427 farmacias operativas (21,3% del total de FASA), las cuales totalizan 62.443 m² (24% del total), con un promedio de 146 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 se estima que los tres principales competidores tienen una participación conjunta de más de 90% del mercado.

México (Farmacias Benavides)

Farmacias Benavides tiene presencia en 21 estados y 153 ciudades, principalmente del norte y oriente de México, constituyéndose en una de las cadenas más grandes en términos de número de locales. Al cierre del primer semestre de 2014 la empresa contaba con 1.030 farmacias operativas (69,8% del total de FASA), y una superficie total de ventas de 230.257 m² (78,5% del total), con un promedio de 224 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

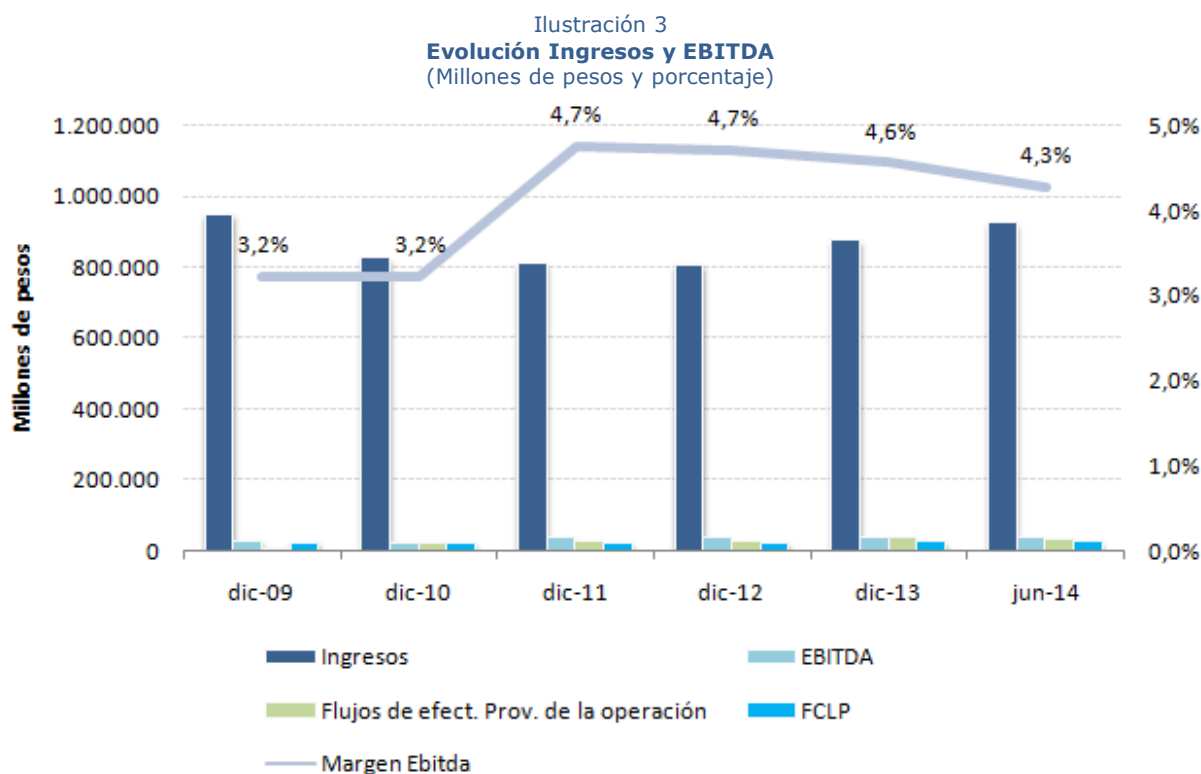
supermercados y otros operadores de *retail*. Asimismo es un mercado con menor concentración que Chile, pues cerca de un 70% de las ventas del mercado mexicano corresponde a farmacias independientes.

Análisis financiero⁹

Evolución ingresos por ventas y EBITDA

En el período comprendido entre 2010 y 2013 los ingresos de **FASA** han promediado los \$831.456 millones. Mientras que en el año móvil finalizado en junio de 2014, las ventas totalizaron los \$926.883 millones, superiores en un 12, 25% frente al mismo periodo de 2013.

Desde diciembre de 2011 hasta junio de 2014, el margen EBITDA, como proporción sobre los ingresos se ha mantenido estable y por sobre el 4,3%.



La participación de los ingresos provenientes de México ha mostrado una leve alza en comparación con periodos anteriores. Si entre 2010 y 2013, la participación había promediado el 56% de los ingresos totales, en los primeros seis meses de 2014 llegó al 59%, lo anterior por la consolidación en los estados financieros de la cadena de mexicana de farmacias ABC.

⁹ Para efectos de comparación, las cifras han sido corregidas a pesos de junio de 2014. Los años móviles corresponden al año terminado en el mes indicado, comprendiendo por tanto los respectivos últimos cuatro trimestres.

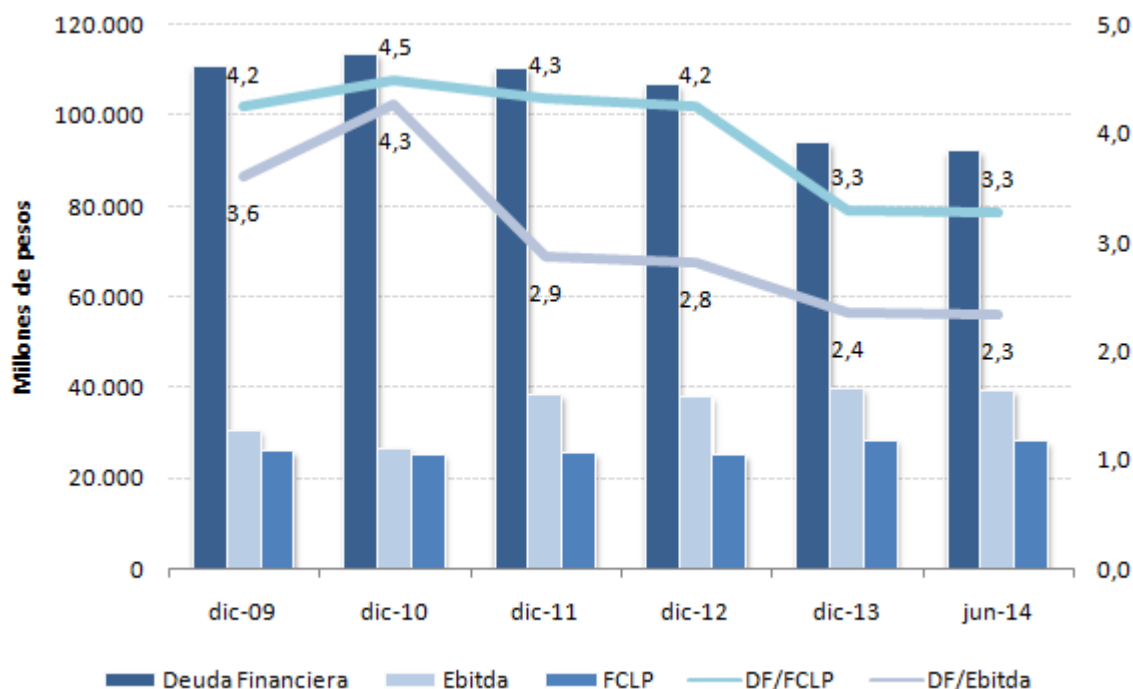
Tanto a diciembre de 2013 como a junio de 2014, el porcentaje de venta de medicamentos ha representado un 63% de los ingresos operacionales de **Fasa**. En Chile este porcentaje corresponde al 70% de los ingresos generados en el país, mientras que en México es de un 58%.

Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

La deuda financiera total de **Fasa** ha experimentado una constante reducción entre 2010 y junio de 2014. En ese periodo la deuda se ha reducido a tasas promedio anual igual a 5%. En 2013, las obligaciones financieras alcanzaron su mayor contracción pasando de \$106.886 millones, en 2012, a \$94.159 millones. A junio de 2014, el monto de la deuda financiera alcanzó los \$92.244 millones.

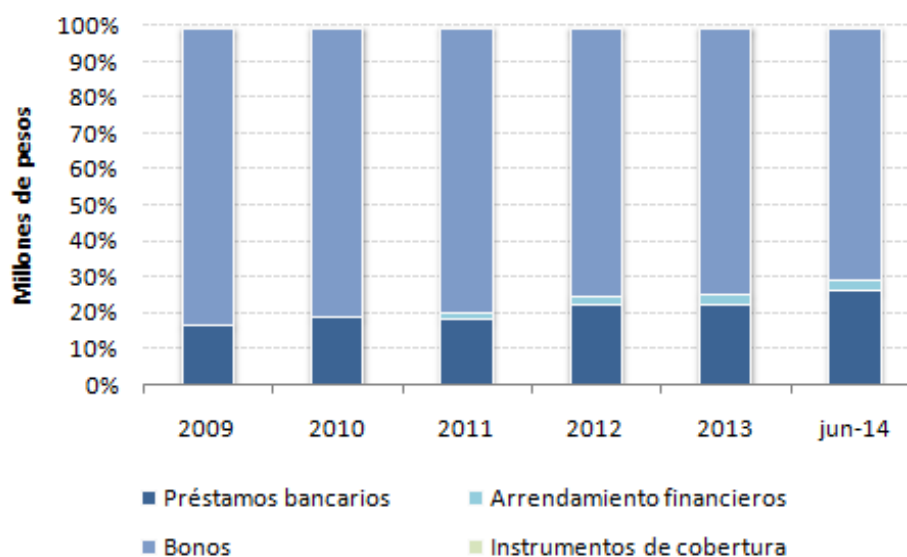
De esta forma, el endeudamiento relativo de la empresa también ha ido cayendo. En diciembre de 2010 la deuda financiera sobre EBITDA fue de 4,3 veces, mientras que a junio de 2014 este ratio llegó a las 2,3 veces. Lo mismo sucede cuando se compara con el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP), en 2010 la deuda financiera sobre FCLP alcanzó las 4,5 veces, mientras que en junio de 2014 finalizó en 3,3 veces.

Ilustración 4
Evolución deuda financiera, FCLP y EBITDA
(Millones de pesos y veces)



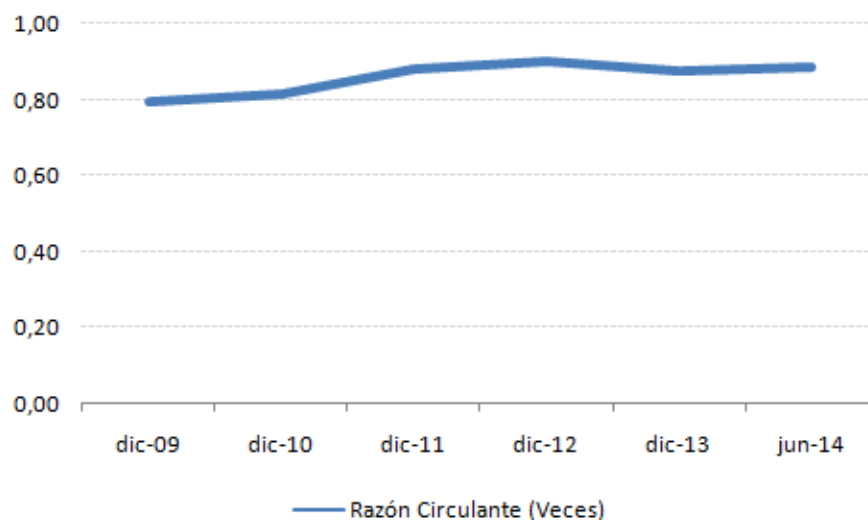
La estructura de la deuda financiera, a junio de 2014, estaba compuesta en un 70,3% por bonos, 26,5% por préstamos bancarios, 2,5% por arrendamientos financieros y un 0,7% por pasivos por cobertura.

Ilustración 5
Evolución de las fuentes de financiamiento
(Como porcentaje de la deuda financiera)



La razón circulante¹⁰ de la compañía se ha incrementado levemente desde los niveles de 0,8 veces registrada en 2009a valores en torno a 0,9 en junio de 2014. La razón circulante ha exhibido, en términos relativos, un alto grado de estabilidad en el horizonte de evaluación.

Ilustración 6
Razón Circulante
(2009-junio 2014)

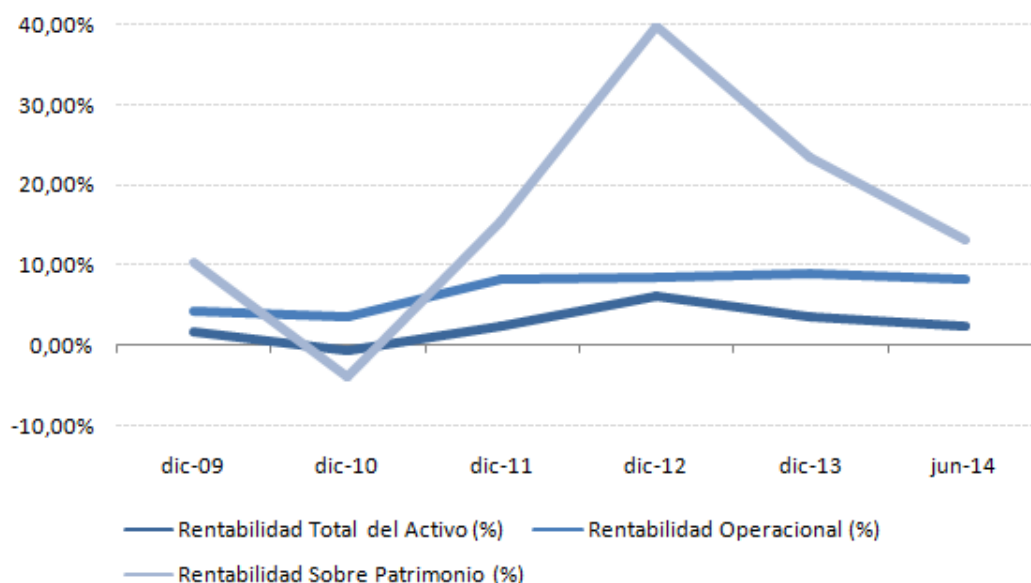


¹⁰Activos corrientes/pasivos corrientes.

Evolución de la rentabilidad¹¹

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. Con todo, la rentabilidad operacional se ha estabilizado en valores cercanos a 8% en el período 2011-junio 2014. La rentabilidad del patrimonio es bastante más volátil, influida en particular por el resultado fuera de explotación. En particular, la rentabilidad de 2012 muestra un incremento relevante, explicada principalmente por el reconocimiento de la utilidad en la venta de las operaciones en Perú. Hacia fines del período considerado, este indicador se sitúa en torno a 13%.

Ilustración 7
Evolución de las rentabilidades
(2009-junio 2014)

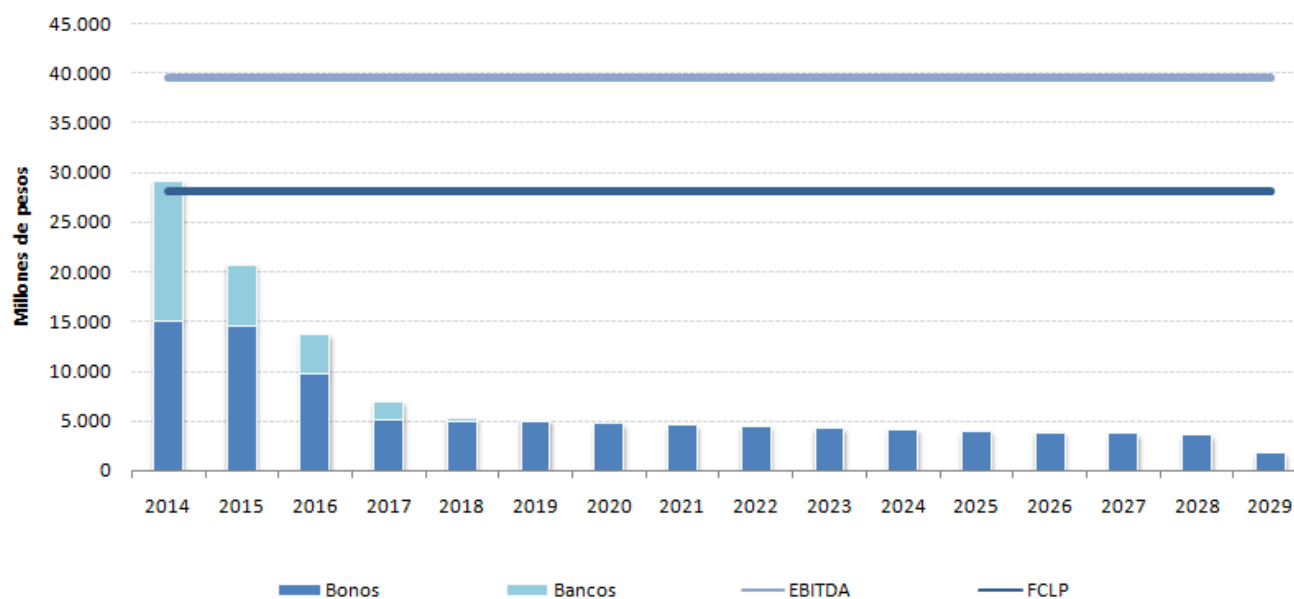


Estructura de vencimientos

La estructura de vencimientos, que se presenta en el siguiente gráfico, muestra que los flujos de la emisora, tomando como referencia el EBITDA del año móvil finalizado en junio de 2014, tienen un importante nivel de holgura para todo el calendario de vencimientos. Lo mismo sucede en el caso del Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) que, salvo para 2014, muestra importantes holguras en todo el periodo de vencimientos.

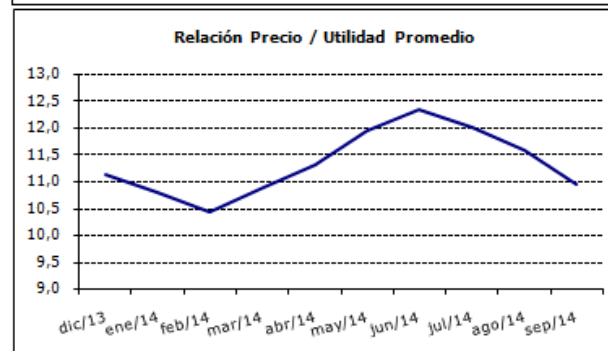
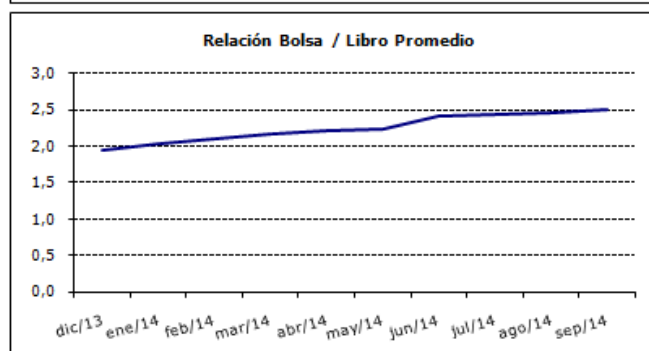
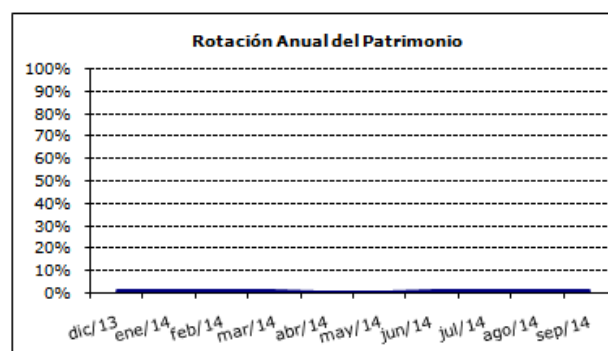
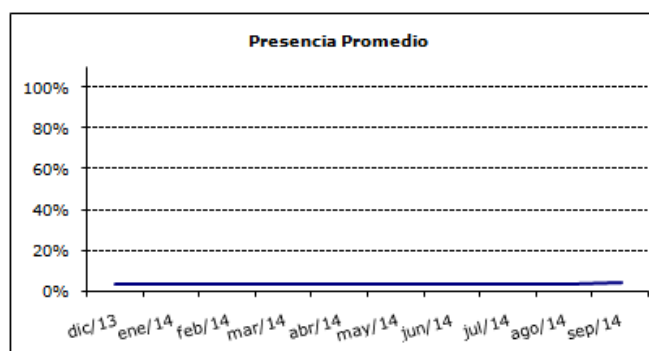
¹¹Rentabilidad total del activo= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución); rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos corrientes, promedio + propiedades planta y equipo, promedio); rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio. Resultado operacional sobre activos promedio.

Ilustración 8
Evolución del perfil de vencimientos, FCLP y EBITDA
(Millones de pesos)



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 manos de Alliance Boots, el porcentaje de acciones en libre flotación es menor al 1%, lo que se ha traducido en que a septiembre de 2014 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 se incremente en 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

Resguardos financieros de los bonos

Covenants líneas			
	Definición	Límite	Valor al 30/06/2014
Nivel de endeudamiento	Deuda financiera neta/Patrimonio neto	Menor a 1,49 veces	0,65

"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".