

Resumen del Dictamen de Calificación de Papeles Comerciales hasta por la cantidad de Bs. 5.000.000.000,00

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 esta 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 5 millones de Bolívares.
Rendimiento de la Emisión:	Colocación a Descuento.
Plazo de la Emisión:	Entre 15 y 270 días.
Uso de los Fondos:	Los fondos provenientes de la presente emisión serán destinados para la adquisición y equipamiento de nuevos puntos de venta de acuerdo al plan de crecimiento de Farmatodo, C.A. para el año 1999
Autorización de la Emisión:	Emisión aprobada en Asamblea de Accionistas del 26 de marzo de 1999.
Información Procesada:	1. Edos. 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 28 de febrero de 1999.

Fundamentos de la Calificación

Duff and Phelps de Venezuela, S.A., ha asignado la calificación B1 a la emisión de papeles comerciales por parte de Farmatodo, C.A., hasta por la cantidad de 5.000 millones de bolívares. La calificación esta soportada por el incremento en la rentabilidad y flujos de caja y, en parte se encuentra limitada por la transferencia de recursos a empresas relacionadas a través de cuentas por cobrar.

Operación

La empresa Farmatodo, C.A. (Farmatodo), fue fundada originalmente en el año 1918, como Rafael Zubillaga & Cía, en Barquisimeto. 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, bajo el concepto de “drugstore”, participa en varios sectores bastante atomizados, que incluyen: Medicinas, artículos de primeros auxilios, 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 productos como rollos fotográficos, baterías, golosinas, refrescos, etc.

La composición de las ventas entre medicinas y productos misceláneos (cosméticos, productos del hogar, línea escolar, etc.) ha variado en el tiempo favoreciendo la participación de los productos misceláneos dentro del total de las ventas. Esta tendencia que se ha venido observando se debe a la transformación de farmacias tradicionales que pertenecían a la cadena pero que funcionaban bajo el estilo de farmacia tradicional al concepto de “drugstore” y al aumento en la variedad de los productos ofrecidos. Así, para el cierre de febrero de 1999, los productos misceláneos ocupaban un 51,22% de la ventas acumuladas hasta ese mes, mientras que las ventas de medicinas ocupaban el restante 48,78% del total de las ventas. Farmatodo a través de la comercialización de las diferentes líneas de productos ha buscado aprovechar el concepto de “conveniencia” al incluir diferentes líneas de productos dentro de su oferta al público, convirtiéndose esta, en una de sus principales ventajas competitivas. Dentro de los planes de Farmatodo para los próximos meses, esta comenzar la comercialización

de productos básicos como: Harina precocida, pastas alimenticias, salsa de tomate, enlatados, arroz y aceites comestibles.

Farmatodo ha venido mostrando un agresivo plan de crecimiento, abriendo durante el AF98 un total de 24 farmacias en todo el territorio nacional y durante los 7MAF99 3 nuevas farmacias. Actualmente, Farmatodo ocupa el 7,3% dentro del mercado de medicinas¹ y un 7% dentro del mercado de productos de cuidado personal.

A nivel nacional Farmatodo cuenta con 96 puntos de venta en todo el país los cuales se encuentra concentrados en su mayor parte en Caracas y el oriente del país, en donde la empresa espera consolidarse, para luego comenzar su expansión hacia otras regiones.

Finanzas

Desde finales de julio de 1994 las ventas de Farmatodo han crecido en términos reales en forma sostenida. Para el AF98, las ventas de Farmatodo observaron un incremento de 18% (4,6% si se comparan las farmacias existentes en ambos períodos), ubicándose estas en 64.931 millones de bolívares. Para el cierre de los 7MAF99, se observa una continuidad en el patrón de crecimiento durante los últimos 5 años, al registrarse un crecimiento anualizado de las ventas de 29,7%, acumulando durante estos 7 meses el equivalente al 75,6% de las ventas totales del AF98.

Las ventas de Farmatodo no solo han mostrado un incremento que responde al aumento en la escala de su operación, es decir, por el crecimiento de su red de establecimientos, sino que ha venido mostrando una tendencia creciente en sus ventas promedio por farmacia desde julio de 1994, alcanzando durante los 7MAF99, en promedio 74,5 millones de bolívares.

En cuanto al comportamiento de los márgenes del negocio, vemos como durante los 7MAF99 el margen bruto disminuye ligeramente en 0,78 puntos, debido al incremento de los costos de ventas; sin embargo, este incremento fue más que compensado por la disminución en los gastos de administración (22,36% anualizado), lográndose así un incremento de 92,62% en la utilidad operativa. Este incremento en las eficiencias en la administración podría ser explicado en parte por la implementación de los programas de consolidación 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 febrero de 1999”

la plataforma tecnológica.

El incremento en las tasas de interés durante los 7MAF99 hizo incrementar los gastos financieros de la empresa en un 68,02%, lo cual significó un desembolso casi equivalente a los gastos financieros de todo el AF98. No obstante, el incremento en la utilidad operativa más que compensó este aumento en los gastos de financiamiento, alcanzándose un incremento de 56% de la utilidad neta.

Tales resultados se tradujeron en una rentabilidad sobre activos de 7,12% y una rentabilidad sobre el patrimonio de 16,82%, observándose así una mejoría en estos indicadores con respecto al cierre del AF98 cuando estos se ubicaban en 4,25% y 11,94% respectivamente.

La relación activo circulante sobre pasivo circulante se ubicó al cierre de los 7MAF99 en 1,22x, 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 7MAF99 se ubicó en 0,62x y 0,55x respectivamente, lo cual muestra un mejoramiento de esta relación de liquidez durante los últimos 7 meses. Los factores que han contribuido en el mejoramiento de esta relación han sido la disminución que han tenido los inventarios, a pesar del crecimiento observado por las ventas, que ha sido posible por el proceso de consolidación de la plataforma tecnológica de Farmatodo, y por la disminución de la deuda de corto plazo.

La relación utilidad antes de impuestos e intereses una vez descontada la depreciación (EBITDA) sobre gastos financieros observó una ligera disminución de 0,07 puntos, pasando de 1,88x a 1,81x para el cierre de los AF98 y 7MAF99 respectivamente. Esta disminución, no obstante el incremento en las ventas y en la rentabilidad

de la empresa se debe al fuerte incremento observado por las tasas de interés durante los primeros meses del AF99, lo cual ha resultado en gastos financieros durante los 7MAF99 prácticamente equivalentes a los registrados durante todo el AF98.

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 0,65x para los cierres de los AF98 y 7MAF99 respectivamente, esto responde al incremento observado en las ventas y en el mejoramiento de los márgenes de rentabilidad de la empresa, y a la disminución que ha sufrido la deuda financiera de la empresa durante los últimos 7 meses.

Durante los 7MAF99, la empresa ha disminuido sus pasivos en 2.510 millones de bolívares, a la vez que ha observado un incremento de 914 millones en su patrimonio, lo cual ha hecho disminuir el apalancamiento de la empresa medido a través de la relación pasivo sobre patrimonio y activo sobre pasivo, que pasan de 0,64 y 1,81 al cierre del AF98 a 0,58 y 1,36 al cierre de los 7MAF99. La empresa posee cuentas por pagar en moneda extranjera por 276 mil dólares, lo cual equivale a 160 millones de bolívares (un 1,3% de sus pasivos), y mantiene una posición activa neta en moneda extranjera de 760 mil dólares (437 millones de bolívares).

Una vez considerados aspectos del emisor relacionado con la cobertura, liquidez, rentabilidad y solidez, así como los factores de protección y la salud sectorial, se prevé que eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que esta pertenece o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementar levemente el riesgo. Por lo anterior, se considera que la emisión en estudio posee un nivel de riesgo que corresponde a la categoría B, subcategoría B1.

Domingo Fontiveros

Julián Villalba

Carlos Fiorillo

Farmatodo, C.A.

(Expresado en MM de Bs. de Febrero de 1999)

	AF94	AF95	AF96	AF97	7MAF98	AF98	7MAF99
Discriminación de Ventas							
Medicinas	52%	52%	46%	49%	n.d.	49%	49%
Miscelaneos	48%	48%	54%	51%	n.d.	51%	51%
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS							
Ventas Netas	36.514	42.036	49.166	55.001	36.022	64.931	49.127
Costo de Ventas	27.663	32.043	39.262	40.890	26.878	48.314	36.940
	<i>Utilidad Bruta</i>	8.851	9.993	9.905	14.111	9.144	12.187
Gastos de Ventas	5.707	7.994	9.250	8.680	6.108	10.205	8.106
Gastos de Administración	3.087	2.705	3.139	3.226	2.061	4.657	2.109
	<i>Utilidad Operativa</i>	57	-706	-2.484	2.205	975	1.972
Gastos de Financiamiento	1.387	872	1.188	330	438	1.547	1.516
Pérdida Cambiaria	0	0	0	0	0	0	0
Ganancia Monetaria	2.946	2.481	5.311	1.336	821	1.312	865
	<i>Utilidad Después del Costo Integral de Financiamiento</i>	1.616	904	1.639	3.211	1.358	1.322
Otros Ingresos (Egresos)	72	33	79	-1.456	133	73	68
EBT	1.688	937	1.718	1.755	1.491	1.593	1.390
	<i>Utilidad Neta</i>	1.395	567	1.128	1.217	952	914
BALANCE GENERAL							
Activo							
Efectivo	280	288	531	1.158	0	1.634	280
Cuentas por Cobrar Comerciales	22	21	60	144	96	13	13
Cuentas por Cobrar Afiliadas, Relacionadas y Otras	789	626	1.079	2.921	5.043	5.464	5.982
Inventarios	3.248	4.584	5.204	5.751	7.762	7.844	7.291
Gastos pagados por anticipado y otros	356	295	259	370	2.357	964	1.186
	<i>Total Activo Circulante</i>	4.694	5.815	7.133	10.344	15.258	14.751
Inversiones	773	1.583	1.460	20	23	20	23
Planta y Equipos Netos	5.789	7.466	5.194	5.054	4.606	6.720	6.100
	<i>Activo Total</i>	11.655	15.152	13.895	15.906	20.949	22.005
Pasivo							
Préstamos Bancarios	404	707	266	0	2.331	1.085	1.400
Papeles Comerciales	0	0	0	788	3.190	4.568	2.800
Porción Circulante Deuda a Largo Plazo	47	758	320	0	0	0	0
Cuentas por Pagar	2.763	2.974	3.350	3.901	3.373	5.395	4.545
Cuentas por Pagar Afiliadas y Relacionadas	1.022	825	594	183	5	653	728
Gastos Acumulados por Pagar	1.372	1.547	1.272	1.870	1.958	2.191	1.811
Impuestos por Pagar	148	232	215	97	519	506	576
	<i>Total Pasivo Circulante</i>	6.361	7.349	6.096	7.114	11.376	12.048
Deuda a Largo Plazo	82	2.004	795	0	0	0	0
Acumulaciones para Indemnizaciones	633	866	808	888	718	599	627
	<i>Pasivo Total</i>	7.273	10.333	7.746	8.032	12.117	15.200
Patrimonio							
Capital Social	1.566	1.620	2.594	3.514	4.192	4.760	4.760
	<i>Patrimonio Total</i>	4.381	4.819	6.150	7.874	8.401	9.315
Posición en Moneda Extranjera Neta ¹	n.d.	(34,0)	19,0	8,0	n.d.	1.024,0	760,0
FLUJOS DE EFECTIVO							
Efectivo Neto Provisto por las Actividades Operacionales	n.d.	738	1.165	147	n.d.	(337)	80
Efectivo Usado por Actividades de Inversión	n.d.	(3.367)	1.418	1.360	n.d.	(3.608)	18
Efectivo Provisto (Usado) por Actividades de Financiamiento	n.d.	2.638	(2.340)	(880)	n.d.	4.422	(1.453)
Flujo de Efectivo Neto	n.d.	9	243	627	n.d.	476	(1.354)
PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS							
Liquidez y Capital de Trabajo							
Activo Circulante/Pasivo Circulante	0,74	0,79	1,17	1,45	1,34	1,09	1,22
(Activo Circulante - Inventarios)/Pasivo Circulante	0,23	0,17	0,32	0,65	0,66	0,55	0,62
Días de Cuentas por Cobrar	0	0	0	1	1	0	0
Días de Inventarios	43	52	48	51	61	59	42
Días de Cuentas por Pagar	36	33	31	34	26	40	26
Cobertura							
EBITDA/Gastos Financieros	0,04	0,49	-1,00	9,64	2,50	1,88	1,81
EBITDA/Deuda Financiera *	0,11	0,12	-0,86	4,03	0,20	0,51	0,65
EBITDA/Deuda a Corto Plazo *	0,13	0,29	-2,03	4,03	0,20	0,51	0,65
Rentabilidad							
Margen Bruto	24,24%	23,77%	20,15%	25,66%	25,38%	25,59%	24,81%
Margen Operativo	0,16%	-1,68%	-5,05%	4,01%	2,71%	2,70%	4,01%
Margen Neto	3,82%	1,35%	2,29%	2,21%	2,64%	1,55%	1,86%
ROA *	11,97%	3,74%	8,12%	7,65%	7,79%	4,25%	7,12%
ROE *	31,84%	11,76%	18,34%	15,46%	18,48%	11,94%	16,82%
Apalancamiento							
Pasivo/Activo	0,62	0,68	0,56	0,50	0,58	0,64	0,58
Pasivo/Patrimonio	1,66	2,14	1,26	1,02	1,37	1,81	1,36
Protección							
Efectivo/PC	0,04	0,04	0,09	0,16	0,00	0,11	0,02
Activos fijos e inversiones/Deuda a corto plazo	14,56	6,18	11,35	6,44	0,84	1,19	1,46

¹ Miles de US\$.

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