

Farmacías Ahumada S.A.

Marzo 2008

Categoría de Riesgo y Contacto

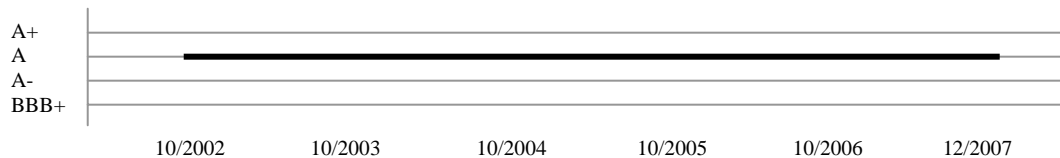
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Líneas de Bonos Tendencia	A Estable	Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax Correo Electrónico Sitio Web	Aldo Reyes D. Andrés Silva P. 56-2-204 7315 56-2-223 4937 ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	31 de diciembre de 2007	Tipo de Reseña	Nueva Emisión

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Línea de Bonos a 10 años (Repertorio N° 5.212)	En Proceso de Inscripción
Línea de Bonos a 25 años (Repertorio N° 5.213)	En Proceso de Inscripción

Clasificación Histórica

Bonos



Estado de Resultados Consolidado

Cifras en Miles de \$ a Diciembre de 2007	Año 2003	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Diciembre 2007
Ingreso Operacional	734.689.057	688.613.031	691.517.847	726.148.925	853.318.622
Costo Explotación	-549.945.582	-515.940.634	-523.642.333	-549.077.216	-653.987.552
Gasto Admin. y Venta	-181.658.978	-165.764.318	-165.315.050	-163.845.836	-182.050.387
Resultado Operacional	3.084.498	6.908.078	2.560.464	13.225.873	17.280.683
Resultado No Operacional	-5.123.834	-6.778.918	-10.831.679	-6.618.408	-3.673.446
Utilidad Neta	2.367.815	4.239.797	-3.674.857	7.575.632	7.410.114

Balance General Consolidado

Cifras en Miles de \$ a Diciembre de 2007	Año 2003	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Diciembre 2007
Activo Circulante	172.994.434	163.315.445	153.790.319	169.264.422	196.483.201
Activo Fijo	106.715.899	109.358.297	111.567.331	122.756.106	135.469.641
Otros Activos	45.573.290	49.435.938	37.389.734	39.477.507	35.179.166
Total Activos	325.283.623	322.109.680	302.747.385	331.498.034	367.132.008
Pasivo Circulante	161.857.397	157.077.828	152.436.165	182.714.312	219.661.033
Pasivo Largo Plazo	66.725.713	67.255.786	61.179.882	53.146.022	49.878.296
Interés Minoritario	29.790.853	29.157.929	26.473.955	27.852.395	25.964.473
Patrimonio	66.909.660	68.618.136	62.657.382	67.785.305	71.628.206
Total Pasivos	325.283.623	322.109.680	302.747.385	331.498.034	367.132.008

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Farmacias Ahumada S.A. es la cadena farmacéutica latinoamericana más grande a nivel de ventas. Tiene presencia en Chile, Perú y México; y en cada uno de estos países se encuentra entre los actores más importantes de los respectivos mercados. A diciembre de 2007 cuenta con 1.176 farmacias operativas y 225 mil metros cuadrados de sala de ventas, donde atiende alrededor de 204 millones de clientes

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

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

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

Otros factores considerados en el proceso de clasificación, dice relación con el hecho que la mayoría de los ingresos del emisor se generan en países con riesgo soberano mayor al de Chile, lo cual, además de la mayor vulnerabilidad económica implícita, implica riesgos en la transferencia de recursos por posibles limitaciones al acceso de divisas. Asimismo, parte importante de los flujos del emisor, en su calidad de matriz del grupo, derivan de los dividendos que puedan entregar sus filiales, los cuales pudieren verse restringidos por situaciones meramente contables. Por otra parte, se reconoce, además, los riesgos de una eventual modificación o flexibilización de la legislación para la venta de medicamento.

Asimismo se considera en la clasificación de la nueva deuda, el hecho de que la misma tendrá como destino principal el financiamiento de la compra del 24,55% de Farmacias Benavides, completando con ello un 95,62% de la propiedad de la misma. Si bien la situación de endeudamiento de la compañía se verá desmejorada en el corto plazo, **Humphreys** no desconoce que la operación implica profundizar la participación del emisor en una sociedad que presenta adecuados resultados y buenas expectativas de crecimiento. Asimismo, en opinión de la clasificadora, **Farmacia Ahumada** presenta un plan de negocio, incluyendo mecanismos de financiamiento, coherente con sus posibilidades y que debiera permitir a futuro una reducción en el nivel de endeudamiento.

La perspectiva de la clasificación se califica en “*Estable*”, por cuanto en el corto plazo, en nuestra opinión, 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 a través del tiempo. Todo ello, sin que se produzca un deterioro significativo en el endeudamiento relativo de la sociedad ni en su posicionamiento de mercado.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de los bonos, es necesario que la empresa logre estabilizar sus niveles de rentabilidad, y que no se produzcan incrementos de su deuda que no vayan aparejados con

aumentos proporcionalmente similares en cuanto a su generación de flujo o que incrementándose presente éstos un perfil de riesgo significativamente superior.

Definición 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 que pertenece o en la economía.

Oportunidades y Fortalezas

Fuerte Posición de Mercado: **Farmacias Ahumada** es la cadena farmacéutica Latinoamérica más grande a nivel de ventas. En Chile tiene 31% de participación de mercado y es una de las tres principales cadenas de farmacias; en Perú es el líder en participación de mercado con 13,5%; y en México es la principal cadena en el occidente y norte del país, especialmente en Monterrey, donde además materializó como se mencionó anteriormente un aumento en la participación de Farmacias Benavides (posee aproximadamente el 5% del mercado).

Diversificación de Mercado: La presencia del emisor en tres países, no obstante el riesgo propio de la internacionalización, permite a la compañía soportar de mejor forma la presión a los márgenes que pueden afectar al negocio de un determinado mercado. En efecto, la presencia en México y en Perú, en menor medida, atenuó los efectos negativos sobre los resultados que tuvo la agresiva política comercial que desarrolló la industria en Chile, especialmente en el cuarto trimestre del 2007. A la fecha, el Ebitda se genera 72% en México, 23% en Chile y 5% en Perú.

Fuerte Posición Negociadora con Proveedores: La importancia del emisor como intermediario de productos farmacéuticos, en especial en Chile y Perú, unido a la alta disponibilidad de laboratorios, entrega a Farmacias Ahumada una sólida posición para negociar precios, descuentos y formas de pagos con sus proveedores. A futuro, esta posición pudiere reforzarse de existir la posibilidad de centralizar la compra de algunos productos destinados a mercados de distintos países.

Capacidad de Distribución y Tecnología: La compañía cuenta con un centro de distribución centralizado para sus operaciones en nuestro país, con personal altamente calificado que opera tecnologías de avanzada en la recepción, almacenaje y despacho de productos. Asimismo se encuentra en proceso de construcción de un nuevo centro de distribución en Monterrey (se estima que entrará en operaciones durante el segundo semestre del presente año)..

La existencia de un centro de distribución permite controlar el nivel de servicio de los inventarios en las farmacias y no estar supeditado al nivel de servicio de los proveedores o distribuidores; facilitar el control sobre las mermas; reducir el uso de personal en labores de manejo de existencias y minimizar la posibilidad que algún punto de venta no cuente con los productos demandados.

Perspectivas Positiva de la Demanda: El crecimiento de la demanda por productos farmacéuticos debiera verse favorecida a futuro por el envejecimiento de la población y el crecimiento en sus niveles de ingresos, factores que debieran darse en Chile, México y Perú. El consumo de medicamentos tiene relación directa con la edad e ingreso de las personas. Por otra parte, de mediar una adecuada política comercial, la empresa tiene la posibilidad de aumentar en forma importante su presencia en México y Perú.

Factores de Riesgo

Fuerte Competencia en Chile: En el mercado farmacéutico nacional existe una fuerte competencia entre las cadenas de farmacias existentes, lo que presiona a la baja los márgenes; además, cada una de ellas posee presencia y reconocimiento de marca. Este mercado se ha caracterizado por “guerra de precios” recurrentes.

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

Mercado Farmacéutico con Poca Fidelidad del Cliente: El bajo nivel de lealtad de los consumidores fomenta que algunos operadores basen sus estrategias de venta en una política de precios con elevados descuentos y obliga a las empresas a mantener elevados esfuerzos publicitarios aumentando el punto de equilibrio y, por ende, afectando negativamente las utilidades finales de la industria.

Riesgo de Mercados Externos: Si bien el ingreso de **FASA** a otras economías de Latinoamérica diversifica su fuente de ingresos, la expone a los riesgos propios de las economías de otros países, los cuales se caracterizan por presentarse menos estables y con niveles de riesgo superiores a los de Chile. **Moody's** ha clasificado en escala global y moneda extranjera en *Baa1* a México; y *Ba2* a Perú (Chile está clasificado en *A2*).

Cambios de Legislación: De acuerdo con la legislación actual, sólo las farmacias están facultadas para vender medicamentos en Chile y Perú, ya sea 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 distintos a los operantes en la actualidad. Medidas de esta índole acentuarían aun más los niveles de competencia 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 solo con farmacias, sino que también con supermercados y otras tiendas de *retail*. Por tanto la empresa ya tiene experiencia en ese ambiente competitivo.

Riesgo de Transferencia de Fondos De 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 meramente contable - repercutirá en los menores flujos de caja para el emisor. Similares consecuencia se tendría ante la eventual restricción del flujo de divisas en los países en donde se ubican las inversiones de **FASA** (riesgo político).

Antecedentes Generales

Historia

Farmacías Ahumada S.A. tiene su origen en 1968, al inaugurarse el primer local de la cadena en Santiago. En 1994 se crea Laboratorios Fasa S.A., filial destinada a desarrollar productos de marcas propias. En 1996 comienza el desarrollo en el mercado peruano a través de la creación de Boticas Fasa S.A. En el año 2000 la empresa entra en el mercado brasileiro a través de la adquisición de Drogamed. En el 2002 se produce la toma de control de Farmacias Benavides, con lo cual la empresa ingresa al mercado mexicano. En enero de 2006 la empresa abandona el mercado brasileiro al vender el 100% de su participación en Drogamed. Finalmente en diciembre de 2006 se da origen a la alianza estratégica entre FASA y D&S, mediante la cual FASA adquiere los locales Farmalider y la tarjeta presto pasa a ser medio de pago en todos los locales de Farmacias Ahumada. En el 2007 se adquiere el 24,55% de Farmacias Benavides, totalizando un 95,62% de la propiedad de la misma.

Línea de Negocio

La empresa participa principalmente en la distribución de medicamentos; no obstante, también incursiona en la venta de otros productos (productos de higiene y cuidado personal, consumo masivo y fotografía entre otros). La comercialización se lleva a cabo a través de una cadena de farmacias que presenta tres formatos de tiendas:

- **Multifunción:** Está destinado a aprovechar ubicaciones con menor superficie y alto tráfico de público. Su área fluctúa entre 80 y 120 m2 promedio, utiliza un mesón de atención y vendedores que realizan la atención completa del cliente – cobro, empaque y entrega –, lo que disminuye el tiempo de compra; su tamaño y sistema de atención posibilita disminuir el número de empleados requeridos para su operación y se pueden encontrar, por lo general, al interior de los supermercados, clínicas y *shopping malls*.
- **Multifunción con Autoservicio:** Posee un área de 150 m2 promedio, que combina el formato multifunción con la posibilidad de compra en góndolas sin la atención directa del vendedor.
- **Drugstore®:** Posee un área de 270 m2 promedio, lo que permite una mayor exposición de productos en góndolas para autoabastecimiento. El mayor espacio disponible es utilizado para ampliar el *mix* de productos y desarrollar nuevas líneas, así como para el arriendo de espacios de venta a proveedores. Este es el formato que la cadena quiere potenciar con mayor fuerza.

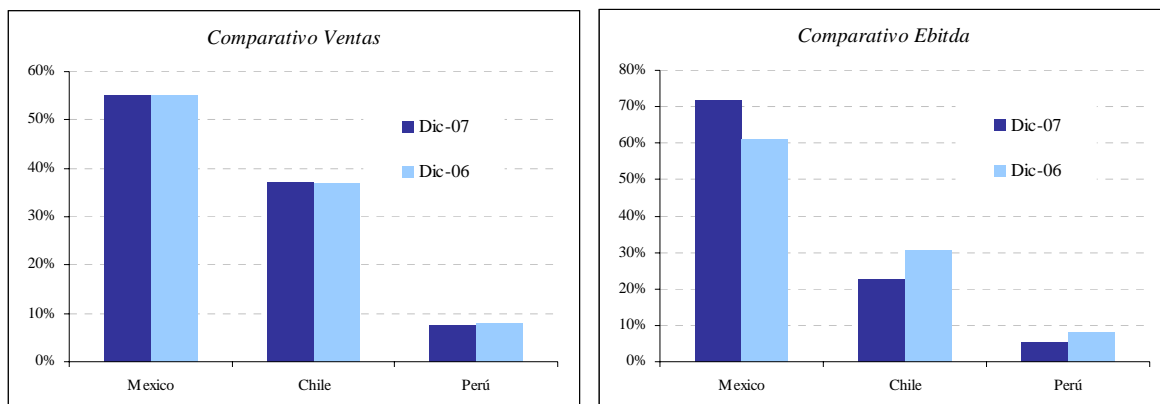
Propiedad

Al 30 de diciembre de 2007 la propiedad de la sociedad se distribuye de la siguiente manera:

Nombre de Accionistas	Nº de Acciones Suscritas	Participación
Inversiones Galia S.A.	32.606.273	21,74%
S.A.C.I. Falabella	30.000.000	20,00%
Inversiones Tomalex S.A.	8.122.476	5,42%
Inversiones Los Alpes S.A.	6.179.018	4,12%
Inversiones Zermatt Ltda.	5.295.944	3,53%
Karen Codner Dujovne	4.433.776	2,96%
Ethel Codner Dujovne	4.443.773	2,96%
Denisse Codner Dujovne	4.443.773	2,96%
Inversiones JCC Ltda.	3.817.715	2,55%
AFP Provida S.A. para Fdo. Pensión C	3.794.219	2,53%
Otros accionistas con menos de 2%	46.863.033	31,24%
TOTAL	150.000.000	100%

Mercados¹

Farmacias Ahumada S.A. es un *holding* empresarial que participa en un mercado de productos farmacéuticos estimado en US\$ 14.400, del cual 12% esta en Chile, 5% en Perú y 83% en México. Las Ventas y el Ebitda por país para el año 2007 fueron las siguientes:



¹ Todas las cifras posteriores en pesos chilenos a Junio de 2007. Datos proporcionados por el emisor.

A continuación se detalla la operación en cada uno de estos mercados.

Chile (Farmacias Ahumada)

Farmacias Ahumada tiene presencia desde Arica a Punta Arenas, con una participación de mercado de 31% a junio de 2007. La empresa atendió a más de 46 millones de clientes durante el 2006.

En Chile, a diciembre de 2007, la empresa cuenta con 360 farmacias operativas, las cuales totalizaban 55.695 m². Es importante destacar que durante el año 2007 se produce la compra de Farma Lider, lo que corresponde a 63 locales. Las ventas promedio por farmacia ascienden a \$ 581 millones en el período enero- diciembre de 2007.

En el año 2007, las ventas fueron aproximadamente de \$ 317.435 millones, un aumento de 18,6% con respecto al 2006. En tanto el Ebitda generado en el mismo período fue de \$ 7.493 millones, 6,2% menor que a diciembre de 2006.

La empresa cuenta además con un moderno centro de distribución desde mayo de 2005, el cual posee una superficie de 16 mil metros cuadrados.

El mercado chileno está muy consolidado y los tres principales competidores tienen una participación equivalente al 92% del mercado.

Perú (Boticas Fasa)

Boticas Fasa es la cadena de farmacias líder en Perú, con una participación de mercado a nivel nacional de 13,5% a diciembre de 2006. Cuenta con locales en las más importantes localidades del país, entre ellas: Lima, Tacna, Arequipa, Cusco y Trujillo. La empresa atendió a más de 20 millones de clientes el 2006. En Perú, a diciembre de 2007, la empresa contaba con 175 farmacias operativas, las cuales totalizaban 13.519 m². Las ventas promedio por farmacia ascienden a \$ 265 millones en el período enero- diciembre de 2007.

En el 2007, las ventas fueron de aproximadamente \$ 64.852 millones, un aumento nominal de 18% con respecto al año 2006. En tanto el Ebitda generado en el mismo período fue de \$ 1.794 millones, 18% menor que a diciembre de 2006.

En Perú, Fasa cuenta con un nuevo centro de distribución de 2.800 metros cuadrados terminado en el primer trimestre del 2006. La industria farmacéutica peruana se ha desarrollado, pero aún continua muy atomizada y las cinco principales cadenas tienen aproximadamente 50% de participación de mercado.

México (Farmacias Benavides)

Farmacias Benavides tiene presencia en 16 estados y más de cien ciudades del norte y occidente de México, constituyéndose en la cadena más grande en términos de número de locales. La empresa atendió más de 101 millones de clientes el año 2006. En México, a diciembre de 2007, la empresa contaba con 641 farmacias operativas, las cuales totalizaban 155.955 m². Las ventas promedio por farmacia ascienden a \$ 507 millones en el período enero- diciembre de 2007.

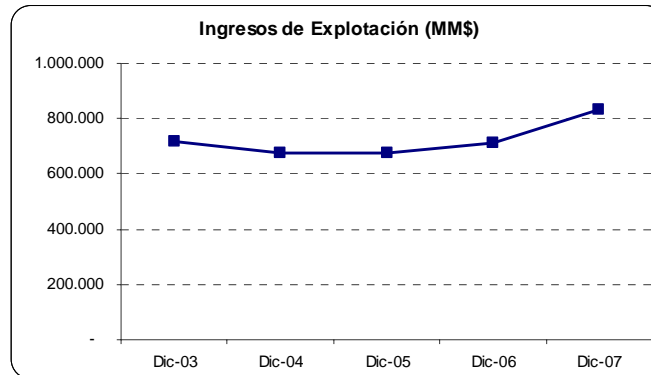
En el año 2007, las ventas fueron de aproximadamente \$ 471.032 millones, un aumento de 24% con respecto al año 2006. En tanto el Ebitda generado en el mismo período fue de \$ 23.560 millones, un 47% mayor que a diciembre de 2006.

El mercado mexicano se caracteriza porque está permitida la venta de medicamentos sin receta en las góndolas y no se requiere la presencia de un químico farmacéutico para su operación. Por tanto, la competencia en estos productos no solo se da entre cadenas farmacéuticas, sino también con los

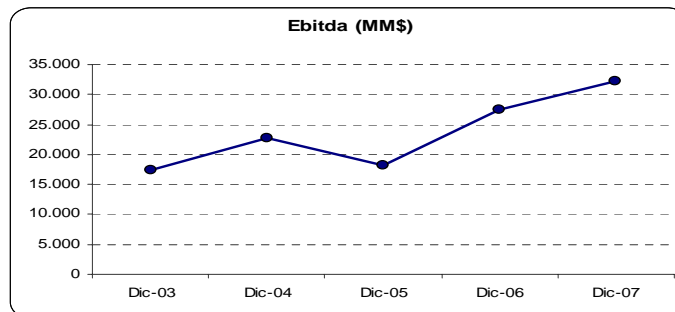
supermercados y otros operadores de *retail*. La compañía estima que los cuatro mayores actores del mercado concentran el 20% de participación, donde Farmacias Benavides responde por el 5% aproximadamente.

Evolución Financiera²

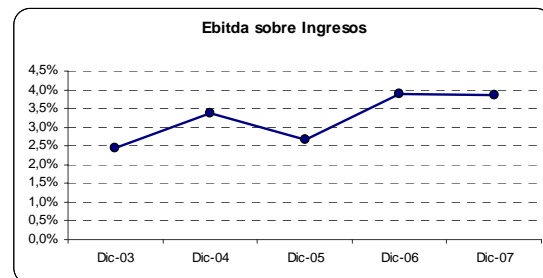
El resultado de explotación del 2007, fue 30,6% superior al del año 2006 (resultados a diciembre), llegando a \$17.281 millones. Las Ventas del año 2007 aumentaron 17,5% con relación a las del año 2006, llegando a \$853.319 millones. En el siguiente gráfico se muestra la evolución en ventas de la empresa:



Por su parte, el Ebitda de la Empresa a diciembre de 2007 fue de \$ 32.848 millones, 16,7% superior a lo registrado a diciembre de 2006. Si bien los resultados son positivos, estos se presentan desmejorados en el último trimestre del año por una fuerte competencia en precios a nivel local, y una menor demanda en el mercado mexicano explicada por factores climáticos (invierno de baja intensidad). El siguiente gráfico muestra el Ebitda móvil de la empresa a diciembre de cada año:



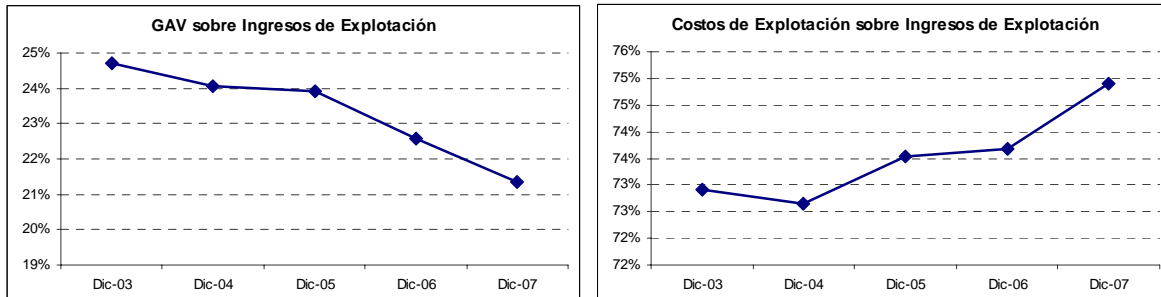
En el gráfico de la derecha se puede apreciar la evolución de la relación Ebitda sobre Ingresos de la compañía. Como se observa, la empresa conservo la relación obtenido en el año 2006. Al observar el mismo indicador en año móvil a junio de 2007, el mismo alcanzaba un 4,2%, lo que refleja la disminución en el Ebitda relativo a ingresos registrada en el último trimestre del año, explicado por los factores expuestos en el punto anterior.



² Todas las cifras posteriores en pesos chilenos a diciembre de 2007. Los gráficos en años móviles a diciembre 2007.

La relación Costos de Explotación sobre Ingresos aumentó básicamente por los menores márgenes registrados en México y Chile.

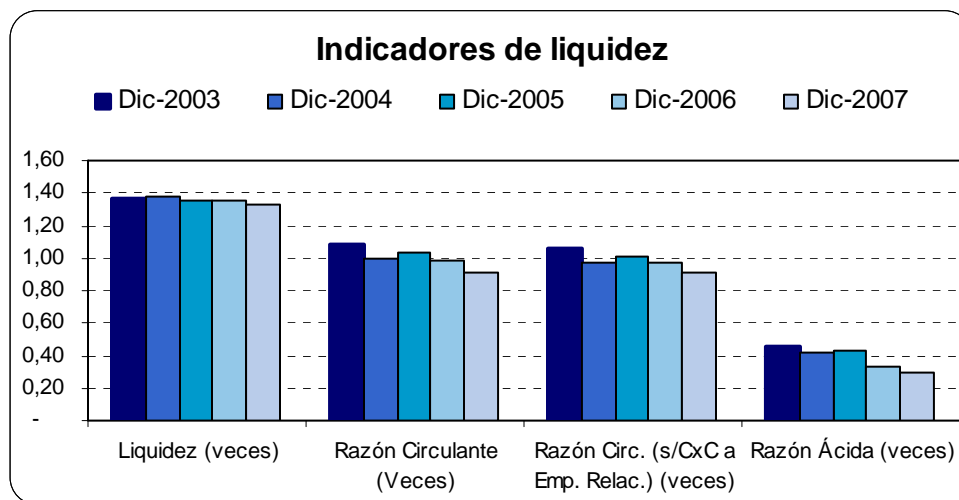
Los Gastos de Administración y Ventas (GAV), han disminuido levemente y pasaron a ser un 21,3% de los ingresos, en comparación al 22,6% que representaban en el año móvil terminado a diciembre de 2006. Esto se debe a una política de la empresa destinada a aumentar la eficiencia.



Evolución de la Liquidez Financiera

La empresa deterioró muy levemente los indicadores de liquidez, sin embargo estos aun se mantienen dentro de los límites razonables y se espera que en el futuro se recuperen.

En el gráfico siguiente se muestra la evolución de los indicadores³ de liquidez de la empresa para los últimos años.



Evolución del Endeudamiento Financiero

³ Liquidez = Ing. x Vtas. / (Cto. De Vtas. – Depreciación)

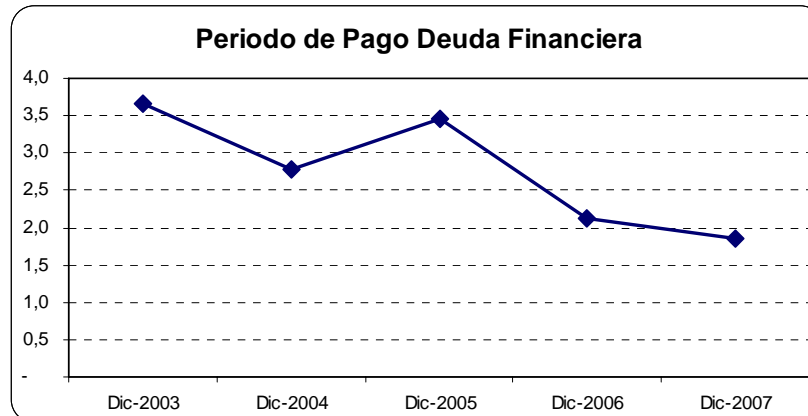
Razón Circulante = Act. Circ. / Pas. Circ

Razón Circulante (sin CxC Empresas Relacionadas) = (Act. Circ. – CxC a Emp. Rel) / Pas. Circ

Razón Ácida = (Act. Circ. – Exist – Gtos. Pag. x Ant) / Pas.Circ.

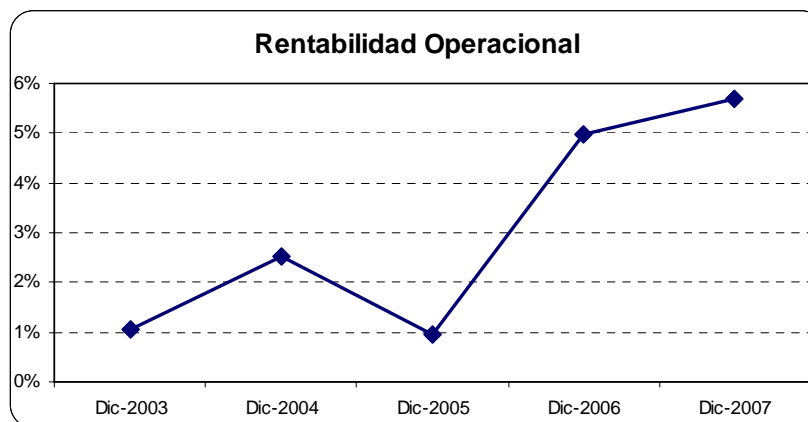
El endeudamiento relativo de Farmacias Ahumada – medido como la relación entre su pasivo financiero y el Ebitda de la sociedad – disminuyó el último año, fundamentalmente por la mayor generación de caja de la compañía.

A diciembre de 2007, la empresa aumentó 2,8% la deuda financiera con respecto a diciembre de 2006. A diciembre de 2007, ésta es de \$ 61.144 millones, luego de que en el 2006, la deuda alcanzara un valor de \$ 59.471 millones. En el siguiente gráfico, se observa el periodo de pago de la deuda financiera de la empresa (Deuda financiera / Ebitda).

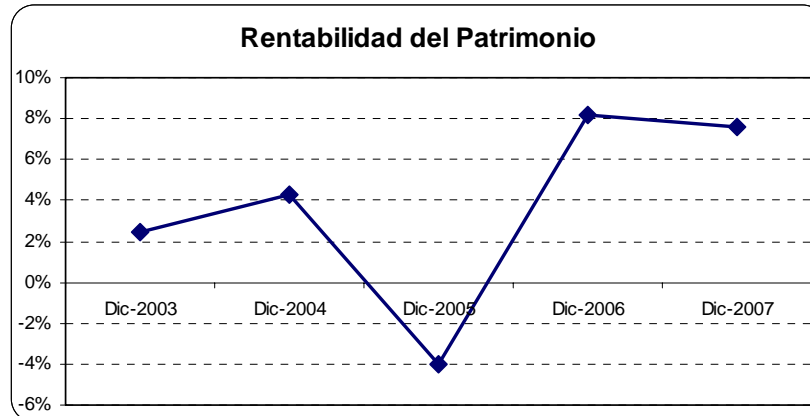


Evolución de la Rentabilidad

La rentabilidad operacional aumento de manera leve a septiembre de 2007 en comparación al año 2006, debido principalmente al aumento en el resultado operacional en 31% para el mismo periodo. El siguiente gráfico muestra la rentabilidad operacional (Resultado operacional/Activos operacionales):



En tanto, la rentabilidad sobre patrimonio se mantuvo a niveles similares a los obtenidos en el año anterior. El siguiente gráfico muestra la rentabilidad sobre patrimonio (Resultado final/Patrimonio):



Bonos

Actualmente FASA tiene inscritas dos líneas de bonos en el mercado chileno:

- Línea de bonos

- N° y fecha de inscripción: 390, 25/10/05
- Plazo de la línea: 21 años

- Primera Emisión (Serie D)

- Fecha colocación: Noviembre 2004
- Monto colocado: UF 800.000
- Tasa de carátula: 4,75% anual
- *Duration*: 8,75
- Vencimiento: Agosto 2025
- Valor par (diciembre 2007): 769.755

- Línea de bonos

- N° y fecha de inscripción: 391, 25/10/05
- Plazo de la línea: 10 años

- Primera Emisión (Serie D)

- Fecha colocación: Noviembre 2004
- Monto colocado: UF 1.400.000
- Tasa de carátula: 3,50% anual
- *Duration*: 4,95
- Vencimiento: Agosto 2014
- Valor par (diciembre 2007): 1.043.509

Además, FASA cuenta con bonos emitidos en el mercado mexicano por Farmacias Benavides S.A.

Con fecha 22 de mayo de 1997 se emitieron 2.250.000 obligaciones nominativas, con un valor nominal de 100 UDIS. Cada una, representando en consecuencia un valor total de 225.000.000 de UDIS, un valor actual de aproximadamente \$39.441 millones (UDIS: Unidades de Inversión, es una unidad de cuenta creada para denominar operaciones financieras y cuyo valor se determina diariamente según el índice de inflación mensual). A junio de 2007 el valor de este pasivo alcanzaba los \$16.842 millones.

En septiembre de 2002, se realizaron modificaciones al acta de emisión respectiva en las que se acordó que la amortización de la emisión se realizará en tres pagos iguales en las siguientes fechas: 5 de julio de 2007, 28 de agosto de 2008 y 4 de septiembre de 2009 y la tasa de interés es de 6% en UDIS.

“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”