



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Cambio de Clasificación

Analista
Carlos García B.
Tel. (56-2) 433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Farmacias Ahumada S.A.

Septiembre 2012

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⁻¹ En Observación
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 Estable
EEFF base	30 junio de 2012

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

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

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

¹ Clasificación anterior: A.

² Los valores de los Estados Financieros han sido expresados en pesos de junio, deflactados por la variación del IPC.

Opinión

Fundamento de la clasificación

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

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

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

El cambio de clasificación de los títulos de deuda de **FASA** desde *Categoría A* a *Categoría A-*, obedece al hecho de que las compras efectuadas por el emisor -cadena de farmacias Casa Saba en Brasil, cadena de farmacias ABC de México y un centro de distribución- implicarán un aumento en el endeudamiento relativo del emisor, con empresas relacionadas, a niveles no compatibles con una Categoría A, de acuerdo con los criterios de clasificación de **Humphreys**. Ello, tomando en cuenta que, producto de la operación, se incrementará la relación entre las obligaciones de la compañía y su flujo de largo plazo³.

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

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

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

³ El flujo de caja de largo plazo (FCLP) es un indicador determinado por **Humphreys** que representa la capacidad de la empresa para generar flujos antes de dividendos e inversiones y, por lo tanto, es más restrictivo que el EBITDA.

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

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

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

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

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

Otros riesgos considerados en el proceso de clasificación son el que la mayoría de los ingresos del emisor se generan en países con riesgo soberano mayor al de Chile, lo que, además de la mayor vulnerabilidad económica implícita, implica riesgos en la transferencia de recursos por eventuales limitaciones al acceso de divisas. Asimismo, parte importante de los flujos del emisor, en su calidad de matriz del grupo, derivan de los dividendos que puedan entregar sus filiales, los cuales podrían verse restringidos por situaciones meramente contables. Por otra parte, se reconocen los riesgos de eventuales modificaciones o flexibilizaciones en la legislación para la venta de medicamentos, situación que podría darse en Chile en corto plazo.

Tal como se mencionó anteriormente, el proceso de asignación de la categoría de riesgo igualmente consideró el desafío del emisor de potenciar el negocio de GNC en Brasil y, a partir de esa base, revertir las pérdidas de la cadena adquirida.

A futuro, la clasificación de riesgo de los bonos podría verse favorecida en la medida que las nuevas compras puedan potenciar los niveles de rentabilidad de la sociedad y se mantenga en el tiempo. Todo ello, sin que se produzca un deterioro significativo en su endeudamiento relativo ni en su posicionamiento de mercado.

Asimismo, para la mantención de la clasificación de los bonos, es necesario que no se produzcan incrementos de su deuda si no van aparejados con aumentos proporcionalmente similares en su generación de caja, ni que haya un deterioro en los niveles de rentabilidad de la empresa (por ejemplo, por efecto de cambios

legales o de las nuevas inversiones). Por otra parte, mientras se mantenga el actual nivel de deuda, se hace necesario que a la vez se conserve la estructura de vencimiento de los pasivos el cual se adecua satisfactoriamente a la generación de caja del emisor.

La clasificación también sigue de cerca el proyecto de ley que en Chile busca dar la posibilidad de venta de medicamentos sin receta médica en establecimientos distintos de las farmacias. En particular, se seguirá de cerca los efectos que tal propuesta tendría sobre la organización del sector y los márgenes de la compañía en caso de concretarse,.

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

Hechos Recientes

Hecho Esencial: Nuevas Inversiones

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

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

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

Resultados 2011

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

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

Los gastos de administración y venta (gastos por beneficios a empleados, depreciaciones y amortizaciones y otros gastos por naturaleza) tuvieron una significativa reducción de 9.4%, llegando a \$ 166.670 millones. Así, el resultado operacional ascendió a \$ 23.363 millones, aumentando 122% por el efecto de los mayores gastos de explotación. El EBITDA, en tanto, aumentó 45,4%, hasta \$ 36.642 millones.

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

Resultados primer semestre de 2012

En la primera mitad de 2011 los ingresos consolidados llegaron a \$ 381.307 millones, con una contracción de 1%. Estos ingresos provienen en un 55% del extranjero.

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

Los gastos de administración y venta cayeron 0,7% hasta \$ 82.618 millones. Con ello, el resultado operacional disminuyó 1,2%, alcanzando a \$ 10.236 millones, manteniéndose en un 2,7% de los ingresos. Como consecuencia de lo anterior, el EBITDA de **FASA** pasó de 3,3% a 4,3% de los ingresos totales, llegando a \$ 17.046 millones. La ganancia de la empresa se incrementa en más de 350% respecto al mismo semestre del año anterior, hasta alcanzar los \$ 22.764 millones, explicado principalmente por otras ganancias, producto principalmente del reconocimiento de la utilidad en la venta de las inversiones peruanas.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenecen o en la economía.

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

Categoría Primera Clase Nivel 4

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

Tendencia En Observación

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

Tendencia Estable

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

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

Para mayor información ver informe de clasificación anual de 2011, en www.humphreys.cl.

“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”.