

**FARMACIAS AHUMADA S.A.**

*Octubre 2004*

**Categoría de Riesgo y Contacto<sup>1</sup>**

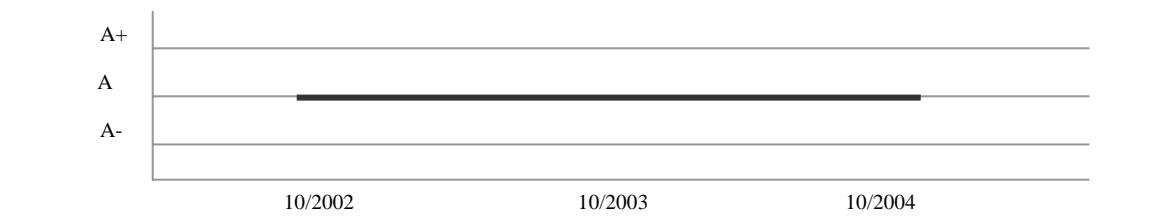
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Líneas de Bonos y Bonos Tendencia	<b>A</b> <i>Estable</i>	Socio Responsable Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax	Alejandro Sierra M. Aldo Reyes D. Margarita Andrade P. 56-2-204 7293 56-2-223 4937 <a href="mailto:ratings@humphreys.cl">ratings@humphreys.cl</a> <a href="http://www.moodyschile.cl">www.moodyschile.cl</a>
Títulos Accionarios Tendencia	<b>Primera Clase Nivel 2</b> <i>Estable</i>	Correo Electrónico Sitio Web	
EEFF base	30 junio 2004	Tipo de Reseña	Informe Anual

**Número y Fecha de Inscripción de Instrumentos**

Bono Series B-1 y B-2	<i>Nº 309 de 17.10.02</i>
Línea de Bonos a 10 Años	<i>Nº 391 de 25.10.04</i>
Línea de Bonos a 21 Años	<i>Nº 390 de 25.10.04</i>

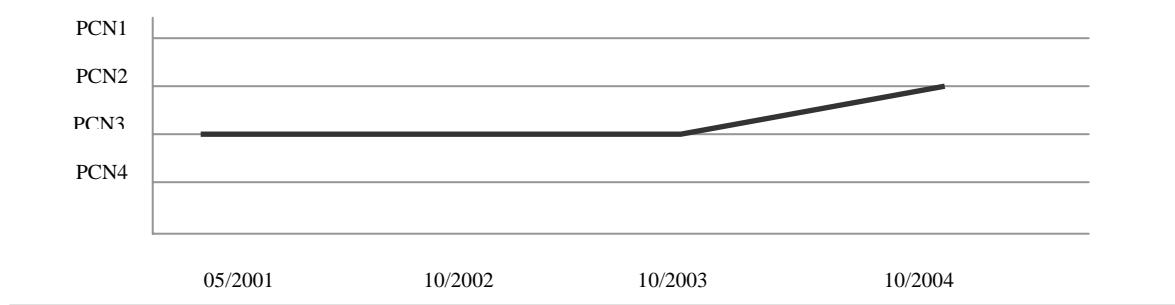
**Clasificación Histórica**

**Bonos y/o Línea de Bonos**



**Clasificación Histórica**

**Acciones**



<sup>1</sup> Moody's Investors Service, Inc. ("Moody's") owns a minority interest in Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada ("Humphreys") and does not control the management or ratings activity of Humphreys. Moody's is not responsible or liable in any way for any ratings issued by Humphreys. Unless otherwise specified, Moody's is not responsible for any research or other information provided by Humphreys.

### **Estado de Resultados Consolidado**

<i>Cifras en Miles de \$ de cada Año</i>	<i>Año 2000</i>	<i>Año 2001</i>	<i>Año 2002</i>	<i>Año 2003</i>	<i>Junio 2004</i>
<i>Ingresos de Explotación</i>	227.806.230	289.771.804	313.417.767	630.552.090	304.149.009
<i>Costos de Explotación</i>	(174.637.713)	(217.403.926)	(235.901.632)	(471.994.693)	(229.009.944)
<i>Gastos de Admin. y Vta.</i>	(47.377.423)	(63.505.889)	(74.292.769)	(155.910.105)	(71.835.609)
<b>Resultado Operacional</b>	<b>5.047.865</b>	<b>8.861.989</b>	<b>3.223.366</b>	<b>2.647.292</b>	<b>3.303.456</b>
<i>Resultado No Operacional</i>	288.339	(1.987.141)	(2.101.396)	(4.397.567)	(256.818)
<b>Utilidad Neta</b>	<b>4.164.590</b>	<b>6.580.460</b>	<b>1.738.188</b>	<b>2.032.194</b>	<b>3.558.896</b>

### **Balance General Consolidado**

<i>Cifras en Miles de \$ de cada Año</i>	<i>Año 2000</i>	<i>Año 2001</i>	<i>Año 2002</i>	<i>Año 2003</i>	<i>Junio 2004</i>
<i>Activo Circulante</i>	64.460.586	75.040.330	154.641.879	148.473.699	147.750.926
<i>Activo Fijo</i>	25.737.656	31.248.873	107.572.866	91.589.677	90.930.657
<i>Otros Activos</i>	22.696.954	23.484.953	23.293.772	39.113.599	42.825.200
<b>Total Activos</b>	<b>112.895.196</b>	<b>129.774.156</b>	<b>285.508.517</b>	<b>279.176.975</b>	<b>281.506.783</b>
<i>Pasivo Circulante</i>	48.505.926	62.792.410	138.540.314	138.915.258	139.793.581
<i>Pasivo Largo Plazo</i>	7.079.264	6.860.439	66.010.826	57.267.816	55.011.143
<i>Interés Minoritario</i>	8.946.539	4.951.828	24.127.695	25.568.211	25.915.979
<i>Patrimonio</i>	48.363.467	55.169.479	56.829.682	57.425.690	60.786.080
<b>Total Pasivos</b>	<b>112.895.196</b>	<b>129.774.156</b>	<b>285.508.517</b>	<b>279.176.975</b>	<b>281.506.783</b>

### **Opinión**

#### *Fundamento de la Clasificación*

**Farmacias Ahumada S.A.** es la cadena de farmacias líder en Latinoamérica, con 932 farmacias a junio de 2004, distribuidas en Chile, México, Brasil y Perú. Cuenta con 184.381 metros cuadrados de sala de venta y atiende a 167 millones de clientes al año.

La clasificación de riesgo de los títulos de **Farmacias Ahumada S.A.** se fundamenta en las fortalezas que presenta la compañía, entre ellas:

- i) el posicionamiento de mercado de la cadena en todos los países donde participa.
- ii) la capacidad de distribución y tecnología con que opera, especialmente en Chile.
- iii) la fuerte posición negociadora con sus proveedores, dado su alto volumen de ventas.
- iv) la diversificación de sus productos e ingresos, y
- v) las posibilidades de crecimiento de los mercados de Brasil y México.

Los riesgos y desafíos a los cuales se ve enfrentada **Farmacias Ahumada S.A.** y que afectan o pudieren afectar la solvencia de la sociedad son:

- i) el fuerte nivel de competencia en el mercado farmacéutico chileno.
- ii) los desafíos que trae consigo la inversión en México.
- iii) la baja fidelidad de los clientes en este mercado.

- iv) los mayores niveles de riesgo de las economías distintas a Chile en que opera la cadena (riesgo - país).
- v) las eventuales modificaciones o flexibilizaciones de la legislación para la venta de medicamentos.
- vi) el bajo margen operacional con que operan las compañías que participan en el mercado farmacéutico, lo que las hace sensibles a las presiones de precios.
- vii) un endeudamiento relativo medio – alto.

Por su parte, la clasificación de riesgo de los títulos accionarios de la sociedad aumentó debido a su adecuada presencia bursátil, situada en 77,91% (promedio de los últimos doce meses).

La tendencia de clasificación de los bonos y acciones se estima *Estable*<sup>2</sup>, ya que no se evidencian elementos que pudiesen afectar la solvencia de la compañía en el corto plazo.

### **Definición Categoría de Riesgo**

#### **Categoría A**

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

#### **Categoría Primera Clase Nivel 2**

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy buena combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### **Oportunidades y Fortalezas**

*Posición de Mercado Relevante:* **Farmacias Ahumada** es la cadena de farmacias más grande de Chile, tanto por cobertura como por participación de mercado (31% a junio de 2004<sup>3</sup>, según estimaciones de la Administración); en el sur de Brasil, es la principal cadena de farmacias en un mercado en que opera un gran número de farmacias independientes; en Perú, es la cadena de farmacias más grande del país; y en México es la principal cadena de farmacias. A nivel latinoamericano, es la cadena de farmacias más grande en ventas.

En términos de marca, “Farmacias Ahumada” ocupa el primer lugar de recordación espontánea en Chile, la que se ha visto fortalecida con la introducción del formato *Drugstore®* en el diseño de los locales, debido a la mayor superficie utilizada y la variedad de productos encontrada. Además, la identificación de la marca “Farmacias Ahumada” favorece la venta de productos de marca propia, los cuales generan mayores márgenes de comercialización que productos alternativos.

En el resto de los mercados existe un fuerte reconocimiento de marca de “Drogamed” en Brasil, de “Boticas Fasa” en Perú y de “Farmacias Benavides” en México.

Por último, GNC es la principal marca del mundo en el segmento de vitaminas, productos naturales, suplementos nutricionales, dietéticos y de nutrición especializada para deportistas. **Fasa** cuenta con la representación exclusiva de estos productos, con lo cual **Fasa** se inserta en un mercado en pleno crecimiento y con el respaldo de una marca de prestigio mundial y de la principal cadena de su tipo en los Estados Unidos.

<sup>2</sup> Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

<sup>3</sup> Últimos 12 meses móviles.

**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. La tasa de respuesta a los requerimientos de las farmacias de Chile alcanza del orden de un 97%, considerado dentro de los estándares mundiales en logística.

La existencia de un centro de distribución permite disminuir el tamaño de los inventarios en las farmacias de manera de destinar mayor espacio a áreas de venta, facilita el control sobre las mermas, reduce el uso de personal en labores de manejo de inventarios y minimiza la posibilidad que algún local no cuente con inventario de algún producto.

Además, cuenta con sistemas automatizados en los puntos de ventas y sistemas de comunicación e información que interconectan la matriz, los locales y el centro de distribución, optimizando los procesos de análisis y toma de decisiones.

**Empleados:** La compañía cuenta con personal especializado al cual capacita constantemente, para lo cual cuenta con una escuela de vendedores. La rotación de los empleados de la compañía es baja, lo que evidencia su grado de compromiso con la cadena.

**Proveedores:** Debido al volumen de ventas alcanzado por la compañía, ésta posee una fuerte posición negociadora con sus proveedores.

Además, cabe mencionar que éstos se encuentran atomizados, ya que de un universo de más de cien proveedores, el más importante no representa más de un 7% del total de las compras.

**Diversificación de los Productos e Ingresos:** La introducción del formato *Drugstore®* en el diseño de los locales de **Fasa**, tanto en Chile como en el extranjero, le ha permitido a la empresa una mayor venta de otros productos distintos a los medicamentos, ingresando a un mercado con oportunidades de crecimiento y con mayores márgenes de venta y diversificando su fuente de ingresos.

A esto se añade la diversificación de ingresos por países: Chile (41,2% de las ventas del primer semestre de 2004), México (47,1%) y Brasil y Perú (11,8%).

**Aumento en la Esperanza de Vida de la Población:** En los últimos años se ha producido un crecimiento de la esperanza de vida promedio de la población y con ello, una mayor importancia relativa de los segmentos de población de más edad, lo que favorece al mercado farmacéutico, ya que el consumo de medicamentos aumenta proporcionalmente con la edad de una persona. Por ende, se espera que en el futuro aumente el gasto *per cápita* en fármacos.

**Inversión en Brasil y México:** La inversión en Brasil tiene grandes posibilidades de crecimiento, debido al tamaño del mercado y a las oportunidades de concentración, ya que operan un gran número de farmacias, la mayoría independientes.

Por su parte, en México, la cadena Far-Ben es la principal cadena de farmacias en dicho país con operaciones en la región norte, noreste y oeste de México - con más de 40 millones de habitantes y representa sobre el 45% del PIB nacional - y cuenta con importante potencial de crecimiento en otras zonas del país como el centro-sur del país.

**Participación de Falabella en la Propiedad de la Sociedad:** Con el ingreso a la propiedad de S.A.C.I. Falabella, **Farmacias Ahumada** ha tenido acceso a su amplia experiencia en la industria de venta al detalle, al conocimiento de negocio de las ventas a crédito y a la extensa cartera de clientes de la multitienda, al permitir el uso de la tarjeta CMR Falabella en todas las farmacias de **Fasa** en Chile y Perú.

En todo caso, es importante mencionar que con el ingreso de la compañía a México, los mercados de Chile y Perú – en que participa Falabella – han disminuido su importancia relativa desde un 84% a un 47% de las ventas consolidadas.

### ***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. Además, con el ingreso al mercado farmacéutico de D&S ha aumentado la competitividad del sector.

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, etc.

***Nuevas Inversiones:*** La elevada importancia relativa de la nueva inversión en México implica nuevos desafíos a la sociedad. En particular, el emisor deberá demostrar que la organización es capaz de gestionar de manera adecuada una cadena de farmacias a escala muy superior a los niveles administrados hasta la fecha.

Por otra parte, el tiempo será el factor que podrá mostrar que la nueva inversión fue bien concebida y que no demandará recursos financieros y humanos superiores a los originalmente planificados.

En todo caso, existen antecedentes de un año con los resultados de esta inversión y se ha podido comprobar que el emisor ha cumplido con sus proyecciones iniciales y Far-Ben ha podido repartir dividendos a sus accionistas.

***Mercado Farmacéutico con Poca Fidelidad del Cliente:*** La demanda es elástica al precio en este mercado, lo que unido a que la ubicación de los locales de las distintas cadenas es muy cercano en el mercado local, provoca una agresiva guerra de precios entre los competidores.

***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.

***Cambios de Legislación:*** De acuerdo con la legislación actual, sólo las farmacias están facultadas para vender medicamentos, 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.

***Rentabilidad Operacional Reducida:*** La compañía presenta un reducido margen operacional, que si bien es generalizado en el mercado farmacéutico, hace a la compañía sensible a las presiones de precios y la obliga a realizar grandes esfuerzos en el control de los gastos y a planificar cuidadosamente sus inversiones.

***Endeudamiento Relativo Medio-Alto:*** La estructura financiera de la compañía se ha caracterizado por un endeudamiento relativo elevado, derivado de la necesidad de crédito por parte de sus proveedores, especialmente por los arriendos de locales y equipos.

### **Antecedentes Generales**

**Farmacias Ahumada S.A.** tiene su origen en 1969, cuando se inaugura el primer local de la cadena en el centro de Santiago, en Ahumada con Huérfanos, dando inicio a la expansión nacional y regional. Hacia la década de los '80, **Farmacias Ahumada** ya cuenta con 10 farmacias en Santiago e incorpora el servicio de "recetario magistral".

El año 1992, la cadena cuenta con 44 locales en la Región Metropolitana e inicia su expansión al resto del país, instalando su primer local fuera de Santiago, en la V región. El año 1994 se crea la filial Laboratorios Fasa S.A., destinada a desarrollar productos de marcas propias.

El año 1996, la compañía crea Boticas Fasa S.A. en Perú, unidad que desarrolla el negocio de farmacias en dicho país; al año siguiente, se crea el centro de distribución denominado Distribución y Logística Integral S.A. (DLI).

El año 1998, se crea la filial Administradora de Beneficios Farmacéuticos ABF S.A., compañía de apoyo al giro de la sociedad.

El año 2000, la compañía constituyó en Brasil las sociedades de inversión Fasa Do Brasil Ltda. y Fasint Ltda., con el objeto de adquirir participación en la propiedad de Drogamed S.A., la principal cadena de farmacias en el sur de Brasil.

Ese mismo año, **Fasa** ingresa a la propiedad de Compañía General de Nutrición Chile S.A., representante exclusivo de General Nutrition Companies Inc. (GNC) en Chile; GNC es la empresa líder a nivel mundial en suplementos nutricionales, vitaminas, minerales y productos naturales.

Durante el año 2001, Fasint Ltda. constituyó la sociedad ABF Administradora de Beneficios Farmacéuticos do Brasil S.A.

En diciembre de 2002, **Farmacias Ahumada** tomó el control de la cadena mexicana de Farmacias Benavides (Far-Ben).

### **Inversiones de Farmacias Ahumada S.A. al 31 de junio de 2004**

Empresa	País	Participación Fasa	Año (a)
Laboratorios Fasa S.A.	Chile	100,00%	1994
Boticas Fasa S.A.	Perú	100,00%	1996
Fasa Corp S.A. (ex - Fasa-Card S.A.) (b)	Chile	99,99%	-
Distribuidora y Logística Integral S.A.	Chile	100,00%	1996
Administradora de Beneficios Farmacéuticos ABF S.A.	Chile	100,00%	1998
Fasa Do Brasil Ltda.	Brasil	99,99%	2000
Drogería La Victoria S.A.C.	Perú	100,00%	2000
Compañía General de Nutrición S.A.	Chile	100,00%	2000
Fasint Ltda.	Brasil	64,99%	2000
Fasamed Comercio Farmacéutico S.A.	Brasil	64,99%	2000
ABF Administradora de Beneficios Farmac. S.A.	Brasil	64,98%	2001
Farmacias Ahumada Internacional S.A.	Uruguay	100,00%	2001
Fasa Investment S.A.	Chile	100,00%	2001
Inverfar S.A.	Chile	100,00%	2002
Far-Ben S.A de C.V.	México	67,95%	2002



Clasificadora de Riesgo

HUMPHREYS LTDA.

An affiliate of

MOODY'S INVESTORS SERVICE

Droguería Benavides S.A. de C.V.	México	67,95%	2002
Benavides de Monterrey S.A. de C.V.	México	67,95%	2002
Benavides de Reynosa S.A. de C.V.	México	67,95%	2002
Benavides del Pacífico S.A. de C.V.	México	67,95%	2002
Nutritional Labs Inc.	EEUU	100,00%	2002
Fasa International Corp.	Islas Vírgenes	100,00%	2002
Servicios Logísticos Benavides S.A. de C.V.	México	67,95%	2004
Servicios Operacionales Benavides S.A. de C.V.	México	67,95%	2004

(a) Ingreso a la propiedad o creación de la sociedad, según corresponda.

(b) Es la administradora de una tarjeta de crédito propia para ser utilizada por los clientes de **Farmacias Ahumada** como medio de pago y financiamiento de sus compras, la cual con el uso de la tarjeta CMR Falabella se ha empezado a eliminar.

### **Negocios por País**

#### *Fasa en Chile (Farmacias Ahumada)*

En Chile, la compañía opera bajo la marca comercial **Farmacias Ahumada** y a junio de 2004 cuenta con 224 farmacias a nivel nacional.

La compañía cuenta con un centro de distribución, que posee una superficie de 16 mil metros cuadrados y despacha, en promedio, 10 millones de unidades mensualmente.

#### *Fasa en México (Farmacias Benavides)*

En México, la compañía opera bajo la marca comercial **Farmacias Benavides**, contando a junio de 2004 con 506 farmacias en 107 ciudades y 17 estados en la región norte y occidente de dicho país.

#### *Fasa en Brasil (Drogamed)*

En Brasil, la compañía opera bajo la marca comercial **Drogamed**, contando a junio de 2004 con 102 farmacias (en los estados de Paraná, Santa Catarina y Rio Grande do Sul).

La compañía cuenta con un centro de distribución, que posee una superficie de 3.500 metros cuadrados y abastece el 95% de los productos requeridos (el 5% restante es despachado directamente a los locales por los proveedores).

#### *Fasa en Perú (Boticas Fasa)*

En Perú, la compañía opera bajo la marca comercial **Boticas Fasa**, contando a junio de 2004 con 100 farmacias en las ciudades de Lima, Trujillo, Chiclayo, Piura, Talara, Chincha, Arequipa y Huancayo.

#### *Formato de los Locales*

**Fasa** posee tres formatos comerciales de locales (multifunción, multifunción con autoservicio y *Drugstore*®), los que se diferencian en su tamaño, diseño y cantidad y mezcla de productos; destinados a diferentes mercados geográficos, preferencias y hábitos de consumo.

El formato Multifunción está destinado a aprovechar ubicaciones con menor superficie y alto tráfico de público. Su área es de entre 80 y 120 m<sup>2</sup> 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 o en terrenos de alto costo.

El formato Multifunción con Autoservicio posee un área de 120 m<sup>2</sup> promedio, que combina el formato multifunción con la posibilidad de compra en góndolas sin la atención directa del vendedor.

El formato *Drugstore®* posee un área de 270 m<sup>2</sup> 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.

*Características Según Tipo de Local*

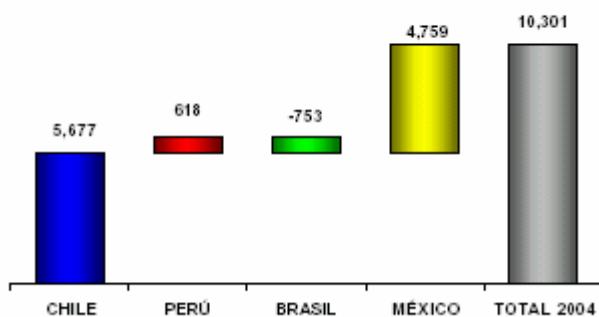
	<i>Multifunción</i>	<i>Multifunción Autoservicio</i>	<i>Drugstore®</i>
Superficie promedio (m <sup>2</sup> )	80-120	120	270
Nº de Productos	6.600	8.329	10.451
% de Productos Farmacéuticos	90%	80%	60%
Nº Empleados	8	11	17

**Líneas de Negocios y Productos**

Los ingresos de explotación consolidados de la compañía se dividen entre las ventas en México, Chile, Brasil y Perú, las que representaron 47%, 41%, 6% y 6% de los ingresos totales del primer semestre de 2004, respectivamente.

El Ebitda consolidado de la compañía alcanzó a MM\$ 10.301 (3,4% de las ventas), lo que implicó un crecimiento de 43,8% al Ebitda del primer semestre de 2003, debido principalmente al aumento del Ebitda proveniente de Fasa Chile (MM\$ 5.677,3 en el primer semestre de 2004 contra MM\$ 3.003,4 millones en el primer semestre de 2003) y Fasa México (MM\$ 4.759 contra MM\$ 4.155). El Ebitda proveniente de Brasil fue negativo en MM\$ 752,6 mientras el de Perú fue positivo en MM\$ 617,7 millones.

**EBITDA FASA 1er semestre 2004**



Principales Indicadores Acumulados a Junio 2004

**INDICADORES**  
**ACUMULADO JUNIO 2004**  
 Millones de Pesos Chilenos

	Chile	Brasil	Perú	México	Total
Nº Farmacias	224	102	100	506	932
Farmacias abiertas	3	0	3	1	7
Farmacias cerradas	5	6	4	2	17
M2 sala venta	37.543	15.714	8.359	122.766	184.361
M2 promedio por farmacia	168	154	84	243	198
Venta promedio por farmacia	505	172	181	282	313
Venta por M2	3,0	1,1	2,2	1,2	1,6
Unidades (Miles)	56.015	14.368	6.135	110.749	187.206
Vales (Miles)	23.923	6.026	6.196	44.697	80.843
Unidades por vale (Miles)	2,3	2,4	1,0	2,5	2,3
% Participación Farma	72,2	78,6	62,8	52,4	63,5
% Same Store Sales (Moneda local nominal)	4,1	2,2	3,3	11,3	7,5
% Participación de Mercado (%)	31,9	4,2	10,6	3,2	6,0
Tipo de Cambio (Cierre)	636,30 (\\$Ch / US\$)	204,76 (\\$Ch / R\$)	183,32 (\\$Ch / \$Soles)	55,21 (\\$Ch / \$Mx)	

Nota:

La Part. De Mercado de Drogarias es calculada considerando el M<sup>2</sup> IMS del Sur de Brasil

La Part. De Mercado de Boticas Fase es calculada considerando el M<sup>2</sup> IMS de Perú

La Part. De Mercado de Farmacias Bienavides es calculada considerando el M<sup>2</sup> IMS de México

**Propiedad**



Entre las empresas accionistas de **Farmacias Ahumada** de propiedad de la familia Codner se encuentran: Inversiones Galia S.A., Inversiones Tomalex S.A., Inversiones Zermatt Ltda., Inversiones Los Alpes S.A., entre otras.

Falabella S.A.C.I. cuenta con una base de clientes, a través de su tarjeta CMR, de más de 3 millones de personas en Chile.

Latin Health Care es un fondo internacional especializado en salud.

### **Resultados Globales a Junio 2004**

Durante los seis primeros meses de 2004, la empresa generó ingresos de explotación consolidados por M\$ 304.149.009 (cerca de 478 millones de dólares), lo que representa una disminución real de 2,33% con respecto a igual período del año anterior, principalmente por efectos de la evolución del tipo de cambio usado para convertir las ventas de las filiales ubicadas en el exterior a pesos chilenos. En términos contables, todas las operaciones, excepto Brasil, muestran un incremento en sus ventas.

En el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de M\$ 229.009.944, lo que significó una disminución real de 2,84% con respecto a los seis primeros meses del año 2003.

Los gastos de administración y venta sumaron M\$ 71.835.609 durante el primer semestre de 2004, en comparación a los M\$ 74.858.345 de igual período de 2003 (expresado en moneda de junio de 2004), implicando una disminución real de 4,04%.

El resultado de operación de este período ascendió a M\$ 3.303.456, lo que representó un crecimiento real de 302,45% con respecto al primer semestre del año 2003.

El resultado no operacional de este período ascendió a una pérdida de M\$ 256.818, lo que se compara favorablemente con la pérdida del primer semestre de 2003 (M\$ 3.422.430 expresado en moneda de junio de 2004), explicado principalmente por los menores gastos financieros y los mayores ingresos fuera de explotación, esto último debido al reconocimiento de los ingresos no operacionales provenientes de la reestructuración societaria con fines tributarios en México, que generó una utilidad de MM\$ 1.200 y a la venta de activos fijos en México con un efecto en resultados de MM\$ 600.

El resultado final del ejercicio alcanzó una utilidad de M\$ 3.558.896 lo que implicó revertir la pérdida neta del primer semestre de 2003, que alcanzó un monto de M\$ 327.772.

*"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".*