

Resumen del Dictamen de Calificación de Papeles Comerciales hasta por la cantidad de Bs. 6.000.000.000,00

Tipo de Emisión:	Papeles Comerciales
Riesgo:	B1
Categoría B	Corresponde a aquellos instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero susceptible de ser afectada, en forma moderada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que este pertenece, o en la economía.
Subcategoría B1	Se trata de instrumentos que presentan un bajo riesgo para la inversión. Tienen una buena capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero, a juicio del calificador eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementar levemente el riesgo.
Periodicidad de Revisión:	Este dictamen será revisado a los ciento ochenta días contados a partir del inicio de la oferta pública o cuando Duff and Phelps de Venezuela S.A., tenga conocimientos de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.
Emisor:	Farmatodo, C.A.
Monto de la Emisión:	Hasta 6 mil millones de Bolívares.
Rendimiento de la Emisión:	El rendimiento de cada serie será determinado en el momento de la emisión.
Plazo de la Emisión:	Entre 15 y 360 días.
Uso de los Fondos:	Los fondos provenientes de la presente emisión de Papeles Comerciales serán utilizados para la instalación y equipamiento de nuevos puntos de venta de acuerdo al plan de crecimiento de la compañía para el año 2000, ampliación y mejoramiento de puntos de venta existentes y la culminación del proceso de automatización de la cadena de farmacias.
Autorización de la Emisión:	Emisión aprobada en Asamblea de Accionistas del 27 de marzo de 2000.
Información Procesada:	<ol style="list-style-type: none">1. Estados Financieros Consolidados del emisor.2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa.3. Reportes de Duff and Phelps Credit Rating Co.
Cifras Expresadas en:	Bolívares del 29 de febrero de 2000.

Duff and Phelps de Venezuela S.A.

Fundamentos de la Calificación

Duff and Phelps de Venezuela, S.A., otorga la calificación B1 a la emisión de papeles comerciales por parte de Farmatodo, C.A. (FARMATODO), hasta por la cantidad de 6.000 millones de bolívares. La calificación esta soportada por el incremento sostenido en las ventas de la empresa y por la generación de flujo de efectivo con relación a la emisión de papeles comerciales y, se encuentra limitada, por el incremento en el nivel de endeudamiento y la transferencia de recursos a empresas relacionadas que afectan las relaciones de liquidez y el flujo de caja.

Operación

FARMATODO fue constituida originalmente en el año 1918 como Rafael Zubillaga & Cía. en la ciudad de Barquisimeto Estado Lara. En 1955 cambio su denominación a Droguería Lara, C.A. y, en 1985, se decide crear el concepto de “drugstore” en el cual, además del expendio de medicinas a la manera tradicional tras el mostrador y con la asesoría del farmacéutico, se ofrecen otras líneas de productos como cosméticos, perfumería, e incluso alimentos como pasapalos y golosinas presentados a manera de autoservicio.

FARMATODO participa en la comercialización de medicinas, productos de cuidado personal (champú, desodorante, pañales, etc.), cosméticos (labiales, esmaltes de uñas, etc.), productos para el mantenimiento del hogar, (detergentes, limpieza, etc.), línea escolar (cuadernos, lápices, creyones, etc.), y otros bienes de consumo como rollos fotográficos, baterías, golosinas, refrescos, etc. Recientemente la empresa ha comenzado la comercialización de productos alimenticios de consumo básico como harina precocida, pastas alimenticias, salsa de tomate, enlatados, arroz y aceites comestibles.

Como resultado del proceso de transformación de farmacias tradicionales al concepto de “drugstore” y debido al aumento en la variedad de los productos ofrecidos, la composición de las ventas entre medicinas y productos de consumo masivo (cosméticos, productos del hogar, línea escolar, consumo básico, etc.) ha tenido algunas variaciones en el tiempo prevaleciendo la participación de los productos misceláneos dentro del total de ventas. Así, para los primeros siete meses del AF00, los productos misceláneos ocupaban un 50,78% de las ventas mientras que las ventas de medicinas ocupaban el 49,22% restante.

La competencia directa de FARMATODO dentro del mercado de medicinas la constituyen principalmente otras cadenas de farmacias que operan bajo un concepto

similar, así como también las farmacias tradicionales, aunque también la cadena Makro y recientemente Locatel participan en este mercado. Actualmente FARMATODO participa del mercado en un 6,9% de las unidades vendidas en 1999¹ mostrando una tendencia creciente en su penetración.

Dentro de las ventas de misceláneos, las ventas de cuidado personal son las más representativas para FARMATODO. Dentro de este mercado, FARMATODO mantiene una participación de aproximadamente el 7% y el mercado relevante está conformado por cadenas de perfumería, supermercados, etc.

En cuanto a la presencia de FARMATODO a nivel nacional, la empresa cuenta con una red de 95 farmacias que cubren 13 estados y 25 ciudades del territorio nacional. Durante los restantes dos meses del AF00 se espera la apertura de una nueva farmacia y la de otras seis farmacias durante el AF01.

Es importante señalar que la tragedia ocurrida en el Estado Vargas durante diciembre de 1999 causó el cierre de tres de las cinco farmacias que se encontraban operativas en esa área y cuyas ventas representaban un 2,83% del total registrado durante el AF99. Adicionalmente al cese de las operaciones de FARMATODO en Naiguatá y Caraballeda, se estiman que el valor de reposición de las pérdidas en equipos e inventarios alcanza 333 millones de bolívares, de los cuales hasta la fecha han sido reconocidos unos 100 millones de bolívares por los seguros contratados por la compañía y se espera, por las coberturas contratadas por la empresa, cobrar la porción restante sin contratiempos.

Finanzas

Desde finales de julio de 1994 las ventas de FARMATODO han crecido en términos reales en forma sostenida. Para el AF99, las ventas de FARMATODO observaron un incremento de 32,9% (5,2% si se comparan las farmacias existentes en ambos períodos), ubicándose estas en 101.768 millones de bolívares. Este crecimiento no sólo responde al aumento en la escala de operación, es decir, al crecimiento de su red de establecimientos, sino que también significa un aumento en las ventas promedio por farmacia que durante el AF99 alcanzaron en promedio aproximadamente 89 millones de bolívares.

En cuanto al comportamiento de los márgenes del

¹ Según información suministrada por la empresa PMV de Venezuela, y de acuerdo al “Ranking Nacional de Droguerías del panel y participación dentro de cada región a febrero de 2000”

DCR

Duff and Phelps de Venezuela S.A.

negocio, el margen bruto se ha mantenido relativamente estable mientras que el margen operativo ha mostrado una mayor variabilidad, siendo que este último alcanzó 3% para el AF99, ubicándose la utilidad operativa en 3.070 millones de bolívares.

Durante el AF99 el incremento en las tasas de interés durante contribuyó con el incremento de 45,08% de los gastos financieros de la empresa. No obstante, el incremento en la utilidad operativa y otros ingresos más que compensaron éste aumento, alcanzándose la utilidad neta de 1.517 millones de bolívares. Tales resultados se tradujeron en una rentabilidad sobre activos de 5,02% y una rentabilidad sobre el patrimonio de 13,28%.

Al cierre del AF99, la relación activo circulante sobre pasivo circulante se ubicó en 1,16x, mostrando una mejoría con respecto al nivel registrado al cierre del AF98 cuando este índice se ubicaba en 1,09x. Por su parte, la prueba del ácido para los cierres del AF98 y AF99 se ubicó en 0,55x y 0,58x respectivamente, lo cual también representa un cambio favorable de esta relación durante el último ejercicio fiscal. Uno de los factores que contribuyó con el mejoramiento de esta relación fue la disminución observada en los días de inventarios, lo cual en parte ha sido posible por el proceso de consolidación de la plataforma tecnológica de FARMATODO. Es importante destacar que una porción relevante del activo circulante esta representado por cuentas por cobrar a compañías relacionadas, las cuales no presentan vencimiento ni generan intereses, lo cual representa una de las debilidades financieras de la empresa.

La relación utilidad antes de impuestos e intereses una vez descontada la depreciación (EBITDA) sobre gastos financieros registró un ligero incremento al pasar de 1,88x a 1,92x para el cierre de los AF98 y AF99 respectivamente. Este incremento, se debe al incremento de la utilidad operativa registrada durante el año que logró compensar el fuerte incremento observado por los gastos financieros. Por otra parte, la relación de EBITDA sobre la deuda financiera ha observado una mejora con

respecto al AF98 al pasar de 0,51x a 0,85x.

Durante el AF99, la empresa ha aumentó sus pasivos en 857 millones de bolívares mientras que el patrimonio subió en 1.520 millones de bolívares lo cual permitió disminuir el nivel de apalancamiento de la empresa medido a través de la relación pasivo sobre patrimonio y activo sobre pasivo hasta 0,62 y 1,64 respectivamente. La empresa mostró una posición activa neta en moneda extranjera de 34 mil dólares, la cual se ha mantenido sin variación hasta la fecha.

Eventos financieros recientes

Las ventas de FARMATODO durante los primeros 7MAF00 continuaron en ascenso al alcanzar 65.119 millones de bolívares mientras que para el mismo período del año anterior las mismas fueron de 57.941 millones de bolívares. También el margen bruto continuó en ascenso hasta alcanzar 26,3% mientras que el operativo descendió hasta 2,4% debido principalmente al incremento de gastos de venta relacionados con la apertura de nuevas farmacias.

Por su parte el descenso de los gastos financieros permitió mantener la relación de cobertura de intereses sin variación significativa mientras que el descenso del EBITDA y el aumento de la deuda afectó las relaciones de cobertura de deuda que descendieron hasta 0,3x. El descenso de la utilidad operativa repercutió sobre el resultado final que retrocedió 20% con relación al registrado en el mismo período del año anterior, hasta 866 millones de bolívares.

En cuanto a las razones de liquidez, éstas también mostraron un descenso principalmente por el aumento de pasivos utilizados principalmente para financiar la apertura de 5 nuevos puntos de venta, lo que también afectó las relaciones de apalancamiento. La gerencia estima una reducción de pasivos financieros para el cierre del AF00.

Farmatodo, C.A.

(Expresado en MM de Bs. de Febrero de 2000)

	AF94 jul-94	AF95 jul-95	AF96 jul-96	AF97 jul-97	AF98 jul-98	7MAF99 feb-99	AF99 jul-99	7MAF00 feb-00
Discriminación de Ventas								
Medicinas	52%	52%	46%	49%	49%	49%	48%	49%
Consumo Masivo	48%	48%	54%	51%	51%	51%	52%	51%
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS								
Ventas Netas	43.065	49.577	57.987	64.868	76.580	57.941	101.768	65.119
Costo de Ventas	32.626	37.791	46.305	48.225	56.982	43.567	76.386	47.982
	<i>Utilidad Bruta</i>							
	10.439	11.786	11.682	16.643	19.598	14.374	25.382	17.137
Gastos de Ventas	6.730	9.428	10.910	10.238	12.036	9.560	17.886	12.343
Gastos de Administración	3.641	3.190	3.702	3.804	5.492	2.487	4.427	3.210
	<i>Utilidad Operativa</i>							
	67	-832	-2.929	2.601	2.070	2.326	3.070	1.584
Gastos de Financiamiento	1.636	1.028	1.401	389	1.824	1.788	2.660	1.158
Pérdida Cambiaria	0	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia Monetaria	3.475	2.927	6.264	1.576	1.547	1.021	1.552	923
	<i>Utilidad Después del Costo Integral de Financiamiento</i>							
	1.906	1.066	1.933	3.787	1.793	1.559	1.962	1.349
Otros Ingresos (Egresos)	85	39	94	-1.717	86	81	302	14
EBT	1.990	1.105	2.026	2.070	1.879	1.640	2.264	1.363
	<i>Utilidad Neta</i>							
	1.645	669	1.330	1.435	1.183	1.078	1.517	866
BALANCE GENERAL								
Activo								
Efectivo	330	340	626	1.366	1.928	330	892	241
Cuentas por Cobrar Comerciales	25	25	71	170	16	15	27	0
Cuentas por Cobrar Afiliadas, Relacionadas y Otras	930	738	1.272	3.445	6.444	7.055	8.110	8.907
Inventarios	3.830	5.407	6.138	6.782	9.252	8.599	10.331	12.358
Gastos pagados por anticipado y otros	420	348	305	437	1.137	1.399	1.403	1.220
	<i>Total Activo Circulante</i>							
	5.536	6.858	8.412	12.200	18.776	17.398	20.762	22.726
Inversiones	911	1.867	1.722	23	24	28	24	24
Planta y Equipos Netos	6.828	8.805	6.126	5.961	7.925	7.194	8.462	10.147
	<i>Activo Total</i>							
	13.745	17.871	16.388	18.759	27.835	25.952	30.212	33.853
Pasivo								
Préstamos Bancarios	476	834	314	0	1.280	1.651	2.300	3.200
Papeles Comerciales	0	0	0	930	5.388	3.302	3.723	4.795
Porción Circulante Deuda a Largo Plazo	55	894	378	0	0	0	0	0
Cuentas por Pagar	3.259	3.508	3.951	4.601	6.363	5.361	7.991	7.789
Cuentas por Pagar Afiliadas y Relacionadas	1.206	973	701	216	771	859	678	285
Gastos Acumulados por Pagar	1.618	1.824	1.500	2.206	2.584	2.136	2.920	3.771
Impuestos por Pagar	174	274	254	114	597	679	89	482
	<i>Total Pasivo Circulante</i>							
	7.502	8.668	7.190	8.390	17.199	14.209	17.953	20.610
Deuda a Largo Plazo	97	2.364	937	0	0	0	0	0
Acumulaciones para Indemnizaciones	747	1.022	953	1.048	707	739	817	936
	<i>Pasivo Total</i>							
	8.578	12.187	9.135	9.473	17.927	14.966	18.784	21.559
	<i>Patrimonio Total</i>							
	5.167	5.684	7.253	9.287	9.908	10.986	11.428	12.294
Posición en Moneda Extranjera Neta ¹	n.d.	(34,0)	19,0	8,0	1.024,0	760,0	34,0	34,0
FLUJOS DE EFECTIVO								
EBITDA	67	499	-1.403	3.750	3.421	3.233	5.116	2.124
Efectivo Provisto por Actividades Operacionales	n.d.	871	1.374	173	-398	95	2.175	-398
Efectivo Usado por Actividades de Inversión	n.d.	-3.971	1.673	1.604	-4.255	21	-2.565	-2.225
Efectivo Provisto por Actividades de Financiamiento	n.d.	3.111	-2.760	-1.037	5.215	-1.714	-647	1.972
Flujo de Efectivo Neto	n.d.	10	287	739	562	-1.597	-1.036	-651
PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS								
Liquidez y Capital de Trabajo								
Activo Circulante/Pasivo Circulante	0,74	0,79	1,17	1,45	1,09	1,22	1,16	1,10
(Activo Circulante - Inventarios)/Pasivo Circulante	0,23	0,17	0,32	0,65	0,55	0,62	0,58	0,50
Días de Cuentas por Cobrar	0	0	0	1	0	0	0	0
Días de Inventarios	43	52	48	51	59	42	49	55
Días de Cuentas por Pagar	36	33	31	34	40	26	38	34
Cobertura								
EBITDA/Gastos Financieros	0,04	0,49	-1,00	9,64	1,88	1,81	1,92	1,83
EBITDA/Deuda Financiera *	0,11	0,12	-0,86	4,03	0,51	0,65	0,85	0,27
EBITDA/Deuda a Corto Plazo *	0,13	0,29	-2,03	4,03	0,51	0,65	0,85	0,27
Rentabilidad								
Margen Bruto	24,24%	23,77%	20,15%	25,66%	25,59%	24,81%	24,94%	26,32%
Margen Operativo	0,16%	-1,68%	-5,05%	4,01%	2,70%	4,01%	3,02%	2,43%
Margen EBITDA	0,16%	1,01%	-2,42%	5,78%	4,47%	5,58%	5,03%	3,26%
Margen Neto	3,82%	1,35%	2,29%	2,21%	1,55%	1,86%	1,49%	1,33%
ROA *	11,97%	3,74%	8,12%	7,65%	4,25%	7,12%	5,02%	4,39%
ROE *	31,84%	11,76%	18,34%	15,46%	11,94%	16,82%	13,28%	12,08%
Apalancamiento								
Pasivo/Activo	0,62	0,68	0,56	0,50	0,64	0,58	0,62	0,64
Pasivo/Patrimonio	1,66	2,14	1,26	1,02	1,81	1,36	1,64	1,75
Protección								
Efectivo/PC	0,04	0,04	0,09	0,16	0,11	0,02	0,05	0,01
Activos fijos e inversiones/Deuda a corto plazo	14,56	6,18	11,35	6,44	1,19	1,46	1,41	1,27

¹ Miles de US\$.

* En caso que pertenezcan a períodos menores a un año, los índices se anualizaran con fines comparativos