

## Pagarés Bursátiles Droguería Inti – Emisión 4

Informe con Estados Financieros al 30 de junio de 2011		Fecha de Comité: 30 de septiembre de 2011
Daniel Acevedo Loayza	(591) 2 2124127	<a href="mailto:dacevedo@ratingspcr.com">dacevedo@ratingspcr.com</a>
Alan Moscoso De las Muñecas	(591) 2 2124127	<a href="mailto:amoscoso@ratingspcr.com">amoscoso@ratingspcr.com</a>

Aspecto o Instrumento Calificado	Calificación PCR	Equivalencia ASFI
<b>Pagarés Bursátiles Droguería Inti-Emisión 4 dentro del Programa de Pagares Bursátiles Inti</b>		
<b>Serie</b>	<b>Monto en (Bs)</b>	<b>Plazo</b>
Serie A	2.828.000	360 días
Serie B	2.121.000	330 días
Serie C	2.121.000	300 días
<b>Total de la emisión</b>	<b>7.070.000</b>	

### Significado de la Calificación

**Categoría b1:** Emisiones con muy alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez son excelentes y están respaldados por buenos factores de protección. Los factores de riesgos son mínimos.

*La b se refiere a calificaciones locales en Bolivia. Mayor información sobre las calificaciones podrá ser encontrada en [www.ratingspcr.com](http://www.ratingspcr.com)*

### Significado de la Calificación ASFI para el Mercado de Valores

**Categoría Nivel 1 (N – 1):** Corresponde a aquellos valores que cuentan con una alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa, ante posibles cambios en el emisor, en el sector al que pertenece o en la economía.

*La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos*

## Racionalidad

---

Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A. en Sesión de Comité N°025 /2011 de 30 de septiembre de 2011, acordó otorgar la Calificación de N - 1 (equivalente a B1 según la simbología de calificación utilizada por PCR) a los Pagarés Bursátiles Droguería Inti – Emisión 4. La calificación se sustenta en la capacidad del emisor para respaldar la amortización y pago de intereses de cada serie.

Los factores considerados para asignar las calificaciones fueron los siguientes:

- Droguería INTI S.A. está presente en la industria farmacéutica boliviana desde hace 75 años. En 1936 Ernesto Schilling funda “Droguería Hamburgo” con el fin de comercializar medicamentos. Once años más tarde, se cambia la denominación a Droguería INTI S.A. En los años cincuenta inicia la fabricación bajo licencia para empresas transnacionales. En la actualidad, el 69% de los ingresos provienen de productos fabricados bajo marca propia y líneas cuya representación, licencia y producción están a cargo de Droguería INTI S.A. (demostrando su poco grado de dependencia de contratos de compra, distribución o comercialización de productos).
- La expansión de Droguería INTI S.A. a nivel nacional e internacional garantiza el aprovechamiento de su capacidad instalada, apropiada logística de distribución y explica el continuo incremento de sus ventas. La empresa cuenta con oficinas y almacenes en ocho de los nueve departamentos del país y aprovecha su infraestructura ya instalada para prestar servicios de distribución a otras empresas<sup>1</sup>. A nivel internacional, posee 99,86% de participación en su subsidiaria Inti Perú S.A.C. y tiene representaciones en Inti Paraguay y en Alemania. Asimismo, exporta productos a Panamá, Macao, Alemania y Estados Unidos.
- La Certificaciones de “Buenas Prácticas de Manufactura” y “Buenas Prácticas de Almacenaje” otorgadas por el Ministerio de Salud boliviano conforme recomendaciones de la OMS validan sus procedimientos, procesos e infraestructura, garantizando la calidad de los productos de la empresa y representando una ventaja competitiva para la obtención de licitaciones, exportación y maquila. A junio de 2011, (por 3 meses de operación) el 66,91% de las ventas de la sociedad estaba compuesta por farmacias, con un saldo de Bs. 44,77 Millones a ese mes, seguidas por contratos de licitación, 13,41% de sus ventas por bienes y servicios, es decir Bs. 8,97 Millones. Las cifras por 12 meses para las ventas de la entidad a junio de 2011, Bs. 268,83 Millones se incrementaron en un 14,95% con relación a las cifras (también a 12 meses) a junio de 2010.
- Las inversiones realizadas por la empresa<sup>2</sup> y los proyectos de ampliación de la capacidad de producción y distribución de Droguería INTI S.A., confirman su permanente crecimiento y desarrollo industrial. En las últimas gestiones, la empresa invirtió USD 8 millones de dólares para acondicionar laboratorios y procesos productivos a normas GMP (Good Manufacturing Practices), ejemplos de inversiones realizadas en las últimas gestiones vienen a ser entre otros: la puesta en marcha de la planta de sólidos y líquidos en la ciudad de El Alto, esfuerzos para fortalecer la posición competitiva de la sociedad en el mercado nacional y extranjero (expansión hacia Paraguay, Perú y otros países vecinos), inversión en tecnología para la reducción de los costos de producción, y la intención de invertir en una planta de producción de soluciones parenterales y contar con un sistema cerrado de suero según niveles internacionales de calidad.
- El acceso de la empresa al Mercado de Valores. Droguería INTI S.A. participa en el Mercado de Valores desde 1997, obteniendo desde entonces un monto autorizado aproximado de USD 16,5 millones, a través de bonos, pagarés bursátiles y valores de titularización de contenido crediticio. Actualmente, mantiene vigentes emisiones (pagarés bursátiles)<sup>3</sup> por un valor aproximado de Bs. 7,07 millones a 31 de enero de 2011 y valores de titularización de contenido crediticio<sup>4</sup> con un saldo vigente de Bs 25,02 UFV millones a 31 de marzo de 2011, y una nueva emisión de bonos por Bs. 42,42 Millones (en 4 series) pagaderas hasta en 2,880 días, emitidos en 20 de julio de 2011.
- El liderazgo de Droguería Inti en el mercado farmacéutico boliviano, ya que se encuentra presente en todos los segmentos y mantiene un alto grado de identificación por parte de los

---

1 Pharma Investi

2 PROSPECTO MARCO PARA UN PROGRAMA DE EMISIONES DE BONOS, BNB Valores S.A. Abril de 2011

3 idem

4 Fuente: ASFI. Emisiones vigentes valores de contenido crediticio al 31-mar-11.

usuarios de sus productos. Esta situación ha permitido que Droguería Inti S.A. mantenga el primer lugar de participación (18,80%) en el mercado<sup>5</sup> y continúe siendo una de las empresas que posee los productos más vendidos en el mercado farmacéutico boliviano.

- La estrategia de crecimiento y administración de la empresa en conjunción con la tasa de crecimiento de la economía nacional han permitido generar un importante crecimiento de las ventas durante los últimos periodos. Entre las gestiones que cierran a marzo de 2007 y marzo de 2011, las ventas brutas tuvieron un factor de crecimiento compuesto de 13,54 %, o un crecimiento total entre gestiones de 66,19%. De esta manera ingresos brutos pasaron de Bs 176,81 millones en marzo de 2007 a Bs 293,85 millones en marzo de 2011. A junio de 2011, las ventas anualizadas alcanzan a Bs 268,83 millones, nivel que supera las ventas (TTM) a junio de 2010 en Bs. 34.96 millones.
- Los indicadores de rentabilidad de la compañía se han ido incrementando permanentemente, en directa relación al incremento de las ventas y de utilidades de la empresa, que pasaron de Bs. 2,97 millones en marzo de 2007 a Bs. 19,12 millones en junio de 2011 (en términos anualizados), creciendo 6,43 veces en ese periodo, sin embargo es necesario mencionar la disminución en utilidad neta experimentada en el último periodo contable, contracción de Bs. 4,76 Millones con relación a junio de 2010, factor que compromete, de ser recurrente, expectativas de crecimiento de la empresa y generación de flujos de caja para solventar las operaciones de corto plazo de la Sociedad. En junio de 2011, el ROE y ROA de la sociedad alcanzaron 5,86% y 12,38%, respectivamente. Según cifras a 12 meses (TTM) para junio de 2010 estos indicadores habían sido: ROA: 8,26% y ROE: 18,89%, este deterioro material, de continuarse presentando en el futuro, y confirmar una tendencia decreciente, afectaría proyecciones de crecimiento y decisiones de reinversión en la Sociedad, la caída puede ser atribuible a los procedimientos de determinación de cifras anuales sobre el periodo de observación (solamente el primer trimestre de 2011 y 2010).
- En lo referente a la posición de liquidez de la empresa durante el período 2007-2011, se puede apreciar una tendencia a la alza en la evolución de esta razón (Activo Corriente / Pasivo Corriente) de 1,73 veces en 2007 a 1,80 veces en 2011. Para junio de 2011, la razón corriente fue de 1,60 veces mostrando un aun mejor uso de activos corrientes (menor efectivo ocioso).
- El nivel de endeudamiento de la empresa ha seguido una tendencia decreciente, a marzo de 2007 el ratio pasivo/patrimonio registraba 2,51 veces, a marzo 2011 se observó un valor de 1,10 veces y a junio de 2011, 1,11 veces, reflejando un mayor uso por parte de la sociedad de aportes de capitalización de su base accionaria, mayor retención de utilidades, y en contrapartida una disminución en el endeudamiento a largo plazo de la sociedad.
- La creciente cobertura a gastos financieros, en marzo de 2007 el EBITDA cubría los gastos financieros en 2,40 veces, en marzo de 2011 en 6,65 veces y a junio de 2011, alcanza a 6,21 veces (con datos anualizados para ingreso operativo, depreciación, y servicio de la deuda).
- Los márgenes brutos y operacionales se mantuvieron relativamente estables en el período 2007-2010, mientras que el margen neto se fue incrementando sostenidamente. A junio de 2011 los márgenes bruto y operacional alcanzan 48,30% y 10,54% respectivamente, con relación a junio de 2010 se registraron inferiores valores en lo referente a la utilidad operacional (contracción de 4,18 puntos porcentuales) y mayor gasto operativo para soportar un mayor nivel de comercialización, aunque sin la correspondiente mejor gestión de operaciones y de actividades de soporte, que generen ahorros para beneficiarse de mayores niveles de ventas, aspecto que no puede calificarse de recurrente y necesita de mayores periodos de observación para confirmarse.
- Las proyecciones de la empresa tanto en el escenario conservador como en el escenario pesimista muestran que la empresa es capaz de generar el efectivo suficiente para cubrir las obligaciones financieras. Se puede esperar que aún si las ventas no se incrementarían, la empresa obtendría un ratio de cobertura promedio EBITDA/(Gastos financieros+ amortizaciones) de 3 veces durante las gestiones 2012-2018. Los escenarios conservador y optimista muestran que el EBITDA/Gastos financieros+ amortizaciones, se encontraría en niveles promedio 3,29 veces y 3,61 veces respectivamente durante las gestiones 2012-2018.
- El aporte de la empresa en la economía del país a través de la generación de empleos y los impuestos aportados al TGN en la categoría Principal Contribuyente. En la gestión que cierra a marzo de 2011, INTI pagó impuestos por un valor aproximado de USD 3 millones.
- Debido a la caída de indicadores de rentabilidad, actividad y solvencia de corto plazo en el último periodo de estudio (entre junio de 2010 y 2011) PCR mantendrá cautela y a la vez un seguimiento permanente de estos índices en los siguientes meses.

---

<sup>5</sup> Según información suministrada por Droguería Inti en septiembre de 2011

## Información de la Calificación

---

### Información empleada en el proceso de calificación:

1. Información Financiera: Cubre el período marzo 2007 – marzo 2011, y estados intermedios (interim reporting) a junio 2010 y junio 2011.
  - Proyecciones financieras
  - Estructura de costos y gastos.
  - Detalle de las principales cuentas del activo, pasivo y patrimonio.
2. Información de las operaciones:
  - Estadísticas de producción y ventas.
  - Principales clientes y proveedores.
  - Información y estadísticas de mercado.
3. Otros
  - Información Estadística del sector.

### Análisis Realizados

---

**1. Análisis financiero histórico:** Interpretación de los estados financieros históricos con el fin de evaluar la gestión financiera de la empresa, así como entender el origen de fluctuaciones importantes en las principales cuentas.

**2. Análisis financiero proyectado:** Evaluación de los supuestos que sustentan las proyecciones financieras, así como análisis de la variabilidad y sensibilidad de la capacidad de pago de la empresa.

**3. Evaluación de la gestión operativa:** La cual incluye una visita a las instalaciones de la empresa y entrevistas con las distintas áreas administrativas y operativas.

**4. Análisis de hechos de importancia recientes:** Evaluación de eventos recientes que por su importancia son trascendentes en la evolución de la institución.

**5. Evaluación de los riesgos y oportunidades:** Análisis de hechos (ciclos económicos, adquisiciones o expansiones de instalaciones o mercados, nuevos competidores, cambios tecnológicos, etc.), que bajo ciertas circunstancias, pueden afectar, temporal o permanentemente, el riesgo financiero de la empresa.

### Instrumentos Calificados: Programa de Pagarés Bursátiles

---

1. **Emisor:** Droguería Inti S.A. con número de inscripción en el Registro de Mercado de Valores SPVS-IV-EM-DIN-038/2000.
2. **Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles:** En Junta General Extraordinaria de Accionistas de Droguería Inti celebrada el día 30 de abril de 2008 se aprobó el programa de pagarés por un monto total de US\$2.00 millones. El programa cuenta con número de inscripción en el Registro del Mercado de Valores: SPVS-IV-PED-DIN-026/2008 y autorizado mediante Resolución Administrativa emitida por la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros: SPVS-IV-Nº 951 de fecha 03 de diciembre de 2008. El programa cuenta con las siguientes características:
  - Denominación:** Pagarés Bursátiles Droguería Inti.
  - Monto total del Programa de Emisiones:** US\$2.000.000 (dos millones 00/100 Dólares Estadounidenses).
  - Moneda en la que se expresarán las emisiones que formen parte del Programa:** Las emisiones podrán expresarse en Dólares Estadounidenses (US\$), bolivianos (Bs) o bolivianos con mantenimiento de valor respecto de la Unidad de Fomento a la Vivienda (UFV).

**Plazo del Programa de Emisiones:** El plazo máximo será de 720 días calendario a partir del día siguiente hábil de emitida la Resolución Administrativa de la SPVS que autorice e inscriba el programa en el Registro del Mercado de Valores (RMV).

**Valor nominal de los Pagarés:** Será definido por la Gerencia General conjuntamente con la Gerencia de Finanzas.

**Series en las que se dividirá cada emisión:** Serán determinadas por la Gerencia General conjuntamente con la Gerencia de Finanzas.

**Monto de cada emisión:** Será determinado por la Gerencia General conjuntamente con la Gerencia de Finanzas.

**Plazo de colocación primaria de cada emisión dentro del Programa:** 180 días calendario a partir de la fecha de Emisión.

**Precio de Colocación:** Mínimamente a la par del Valor Nominal.

**Forma de colocación:** Mercado Primario Bursátil en la Bolsa Boliviana de Valores S.A.

**Modalidad de colocación:** A mejor esfuerzo.

**Forma de circulación:** A la orden.

**Tasa de interés:** Será determinada por la Gerencia General y la Gerencia de Finanzas siete días calendario antes para cada emisión dentro del programa de emisiones.

**Pago del capital e intereses:** Serán pagados al vencimiento de cada emisión.

**Forma de representación de los Valores del Programa de Emisiones:** Anotaciones en cuenta en la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A. (EDV).

**Garantía:** Quirografaria

**Destino de los fondos:** Capital de trabajo.

**Modalidad de otorgamiento:** A fecha fija hasta trescientos sesenta (360) días calendario.

**Aceleración de plazos:** Con sujeción a las estipulaciones del Programa de Emisiones, si ocurriera un Hecho de Incumplimiento, la Asamblea General de Tenedores de Pagarés podrá declarar mediante resolución expresa la aceleración de los plazos de todos los Pagarés Bursátiles en circulación pendientes de pago (conjuntamente con cualquier otro monto devengado e impago adeudado bajo las emisiones dentro del programa de Pagarés Bursátiles), en cuyo caso, todos los intereses y el capital se reputarán vencidos de manera inmediata y serán exigibles sin necesidad de notificación, demanda o protesto alguno, a no ser que dicha notificación, demanda o protesto fuese requerida por ley.

### 3. Convenios y Restricciones durante la vigencia de la emisión:

#### Obligaciones:

- El Emisor no reducirá su capital sino en proporción al reembolso que haga de los pagarés en circulación. Asimismo, no se fusionará, transformará ni cambiará su objeto, domicilio o su denominación sin informar a la Asamblea General de Tenedores de Pagarés Bursátiles.
- Los administradores del Emisor tienen la obligación de asistir e informar, si fuesen requeridos para ello a la Asamblea General de Tenedores de Pagarés.
- Los Tenedores de Pagarés, a través del Representante Común de Tenedores de Pagarés, podrán solicitar información financiera, y el Emisor se obliga a proporcionar la misma periódicamente o a solo requerimiento de los mismos.
- Cumplir con los compromisos pactados, los cuales incluyen Hechos de Incumplimiento, Aceleración de Plazos y Arbitraje.
- Redimir los Pagarés, pagando a los Tenedores de Pagarés el capital que hubieren invertido.
- Pagar los intereses estipulados, en la forma y condiciones que establezca cada Emisión dentro del programa de emisiones.
- Para efectos de una eventual fusión, división o transformación, el Emisor se obliga a informar a los Tenedores de Pagarés sobre el procedimiento y los cambios que sucedan en la sociedad.
- El Emisor se obliga a retribuir mensualmente al Representante Común de Tenedores de Pagarés los honorarios acordados para el cumplimiento de sus servicios.

**Compromisos Financieros:** Durante la vigencia de los Pagarés que compongan las diferentes emisiones del Programa de Emisiones de Pagarés Bursátiles, Droguería INTI, se obliga a mantener los siguientes compromisos financieros:

- Una relación Pasivo Financiero/Patrimonio Neto (RDP) no mayor a tres veces (3.0) el Patrimonio Neto.

$$RDP = \frac{\text{Pasivo Financiero}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Donde:

Pasivo Financiero = Suma (en la fecha de cálculo relevante) de todas las deudas bancarias y financieras a corto plazo y deudas bancarias y financieras a largo plazo, incluidos los diferidos por procesos de titularización.

Patrimonio neto = Excedente de los Activos de la Sociedad Emisora sobre los Pasivos de la Sociedad Emisora.

- Una razón Activo Corriente / Pasivo Corriente (RC) mayor a uno punto uno veces (1.1) el Pasivo Corriente.

$$RC = \frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$$

Donde:

Activos Corriente = Suma (en la fecha de cálculo relevante) de todas las Cuentas de Efectivo de la Sociedad, las Cuentas por Cobrar Comerciales, Realizable descontando las provisiones por obsolescencia y otros activos de corto plazo.

Pasivos Corrientes = Suma (en la fecha del cálculo respectivo) de todas las obligaciones de la Sociedad que vencen a la vista o dentro del período de un año.

Estas relaciones podrán ser modificadas por la Sociedad previo consentimiento de la Asamblea General de Tenedores de Pagarés Bursátiles, la misma que no podrá negarse, retrasarse ni condicionar dicho consentimiento de manera no razonable cuando dicha modificación sea necesaria para:

- El desarrollo de la Sociedad Emisora
- Pudiera resultar en un incremento en los ingresos de la Sociedad
- Pudiera resultar en una disminución de los costos de la Sociedad

Además dichas modificaciones deberán encontrarse dentro del marco de las prácticas comerciales sólidas de la industria farmacéutica.

Cuadro N°1: Estructura	
Resumen de la Estructura - Programa de Pagarés	
Denominación:	Pagarés Bursátiles Droguerías Inti
Plazo de Emisión:	720 días calendario
Monto del Programa :	US\$2.00 millones
Destino de los fondos:	Capital de operaciones

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

### Características de la Cuarta emisión de Pagarés Bursátiles

1. Según Carta de Autorización N° ASFI/DSV/R-113283/2010 de fecha 28 de octubre de 2010, la ASFI otorgó a la emisión de Pagarés Bursátiles Droguería Inti-Emisión 4 el número de registro ASFI/DSV-ED-DIN-015/2010 y las siguientes claves de pizarra:

Cuadro N° 2: Clave de Pizarra	
Serie	Clave
Serie A	DIN-PB1-N4A
Serie B	DIN-PB1-N4B
Serie C	DIN-PB1-N4C

Fuente: ASFI / Elaboración: PCR

2. **Denominación:** Pagarés Bursátiles Droguería Inti - Emisión 4.

**Monto total de la Cuarta emisión:** Bs 7.070.000 (Siete Millones setenta mil 00/100 Bolivianos), estructurada de la siguiente manera:

Cuadro N° 3: Estructura Emisión 4	
Serie	Monto (en Bs)
A	2.828.000
B	2.121.000
C	2.121.000
<b>TOTAL</b>	<b>7.070.000</b>

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

**Moneda en la que se expresa la Cuarta emisión:** En Bolivianos.

**Valor nominal de los Pagarés:** El valor nominal de cada Pagaré es de Bs 70.700.- (Setenta mil setecientos 00/100 Bolivianos).

**Series en las que se dividirá cada emisión:** La cuarta emisión comprende tres (3) Series, estructuradas de la siguiente manera:

Cuadro N° 4 : Series de Pagarés	
Serie	Número de Pagarés
A	40
B	30
C	30
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

**Forma de colocación Primaria:** Mercado Primario Bursátil en la Bolsa Boliviana de Valores S.A.

**Plazo de colocación primaria de la Cuarta emisión dentro del Programa:** 180 días calendario computables a partir de la fecha de Emisión establecida en la comunicación emitida por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero que autoriza la Oferta Pública y la inscripción en el Registro de Mercado de Valores de ASFI de la correspondiente Emisión.

**Forma de representación de los Valores de la Cuarta Emisión dentro del Programa de Emisión:** Anotaciones en cuenta en el sistema de Registro de Anotaciones en Cuenta a cargo de la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A. (EDV)

**Precio de colocación:** Mínimamente a la par del valor Nominal.

**Tipo y Tasa de interés:** La Gerencia General conjuntamente con la Gerencia de Finanzas fijó para la presente Emisión dentro del Programa de Emisiones, una tasa de interés nominal, anual y fija, estructurada de la siguiente manera:

Cuadro N° 5: Tasa de interés	
Serie	Tasa de interés nominal
A	1,25%
B	1,23%
C	1,20%

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

**Pago del capital e intereses:** Serán pagados al vencimiento del Pagaré en las oficinas del Agente Pagador al vencimiento contra la presentación del Certificado de Acreditación de Titularidad emitido por la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A.

**Garantía:** La cuarta emisión estará respaldada por una garantía Quirografaria.

**Destino de los fondos:** Los recursos monetarios obtenidos con la colocación de los Pagarés serán utilizados para capital de trabajo.

**Plazo de utilización de los fondos:** La aplicación de los fondos obtenidos de la Emisión 4 será de 20 días computables desde la fecha de finalización de la colocación primaria.

**Reajustabilidad del empréstito:** Por tratarse de una emisión en bolivianos la reajustabilidad del empréstito no aplica.

Cuadro N° 6: Plazo de Emisión			
Pagarés Bursátiles Droguería Inti -Emisión 4			
Denominación	Plazo de Emisión	Fecha de Emisión	Fecha de Vencimiento
Serie A	360 días calendario	03/11/10	29/10/11
Serie B	330 días calendario	03/11/10	29/09/11
Serie C	300 días calendario	03/11/10	30/08/11

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

**Redención Anticipada:** La Gerencia General conjuntamente con la Gerencia de Finanzas tiene la facultad de determinar la redención anticipada.

**Representante Provisorio de los Tenedores de Pagarés Bursátiles:** Sudaval Agencia de Bolsa S.A.

**Agencia de Bolsa Estructuradora y Colocadora:** Valores Unión S.A. Agencia de Bolsa Filial del Banco Unión S.A.

**Agente Pagador:** Valores Unión S.A. Agencia de Bolsa Filial del Banco Unión S.A.

**Entidad Calificadora de Riesgo:** Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.

## Droguería INTI S.A.

### Características generales

Droguería INTI S.A. se dedica a la producción, promoción y comercialización de medicamentos e insumos para hospitales. Asimismo, ofrece servicios de producción y distribución a terceros. La empresa fue fundada el 2 de agosto de 1947 en la ciudad de la Paz. A partir de 1986 empieza a registrar algunas marcas en Paraguay, Argentina, Chile, Perú y Ecuador. Posteriormente, se construye la nueva planta de producción bajo las normas de GMP (*Good Manufacturing Practices*) a razón de las exigencias de la promulgada Ley de Medicamento. La planta inició sus operaciones en el año 2002 para lograr una mayor capacidad de producción y mejor productividad y competitividad. Entre los últimos acontecimientos, Droguería INTI S.A. apertura una oficina en Perú en el año 2000.

INTI posee una variedad de fórmulas propias pero además produce una gama de productos bajo licencia de empresas europeas. Asimismo, si los productos no pueden ser producidos por tecnología o por volúmenes de ventas entonces son importados.

La empresa viene desarrollándose bajo la misión de contribuir a preservar y cuidar la salud y la vida de las personas bajo los siguientes valores: calidad, dedicación, responsabilidad, compromiso, ética profesional, apertura al cambio, servicio al cliente e innovación constante.

La composición del accionariado de Droguería Inti se detalla a continuación:

<b>Cuadro N° 7: Grupo Accionario a 30 de junio de 2011</b>		
<b>Accionista</b>	<b>Número de Acciones</b>	<b>Participación</b>
Christian Schilling Dalgas	167.914	26,25%
Dirk Schilling Dalgas	138.251	21,62%
Imke Schilling Dalgas	138.251	21,62%
Jorge Rodolfo Claros Fuentes	123.131	19,25%
Carolina Schilling Nuñez	59.242	9,26%
Dieter Schilling Kriete	12.787	2,00%
<b>Total</b>	<b>639.576</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

La composición del Directorio y de la plana gerencial se encuentra compuesta de la siguiente forma:

<b>Cuadro N° 8: Directorio a 30 de junio de 2011</b>	
<b>Nombre</b>	<b>Cargo</b>
Friedrich-Klaus Ohnes	Presidente
Fernando Anker A.	Vicepresidente
Mario Lema R.	Director Secretario
Miguel Apt B.	Síndico

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

<b>Cuadro N° 9: Principales Gerentes a 30 de junio de 2011</b>	
<b>Nombre</b>	<b>Cargo</b>
Christian Schilling Dalgas	Gerente General
Friedrich-Klaus Ohnes	Gerente Adjunto y de Adquisiciones
Ronald Reyes Noya	Gerente de Administración y Finanzas
Gonzalo Muñoz-Reyes	Gerente Técnico
Alberto Flores Balanza	Gerente de Sistemas

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

La administración de Droguería INTI S.A. es centralizada. La estructura organizacional es del tipo tradicional (piramidal), respetando la delegación de funciones y la unidad de mando. A continuación se presenta el Organigrama de INTI S.A. a 30 de junio de 2011:

Gráfico N° 1



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: Droguería Inti

## Operaciones y Comercialización

### Productos

Los principales productos comercializados por la empresa en el mercado interno son los siguientes:

1. Populares: Mentisan unguento grande docena x 15g, Mentisan unguento ex/grande docena x 25g, tónico INTI jarabe x 200 ml, Neuro Vimin jarabe x 200 ml, DG-6 Solución envase x 1000 ml.
2. Científicos: Coba-Vimin compuesto 25000 Amp. x 25, Dolo-Neurobion AMP/doble x2, Florestor sobres x 6, Fisiológico isotónico inf. x 1000 ml, Aminoplasmal E 10% FCO x 500 ml.

La funcionalidad de alguno de los medicamentos mencionados se detalla a continuación: Mentisan (Ungüento mentolado, jarabe para la tos, pastillas contra la tos, antigripales), la línea Vimin (diferentes vitamínicos y multivitamínicos con aminoácidos), tónico INTI (jarabe multivitamínico con aminoácidos), DG-6 (desinfectante de gran poder), Florestor (tratamiento biológico de la diarrea), Pasuma (tratamiento para los problema de erección), Omegastrin (tratamiento moderno contra las úlceras), Noxom (tratamiento contra todo tipo de parásitos), Quemacuran (tratamiento de quemaduras), Nutrilon (familia de leches infantiles) entre otros.

Asimismo, dentro de la política de la empresa de ofrecer nuevos productos se lanzó al mercado nacional los siguientes productos: Amebin (suspensión, amebicida, Amebin tabletas), Demotil (gotas, antiespasmódico), Espasmo Veramidon (Inyectables, analgésico, antiespasmódico, Espasmo –Veramidon tabletas), Hemorsan (supositorios, antihemorroidal), Morfina S.A. (inyectable, analgésico, narcótico), Veramidon (Inyectable, Analgésico), Veramidon – Migra (analgésico, antimigrañoso). Muchos de los productos son fabricados en Bolivia bajo las normas GMP, dichos productos han logrado posicionarse como productos líderes dentro del segmento de mercado al que pertenecen.

### Infraestructura y Plantas

A partir de noviembre de 2004, Droguería INTI S.A. se reubicó en un nuevo local de siete pisos ubicado en la calle Lucas Jaimes N° 1959 en la zona de Miraflores. El edificio posee excelentes oficinas que permiten una mejor organización de las distintas secciones administrativas de la empresa, mientras que en la parte inferior del mismo se depositan y distribuyen los productos ofrecidos por Droguería Inti. Es importante mencionar que el antiguo local ubicado en Socabaya se encuentra inoperativo y se ha decidido venderlo. La nueva planta de producción ubicada en la ciudad el Alto fue construida bajo asesoramiento europeo y su diseño y construcción se adecuan a las normas de GMP<sup>6</sup>, por lo que en el año 2003 recibió dicho certificado por el Ministerio de Salud y Deportes de Bolivia, constituyéndose de esta manera en el

<sup>6</sup> Good Manufacturing Practices ( Buenas Prácticas de Manufactura)

primer laboratorio boliviano en obtener tal certificación. El reconocimiento internacional es resultado de la alta inversión en infraestructura industrial que se ha realizado desde sus inicios.

Asimismo, en el año 2003 INTI contrató a la Empresa Narden de España para la provisión de equipos, materiales y documentación para implementar el programa de Buenas Prácticas de Manufactura (GMP o BPM), siendo actualmente INTI la única empresa de Bolivia que cuenta con Certificación GMP para la producción de medicamentos sólidos (tabletas, tabletas recubiertas, grageas, polvos y granulados).

Posteriormente, Inti decidió contratar a la empresa Airplan S.A. de España para culminar el proceso de embarque de los equipos y materiales. De esta manera Droguería INTI es el único laboratorio farmacéutico que cuenta con la certificación GMP (Good Manufactured Practices) en Bolivia para la planta de sólidos y líquidos porque cumple con las Buenas Prácticas de Manufactura Farmacéutica para la fabricación de medicamentos no estériles: sólidos (comprimidos con y sin recubrimiento, polvos granulados), semisólidos (geles, ungüentos y cremas), líquidos (jarabes, suspensiones, soluciones orales, lociones); medicamentos estériles (gran volumen, pequeño volumen, y soluciones óticas, acondicionado de cápsulas de gelatina dura y blanda).

### Comercialización

Droguería INTI S.A. cuenta con una gran organización de las áreas de logística y de comercialización lo cual complementado con la calidad de los productos y los precios competitivos permite afrontar las exigencias del mercado.

Las ventas de Droguería INTI S.A. son generadas principalmente por su fuerza de ventas y en menor medida por órdenes de compra directa y licitaciones. El equipo de ventas se divide en dos grupos: (i) la fuerza de ventas que atiende los productos propios y (ii) la fuerza de ventas que atiende los productos de distribución.

La participación por tipo de cliente se encuentra detallada en el siguiente cuadro:

<b>Cuadro 10: Participación Clientes a junio de 2011 (Expresado en Bolivianos)</b>		
<b>Tipo de Cliente</b>	<b>Ventas</b>	<b>Participación</b>
<b>Farmacias</b>	44.767.929	66,91%
<b>Licitación</b>	8.972.394	13,41%
<b>Varios</b>	3.950.141	5,90%
<b>Clínicas</b>	3.590.812	5,37%
<b>Estatales</b>	3.164.864	4,73%
<b>Privados</b>	1,513.238	2,26%
<b>Postas</b>	946.104	1,41%
<b>Totales</b>	<b>66.905.483</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

El cuadro muestra que los principales clientes son las Farmacias, con una participación del 66,91% del total de los ingresos generados por INTI a junio de 2011, seguidas por Licitaciones (13,41%), por otro lado entre Clientes Varios, Clínicas, Instituciones Estatales, Instituciones Privadas y Postas constituyen el 19,67% de los ingresos generados por INTI a diciembre de 2010.

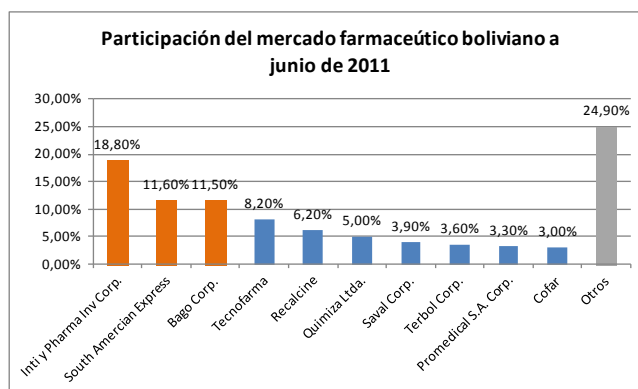
Es importante mencionar que los productos farmacéuticos tienen un comportamiento estacional dado que presentan un mayor consumo en épocas de menor temperatura. Además, debido a la sensibilidad sobre el entorno económico, la exigente competencia y al alto grado de contrabando en el mercado interno se han visto en la necesidad de ampliar sus fronteras comerciales, por lo que la estrategia de la empresa va dirigida a mercados como el peruano y el paraguayo aprovechando que cumplen con normas requeridas y un gran prestigio internacional.

## Estrategia y Operaciones

Droguería INTI S.A. es la farmacéutica líder en el mercado boliviano con una participación de 18,80% de las ventas, siendo la empresa de mayor participación de mercado.

En el gráfico 2 se detalla la participación de la empresa dentro del mercado al 30 de junio de 2011<sup>7</sup> y se puede evidenciar la relevancia de esta.

Gráfico 2



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Droguería INTI S.A. produce bajo su marca, hace maquila con otras marcas y además distribuye productos de sus representaciones. Su principal producto es Mentisan en ungüento que en sus diferentes presentaciones que representa el 27% de sus ventas. El uso estipulado por el fabricante para este producto es para el tratamiento de resfríos, golpes, rasguños y picaduras de insectos; sin embargo, se ha generalizado su uso en zonas de clima seco para combatir los efectos de este tipo de clima, entre otros usos menos frecuentes. Este producto ha sido la insignia de la compañía desde su fundación y no ha podido ser suplantado por ningún otro producido por la competencia, lo que demuestra la fidelidad de los consumidores sobre la marca y sus productos.

La mayor parte de sus ventas se destina a farmacias (66,91%), seguidas por Licitaciones (13,41%), por otro lado entre Clientes Varios, Clínicas, Instituciones Estatales, Instituciones Privadas y Postas constituyen el 19,67% de los ingresos generados por INTI a junio de 2011.

La mayoría de sus ventas (farmacias, supermercados y varios) se realizan al contado y sólo las ventas a Instituciones Públicas se realizan a un plazo de 120 días en promedio. Debido a esto la morosidad que registran las cuentas por cobrar a clientes es muy baja.

Las ventas de INTI han tenido un crecimiento continuo durante los últimos años, esto sin que sus plantas hayan llegado a su capacidad máxima de producción. Este incremento se explica por el crecimiento del mercado local, la creación de INTI Perú y otros proyectos de exportación a países vecinos, que sustentarían la continuidad de esta tendencia para los siguientes años. Entre las gestiones realizadas en otros mercados se tiene: (i) Panamá: se ha realizado negocios de exportación de sueros en una cantidad que iría creciendo en el futuro, (ii) Taiwán: se están realizando las gestiones para registrar productos como Somiclona tabletas, Quetorol 10 mg. tabletas y Redulip tabletas, (iii) Estados Unidos de América: se han iniciado los trámites de registro de Mentisan Ungüento ante la Food and Drugs Administration (FDA), una vez obtenido el registro se firmaría un contrato de representación con la firma Salinas Enterprises, (iv) Italia, Suiza y Chile: se están realizando las gestiones correspondientes para comercializar próximamente productos de la línea Mentisan.

<sup>7</sup> Información disponible a junio de 2011 en la página web de la empresa: [www.inti.com.bo](http://www.inti.com.bo)

## Hechos Recientes

---

- El 29 de agosto de 2011 Droguería Inti comunicó su nueva Composición de Accionistas <sup>8</sup>:

Christian Schilling Dalgas	301.789 acciones	26.25%
Dirk Schilling Dalgas	248.513 acciones	21.62%
Imke Schilling Dalgas	248.513 acciones	21.62%
Carolina Schilling Nuñez	106.468 acciones	9.26%
Dieter Schilling Kriete	22.987 acciones	2.00%
Jorge Rodolfo Claros Fuentes	221.306 acciones	19.25%

Total 1.149.576 acciones = 100.00%

- El 4 de mayo de 2011 comunicó el cumplimiento de sus compromisos al 31 de marzo de 2011: a) Relación Pasivo Financiero a Patrimonio igual a 0,4207. b) Razón Activo Corriente a Pasivo corriente igual a 1,6432
- El 2 de febrero de 2011 comunicó el cumplimiento de sus compromisos al 31 de diciembre de 2011: a) Relación Pasivo Financiero a Patrimonio igual a 0,5240. b) Razón Activo Corriente a Pasivo corriente igual a 1,9467.
- El 31 de octubre la empresa Berthin Amengual & Asociados comunicó que no existieron desvíos de fondos, el Ratio de Cobertura alcanzó 25,72 superior al establecido en el contrato de cesión que indica 12,12. El ratio de cobertura promedio es de 0,64 inferior al ratio de cobertura requerido que es de 1,28, activándose de esta manera el evento de aceleración de flujos hasta alcanzar el nuevo coeficiente de cobertura promedio de 1,55. Para ello el monto establecido es de UFV 8,65 millones.
- El 29 de octubre de 2010 la Junta General Extraordinaria de Accionistas con participación del 88,74% de sus accionistas, determinó la aprobación de un Programa de Emisiones de Bonos y sus respectivas Emisiones que lo componen para su Oferta Pública y negociación en el Mercado de Valores.
- El 13 de octubre de 2010 se convocó a Junta General de Accionistas para considerar la inscripción de un Programa de Emisiones de Bonos.
- El 17 de agosto de 2010 la Asamblea General de Tenedores de Valores de Titularización decidió por unanimidad no aceptar la propuesta para la recompra de los Flujos Futuros del Patrimonio Autónomo INTI-NAFIBO 006, por parte del Originador.
- El 27 de julio de 2010 NABIFO ST convocó a la Asamblea General de Tenedores de Valores de Titularización del Patrimonio Autónomo INTI-NAFIBO 006 para tratar la posibilidad de redención anticipada de los Valores de contenido crediticio a solicitud del Originador.
- El 22 de julio de 2010 NAFIBO ST convocó a una Asamblea General de Tenedores de Valores de Titularización para presentar la propuesta de recompra de flujos correspondientes al PATRIMONIO AUTÓNOMO INTI-NAFIBO 006.
- El 31 de mayo de 2010 se realizó la compra del Bono N° 587 perteneciente a la serie C de Bonos Inti III, concluyendo el pago total de dicha emisión
- El 26 de mayo de 2010 realizó el pago de 199 bonos rescatados pertenecientes a la serie C de Bonos Inti III, con un importe de rescate anticipado de US\$ 649.95MM
- El 31 de septiembre de 2009 comunicó que en reunión de Directorio de fecha 31 de julio de 2009, se resolvió: 1. Designar al señor Christian Schilling Dalgas como Gerente General a partir de fecha 31 de julio 2009. 2. Nuevo Directorio a partir de la fecha, compuesto por: Friedrich Klaus Ohnes Tanzer - Presidente, Fernando Anker – Vicepresidente, Mario Lema Ruiz - Director Secretario. Miguel Apt B.- Síndico.

---

<sup>8</sup> El reporte fue realizado con información a junio de 2011, esta nueva composición aun no se refleja por lo tanto en los estados financieros y composición accionaria analizadas.

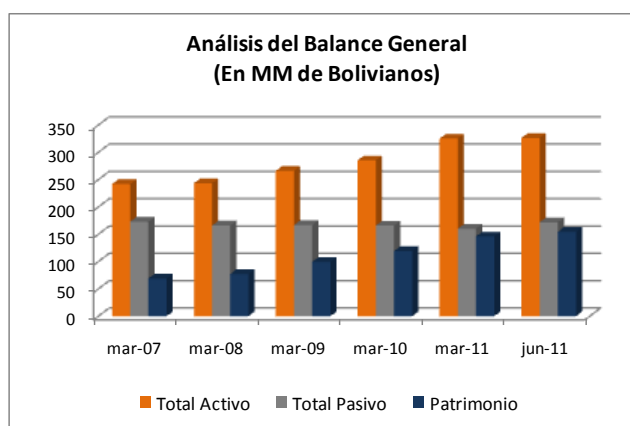
## Análisis Financiero

Para la elaboración del análisis se utilizaron Estados Financieros auditados al 31 de marzo de las gestiones 2007 - 2011 e intermedios a 30 de junio de 2010 y de 2011. Cabe mencionar que el año fiscal (gestión) de Droguería INTI inicia en abril y concluye en marzo del año siguiente.

### Análisis del Balance General

Droguería INTI en el transcurso de los últimos 5 años ha ido incrementando sus activos paulatinamente. A marzo 2007 presentó un total activo de Bs 241,90 millones, cifra que creció con un factor anual de crecimiento compuesto a marzo de 2011 de 13,54 %, o un crecimiento total intergestión de 66,19%. El incremento se registró principalmente en los activos corrientes que presentaron un incremento del 47,96% el cual fue explicado por los incrementos en caja y bancos, cuentas por cobrar, activo diferido e inventarios principalmente; es por este motivo que a junio de 2011 INTI alcanzó un total activo de Bs 326,35 millones. Respecto a los pasivos presentaron un comportamiento decreciente, disminuyéndose entre las gestiones 2007 y 2011 7,48 %, o Bs. 12,93 millones, en junio de 2011 los pasivos de la sociedad totalizaron Bs. 171,85 Millones, según el análisis realizado a junio de 2011 los pasivos sufrieron un incremento con respecto al cierre de la gestión anterior, de Bs. 11,78 Millones, vale decir un incremento de 7,36%, explicado principalmente por un aumento del saldo de deuda a largo plazo préstamos bancarios de corto plazo por Bs. 3,25 Millones, incremento del 25,56% durante los 3 primeros meses transcurridos de esta gestión 2011, otras cuentas de pasivo que también presentaron un incremento en sus saldos fueron las deudas comerciales y bancarias de corto plazo, incrementándose en Bs. 13,25 Millones y Bs. 4,20 Millones, respectivamente en este primer trimestre. Por otra parte, el patrimonio de la empresa ha seguido una tendencia creciente durante el período comprendido entre marzo de 2007 y marzo de 2011, creciendo compuestamente a una razón anual de 20,65%, o un crecimiento total de Bs 77,11 millones a marzo del 2011, totalizando Bs. 146,01 millones a esa fecha, según cifras reportadas a junio de 2011 el total registrado fue de Bs 154,50 millones, (5,82% superior al saldo de marzo 2011) explicado principalmente por el crecimiento de los resultados acumulados (incremento del ratio de retención de utilidades, o plowback), reteniéndose en la sociedad Bs. 27,09 millones adicionales a los retenidos en marzo de 2011.

Gráfico 3



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

### Calidad de Activos y Pasivos

Los activos en junio 2011, fueron levemente superiores a los registrados en marzo de 2011 en Bs 1,29 Millones (incremento de 0,40%). Cabe resaltar que el 57,23% del activo total corresponde al activo corriente, el cual, se encuentra compuesto principalmente por inventarios, Bs. 125,65 Millones (representando 67,27% del total activo corriente), siendo el siguiente concepto más representativo el correspondiente a cuentas por cobrar comerciales, que a junio de 2011 representaba 13,31% del total del activo corriente. Cabe mencionar en este punto las reducciones de cuentas por cobrar en el extranjero (Paraguay y Perú), reduciéndose en términos absolutos Bs. 18,96 Millones. El activo no corriente, representó el 42,77% del activo total y estaba compuesto principalmente por los bienes de uso (90% del saldo de Bs. 139,58 Millones del Activo a Largo Plazo al primer trimestre de este año).

Al 30 de junio de 2011, el activo corriente registró Bs 186,77 millones. Las principales cuentas son detalladas a continuación:

- Inventarios: El nivel de inventarios fue de Bs 125,65 millones, representando el 38,50% del activo total. Los inventarios están compuestos mayormente por productos terminados, incluyendo mercadería en general y el saldo de muestras médicas (43,76%), seguido por materiales en tránsito de importación (33,37% del total Inventarios)
- Las cuentas por cobrar comerciales, cuya participación asciende a 7,62% del activo total y alcanzan un monto de Bs 24,86 millones.
- La cuenta de caja y bancos alcanzó un nivel de Bs 13,81 millones, porcentaje inferior al registrado en marzo de 2011 (-26,68%). La participación de dicha cuenta dentro del activo total fue de 7,39%.

Por otra parte el activo no corriente al 30 de junio del 2011 alcanzó Bs 139,58 millones, experimentando un incremento de Bs. 4,41 Millones, o 3,26% superior a las cifras registradas a marzo de 2011, explicado principalmente por los activos fijos que alcanzaron Bs 125,63 millones, o lo que equivale a 90,00% del total de activos no corrientes.

Gráfico 4

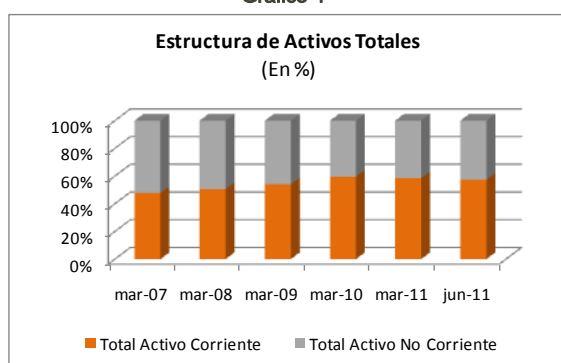
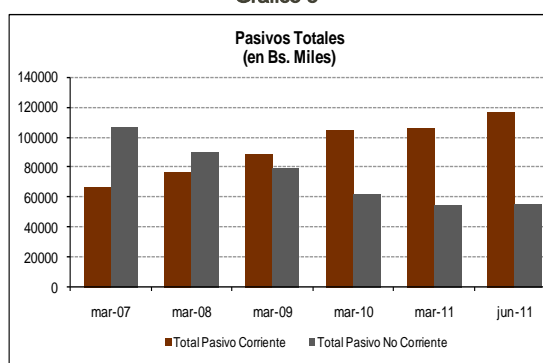


Gráfico 5



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

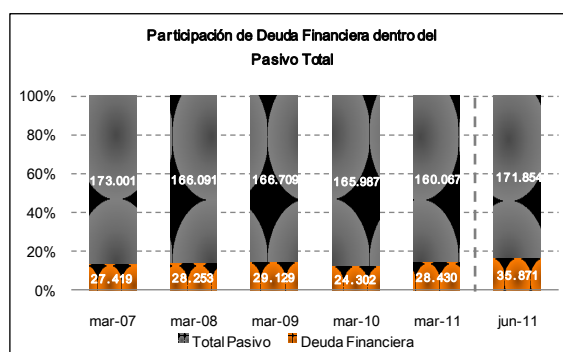
Respecto a los pasivos en junio de 2011 se registraron montos superiores a los observados en marzo de 2011, apreciándose un incremento de Bs 11,79 millones (aumento de 7,36%), explicado por el mayor nivel del pasivo corriente, dentro del cual, la sub-cuenta que mayor incremento mostró fueron las cuentas por pagar a proveedores, Bs. 13,25 millones de incremento con relación a montos registrados a fines del anterior periodo, o 20,32% superior. La cuenta que experimentó una caída significativa de saldo entre finales de la anterior gestión y el primer trimestre de la gestión corriente fue la deuda impositiva de corto término mantenida por la droguería, que se contrajo en Bs. 5,18 Millones, o casi la mitad del balance registrado a marzo de 2011.

El pasivo corriente estuvo conformado por i) deudas comerciales, ii) deudas bancarias, iii) cargas sociales por pagar, iv) deudas tributarias, iv) pasivos diferidos por titularización y v) regalías y otras varias por pagar, alcanzando en total un monto de Bs 116,56 millones a mayo de 2011. Dentro de las cuales la sub-cuenta más relevante fue la cuenta Deudas Comerciales (Proveedores) con un saldo de Bs. 78,43 millones a junio de 2011.

Por otra parte el pasivo no corriente alcanzó la cifra de Bs 55,30 millones en junio de 2011, teniendo como principal componente las cuentas diferidas por titularización que significaron el 42,09% del total del pasivo no corriente a esa fecha (pero sólo 7,13% del total de pasivo y patrimonio), las deudas bancarias de largo término representaron el 33,13% del Total del Pasivo no Corriente a junio de 2011.

Los importes alcanzados por la deuda financiera al 30 de junio 2011 fueron Bs 35,87 millones, la cual estaba compuesta por Bs 17,55 millones de la parte corriente (48,93%) y Bs 18,32 millones de la parte no corriente (51,07%). Alcanzando en su conjunto un 20,87% sobre el pasivo total, como se puede observar en el siguiente gráfico.

**Gráfico 6**



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Vale mencionar que el 26 de mayo de 2010 la sociedad a realizar la cancelación anticipada del capital e intereses del total de la Serie C de los Bonos Inti III.

Asimismo, INTI emitió pagarés bursátiles (Pagarés Bursátiles Droguería INTI Emisión 2 y Emisión 3) los cuales vencieron en noviembre de 2010. Asimismo, la empresa cuenta con una nueva emisión denominada Pagarés Bursátiles Droguería INTI - Emisión 4, la presente objeto de este análisis. cuyas características son las siguientes:

**Cuadro 6: Características la emisión 4 de Pagarés Bursátiles**

Serie	Monto (Bs)	Plazo Original (días)	Vencimiento	Tasa Anual
A	2.828.000	360	29-oct-11	1,25%
B	2.121.000	330	29-sept-11	1,23%
C	2.121.000	300	30-ago-11	1,20%

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Por otra parte, la empresa cuenta con una emisión de valores de titularización en el 2006 por un monto de Bs 16,80 millones y Bs 33,60 millones UFV.

En julio de 2011 (si bien fuera del análisis por ser un dato extemporáneo), Droguería Inti realizó la colocación total de la 1ª Emisión del programa "Bonos Inti IV" por Bs. 42.420.000, pagaderos en 4 series hasta junio de 2019

**Cuadro 7: Emisiones Vigentes del Programa 4 – Emisión 1**

Serie	Clave de Pizarra	Monto Series	Valor nominal	Número de Valores	Tasa de Interés	Plazos	Fecha de Vencimiento
A	DIN-1-N1A-11	Bs 10.605.000	Bs 1.000	10.605 Bonos	5,00%	1.800 días	23/06/2016
B	DIN-1-N1B-11	Bs 10.605.000	Bs 1.000	10.605 Bonos	5,50%	2.160 días	18/06/2017
C	DIN-1-N1C-11	Bs 10.605.000	Bs 1.000	10.605 Bonos	6,00%	2.520 días	13/06/2018
D	DIN-1-N1D-11	Bs 10.605.000	Bs 1.000	10.605 Bonos	6,75%	2.880 días	08/06/2019
<b>Total</b>		Bs. 42.420.000					

Fuente: Droguería Inti S.A. / Elaboración: PCR

## Patrimonio

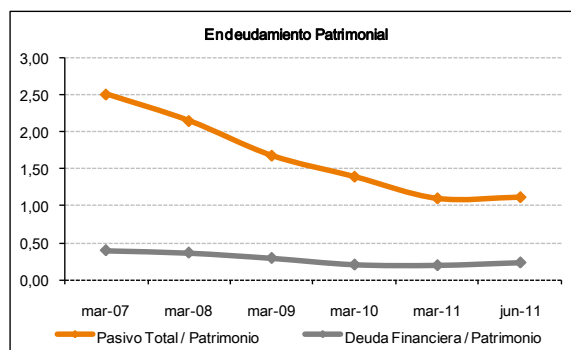
El patrimonio en el transcurso de estos últimos 5 años ha presentado una tendencia creciente pasando de Bs 68,90 millones en el 2007 a Bs 154,50 millones en junio de 2011, que significó un incremento de 124,24% (Bs 85,60 millones).

Al 30 de junio de 2011, el patrimonio neto fue superior en 5,82% respecto a marzo de 2011, representando el 47,34 % del pasivo y patrimonio.

Este estuvo compuesto principalmente por resultados acumulados (41,81% respecto al total patrimonio), capital social (41,40% respecto al total patrimonio) principalmente.

En el gráfico 7 se puede observar el comportamiento del apalancamiento patrimonial, en el transcurso de los años de los ratios pasivo total/patrimonio y deuda financiera/patrimonio, mostrando que la empresa ha sido capaz de ir mejorando su solidez patrimonial. En junio de 2011 se registró un ratio de (pasivo total/patrimonio) de 1,11 ligeramente superior al registrado en marzo de 2011 (1,10). Del mismo modo se pudo evidenciar que el ratio (Deuda financiera/patrimonio) se incremento de 0,19 veces en marzo de 2010 a 0,23 veces en junio de 2011.

**Gráfico 7**



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

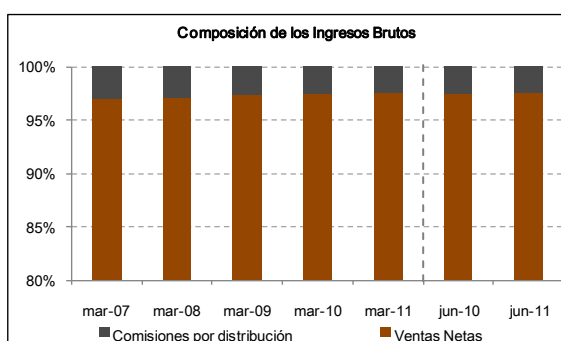
### Análisis del Estado de Resultados

Durante los últimos 5 años, los ingresos de INTI han presentado una tendencia creciente, llegando a incrementarse en 62,78% durante el periodo 2007-2011.

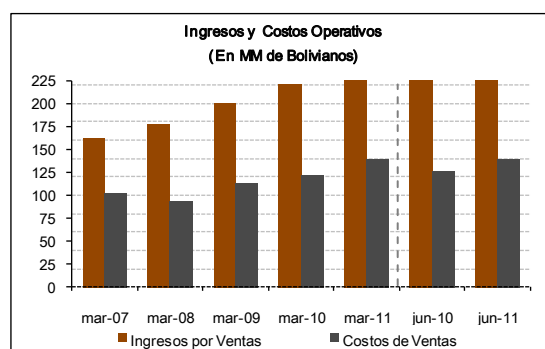
Los ingresos brutos a junio 2011 (anualizados) mostraron un notorio incremento respecto a junio de 2010, alcanzando Bs 299,74 millones, explicado por los nuevos contratos que tiene la empresa, incremento que representa un crecimiento del 15,77% respecto al año anterior. Después aplicados los descuentos realizados, las ventas netas a junio de 2011 totalizaron Bs 262,50 millones. Asimismo, se registraron ingresos por comisiones de distribución a Pharma Invest por un monto de Bs 6,33 millones.

Cabe resaltar, que en junio de 2011, los ingresos por comisión de distribución representaron el 2,23% de los ingresos brutos totales, como puede observarse en el gráfico 8.

**Gráfico 8**



**Gráfico 9**



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Por otro lado, el Gráfico 9 muestra que el costo de ventas a partir del cierre de marzo 2007 tuvo una tendencia creciente hasta el junio de 2011 donde alcanzó un importe de Bs 138,97 millones. En junio de 2011 el costo de ventas representó el 51,97% de las ventas, es así como la utilidad bruta (anualizada), en junio de 2011, ascendió a Bs 129,86 millones, superior en 20,58% a la registrada en similar periodo del 2010. Así mismo el margen bruto fue de 48,30%, el máximo registrado en los últimos años de estudio.

Los gastos operacionales anualizados a mayo 2011 ascendieron a Bs 101,52 millones, de los cuales, el 80,99% están representados por los gastos de ventas, el 9,90% por los gastos administrativos y el 9,11% representan los gastos por impuestos y patentes. De esta manera, el resultado operativo fue de Bs 28,34 millones, es decir el 8,73% de las ventas. Cuando comparamos este margen de EBIT con el registrado un año anterior, a junio de 2010 (si bien en términos a 12 meses) podemos observar un descenso de Bs. 6,08 Millones, o en valores relativos de 17,68%, al contrastar este menor margen con el de mayor utilidad bruta experimentado en este junio y los mayores gastos administrativos, se puede inferir que el incremento en ventas no se vio acompañado de una mejor gestión de los costos de producción y gastos generales, ineficiencias operativas, que en última instancia reporto a la Sociedad sólo un 8,73 % de margen EBIT, contrastante con un 13,13% hace un año atrás

Cabe resaltar, que para junio de 2011 (en cifras anualizadas) los gastos de ventas aumentaron en 47,75% respecto al periodo anterior debido a que por el mismo giro de negocio bajo el cual la empresa opera, los gastos de comercialización están directamente relacionados con el nivel de ventas. Los gastos de comercialización se incrementaron debido a que por política de la empresa se incrementó la contratación de visitadores médicos, ello para incentivar las ventas de productos que se comercializan por receta médica; asimismo, se ha incrementado los gastos en publicidad para productos que no requieren receta médica para la venta.

Por otra parte, en junio de 2011, el rubro no operativo mostró un egreso de Bs 9,22 millones, inferior al registrado en similar periodo del 2010 en 12,60% debido principalmente a los menores gastos financieros de Bs. 5,35 millones, o un saldo inferior en Bs. 1.33, ó en un 19,90%, al mostrado en junio de 2010.

Finalmente, Droguería INTI S.A. alcanzó una utilidad neta de Bs 19,12 millones, inferior en Bs 4,76 millones (reducción de 19,93%) respecto a la utilidad registrada en junio de 2010.

### Análisis de Indicadores de Relevancia

Respecto a los indicadores de cobertura de la empresa, se puede evidenciar que la empresa es capaz de cubrir tanto sus deudas a corto plazo como las de largo plazo. Para poder comprobar este hecho se utilizó los ratios de cobertura del (EBITDA/Gastos Financieros). En junio de 2011, alcanzó a 6,21 veces siendo inferior, pero aún suficiente, al ratio alcanzado en junio de 2010, cuando registró un valor de 7,56 veces. Así mismo se calculó el ratio (EBIT/gastos financieros) que fue de 4,93 veces a junio de 2011, sobre datos anualizados, menor al registrado en similar periodo de 2010 (5,38 veces).

La utilidad operativa (a 12 meses) del periodo deducidos los gastos por depreciación y amortización dieron como resultado un EBIT (en junio de 2011) de Bs 28,34 millones, 17,68% inferior al calculado para junio de 2010. Cabe resaltar que los gastos por depreciación y amortización aumentaron en 5,97% respecto al mes de junio de 2010.

Los gastos financieros han mostrado una tendencia decreciente entre las gestiones 2007-2011, en junio de 2011 la cifra anualizada alcanzó los Bs 5,35 millones, 2,19% inferior al registrado en similar periodo del 2010.

Gráfico 10

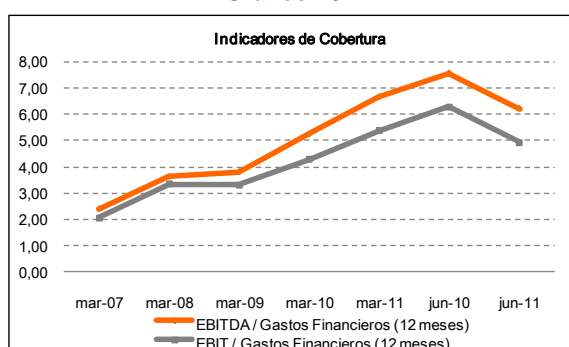
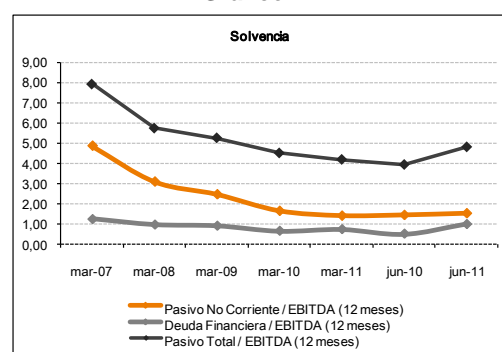


Gráfico 11



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Los ratios de solvencia miden el tipo de financiación de la empresa y como ésta es capaz de hacer frente a sus deudas tanto de corto como de largo plazo (gráfico 11). Es por ello que se realizó el cálculo de distintos ratios, entre ellos podemos mencionar al ratio de Pasivo no corriente/EBITDA (que en junio de 2011 llegó a 1,55) que nos indica que la empresa puede llegar a cubrir su total pasivos no corrientes en 1,55 años de generación de ingreso operativo antes de cargos por Depreciaciones, tiempo superior, reflejando un leve deterioro, al registrado en junio de 2010, cuando la Sociedad cubría sus deudas contraídas a largo plazo después de generar EBITDA por 1,47 años y dedicarlo exclusivamente para tal propósito. Asimismo la razón de Deuda Financiera a EBITDA (que en junio de 2010 llegó a 0,51 'años') al

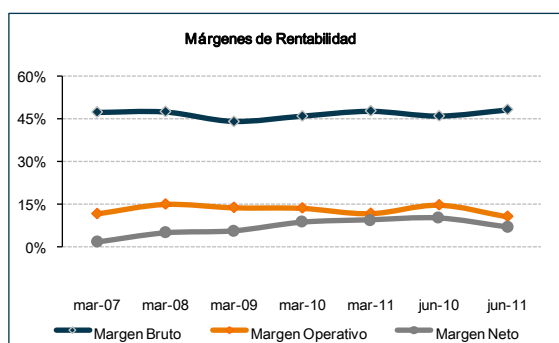
cierre del primer trimestre de operaciones de 2011 para el emisor nos indica que la empresa podría cubrir el total de sus deudas financieras tanto a largo como a corto plazo con 12 meses de generación de EBITDA, la disminución en la capacidad de cobertura de deuda con EBITDA se debe a un escenario particular de disminución de EBITDA y aumento de la deuda financiera contraída. Por último el Pasivo Total/EBITDA (que en junio de 2011 llegó a 4,81) nos muestra que la empresa cubriría el total de sus obligaciones en 4,81 años, indicador que experimentó una caída en relación al valor registrado en junio de 2010, cuando la Compañía cubría el total de sus pasivos con la generación EBITDA por un período de 3,93 años. Nuevamente un menor EBITDA (a 12 meses) y un mayor nivel de obligaciones, ocasionan la disminución de este ratio.

Para el análisis de rentabilidad se tomó en cuenta el margen bruto, el margen operativo y el margen neto que se muestran en el gráfico 12.

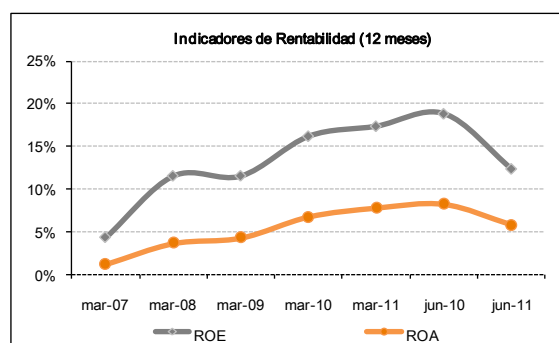
El margen bruto mostró una tendencia creciente, debido a la crecida de los Ingresos por Ventas y al aumento del Costo de Ventas, generando en junio de 2011 (según cálculos TTM), un margen de 48,30% (superior en 2,25 puntos porcentuales al cociente registrado en junio de 2010). Sin embargo, se observa una amplia brecha entre el margen operativo y bruto, 37,76 puntos porcentuales, debido a que por el mismo rubro del negocio en el que INTI opera, el Emisor incurre en altos gastos de ventas, los cuales, aumentan los gastos operativos (comúnmente conocidos como S, G & A, Selling, General and Administrative Expenses); es así como el margen operativo para junio de 2011 fue de 10,54%, inferior al observado en junio de 2010, cuando de cada Bs. 1 vendido, Bs 0,1472 se retenían después de haber cubierto todos los gastos de producción y operaciones.

Por el lado del margen neto anualizado, se ubicó en junio de 2011 en 7,11% (10,21% en junio de 2010); el decremento se produjo como se explicó en el punto anterior debido a mayores gastos operativos durante esta última gestión, aunque los ingresos por venta fueron superiores en este período.

**Gráfico 12**



**Gráfico 13**



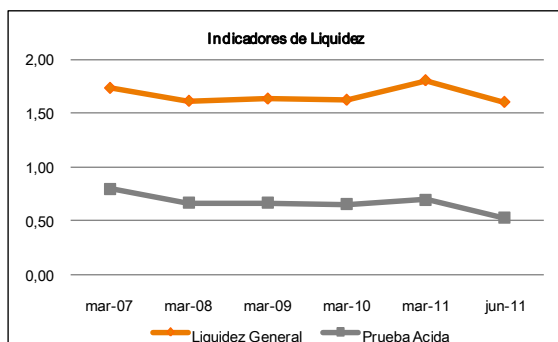
Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

En lo referente al rendimiento sobre activos aportados solamente por financiadores y acreedores (ROA) para la gestión de estudio, a junio de 2011, registro un rédito de Bs 0,0586 cada Bs. 1 invertido en activos de la empresa. Una gestión atrás la empresa obtenía un rendimiento superior en 2,40 puntos porcentuales.

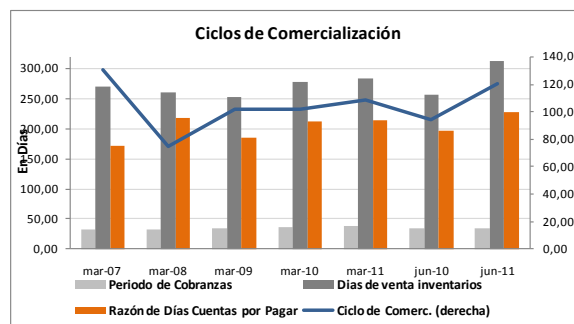
Así mismo, la rentabilidad sobre el patrimonio, calculada sobre la base de 12 meses, en el último año ha mostrado una disminución, debido al aumento del 22,20% en el patrimonio durante los últimos 12 meses (entre junio de 2010 y junio de 2011), es así que a junio de 2011 se obtiene un ROE anualizado de 12,38%, deteriorado en 6,51 puntos porcentuales con relación a la cifra anualizada a junio de 2010,

La empresa presenta adecuados indicadores de liquidez, durante los últimos 5 años se registraron valores por encima de 1,5 veces como se puede observar en el Gráfico 14; los ratios de liquidez general y prueba ácida, disminuyen en junio de 2011 a 1,60 y 0,52 veces, respectivamente. A junio de 2010 la liquidez general y la prueba ácida alcanzaron los valores de 1,73 y 0,81 veces respectivamente.

**Gráfico 14**



**Gráfico 15**



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

En lo referente a las razones de actividad (o de turnover) la Sociedad presenta a junio de 2011 una recuperación de cuentas por cobrar de 35,01 días (demorando 0,59 días más en cobrar facturas al crédito con respecto a su periodo de cobranzas de un año atrás) y monetiza sus inventarios cada 313,91 días (demorando notoriamente más días en vender piezas de almacenes, es decir 56,86 días más que en junio de la gestión pasada), vendiendo todo el inventario sólo 1,15 veces en 360 días, y ya no 1,40 veces como lo observado en 2010. Si se incorpora el hecho de que INTI demora en pagar sus deudas comerciales en un lapso de 228,64 días, (ratio superior al visto en 2010, cuando pagaba deudas comerciales contraídas cada 197 días, siempre y cuando no esté incumpliendo contratos ya suscritos con proveedores, o incurriendo en moras que encarecerían en última instancia las compras de la Sociedad) se tiene un ciclo de comercialización neto total de 120,44 días, 27,17% superior al ciclo contabilizado para el primer trimestre de 2010, lo cual muestra que INTI no solo genera el efectivo suficiente para cubrir obligaciones a corto plazo sino también la existencia de un calce entre el tiempo promedio de obtención y salida de recursos financieros a corto plazo, con lo cual se evidencia que restricciones de liquidez son poco probables para esta empresa.

Anexo 1: Resumen de Indicadores							
En Miles de Bolivianos	mar-07	mar-08	mar-09	mar-10	mar-11	jun-10	jun-11
<b>Balance General</b>							
Total Activo Corriente	115.505	122.815	143.683	169.624	189.890	176.750	186.774
Activo Corriente Prueba Ácida	53.205	50.851	58.671	67.954	73.178	83.124	61.126
Total Activo No Corriente	126.394	120.555	122.378	115.636	135.174	112.422	139.580
Total Activo	241.898	243.370	266.061	285.260	325.063	289.172	326.354
Total Pasivo Corriente	66.725	76.171	87.996	104.571	105.407	102.113	116.558
Total Pasivo No Corriente	106.275	89.920	78.713	61.416	54.660	60.623	55.296
Total Pasivo	173.001	166.091	166.709	165.987	160.067	162.736	171.854
Patrimonio	68.898	77.279	99.352	119.273	146.003	126.436	154.500
Deuda Financiera	27.419	28.253	29.129	24.302	28.430	21.271	35.871
Deuda Corto Plazo	3.305	8.922	18.681	20.767	13.359	17.301	17.551
Deuda Largo Plazo	24.113	19.331	10.448	3.535	15.071	3.970	18.320
<b>Estado de Ganancias y Pérdidas</b>							
Ingresos por Ventas	162.978	177.258	199.948	221.401	265.299	65.547	67.536
Costos de Ventas	85.717	92.912	111.863	120.672	138.408	35.332	35.897
Gastos Operativos	58.468	57.750	60.513	70.645	95.974	21.609	27.150
RESULTADO OPERATIVO	18.792	26.595	27.572	30.084	30.916	8.606	6.032
Otros Ingresos y Egresos	-15.826	-17.665	-16.084	-10.714	-5.484	-1.970	-1.389
Gastos financieros	9.067	7.984	8.324	7.030	5.747	1.459	-1.065
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	2.966	8.931	11.488	19.371	25.432	6.636	4.643
<b>EBITDA y Cobertura</b>							
Ingresos por Ventas a 12 meses	162.978	177.258	199.948	221.401	265.299	233.872	268.831
Utilidad Neta a 12 meses	2.966	8.931	11.488	19.371	25.432	23.882	19.123
Costo de Ventas 12 meses	101.813	92.912	111.863	120.672	138.408	126.180	138.974
Margen bruto (12 meses)	47,41%	47,58%	44,05%	12,01%	47,83%	46,05%	48,30%
Margen operativo (12 meses)	11,53%	15,00%	13,79%	13,59%	11,65%	14,72%	10,54%
Margen neto (12 meses)	1,82%	5,04%	5,75%	8,75%	9,59%	10,21%	7,11%
Depreciación y Amortización (12 meses)	2.988	2.302	4.097	6.717	7.305	6.946	7.360
EBIT (12 meses)	18.792	26.595	27.572	30.084	30.916	34.431	28.342
EBITDA (12 meses)	21.781	28.898	31.668	36.802	38.221	41.376	35.703
Gastos Financieros (12 meses)	9.067	7.984	8.324	7.030	5.747	5.473	5.353
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	2,07	3,33	3,31	4,28	5,38	6,29	5,30
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	2,40	3,62	3,80	5,23	6,65	7,56	6,67
<b>Solvencia</b>							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,39	0,46	0,53	0,63	0,66	0,63	0,68
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,61	0,54	0,47	0,37	0,34	0,37	0,32
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,16	0,17	0,17	0,15	0,18	0,13	0,21
Pasivo No Corriente / Patrimonio	1,54	1,16	0,79	0,51	0,37	0,48	0,36
Deuda Financiera / Patrimonio	0,40	0,37	0,29	0,20	0,19	0,17	0,23
Pasivo Total / Patrimonio	2,51	2,15	1,68	1,39	1,10	1,29	1,11
Pasivo No Corriente / EBITDA (12 meses)	4,88	3,11	2,49	1,67	1,43	1,47	1,55
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	1,26	0,98	0,92	0,66	0,74	0,51	1,00
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	7,94	5,75	5,26	4,51	4,19	3,93	4,81
<b>Rentabilidad</b>							
ROA (12 meses)	1,23%	3,67%	4,32%	6,79%	7,82%	8,26%	5,86%
ROE (12 meses)	4,30%	11,56%	11,56%	16,24%	17,42%	18,89%	12,38%
<b>Calce de Cuentas de Corto Plazo</b>							
Liquidez General	1,73	1,61	1,63	1,62	1,80	1,73	1,60
Prueba Ácida	0,80	0,67	0,67	0,65	0,69	0,81	0,52
Capital de Trabajo	48.779	46.644	55.687	65.053	84.483	74.637	70.217
<b>Razones de Actividad</b>							
Costo de ventas/ Inventarios promedio	1,33	1,38	1,43	1,29	1,27	1,40	1,15
360 días/Rotación promedio de inventari	270,15	260,11	252,59	278,46	284,00	257,05	313,91
Rotacion promedio de Cuentas por Cobr:	11,24	11,30	10,59	9,92	9,39	10,46	10,28
Periodo de Cobranzas	32,03	31,86	33,99	36,28	38,36	34,42	35,01
Rotacion de Cuentas por Pagar	2,10	1,66	1,95	1,69	1,68	1,83	1,57
Periodo de Pagos	171,12	217,51	184,44	212,98	213,95	196,89	228,64
Ciclo de Comercializacion	131,06	74,46	102,14	101,77	108,42	94,58	120,28

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR