

Sector Industrial
Chile
Análisis de Riesgo

Laboratorios Andrómaco S.A.
(Andrómaco)

Ratings

	Ratings
Acciones	Nivel 3

Outlook

N/A

Watch

N/A

Información Financiera

Laboratorios Andrómaco S.A.

(Ch\$MM - Consolidado)

(últ. 12 meses)	Jun'08	Dic'07
Ventas	80.642	79.989
Margen EBITDA (%)	14,5	14,4
Flujo de Caja Libre	-6.226	-3.423
Deuda Financiera	26.040	23.906
Total		
Deuda Financiera	2,2x	2,1x
Total / EBITDA		
EBITDA / Gasto Financiero	5,6x	7,7x

Analistas

Andrea Jiménez F.
+562 499 33 22
Andrea.jimenez@fitchratings.com

Rina Jarufe
+562 499 33 10
rina.jarufe@fitchratings.com

Fundamentos

- La clasificación se fundamenta en el adecuado perfil crediticio de la compañía y en los indicadores bursátiles alcanzados por la empresa, los cuales a junio de 2008, registran una baja presencia bursátil de 36,4% y volúmenes diarios promedio transados durante un año de US\$67 mil, ubicándola sólidamente en su categoría de clasificación. Adicionalmente, entre los elementos que restringen su clasificación actual, se encuentran su acotado valor económico de sus activos y la fuerte concentración de la propiedad relativa, ya que si consideramos el grupo controlador (Inversiones NM) y los Fondos de Inversión presentes, se obtiene un porcentaje cercano al 68% de concentración.
- La clasificación de Andrómaco se ve apoyada por los favorables resultados obtenidos por la empresa, el posicionamiento como el segundo laboratorio en unidades de venta en el mercado privado del país, la diversificación de mercados que presenta, las certificaciones productivas, el *mix* entre productos propios (83% del total) y con licencia (17%), y la diversificación de ventas hacia otros países de la región.
- Restringen la clasificación la mayor volatilidad que pueden presentar sus ingresos, producto de su presencia en países de mayor riesgo soberano, la fuerte competencia existente para la obtención de licencias, el grado de concentración que presenta el mercado de distribución farmacéutico en el país y la escasa generación de flujo libre de caja de la compañía producto de mayores necesidades de capital de trabajo.

Factores Claves de la Clasificación

- Capacidad de generación de flujo adecuada que le permite mantener un nivel de financiamiento acotado
- Habilidad de la empresa para mantener una posición competitiva
- Fuerte competencia en el mercado chileno
- Operaciones en países de mayor riesgo soberano

Acontecimientos Recientes

- El 11 de febrero de 2008, la compañía hizo pública su decisión de no continuar con el proceso de adquisición de las compañías colombianas Laboratorios California S.A., Memphis Productos S.A. y Psipharma Limitada, con lo cual a junio'08 el resultado de última línea de Andrómaco se vio parcialmente afectado debido a un gasto adicional - no operacional - por \$223 millones, a consecuencia del *due diligence* llevado a cabo en Colombia.
- Andrómaco ingresó al mercado veterinario a través de la adquisición del 80% del laboratorio Diagnostec, compañía especialista en el sector acuícola, porcino y alimentario a través del desarrollo de servicios ictiopatólogicos, diagnóstico molecular, programas de manejo genético integrado y evaluación biológica. Adicionalmente, se constituyó una sociedad filial denominada Diagnostec Comercial S.A., la cual tendrá por objeto la producción (por medios propios o terceros), representación y comercialización de fármacos veterinarios, dentro del mercado de la salud animal. Fitch evalúa esta nueva adquisición como positiva al aportar un

mayor grado de diversificación de negocios a Andrómaco, la que a su vez podrá aprovechar de sinergias en el foco de investigación y desarrollo de nuevos productos.

Estructura de Deuda y Liquidez

A pesar de un leve aumento en su deuda financiera en los últimos periodos, la compañía ha mantenido una fuerte posición crediticia al cierre del segundo trimestre de 2008, fruto de su adecuada estrategia comercial, con márgenes EBITDA en torno al 13% lo que permite que a los 12 meses a jun'08 la compañía presente una sólida relación Deuda Financiera /EBITDA de 2,2x (2,1x a dic'07).

Durante el primer semestre de 2008, la deuda de Andrómaco acumula un total de \$26 mil millones (\$24 mil millones a dic'07), compuesta en un 44,8% por créditos a corto plazo principalmente para financiar capital de trabajo. El aumento de la deuda financiera se debe a mayores necesidades de capital de trabajo que la compañía debió financiar durante el período a raíz del mayor enfoque en el negocio institucional de fármacos, segmento donde el factor de disponibilidad es muy importante, generando un mayor stock de inventarios, y por otro lado, los mayores plazos de cobranza que se solicitan en este segmento, con su correspondiente impacto en el plazo de cuentas por cobrar. No obstante, este efecto se ve parcialmente compensado debido a que durante el 2T08 Andrómaco llevó a cabo una reestructuración de su deuda financiera de corto a largo plazo por medio de un crédito con el Banco Santander por \$7.000 millones (UF 360.000). Dicho préstamo contempla un plazo de cinco años con amortizaciones semestrales de capital a partir del 26 de diciembre de 2010. Por su parte, el remanente de la deuda de largo plazo de la compañía corresponde a un préstamo con el Banco Estado (2005) por un monto original de UF 700.000 para la adquisición de Laboratorios Silesia, de las cuales se han amortizado UF232.344.

Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

Durante el primer semestre terminado al 30 de junio de 2008, las ventas de Andrómaco se mantuvieron relativamente estables comparadas con el mismo período del año anterior, generando ingresos por ventas durante los últimos doce meses de \$80.642 millones (\$79.989 millones a dic'07). Sin embargo, las operaciones en dólares de las filiales en el extranjero crecieron un 38,6% durante el 1S08 vs. 1S07.

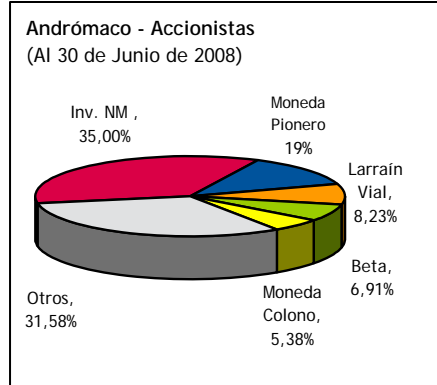
Asimismo, el resultado operacional medido como EBITDA se mantuvo en niveles similares al período anterior ubicándose entorno al 13% a junio 2008. El mejor desempeño en el margen de Silesia y de las filiales internacionales permitió compensar el menor margen de Andrómaco. Esto, debido a los cambios en el mix de productos y los menores precios promedios a raíz de la fuerte competencia del sector farmacéutico.

De esta manera, y a raíz de los mayores requerimientos de capital de trabajo mencionados anteriormente, la generación de flujo de caja operativa (CFO) fue nula durante el período, lo que combinado con inversiones de activo fijo y pago de dividendos por \$2.888 millones y \$3.216 millones, respectivamente, generaron un flujo de caja libre (FCF) deficitario de \$6.226 millones, cuyo financiamiento fue cubierto con deuda financiera.

Con todo, la cobertura de gastos financieros de la compañía se vio parcialmente debilitada llegando a 5,6x a jun'08 versus 7,7x en dic'07. El debilitamiento de este indicador se encuentra influenciado por el incremento en obligaciones de corto plazo con bancos (revolving) adquirido por la empresa principalmente para financiar capital de trabajo, sin afectar la estructura de deuda de largo plazo.

Perfil

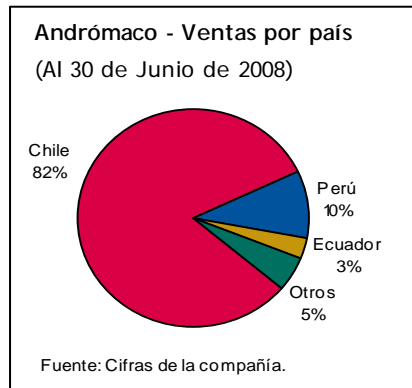
Con ventas de \$80.642 millones y \$81.305 millones en activos a los últimos doce meses terminados en junio 2008, Laboratorios Andrómaco es una compañía regional que produce, importa y comercializa productos farmacéuticos. Actualmente, integran Empresas Andrómaco: Laboratorios Andrómaco, Laboratorio Silesia, Laboratorio ABL Pharma, Laboratorio MasterCare, Ferrer-Andrómaco, Diagnostec y Diagnostec Comercial.



Actualmente, la propiedad de la compañía se encuentra concentrada en un 35% en Inversiones NM, mientras que cerca de un 33,4% está en manos de fondos de inversión.

Operaciones

A nivel nacional, Andrómaco ostenta el cuarto lugar en valor y segundo lugar en unidades de venta en el mercado privado. Actualmente, la compañía produce, importa y comercializa productos farmacéuticos a nivel regional con operaciones en Perú, Ecuador, Bolivia, Colombia, Guatemala, Panamá, Costa Rica, El Salvador y República Dominicana.



Su estructura operativa contempla ventas en el mercado privado e institucional, con productos de consumo masivo, ético y genérico. Andrómaco representa en Chile un importante número de empresas internacionales de reconocido prestigio, conformándose así una amplia cartera de productos propios y de licencia. Como es posible apreciar, el

aporte en ventas de las filiales en el extranjero es aún menor, aunque se espera que este porcentaje aumente a cerca de un 40% en el futuro.

El mercado institucional ha ido adquiriendo una mayor relevancia dentro de los ingresos de la compañía, en donde actualmente Andrómaco constituye el principal laboratorio proveedor del mercado institucional. Este hecho es un elemento positivo para la empresa, si consideramos el nivel de concentración que presentan las ventas de la compañía en el mercado privado local, donde los 3 principales actores concentran sobre el 65% de estas.

Las ventas realizadas vía productos éticos representan una fortaleza de la empresa, ya que estos representan medicamentos con receta médica y licencias (clientes cautivos), en donde la empresa posee 129 marcas (propias y en licencia). Junto con esto, la compañía posee marcas altamente posicionadas en el segmento de consumo masivo, lo cual también le aporta clientes cautivos.

Los medicamentos que comercializan las filiales de Andrómaco son producidos en Chile e incluso las importaciones de medicamentos realizadas, son traídos directamente a Chile, a excepción de pequeñas importaciones realizadas por algunas filiales. Los precios promedio existentes en los países en los que operan las filiales son iguales o superiores a los existentes en Chile, llegando en algunos casos hasta un 70% adicional. Esto debido al bajo desarrollo de los medicamentos genéricos en estos países, junto con esto, existen precios de transferencia entre la matriz y sus filiales, los cuales aseguran que los ingresos

queden en la matriz y que las filiales no caigan en default financiero.

Cientes

Mercado Privado

En el mercado nacional existen tres cadenas farmacéuticas y dos distribuidores de productos farmacéuticos que representan sobre un 90% de las ventas en este mercado. Adicionalmente, la compañía atiende en forma directa (con fuerza de venta propia) a farmacias independientes a lo largo de todo Chile. El mercado privado lo constituyen todos los medicamentos éticos (con prescripción médica), genéricos y de consumo masivo.

Mercado Institucional

El mercado institucional lo constituyen todos los establecimientos públicos y privados que prestan servicios médicos al público, al cual le son vendidos todo tipo de productos de carácter clínico (incluidos genéricos).

Unidades de Negocios

División Ética

Las ventas de la cartera Ética (productos con venta bajo receta médica) constituye el centro de la acción comercial de la empresa y contempla la prospección y desarrollo de la oferta de productos y la generación de demanda para su venta, realizada a través del contacto con la comunidad médica y la participación y auspicio en congresos y talleres.

Cabe destacar que Andrómaco en la División Ética, posee licencias de 28 laboratorios de investigación, en su mayoría europeos. Dentro de los más importantes se destacan Ferrer Pharma Internacional (España), Vifor (Suiza), Pierre Fabre (Francia), OM (Suiza), Leo Pharmaceuticals (Dinamarca), Nutricia (Holanda) y Aplicaciones Farmacéuticas (México).

División Consumo Masivo

En esta división se agrupan los productos farmacéuticos de marca que no requieren de una receta médica para su venta y que son apoyados con publicidad en medios masivos. Dentro de esta división se pueden distinguir dos líneas de negocios: Productos OTC (Over the counter) y UTC (Under the Counter).

Dentro de los productos más importantes de la cartera OTC se destacan: Hipoglós, Fittig, Clarimir, Cotibin, Fluibrón y Predual, mientras que en la cartera de UTC, destacan las líneas de D'hipoglós, líneas dermatológica y protectores solares.

División Genéricos

Los productos genéricos son aquellos que se venden sin una marca comercial y sólo bajo el nombre de la droga. En la actualidad el mercado genérico más desarrollado de América es el chileno, donde una gran cantidad de drogas se comercializan en su versión genérica, coexistiendo con productos de marca de mucho mayor precio. Andrómaco cuenta con más de 300 prestaciones y constituye el segundo proveedor líder en productos genéricos.

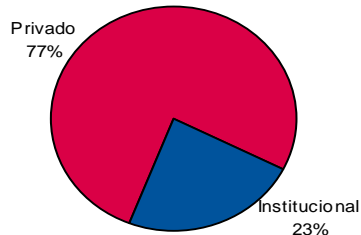
En el resto del continente, la proporción del mercado es aún pequeña. Todo hace pensar que irá creciendo para asimilarse cada vez más al mercado chileno, el cual comprende una oferta bastante amplia de estos productos, con un volumen de ventas bastante importante, pero cuyos precios han ido disminuyendo.

División Hospitalaria

En esta división se agrupan aquellos productos cuyo uso es de carácter hospitalario público y privado, la cual posee perspectivas muy favorables de desarrollo, ya que, se

Andrómaco - Canal de Ventas

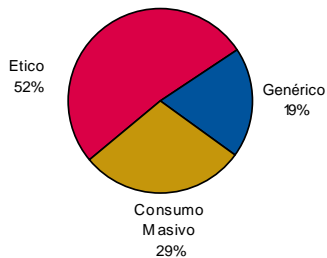
(Al 30 de Junio de 2008)



Fuente: Cifras de la compañía.

Andrómaco - Ventas por Medicamento

(Al 30 de Junio de 2008)



Fuente: Cifras de la compañía.

proyecta una creciente demanda institucional, impulsada principalmente por el plan AUGE.

División Internacional

Esta división considera las operaciones de las filiales ABL Pharma Bolivia, ABL Pharma Colón, ABL Pharma Costa Rica, ABL Pharma Panama, ABL Pharma Ecuador, ABL Pharma Perú, ABL Pharma EL Salvador, ABL Pharma, ABL Pharma República Dominicana, ABL Pharma Colombia e IPROFASA en Guatemala.

Estrategia

La estrategia global de la empresa considera la presencia en diversos países de la región, participando tanto en el mercado privado como institucional. Junto con esto, la empresa combina medicamentos con licencias y marcas propias, lo cual le proporciona clientes cautivos de altas rentabilidades y altos volúmenes comercializados.

La estrategia de crecimiento de Andrómaco considera la adquisición de laboratorios más pequeños que posean una oferta de productos complementaria a la empresa, para de esta forma aumentar su presencia, cobertura y economías de escala en su producción. Por ende, la empresa se encuentra evaluando distintas alternativas fuera de Chile, cuyas características permitan expandir de manera eficiente y segura la comercialización de licencias a distintos minoristas o farmacias independientes, dependiendo del mercado.

Características de los Instrumentos

La sociedad cuenta con 560.540.546 de acciones suscritas y pagadas al 30 de junio de 2008, las cuales corresponden a una serie única. La política de dividendos corresponde al

Laboratorios Andrómaco S.A.	
Bursátil	
Fecha de Inicio de Cotización	2004
Precio de Cierre (\$)	110
Rango de Precio (\$) (52 semanas)	192-110
Capitalización Bursátil (MMUS\$) ⁽¹⁾	112
Valor Económico de los Activos (MMUS\$) ⁽²⁾	158,8
Liquidez	
Presencia Bursátil	36,4%
Volumen Prom. Ultimo Mes (MUS\$)	9
Volumen Prom. Ultimo Año (MUS\$)	67
Pertenece al IPSA	NO
Part. del IGPA (año móvil Sept'08)	0,04%
Free Float	65,0%
Rentabilidad	
ROCE (promedio 5 años) ⁽³⁾	15,7%
ROCE (12m Sept'08) ⁽³⁾	14,7%
ROE (Promedio 5 años) ⁽⁴⁾	17,5%
ROE (12m Sept'08) ⁽⁴⁾	12,5%
Rent. Accionaría (12m Sept'08)	-42,7%
Múltiplos	
Precio / Utilidad (x)	15,60
Precio / Valor Libro (x)	1,97
EV / EBITDA (x)	7,49
Div. Yield	5,2%

(1) Capitalización Bursátil = Número de Acciones * Precio de Cierre. Tipo de cambio al 30/09/08 (US\$-\$51,31). (2) Valor Económico de los Activos (EV) = Capitalización Bursátil + Deuda Financiera Neta. (3) ROCE (Retorno sobre Capital Empleado) = Flujo Operacional / Capital Empleado Promedio. (4) ROE (Retorno sobre Patrimonio) = Utilidad Neta / Patrimonio Promedio.

reparto del 60% de las utilidades. Por estatutos de la empresa, ningún accionista puede poseer más del 35% de las acciones, no existiendo en la actualidad ningún pacto de accionistas declarado. La ratificación de la clasificación en primera clase nivel 3 se fundamenta en los indicadores bursátiles alcanzados por la empresa, los cuales con información a septiembre de 2008, presenta una presencia bursátil de 36,4%, volúmenes transados promedio anuales cercanos a US\$67 mil y un perfil crediticio adecuado para la categoría que actualmente ostenta.

Entre los elementos que restringen la clasificación accionaria en nivel 3, se encuentran la breve historia bursátil de la compañía, la concentración de la propiedad y el acotado tamaño bursátil.

Resumen Financiero - Laboratorios Andrómaco S.A. (consolidado)

(Cifras en millones de pesos a Junio 30, 2008)

Tipo de cambio al final del periodo (Ch\$ por US\$)	526,1	496,9	532,4	512,5	557,4	593,8
	12m Jun'08	2007	2006	2005	2004	2003
Rentabilidad (%)						
EBITDA Operativo	11.685	11.530	10.743	9.113	6.590	6.205
Margen de EBITDA (%)	14,5%	14,4%	14,8%	13,8%	12,9%	13,1%
Retorno del FFO / Capitalización Ajustada (%)	19,8%	22,2%	26,6%	21,0%	23,4%	22,7%
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	-7,7%	-4,3%	0,0%	-7,8%	-4,3%	-1,7%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	12,5%	17,3%	20,3%	18,0%	19,3%	14,9%
Coberturas (x)						
FFO / Gastos Financieros	5,5	8,3	10,9	6,7	8,8	7,5
EBITDA Operativo/ Gastos Financieros	5,6	7,7	8,9	6,0	8,2	7,3
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,8	0,7	1,4	1,1	0,8	1,0
FFO / Cargos Fijos	5,5	8,3	10,9	6,7	8,8	7,5
FCF / Servicio de Deuda	-0,3	-0,1	0,2	-0,5	-0,2	0,0
(FCF + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	-0,3	-0,1	0,2	-0,4	-0,2	0,0
FFO / Inversiones de Capital	0,0	0,9	2,0	-1,1	0,8	1,1
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)						
Deuda Financiera Total / FFO + Gasto Financiero	2,3	1,9	1,5	2,1	1,4	1,2
Deuda Financiera / EBITDA Operativo	2,2	2,1	1,8	2,4	1,5	1,2
Deuda Financiera Neta / EBITDA Operativo	2,2	2,1	1,8	2,4	1,5	1,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8,3%	6,9%	5,9%	9,5%	9,1%	-
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total	0,4	0,6	0,3	0,3	0,7	0,7
Balance						
Total Activos	81.305	79.745	73.612	66.287	49.599	40.632
Caja e Inversiones Corrientes	147	200	47	34	73	162
Deuda Financiera Corto Plazo	11.691	15.280	6.646	6.535	7.364	5.370
Deuda Financiera Largo Plazo	14.349	8.626	12.979	15.101	2.733	2.363
Deuda Financiera Total	26.040	23.906	19.626	21.635	10.097	7.733
Total Patrimonio	31.396	31.930	29.900	26.603	20.294	20.317
Capitalización	57.436	55.835	49.526	48.239	30.391	28.050
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FFO)	9.279	10.916	11.989	8.612	6.319	5.520
Variación del Capital de Trabajo	-9.400	-8.189	-7.629	-9.937	-5.035	-3.656
Flujo de Caja Operativo (CFO)	-121	2.727	4.360	-1.326	1.284	1.864
Inversión en Activo Fijo	-2.888	-3.171	-2.186	-1.247	-1.589	-1.657
Dividendos	-3.216	-2.979	-2.177	-2.588	-1.914	-1.004
Flujo de Fondos Libre (FCF)	-6.226	-3.423	-3	-5.161	-2.220	-798
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-831	-853	1.684	-5.897	46	2
Otras Inversiones, Neto	-528	-617	-411	-929	-419	-540
Variación Neta de Deuda	7.220	4.518	-1.915	7.019	2.581	1.383
Variación Neta del Capital	0	0	539	4.699	0	0
Otros Financiamientos, Neto	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	-365	-376	-106	-268	-11	47
Estado de Resultados						
Ventas Netas	80.642	79.989	72.412	66.010	51.216	47.269
Variación de Ventas (%)		10,5%	9,7%	28,9%	8,3%	NM
EBIT	9.716	9.707	9.152	7.661	5.512	5.168
Gastos Financieros	-2.078	-1.495	-1.207	-1.510	-807	-849
Resultado Neto	3.954	5.357	5.737	4.231	3.914	3.029

EBITDAR = EBITDA + arriendos. EBITDA = utilidad operativa + depreciación y amortización. EBIT = utilidad operativa. FFO = Utilidad Neta + Depreciación y Amortización + Resultado en Venta de Activos + Castigos y Provisiones + Resultado Inversión en Empresas Relacionadas + Otros Ajustes al Resultado Neto + Variación Otros Activos + Variación Otros Pasivos - Dividendos Preferentes. CFO = FFO + Variación Capital de Trabajo. FCF = CFO + Flujo de Caja No Operativo y Flujo de Caja No Recurrente + Inversión en Activos Fijos + Dividendos Comunes. Cargos Fijos = Gastos Financieros + Dividendos Preferentes + Arriendos. Las cifras pueden no cuadrar debido al redondeo de decimales.

Copyright © 2008 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004.
Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from USD1,000 to USD750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from USD10,000 to USD1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.