

***Resumen del Dictamen de Calificación de Papeles Comerciales
hasta por la cantidad de Bs. 7.500.000.000,00***

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 FITCH Venezuela 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 7.500 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 al portador serán destinados para la instalación y equipamiento de nuevos puntos de venta de acuerdo al plan de crecimiento de la compañía para el año 2001, y en la ampliación y mejoramiento de puntos de venta existentes.
Autorización de la Emisión:	Emisión aprobada en Asamblea de Accionistas del 20 de marzo de 2001.
Información Procesada:	1. Estados Financieros Consolidados del emisor. 2. Entrevistas a Ejecutivos de la empresa. 3. Reportes de Fitch Ratings Ltd.
Cifras Expresadas en:	Bolívares del 28 de febrero de 2001.

Fundamentos de la Calificación

FITCH Venezuela otorga la calificación B1 a la emisión de papeles comerciales por parte de Farmatodo, C.A. (FARMATODO), hasta por la cantidad de 7.500 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 y, se encuentra limitada, por el significativo nivel de apalancamiento 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, dirige sus operaciones al concepto “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 comidas de fácil preparación 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, crayones, 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. Así, para los primeros siete meses del AF01, los productos misceláneos ocupaban un 45% de las ventas mientras que las ventas de medicinas ocupaban el 55% restante.

El mercado de medicinas y misceláneos en Venezuela ha logrado un relativo grado de desarrollo con altos niveles de rivalidad, que se ha reflejado en agresivas políticas de descuentos y una oferta de servicios y productos de valor agregado como estrategia para la ampliación de la participación de mercado. 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. Dentro del mercado de medicinas, Farmatodo mantiene una participación del 7,98%¹.

En cuanto a las ventas de productos misceláneos, las ventas de cuidado personal son las más representativas para la empresa. 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 96 farmacias que cubren 13 estados y 28 ciudades del territorio nacional. Durante los próximos 12 meses se espera la apertura de 9 nuevas farmacias.

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. Durante diciembre de 2000 se reincorporó una de las tres farmacias afectadas por tal catástrofe, lo cual debería afectar positivamente el flujo de ventas para el resto del ejercicio.

Finanzas

Las ventas de FARMATODO han crecido en términos reales en forma sostenida desde 1994. Para el AF00 finalizado el 31 de julio de 2000, las ventas registraron un incremento de 13,1%, ubicándose en 129.631 millones de bolívares, tanto por el mayor volumen de ventas promedio por farmacia como por la ampliación de la red. Durante el período, la aplicación de un descuento lineal del 30% en todas las medicinas le permitió un mayor nivel de ventas y también se reflejó en una ligera reducción del margen operativo, el cual se ubicó en 2,2%, casi un punto porcentual menor al registrado durante el AF99, siendo que la utilidad operativa alcanzó 2.878 millones de bolívares. La reducción de las tasas de interés en el mercado monetario más que compensó el aumento de la deuda financiera con lo cual los gastos de financiamiento se redujeron en 21%, siendo que el costo integral de

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 enero de 2001”

financiamiento disminuyó hasta 774 millones de bolívares. Para julio de 2000 la utilidad neta se contrajo hasta 1.400 millones de bolívares, 18% inferior a la registrada durante el año anterior, siendo que las relaciones ROA y ROE se contrajeron hasta 3,8% y 10,2% respectivamente.

Al cierre del AF00, los indicadores de liquidez no registraron cambios significativos siendo que la relación activo circulante sobre pasivo circulante se ubicó en 1,19 veces al tiempo que la prueba ácida fue 0,58 veces. Es importante destacar que una porción relevante del activo circulante esta representado por cuentas por cobrar a compañías relacionadas (41% del total del activo circulante), las cuales no presentan vencimiento ni generan intereses convirtiéndose en una de las debilidades financieras de la empresa.

El aumento de la utilidad antes de impuestos e intereses una vez descontada la depreciación (EBITDA) junto con la reducción en los gastos financieros, permitió que la relación de EBITDA a gastos financieros registrara una nueva mejora hasta 2,58 veces, 0,65 veces superior a la registrada durante el AF99. Por otra parte, el aumento más que proporcional de la deuda financiera con respecto al EBITDA se reflejó en un leve deterioro de los indicadores de cobertura de deuda, siendo que la relación de EBITDA a deuda financiera de corto plazo se contrajo hasta 0,79 veces y la de EBITDA a deuda financiera total fue de 0,69 veces.

Nuevamente el aumento más que proporcional del pasivo con relación al patrimonio se reflejó en un ligero aumento del apalancamiento hasta 1,67 veces.

Eventos Financieros Recientes

Las ventas de FARMATODO durante los primeros 7MAF01 finalizados el 28 de febrero de 2001, continuaron en ascenso al alcanzar 89.864 millones de

bolívares, mayores en 22,5% con respecto al mismo período del año anterior. A pesar de la reducción observada en el margen bruto, el mayor volumen de ventas y la reducción lograda en los gastos de administración (-14%), se reflejaron en un incremento de la utilidad operativa que alcanzó 3.245 millones, siendo el margen operativo 3,61%. Sin embargo, la reducción más que proporcional de la ganancia monetaria más que compensó los menores gastos de financiamiento, siendo que el costo integral de financiamiento se elevó hasta 375 millones de bolívares. Así, el mayor nivel de ventas junto al control de los costos de operación se reflejaron en un aumento de más del 110% en la utilidad neta de la empresa que alcanzó 2.067 millones de bolívares mientras que las relaciones ROA y ROE se elevaron hasta 8,9% y 22,5% respectivamente.

Por su parte, el descenso de los gastos financieros y el incremento de la utilidad operativa permitieron mejorar la relación de cobertura de intereses hasta 4,3 veces. A su vez, la reducción de la deuda financiera en casi 3% se reflejó en una recuperación de los indicadores de cobertura de deuda, siendo que la relación EBITDA a deuda financiera de corto plazo se elevó hasta 1,22, mientras que la de EBITDA a deuda financiera total fue de 1,05 veces.

Al cierre de febrero de 2001 los indicadores de liquidez no registraron mayores variaciones, siendo que la relación de activo circulante a pasivo circulante fue de 1,3 veces y la prueba ácida 0,5 veces.

La retención de las utilidades del período junto con la ligera reducción observada en el nivel de pasivos, permitió una reducción de la relación de pasivo a patrimonio hasta 1,5 veces.

Farmatodo, C.A.

(Expresado en MM de Bs. de febrero de 2001)

	AF96 jul-96	AF97 jul-97	AF98 jul-98	AF99 jul-99	7MAF00 feb-00	AF00 jul-00	7MAF01 feb-01
Discriminación de Ventas							
Medicinas	46%	49%	49%	48%	49%	50%	55%
Consumo Masivo	54%	51%	51%	52%	51%	50%	45%
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS							
Ventas Netas	65.285	73.033	86.200	114.586	73.362	129.631	89.864
Costo de Ventas	52.133	54.295	64.140	86.008	54.056	96.807	69.042
	<i>Utilidad Bruta</i>	13.152	18.737	22.060	28.579	32.825	20.822
Gastos de Ventas	12.283	11.526	13.547	20.138	13.905	24.194	14.472
Gastos de Administración	4.168	4.283	6.182	4.984	3.617	5.752	3.104
	<i>Utilidad Operativa</i>	-3.298	2.928	2.330	3.456	2.878	3.245
Gastos de Financiamiento	1.578	438	2.053	2.995	1.304	2.359	1.213
Pérdida Cambiaria	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia Monetaria	7.052	1.774	1.741	1.747	1.040	1.585	838
	<i>Utilidad Después del Costo Integral de Financiamiento</i>	2.176	4.264	2.018	2.209	2.105	2.870
Otros Ingresos (Egresos)	105	-1.933	97	340	15	314	0
EBT	2.282	2.331	2.115	2.549	1.535	2.419	2.870
	<i>Utilidad Neta</i>	1.498	1.616	1.332	1.709	1.400	2.067
BALANCE GENERAL							
Activo							
Efectivo	705	1.538	2.170	1.004	272	1.169	723
Cuentas por Cobrar Comerciales	80	191	18	30	0	46	0
Cuentas por Cobrar Afiliadas, Relacionadas y Otras	1.433	3.879	7.254	9.132	10.035	9.941	9.847
Inventarios	6.910	7.636	10.414	11.632	13.923	12.296	16.721
Gastos pagados por anticipado y otros	344	492	1.280	1.579	1.374	761	817
	<i>Total Activo Circulante</i>	9.471	13.735	21.135	23.377	24.213	28.108
Inversiones	1.939	26	27	27	27	27	27
Planta y Equipos Netos	6.897	6.711	8.921	9.528	11.432	11.548	10.763
	<i>Activo Total</i>	18.451	21.120	31.332	34.017	36.591	39.794
Pasivo							
Préstamos Bancarios	353	0	1.440	2.589	3.605	1.889	2.500
Papeles Comerciales	0	1.047	6.064	4.192	5.401	5.330	4.200
Porción Circulante Deuda a Largo Plazo	425	0	0	0	0	454	675
Cuentas por Pagar	4.449	5.180	7.162	8.998	8.775	6.330	7.905
Cuentas por Pagar Afiliadas y Relacionadas	789	243	867	764	321	2.073	1.429
Gastos Acumulados por Pagar	1.689	2.483	2.908	3.288	4.249	3.991	4.000
Impuestos por Pagar	286	128	672	100	543	0	280
	<i>Total Pasivo Circulante</i>	8.095	9.446	19.359	20.214	20.418	21.403
Deuda a Largo Plazo	1.055	0	0	0	0	1.076	1.144
Acumulaciones para Indemnizaciones	1.073	1.180	796	920	1.055	1.174	1.272
	<i>Pasivo Total</i>	10.285	10.665	20.179	21.150	22.905	24.041
	<i>Patrimonio Total</i>	8.166	10.456	11.153	12.868	13.687	15.753
Posición en Moneda Extranjera Neta ¹	19,0	8,0	1.024,0	36,8	34,0	1.104,0	12,0
FLUJOS DE EFECTIVO							
EBITDA	-1.579	4.222	3.851	5.760	2.392	6.077	5.239
Efectivo Provisto por Actividades Operacionales	1.547	195	-448	2.451	-448	3.081	720
Efectivo Usado por Actividades de Inversión	1.883	1.806	-4.790	-2.888	-2.506	-3.282	-647
Efectivo Provisto por Actividades de Financiamiento	-3.108	-1.168	5.870	-728	2.222	366	-519
Flujo de Efectivo Neto	323	832	632	-1.165	-733	165	-446
PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS							
Liquidez y Capital de Trabajo							
Activo Circulante/Pasivo Circulante	1,17	1,45	1,09	1,16	1,10	1,19	1,31
(Activo Circulante - Inventarios)/Pasivo Circulante	0,32	0,65	0,55	0,58	0,50	0,58	0,53
Días de Cuentas por Cobrar	0	1	0	0	0	0	0
Días de Inventarios	48	51	59	49	55	46	52
Días de Cuentas por Pagar	31	34	40	38	34	24	24
Cobertura							
EBITDA/Gastos Financieros	-1,00	9,64	1,88	1,92	1,83	2,58	4,32
EBITDA/Deuda Financiera *	-0,86	4,03	0,51	0,85	0,46	0,69	1,05
EBITDA/Deuda a Corto Plazo *	-2,03	4,03	0,51	0,85	0,46	0,79	1,22
Rentabilidad							
Margen Bruto	20,15%	25,66%	25,59%	24,94%	26,32%	25,32%	23,17%
Margen Operativo	-5,05%	4,01%	2,70%	3,02%	2,43%	2,22%	3,61%
Margen EBITDA	-2,42%	5,78%	4,47%	5,03%	3,26%	4,69%	5,83%
Margen Neto	2,29%	2,21%	1,55%	1,49%	1,33%	1,08%	2,30%
ROA *	8,12%	7,65%	4,25%	5,02%	4,39%	3,83%	8,90%
ROE *	18,34%	15,46%	11,94%	13,28%	12,08%	10,23%	22,49%
Apalancamiento							
Pasivo/Activo	0,56	0,50	0,64	0,62	0,64	0,63	0,60
Pasivo/Patrimonio	1,26	1,02	1,81	1,64	1,75	1,67	1,53
Protección							
Efectivo/PC	0,09	0,16	0,11	0,05	0,01	0,06	0,03
Activos fijos e inversiones/Deuda a corto plazo	11,35	6,44	1,19	1,41	1,27	1,51	1,46

¹ Miles de US\$.

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