



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe anual

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. (56-2) 433 5200

carlos.ebersperger@humphreys.cl

Farmacias Ahumada S.A

Octubre 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°

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 Estable
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 Estable
EEFF base	30 junio de 2011

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

M\$ corrientes	2008	2009	2010	Ene-Jun 2009	Ene-Jun 2010	Ene-Jun 2011
Ingresos Ordinarios	884.187.680	832.564.085	802.705.968	420.054.742	404.164.219	399.993.255
Costo de Ventas	-678.218.032	-635.098.101	-604.110.162	-321.148.554	-304.793.747	-302.279.235
Total Gastos de Administración y Distribución	-190.528.335	-185.567.646	-188.863.336	-92.193.641	-93.576.066	-87.579.786
Resultado Operacional	15.441.313	11.898.338	9.732.470	6.712.547	5.794.406	10.134.234
Gastos Financieros	-7.114.624	-7.588.570	-6.986.297	-4.160.076	-3.426.247	-3.334.528
Ganancia (Pérdida)	-1.510.974	6.377.182	-2.098.832	3.677.843	4.265.919	4.691.221
EBITDA	30.356.697	26.905.531	24.609.374	14.034.590	13.360.783	17.045.556

Estado de Situación Financiera, IFRS

M\$ corrientes	31-Dic-2008	31-Dic-2009	31-Dic-2010	30-Jun-2010	30-Jun-2011
Activos Corrientes	204.262.936	170.176.203	185.984.891	173.218.775	165.807.814
Activos No Corrientes	232.024.091	191.645.530	190.857.801	201.889.968	194.964.750
Total de Activos	436.287.027	361.821.733	376.842.692	375.108.743	360.772.564
Pasivos Corrientes	259.204.959	213.781.869	224.098.845	206.277.248	202.911.497
Pasivos No Corrientes	93.960.693	86.605.149	89.571.687	92.665.799	87.450.772
Total de Pasivo	353.165.652	300.387.018	313.670.532	298.943.047	290.362.269
Patrimonio Total	83.121.375	61.434.715	63.172.160	76.165.696	70.410.295
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	436.287.027	361.821.733	376.842.692	375.108.743	360.772.564
Deuda Financiera	115.708.117	96.959.298	103.210.381	107.404.353	101.957.539

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, 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 1.277 locales y casi 250 mil m² de salas de ventas.

Las ventas consolidadas anuales de la compañía alcanzaron a US\$ 1.715 millones en 2010, mientras que su EBITDA en los últimos tres años ha oscilado aproximadamente entre \$ 24.609 millones y \$ 30.300 millones. Al 30 de junio de 2011 su pasivo financiero ascendía a \$ 103.210 millones (US\$ 220,5 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 el sólido posicionamiento que la sociedad presenta, tanto en términos de ventas como de marca, en los tres países en los que mantiene presencia, 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, más allá del nivel de la deuda financiera, 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, 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 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 pudieren 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 (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. 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, que en la actualidad 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 cerca los efectos que tendría tal propuesta, en caso de concretarse, sobre la organización del sector y los márgenes de la compañía.

La baja de la clasificación de las acciones de **FASA** a "**Primera Clase Nivel 4**" (desde "*Primera Clase Nivel 2*") se debe a la caída que ha experimentado la presencia bursátil de los títulos accionarios de la compañía, llegándose a valores cercanos al 10% en el último período, no previéndose que se eleve debido a la concentración del 97,8% de la propiedad en el Grupo Casa Saba (GCS). La tendencia de la clasificación de las acciones se califica como "*Estable*" por cuanto, por lo anterior, no se espera que la liquidez de las acciones se eleve.

Hechos Recientes

Resultados 2010

Los ingresos de 2010 alcanzaron a \$ 802.706 millones, lo que implicó una disminución de 3,6% interanual, explicada por los problemas de seguridad en México y la mayor competencia en ese país, más los efectos de la devaluación de los pesos mexicanos y soles peruanos respecto al peso chileno. Asimismo, en Chile las ventas se vieron impactadas por el terremoto de febrero de ese año.

Por su parte, los costos de explotación se contrajeron en 4,9%, llegando a \$ 604.110 millones, con lo que el resultado de explotación fue de \$ 198.596 millones, expandiéndose 0,6% pese a la baja de ventas, por la

mayor contracción de los costos. Este mayor margen en definitiva fue consecuencia de un cambio en el *mix* de productos vendidos en los tres países, hacia bienes con mayor margen, en particular marcas propias.

Los gastos de administración y venta (gastos por beneficios a empleados, depreciaciones y amortizaciones y otros gastos por naturaleza) tuvieron un incremento de 1,8% (por el mayor número de locales en operación), llegando a \$ 188.863 millones. Así, el resultado operacional ascendió a \$ 9.732 millones, cayendo 18,2% por el efecto de los mayores gastos de explotación. El EBITDA, en tanto, cayó 8,5% hasta \$ 24.609 millones, derivado del mismo efecto antes descrito.

Finalmente, la pérdida del período llegó a -\$ 2.099 millones (\$ 6.377 millones de ganancia en 2009), en lo que influyó el menor resultado operacional, la disminución de las ganancias provenientes de inversiones y el cargo por unidades de reajuste (que en 2009 fue positivo debido a la caída del índice de precios al consumidor).

Resultados primer semestre de 2011

En la primera mitad de 2011 los ingresos consolidados llegaron a \$ 399.993 millones, con una contracción de 1% que se explica por menores ventas en Perú, por efectos de tipo de cambio y porque en el primer semestre de 2010 se consideraron los recuperos de seguros del terremoto en Chile.

Los costos de explotación, en tanto, cayeron 0,8% hasta \$ 302.279 millones, compensando en parte la caída en ventas del semestre. Con ello, el resultado de explotación experimentó una contracción de 1,7%.

Los gastos de administración y venta cayeron 6,4% hasta \$ 87.580 millones, lo que es consecuencia de la reestructuración introducida por el nuevo controlador GCS a partir de 2010, y que ha resultado en una organización administrativa más liviana. Con ello, el resultado operacional se incrementó en 74,9%, alcanzando a \$ 10.134 millones, y pasando de 1,4% a un 2,5% de los ingresos semestrales de los años 2011 y 2010, respectivamente. Como consecuencia de lo anterior, el EBITDA de **FASA** pasó de 3,3% a 4,3% de los ingresos totales, llegando a \$ 17.046 millones. La ganancia de la empresa también se elevó (10%), hasta \$ 4.691 millones.

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 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 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\$ 1.715 millones. En Chile posee una fuerte participación de mercado, con 345 locales a junio de 2011, y es la segunda cadena de farmacias. En Perú, a través de Boticas Fasa, también es de las principales cadenas, con 196 locales establecidos. En México, mediante Farmacias Benavides, es la principal cadena en el norte y oriente del país, especialmente en Monterrey, con 736 puntos de venta a junio de 2011, 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 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. Aproximadamente el margen EBITDA de la compañía se distribuye en 53%, 43% y 4% en México, Chile y Perú, respectivamente, según datos a junio de 2011.

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%). A modo de ejemplo, el gasto per cápita en salud en 2009 fue de US\$ 787 dólares en Chile, US\$ 515 en México y US\$ 201 en Perú, contra US\$ 3.075 en España y US\$ 7.410 en Estados Unidos¹.

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 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

¹ Según datos de la Organización Mundial de la Salud.

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 y Perú en *BBB* y *BBB-* (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 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 de México se transformó en el controlador de **FASA**.

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 0,34% de la propiedad a junio de 2011:

Nombre	Nº 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.

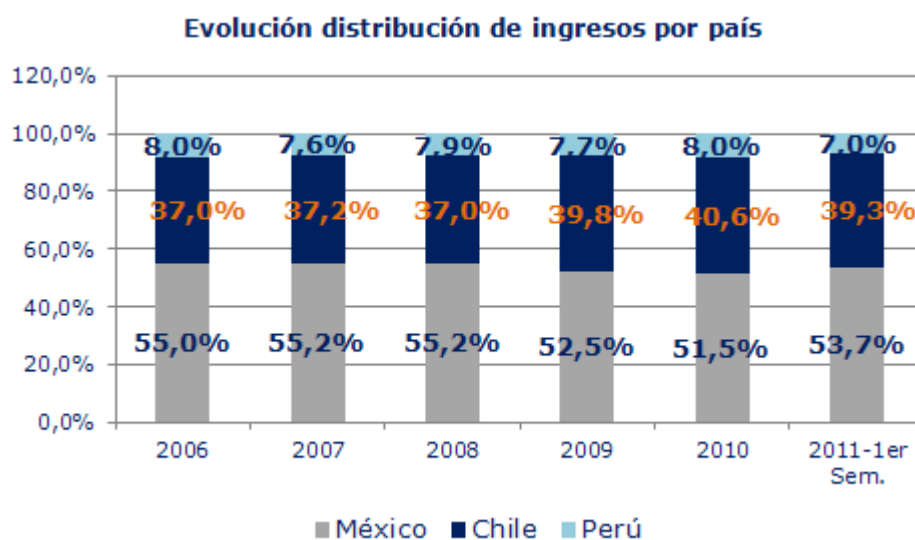
En 2010, GCS obtuvo ingresos por aproximadamente US\$ 2.766 millones, una utilidad de US\$ 21,8 millones, y un EBITDA de US\$ 76,6 millones. Además, poseía activos por US\$ 2.523 millones y su deuda financiera era de US\$ 192,4 millones.

Un 59,2% de las ventas de GCS en 2010 correspondió a distribución de medicamentos a privados y un 5,3% al sector público. Un 8% provino de la distribución de bienes de consumo (belleza, alimentos, etc.) y un 2,4% de publicaciones. Si bien un 25,1% de los ingresos del año se originó en la venta *retail* de medicamentos (10,8% en 2009), esa proporción se incrementará fuertemente en 2011 producto de la consolidación de **FASA** (en 2010 sólo alcanzó a incluir un período breve).

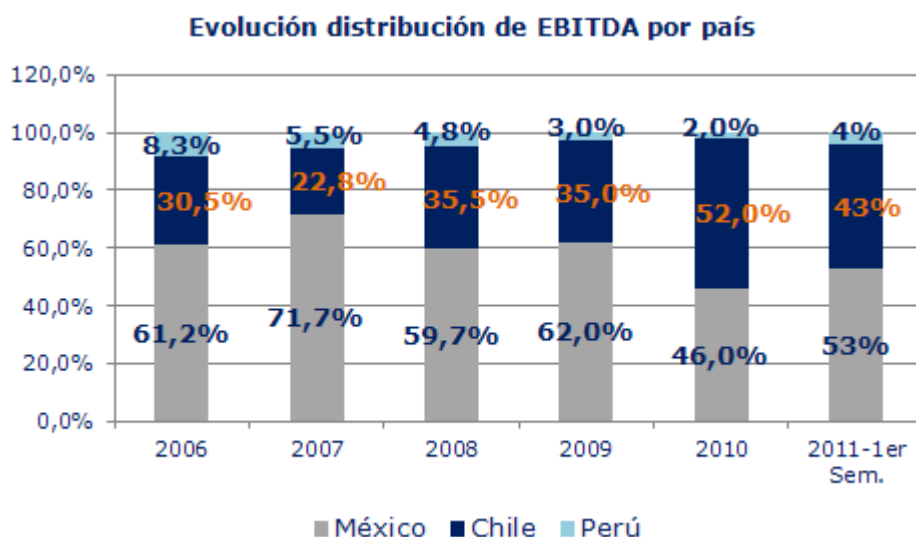
Mercados

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.

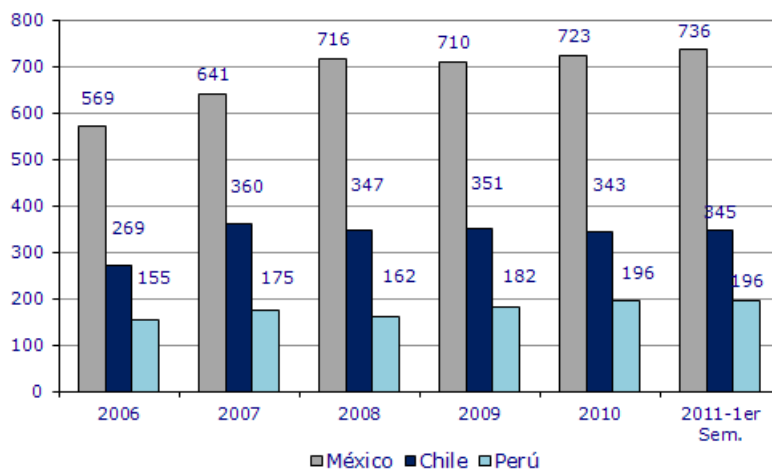
Entre 2006 y lo que va transcurrido de 2011 la distribución de ingresos por país no ha experimentado mayores cambios, con México representando entre el 52% y el 55% de ellos, Chile entre 37% y 40% y Perú siempre en torno a un 7%-8%.



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, además de la competencia, por las variaciones de las monedas locales en relación al peso chileno y las condiciones económico-sociales de cada mercado.



Evolución número de tiendas por país



Chile (Farmacias Ahumada)

Farmacias Ahumada tiene presencia en todas las regiones de Chile. Al 30 de junio de 2011, la cadena contaba con 345 farmacias operativas (27% del total de FASA), las cuales totalizan 55.744 m² (22,3% del total), con un promedio de 161,6 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.

Perú (Boticas Fasa)

Boticas Fasa es de las principales cadenas de farmacias en Perú, con cerca del 8% del mercado. Cuenta con locales en las más importantes localidades del país, entre ellas Lima, Tacna, Arequipa, Cusco y Trujillo. A junio de 2011, la empresa contaba con 196 farmacias operativas (15,3% de FASA), las cuales totalizaban 15.693 m² (6,3% del total), y un promedio de 80,1 m² por tienda, el menor de los tres países. 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 cerca del 50% 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 736 farmacias operativas (57,6% del total de **FASA**), y una

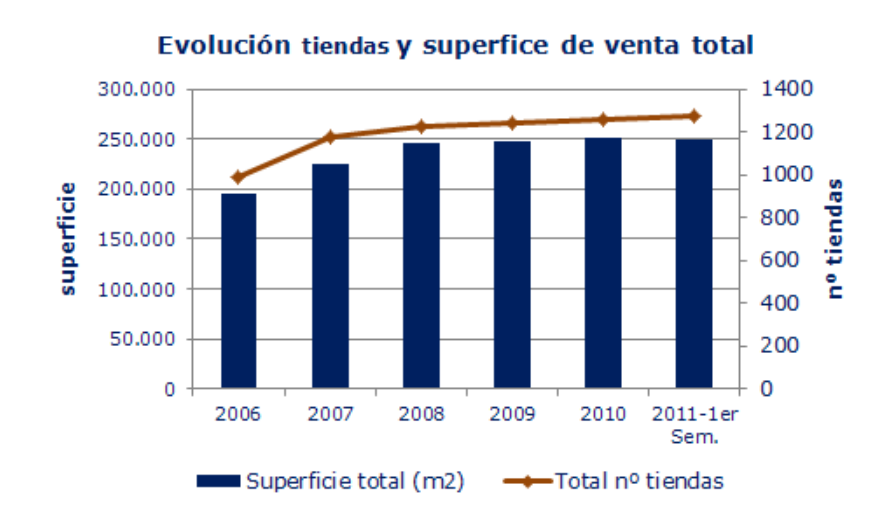
superficie total de ventas de 178.213 m² (71,4% del total), con un promedio de 242,1 m² por local (el más elevado de los tres países).

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.

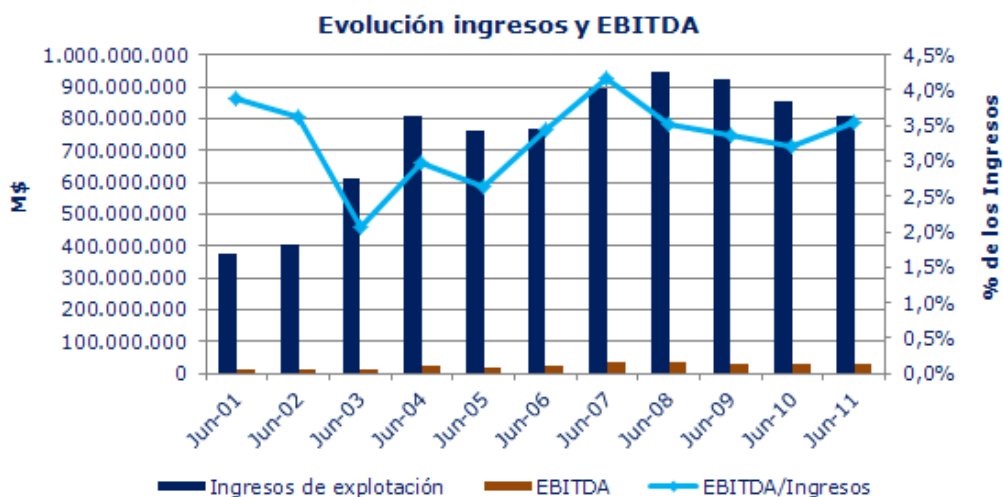
Análisis Financiero²

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. Si bien la tasa de EBITDA a ingresos también había mostrado una tendencia a caer, en el último período mejoró a consecuencia de la reestructuración efectuada por GCS desde la toma de control de la sociedad.

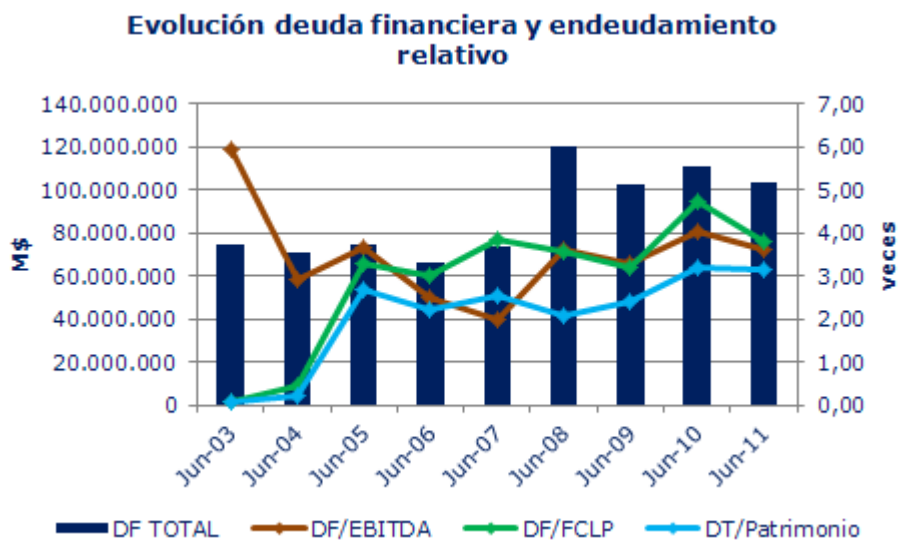


² Para efectos de comparación, las cifras han sido corregidas a pesos de junio de 2011. Los años móviles corresponden al año terminado en el mes indicado, comprendiendo por tanto los respectivos últimos cuatro trimestres.



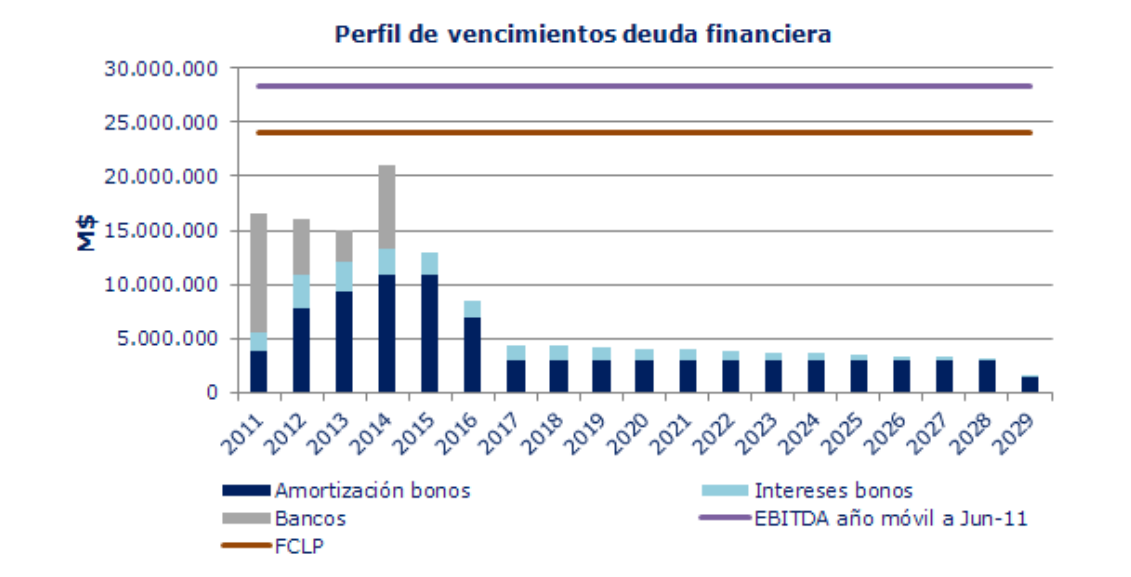
Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

La deuda financiera total de FASA ha experimentado una caída desde junio 2008, lo que le ha permitido mantener el endeudamiento en términos, incluso en un período de baja en los flujos (EBITDA)

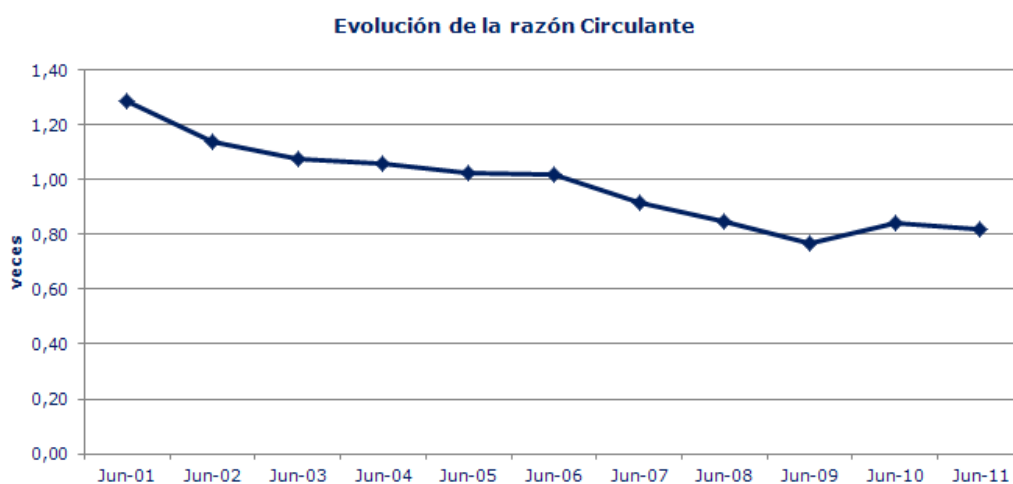


La deuda financiera está compuesta en 81,6% por bonos en Unidades de Fomento, 16,1% por préstamos bancarios (en pesos chilenos principalmente, mientras que cerca del 1,5% esta en UF y menos del 1% de la deuda financiera total está denominada en soles peruanos), un 2% por arrendamientos financieros y un 0,3% a pasivos por cobertura.

El perfil de vencimientos de la deuda financiera de **FASA** resulta adecuado a su generación de flujos de caja, puesto que incluso si se asume un castigo de 25% en el EBITDA generado al año móvil finalizado en junio de 2011, el valor resultante supera el monto de los compromisos, incluyendo bonos y bancos, en el año de mayores vencimientos (2014).



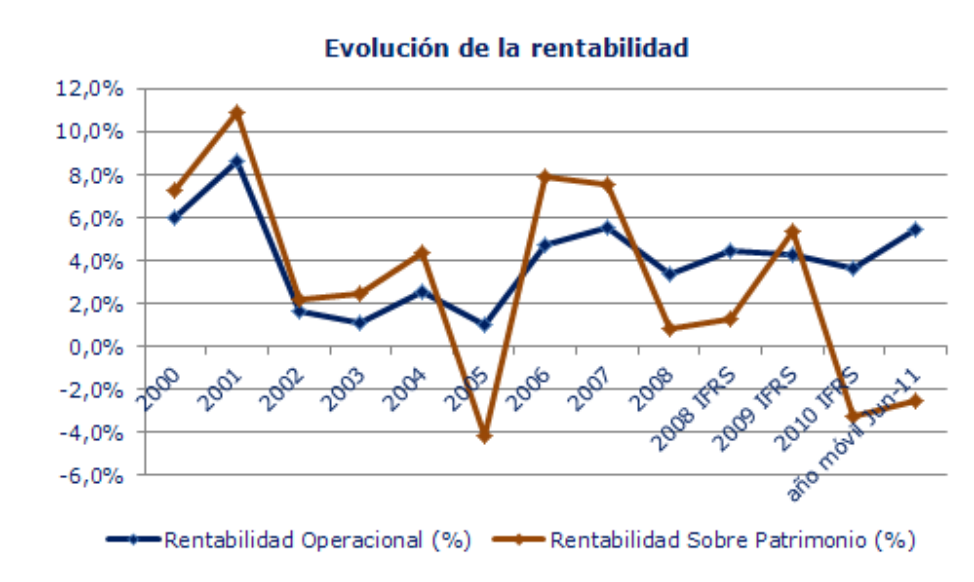
La razón circulante³ de la compañía se ha mantenido estable en torno a 0,8 veces entre 2008 y el primer semestre de 2011, período en el cual existen datos comparables bajo la norma contable IFRS, con un leve aumento a 2010.



³ Activos circulantes o corrientes/pasivos circulantes o 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 operacional⁴ un tanto variable, aunque ésta ha mostrado cierta tendencia a estabilizarse desde 2006. La rentabilidad del patrimonio⁵ 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, debido a la importante proporción de deuda financiera en esa moneda.

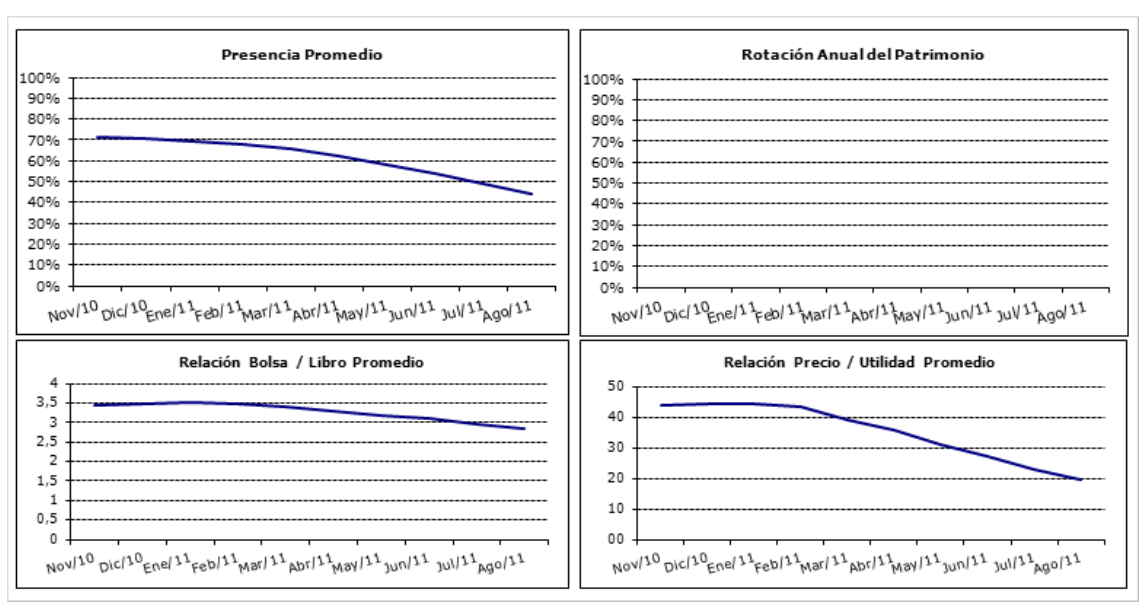


⁴ Resultado operacional sobre activos promedio.

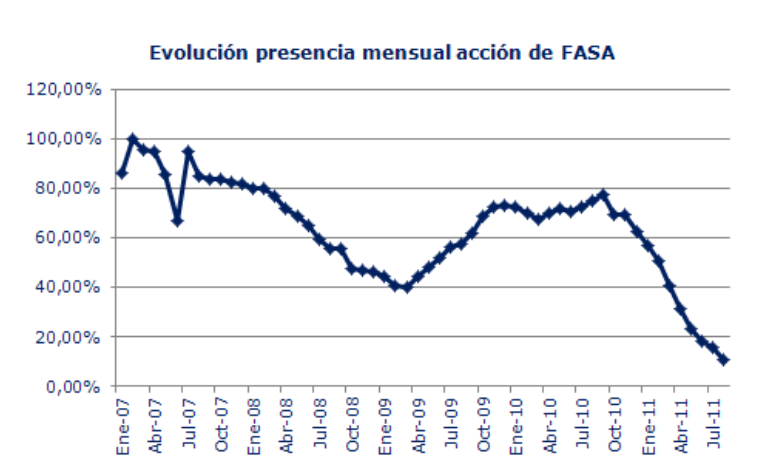
⁵ Resultado del ejercicio sobre patrimonio promedio.

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.



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 2011 la presencia de la acción haya caído a menos de un 11%, 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 **Farmacias Ahumada S.A.** en la SVS

- **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

o **Primera Emisión (Serie E)**

- o Fecha colocación: abril 2008
- o Monto colocado: U.F. 1.800.000
- o Plazo: 8 años
- o 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

o **Primera Emisión (Serie F)**

- o Fecha colocación: octubre 2004
- o Monto colocado: U.F. 2.200.000
- o Plazo: 21 años
- o 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”