

- Si el numeral 2 acompaña a una de las categorías anteriormente señaladas, se entenderá que el valor se encuentra en el nivel medio de la calificación asignada.
- Si el numeral 3 acompaña a una de las categorías anteriormente señaladas, se entenderá que el valor se encuentra en el nivel más bajo de la calificación asignada.

La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni un aval o garantía de una emisión o su emisor; sino un factor complementario para la toma de decisiones de inversión.

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°003 /2011 del 31 de marzo de 2011 acordó otorgar las siguientes calificaciones de riesgo a los Valores de Titularización INTI - NAFIBO 006¹, según el siguiente detalle:

Cuadro N° 1		
Serie	Calificación PCR	Equivalencia ASFI
Serie E	BA	AA2
Serie F	BA	AA2
Serie G	BA-	AA3
Serie H	BA+	A1
Serie I	BA+	A1
Serie J	BA+	A1

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

La calificación asignada a los valores se sustenta en la suficiencia de los flujos cedidos para respaldar la amortización y pago de intereses de cada serie, así como una adecuada estructura que permite mitigar los riesgos asociados a la sesión de flujos futuros.

Los factores considerados para asignar las calificaciones fueron los siguientes:

- La incorporación de contratos legales que reducen considerablemente el riesgo de una administración discrecional de los recursos recaudados por parte del Originador.
- El riesgo crediticio de los partícipes ha sido evaluado en la medida que éste no adicione riesgo a la estructura.
- La calidad y monto de los apoyos crediticios en la medida que otorgan liquidez al proceso.
- Los antecedentes sobre otras calificaciones similares y la evolución de las calificaciones asignadas a través de los años.
- PCR califica favorablemente la incorporación de eventos de aceleración que disminuyen el impacto de los principales riesgos identificados: i) Reducción en los ingresos del Originador y ii) deterioro de sus operaciones que incrementen el riesgo de cese de actividades.
- El riesgo de flujos futuros limitados se reduce toda vez que el requerimiento promedio mensual del patrimonio autónomo representa aproximadamente el 4,92% de los ingresos mensuales del Originador, el cual se reduciría en la medida en que las ventas anuales del mismo se incrementen, siguiendo la tendencia presentada durante los últimos años.
- PCR considera que la estructura planteada permite reducir el riesgo de exposición de las series con mayor plazo.

La calificación refleja también el riesgo crediticio del Originador por tratarse de una estructura de titularización sobre flujos futuros, la cual se sustenta en lo siguiente:

- La estrategia de crecimiento y administración de la empresa aunada al crecimiento de la economía han permitido generar un importante crecimiento de las ventas durante los últimos

¹ El pago del último cupón de la Serie "A" se realizó en octubre de 2007, el de la Serie B se realizó en octubre de 2008 y el de la Serie C se realizó en octubre del 2009, por ello ambas series se encuentran totalmente canceladas a la fecha de elaboración del presente informe.

periodos, lo cual a su vez ha influido en los mejores indicadores de rentabilidad de la compañía con respecto a periodos anteriores. Por tanto, a diciembre de 2010, los indicadores de rentabilidad, ROE y ROA a 12 meses, se ubicaron en 20,88% y 10,07%, respectivamente, debido al crecimiento en el nivel de ventas, lo cual reflejó un incremento de 71,56% en la utilidad neta respecto al mismo periodo del año anterior.

- Por otro lado, la posición de liquidez mejoró con respecto a periodos anteriores, de esta manera, en diciembre de 2010, la liquidez general se ubicó en 1,94 veces y la prueba ácida se ubicó en 0,85 veces, debido a la participación del nivel de caja e inventario, los cuales representaron el 4,82%(cajas) y el 34,06% (inventarios) del total activo.
- La participación en el mercado Peruano y Paraguayo a través de sus sucursales INTI Perú e INTI Paraguay, las cuales permiten incrementar los volúmenes de ventas y aprovechar la capacidad instalada de sus plantas.
- Los planes de diversificación de mercados objetivos, lo cual reduce el riesgo de concentración que presenta con clientes del mercado boliviano.
- El margen operacional a 12 meses, propio del giro del negocio, a diciembre de 2010 representó el 15,55% de los ingresos, mientras que en similar periodo del 2009, el margen fue 13,63%, este incremento demostró que la empresa ha sido más eficiente en el momento de generar utilidad en la ventas realizadas, cubriendo adecuadamente sus costos y gastos.
- La dependencia de sus ingresos respecto al comportamiento de la economía. PCR mantendrá cautela y a la vez un seguimiento permanente de las medidas que promulgue el gobierno boliviano y que puedan afectar la operación del emisor o su mercado.

Información de la Calificación

Información empleada en el proceso de calificación:

1. Información Financiera: Cubre el período marzo de 2006 a diciembre de 2010.
 - 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 calidad crediticia de la entidad a fin de salvaguardar la buena calidad de la emisión y la protección de los intereses de los inversionistas.
2. Evaluación de los aspectos legales: Revisión de los contratos que involucre la emisión.

Características de los instrumentos calificados

Denominación

La denominación de los instrumentos que emitirá la Sociedad de Titularización con cargo al Patrimonio Autónomo será Valores de Titularización "INTI - NAFIBO 006", autorizados y registrados mediante Resolución Administrativa SPVS-IV-No. 1264 de 16 de noviembre de 2006, los mismos que fueron emitidos en bolivianos y Unidades de Fomento a la Vivienda. La inscripción del PATRIMONIO AUTÓNOMO INTI – NAFIBO 006 se realizó bajo el Número de Registro SPVS-IV-PA-INN-006/2006 y de los Valores de Titularización INTI – NAFIBO 006 bajo el Número de Registro: SPVS-IV-TD-INN-006/2006, conforme al siguiente detalle:

Cuadro N°2: Detalle de Emisión					
Serie	Monto (Bs)	Monto (Bs-UFV)	Tasa	Plazo de Vida (días)	Plazo Económico (días)
Serie A	5.600.000		7,65%	341	170
Serie B	5.600.000		8,00%	707	509
Serie C	5.600.000		9,15%	1.072	811
Serie D		4.800.000	7,25%	1.437	1.123
Serie E		4.800.000	7,80%	1.802	1.381
Serie F		4.800.000	7,95%	2.168	1.458
Serie G		4.800.000	8,50%	2.533	1.641
Serie H		4.800.000	8,80%	2.898	1.810
Serie I		4.800.000	9,15%	3.263	1.954
Serie J		4.800.000	9,40%	3.629	2.084

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

El pago de los cupones de intereses de cada serie se realizará mensualmente los días 27 correspondientes². Habiendo proyectado la emisión de los valores el día 20 del mes de inicio de pago de intereses, por lo que existirán siete días entre la emisión de la Serie A y el pago del primer cupón correspondiente a esta serie.

Los valores se emitieron mediante anotación en cuenta y su colocación fue a través de oferta pública bursátil.

El monto recaudado por la colocación de los Valores de Titularización, luego de la conformación del Fondo de Liquidez³, será destinado a pagar directamente pasivos del Originador.

De la totalidad de los recursos recaudados por la Emisión: el equivalente a Bs276.200 m-UFV, deducidos de la recaudación en Bolivianos de hasta Bs16.800.000.-, se utilizarán para conformar el Fondo de Liquidez; el saldo remanente de la recaudación en Bolivianos y Bs33.600.000.-UFV a medida que se vaya recaudando los montos efectivamente colocados, se utilizarán para pagar directamente pasivos del Originador.

El monto recaudado por la colocación de los Valores de Titularización emitidos será depositado por el Colocador íntegramente en las Cuentas de Recaudación de la Emisión del Patrimonio Autónomo INTI-NAFIBO 006, a más tardar hasta el segundo día hábil de efectuada la colocación. Por su parte, la Sociedad de Titularización, con cargo a los recursos del Patrimonio Autónomo, procederá a realizar los pagos de pasivos por cuenta y nombre del Originador, después de deducir el Fondo de Liquidez de Bs 276.200.-UFV.

Resumen de la estructura⁴

Cuadro N°3: Estructura	
Características de la Emisión	
Originador	: Droguería INTI S.A.
Emisor	: Patrimonio Autónomo INTI - NAFIBO 006
Instrumentos	: Valores de Titularización INTI - NAFIBO 006
Administrador de Cuentas	: Banco Nacional de Bolivia
Receptoras:	
Recaudador de Flujos	: Droguería INTI S.A.
Futuros	
Administrador del	: BDP Sociedad de Titularización S.A.
Patrimonio Autónomo:	

² Si dicha fecha cae en fin de semana o en día no hábil, se pagarán al primer día siguiente hábil.

³ Para el manejo de los recursos que corresponden al Fondo de Liquidez y para los fines de constitución del mecanismo interno de cobertura, la Sociedad de Titularización abrirá una o más cuentas denominadas "Fondo de Liquidez PATRIMONIO AUTÓNOMO INTI-NAFIBO 006". Todas estas cuentas se registrarán como cuentas de orden en el Patrimonio Autónomo. El monto establecido para conformar el Fondo de Liquidez inicial es de UFV's 276,000.

⁴ Los términos definidos en esta sección se utilizarán de forma recurrente en todo el documento, sin detallar nuevamente los conceptos o agentes a los que se hacen referencia.

Activos Subyacente	:	El Originador transfiere de forma irrevocable al Patrimonio Autónomo los derechos sobre los Flujos Futuros provenientes de sus ingresos diarios actuales y futuros en dinero por la venta de mercadería, productos, ventas por exportación de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación, ventas por maquila, ventas por licitación, comisiones por ventas y otros relacionados directa y exclusivamente al giro comercial del negocio de INTI, conforme a las proporciones e importes de dinero que se establecen en el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación.
Monto de emisión	:	<ul style="list-style-type: none"> • Bs. 16,80 millones divididos en tres Series, A, B y C. • Bs33,60.-UFV millones en siete Series, D, E, F, G, H, I y J.
Composición y Valor Nominal	:	La porción emitida en Bolivianos estará compuesta por 1,680 valores con valor nominal unitario de Bs10,00 mil. La porción emitida en Bolivianos con mantenimiento de valor respecto a la Unidad de Fomento a la Vivienda UFV, Bs-UFV, estará compuesta por 3.360 valores con un valor nominal unitario de Bs10.00.-UFV mil.
Mecanismos de Cobertura	:	<ul style="list-style-type: none"> • Fondo de Liquidez • Exceso de Flujo de Caja Acumulado • Fondo de Aceleración de Flujos
Mecanismos de Seguridad Adicional	:	<ul style="list-style-type: none"> • Avance Técnico. • Propiedad de los primeros ingresos del mes. • Cuentas receptoras administradas por un tercero. • Certificaciones de Auditoría Externa. • Reducción del riesgo crediticio del Patrimonio Autónomo por mejora crediticia de Bonos INTI III. • Garantía Quirografaria
Objetivo	:	Proveer al Originador de una fuente de financiamiento con mejores condiciones que las de sus pasivos actuales, mejorando sus coeficientes financieros y disminuyendo sus requerimientos por servicios de deuda.

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Reseña

El Patrimonio Autónomo INTI - NAFIBO 006 se constituye mediante el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación y sus documentos modificatorios celebrado entre Droguería INTI S.A. y BDP Sociedad de Titularización S.A. con el propósito de respaldar el pago de los derechos de los valores de contenido crediticio de oferta pública emitidos con cargo en dicho patrimonio.

Mediante el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación, el Originador realiza la cesión irrevocable en términos jurídicos y contables de sus derechos sobre flujos futuros provenientes de los ingresos diarios en dinero por ventas actuales y futuras de mercadería, productos, ventas por exportación de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación, ventas por maquila, ventas por licitación, comisiones por ventas y otros relacionados directa y exclusivamente al giro del negocio de INTI, hasta los montos preestablecidos, para la conformación de un Patrimonio Autónomo administrado por BDP ST.

Los flujos futuros son los ingresos efectivamente percibidos por ventas al crédito o al contado, incluyendo los ingresos por pagos que en títulos valores hubieran sido efectuados al Originador y efectivamente cobrados y percibidos por éste. Cabe destacar que en ningún caso la Cesión Irrevocable de Flujo es un endoso de derechos de crédito, por tanto, el Patrimonio Autónomo solamente tiene derechos sobre los ingresos futuros

efectivos en dinero que produzcan los rubros señalados. Los derechos sobre los flujos y activos transferidos serán incorporados en un Patrimonio Autónomo sobre la base del cual se realizarán diez emisiones de valores de contenido crediticio, tres de las cuales se realizarán en bolivianos y las siete restantes en bolivianos con mantenimiento de valor respecto a la Unidad de Fomento a la Vivienda (UFV). PCR califica el riesgo crediticio en el cumplimiento de pago de los derechos derivados en los valores a ser emitidos sobre la base del Patrimonio Autónomo constituido.

Descripción de la Estructura

El Contrato de Cesión y sus documentos modificatorios que fueron suscritos entre las partes en octubre y noviembre de 2006, asignándose a BDP ST como Representante Legal y Administrador del Patrimonio Autónomo, cuya denominación será "Patrimonio Autónomo INTI- NAFIBO 006".

Este Patrimonio Autónomo estará compuesto por los derechos sobre los Flujos Futuros que el Originador cede para efectos del Proceso de Titularización, en las proporciones e importes de dinero y otros activos que estos derechos pudieran generar, establecidos en el Contrato.

Los Flujos Cedidos se originan de los ingresos diarios en dinero por ventas actuales y futuras de mercadería, productos, ventas por exportación de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación, ventas por maquila, ventas por licitación, comisiones por ventas y otros relacionados directa y exclusivamente al giro del negocio de INTI.

Flujos Futuros⁵

Droguería INTI S.A. es la farmacéutica líder en el mercado boliviano con una participación cercana al 18%⁶ de las ventas a farmacias, siendo la empresa de mayor participación de mercado. 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 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 (74%), seguidas por Instituciones Públicas (9%), generalmente estas ventas son producto de licitaciones y varios (8%) que son principalmente compradores de Mentisan para expenderlo a minoristas y exportación a Estados Unidos y Europa para suplir la demanda de la población emigrante boliviana.

La mayor parte 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 de las cuentas por cobrar a clientes es muy baja.

Cuadro N°4: Detalle de los productos propios que componen el 50% de las ventas					
Producto		Porcentaje*	Producto		Porcentaje*
1	Mentisan Ungto. Grande	10%	13	Glucosa 5% Isotónico	39%
2	Mentisan Extra Grande	16%	14	Complejo B Vimin	40%
3	COBA- Vimin Comp. 25000	20%	15	Trombofob	42%
4	Tónico Inti	24%	16	Mentisan Pote	43%
5	Dolo Neurobion	27%	17	Coba Vimin 25000	44%
6	Neuro Vimin	29%	18	Mentisan Noche Plus	45%
7	Florestor	31%	19	Ringer Normal Isotónico	46%
8	Dolo Neurobion N	32%	20	Mentisan Pastillas	47%

⁵ Cifras a la fecha en que salió la emisión (2006)

⁶ Al momento de la emisión (2006)

9	Fisiológico Isotónico	34%	21	Nutrilon 1	47%
10	Dextrotron	35%	22	Confer	48%
11	Noxom 500 MG	37%	23	A – E Vimin	49%
12	Nutrilon 1	38%	24	Quetorol 20 MG	50%

* Porcentaje acumulativo

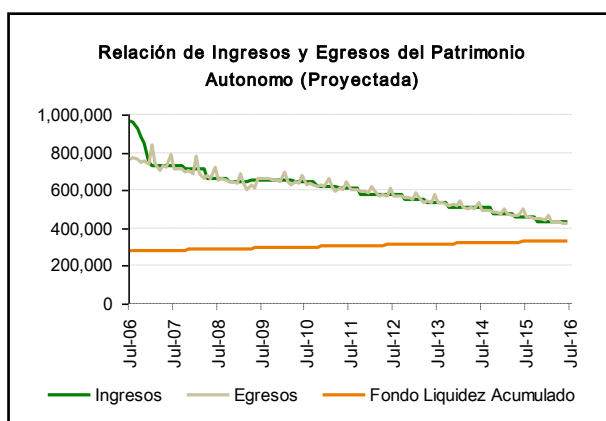
Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Las ventas de INTI han tenido un crecimiento continuo durante los últimos cinco 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. A pesar de ello y tomando una posición conservadora, para la evaluación de los flujos cedidos proyectados se ha estimado una estabilización de las ventas en los niveles presentados durante la gestión 2005, sin considerar la tendencia creciente que han presentado.

Los Flujos promedio generados por las ventas netas de INTI alcanzan USD 1.400,55 miles, siendo el Flujo cedido promedio calculado de USD 106,48 miles, correspondiente al 7,26% del promedio de ventas netas.

En el gráfico N°1 se muestran los Ingresos (flujos cedidos), Egresos (gastos, cupones y amortizaciones) y el saldo del Fondo de Liquidez esperados para este proceso.

Gráfico N°1



Fuente: BDP ST / Elaboración: PCR

Como se observa en el gráfico inicialmente los flujos cedidos serán superiores a los egresos programados, por lo que se generaría un excedente que cubriría los desfases iniciales por la amortización de los valores. Adicionalmente, el saldo del Fondo de Liquidez se estima será creciente debido a la acumulación de intereses generados por esta cuenta y a que de acuerdo a lo establecido en el Contrato, de ser necesaria la utilización de estos recursos, el Patrimonio Autónomo repondrá este fondo hasta por lo menos cubrir su valor original de Bs.276.20.-UFV miles.

Los principales riesgos identificados para el deterioro de los flujos cedidos son: i) disminución de las ventas mensuales del Originador y ii) cese de operaciones del Originador por deterioro de margen; ambos ligados al desempeño comercial de INTI.

Disminución de las Ventas mensuales del Originador

La disminución en las ventas esperadas de INTI⁷ generaría variaciones en el flujo cedido esperado y en deterioro en la gestión general de la empresa.

⁷ Cabe mencionar que se ha considerado ventas estables a niveles de gestión 2005 para los futuros períodos.

Las ventas promedio mensuales⁸ llegan a Bs 9,72.-UFV millones con una desviación estándar de Bs2,00.-UFV millones (20,54% de las ventas). Si bien la desviación estándar es relativamente alta esto se debe a la estacionalidad de las ventas y a la tendencia creciente de las mismas.

De la serie de datos históricos analizados el mes en el que INTI tuvo menores ventas fue diciembre de 2003, cuando éstas llegaron a Bs6,27.-UFV.

La condición para que los flujos de ingresos del Originador no alcancen para cubrir el flujo cedido sería que las ventas disminuyan el 93,88% (4,57 desviaciones estándar), lo que representaría una posible liquidación de la empresa.

El Coeficiente de Cobertura de Avance Técnico (mecanismo de garantía establecido para esta estructura) funciona como una alerta temprana ante posibles deterioros en la cobertura de los valores como Evento de Aceleración en el momento en que los flujos en cesión disminuyan en 1,35 desviaciones estándar, valor próximo al mínimo de la serie histórica.

Cese de operaciones del Originador

Otro de los riesgos implícitos en este o cualquier otro proceso es que el Originador cese sus operaciones por insolvencia, eventos políticos o eventos catastróficos. Cualquier sea el motivo por el cual el Originador dejara de operar, si esto ocurriera el monto del Avance Técnico sería cero.

Se debe considerar que al ceder parte de los ingresos del Originador al Patrimonio, el Margen Operacional se ve disminuido, por lo que cualquier variación negativa en el volumen de ventas podría afectar directamente la capacidad de pago de INTI ante sus proveedores, o en su defecto podría tener que recurrir a nuevo endeudamiento que, dependiendo de su costo, afectaría directamente la utilidad del Originador.

Para mitigar este riesgo, el Estructurador ha establecido como mecanismo de garantía el cálculo del Coeficiente de Cobertura Promedio, que en caso que sea menor a 1,28 veces, dará paso a la aceleración de los flujos.

Este indicador busca medir cualquier deterioro en el Margen Operacional del Originador o el incremento en sus Gastos Financieros. Para que el Coeficiente de Cobertura Promedio sea menor a 1,28 veces el Margen Operativo del Originador debería haber disminuido en el 30,14% o haberse incrementado los Gastos Financieros 2,89 veces.

Operatividad de la Estructura

Los activos que conforman el Patrimonio Autónomo y sobre los cuales se emitieron los valores de contenido crediticio (Valores de Titularización INTI-NAFIBO 006) son los flujos futuros provenientes de los ingresos diarios en dinero por ventas actuales y futuras de mercadería, productos, ventas por exportación de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación, ventas por maquila, ventas por licitación, comisiones por ventas y otros relacionados directa y exclusivamente al giro del negocio de INTI.

Los flujos futuros establecidos en el cronograma, señalado en el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación, son de propiedad del Patrimonio Autónomo desde que el Originador perciba efectivamente los recursos, producto de su operación en los rubros mencionados, hasta los montos cedidos mensualmente y conforme al Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación.

Los flujos futuros cedidos en su totalidad al Patrimonio Autónomo ascienden a Bs69'560,000.-UFV (USD 12.20 millones). Cabe destacar que los flujos cedidos podrán incrementarse por las necesidades de flujos adicionales que podrían ser requeridos por los eventos de aceleración de flujos, multas al Originador y gastos extraordinarios del Patrimonio Autónomo.

La estructura planteada no señala la cesión de los derechos de cobranzas sobre documentos crediticios por las ventas futuras del Originador, lo que significaría una cesión fiduciaria de ventas desde el momento en que éstas se generan. El Originador cede irrevocablemente los derechos sobre flujos futuros de ingresos, por lo tanto el derecho de dominio fiduciario se constituye cuando los flujos son recibidos en las cuentas receptoras.

⁸ Para calcular este promedio se han utilizado los datos de abril de 2003 a marzo de 2006.

Para los fines del presente Proceso de Titularización, la Sociedad de Titularización abrirá las siguientes cuentas a nombre del PATRIMONIO AUTÓNOMO INTI-NAFIBO 006:

- Cuenta(s) de Recaudación de la Emisión
- Cuenta(s) de Recaudación
- Cuenta(s) Provisión de Pagos
- Cuentas Receptoras
- Cuenta(s) del Fondo de Liquidez
- Cuenta(s) del Fondo de Aceleración de Flujos

Las Cuentas Receptoras se podrán abrir en varias entidades financieras bancarias o no bancarias o en un fondo de inversión abierto, las mismas que serán administradas por la entidad que administre la(s) Cuenta(s) de Recaudación del Patrimonio Autónomo. La(s) entidad(es) donde se abrirán las cuentas serán seleccionadas por la Sociedad de Titularización, con la calificación prevista en el Anexo "C" del Contrato (Políticas, Procedimientos de Funciones Específicas para la Administración del Patrimonio Autónomo INTI-NAFIBO 006).

Además, el Patrimonio Autónomo considera, por su naturaleza, las siguientes cuentas de orden: Cuentas Receptoras, Cuenta(s) del Fondo de Liquidez y las Cuentas de Aceleración de Flujos. Cabe destacar que el dinero existente en todas las cuentas podrá generar un rendimiento a través de la inversión que sobre los saldos realice la Sociedad de Titularización de acuerdo a su Manual de Organización, Funciones y Procedimientos, y de acuerdo a las Políticas, Procedimientos y Funciones Específicas para la Administración del Patrimonio Autónomo INTI-NAFIBO 006.

Desde el primer día de cada mes hasta que se logre recaudar los importes del cronograma de pagos o lo acumulado hasta el décimo quinto (15) día calendario de cada mes, el Originador se obliga y se responsabiliza de que los flujos se entreguen o depositen en las cuentas receptoras administradas por el Banco Nacional de Bolivia S.A.. Una vez que los flujos se recauden en las cuentas receptoras, el Banco Nacional de Bolivia S.A., en su calidad de servidor de los flujos recaudados, transferirá en primera instancia a la cuenta de recaudación del Patrimonio Autónomo de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación.

El monto recaudado por la colocación de los Valores de Titularización será destinado para i) constituir el Fondo de Liquidez por Bs276.20.-UFV miles y ii) a medida que se vaya recaudando los montos efectivamente colocados, para pagar directamente pasivos del Originador. El monto recaudado por la colocación de los Valores de Titularización emitidos será depositado por el Colocador íntegramente en las Cuenta(s) de Recaudación de la Emisión del Patrimonio Autónomo INTI-NAFIBO 006, a más tardar hasta el segundo (2) día hábil de efectuada la colocación.

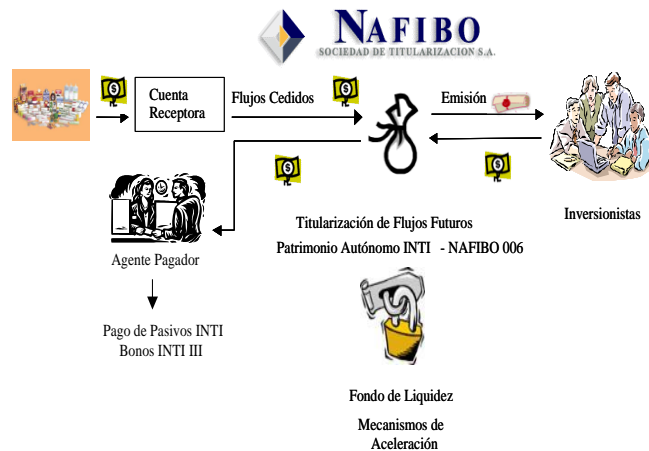
Los ingresos provenientes del cobro de los Flujos Futuros del Patrimonio Autónomo INTI-NAFIBO 006 serán destinados por la Sociedad de Titularización conforme al siguiente orden de prelación:

1. Mantener en la(s) Cuenta(s) de Recaudación del Patrimonio Autónomo el importe correspondiente a sus gastos, determinado según lo establecido en el presente Contrato.
2. Pago de comisiones de la Sociedad de Titularización.
3. Pago de intereses devengados de los Valores de Titularización.
4. Pago de capital de los Valores de Titularización.
5. Entrega de excedentes de los flujos cedidos cuando el "Coeficiente de Cobertura de Cupón"⁹ sea mayor al proyectado. De ocurrir esto, aplicará la entrega de excedentes de recursos al Originador de acuerdo a lo establecido en el Contrato.

La operatividad de la estructura se puede explicar en el siguiente gráfico:

⁹ Coeficiente de Cobertura de Cupón = $(EFCA_{n-1} - GP_n + FL_{n-1}) / \text{Cupón}_n$, donde EFCA es el Exceso de Flujo de Caja Acumulado, GP son los Gastos del Patrimonio y FL el saldo promedio del Fondo de Liquidez.

Gráfico N° 2
Mecanismo de Asignación de Flujos



Fuente: BDP ST / Elaboración: PCR

La combinación de riesgos en la estructura se ha minimizado a través de mecanismos legales y financieros que permiten dar soporte a la transacción en todos sus aspectos de funcionamiento. Así tenemos:

- Existencia de Cuentas Receptoras bajo la administración del Banco Nacional de Bolivia S.A., de acuerdo al Contrato de Manejo de Cuentas Receptoras que se constituye en Anexo "B" del Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación.
- Los saldos excedentes de las Cuentas Receptoras, una vez cubiertas las obligaciones mensuales con el PA y el abono a las cuenta(s) del Agente Pagador de Bonos INTI III, serán transferidos a las Cuentas Administrativas de INTI conforme al tipo de moneda que corresponda. El Banco no aceptará órdenes por parte del Originador ni podrá realizar transferencias de las Cuentas Receptoras a otro destino que no sean las establecidas en el presente numeral y el anterior.
- Droguería INTI S.A. no tendrá otras cuentas receptoras, y en el evento de querer una nueva cuenta, deberá informar de ello a la Sociedad de Titularización, a los auditores externos y comunicar como hecho relevante a la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros, explicando los motivos de dichas aperturas.
- Existencia de una auditoría semestral externa que certifique la no-existencia de desvío de fondos.
- Existencia de eventos de aceleración que incrementan la transferencia de flujo cedido del Originador al Patrimonio Autónomo.

Amortización de Series¹⁰

La amortización de capital de las Series A, B, C, D y E se realizará de manera secuencial comenzando por la Serie "A", una vez amortizada totalmente se amortizará la Serie "B" y así sucesivamente con las demás Series. Mientras que para las Series F, G, H, I y J la amortización se realizará a partir de la fecha de colocación. En el siguiente cuadro se detallan las condiciones de amortización de cada serie:

¹⁰ A la fecha de elaboración del presente informe las series A y B han sido totalmente canceladas.

Cuadro N° 5: Esquema de Amortización de Series (saldo de capital en miles de Bolivianos y Bs-UFV)

Meses	Serie A	Serie B	Serie C	Serie D	Serie E	Serie F	Serie G	Serie H	Serie I	Serie J
1	5.133,33	5.600,00	5.600,00	4.800,00	4.800,00	4.784,00	4.786,67	4.788,57	4.790,00	4.800,00
12	0	5.600,00	5.600,00	4.800,00	4.800,00	4.608,00	4.640,00	4.662,86	4.680,00	4.702,22
24		0	5.600,00	4.800,00	4.800,00	4.416,00	4.480,00	4.525,71	4.560,00	4.595,56
36			0	4.800,00	4.800,00	4.224,00	4.320,00	4.388,57	4.440,00	4.488,89
48				0	4.800,00	4.032,00	4.160,00	4.251,43	4.320,00	4.382,22
60					0	3.840,00	4.000,00	4.114,29	4.200,00	4.275,56
72						0	3.840,00	3.977,14	4.080,00	4.168,89
84							0	3.840,00	3.960,00	4.062,22
96								0	3.840,00	3.955,56
108									0	3.848,89
120										0

Fuente: BDP ST / Elaboración: PCR

Análisis de la estructura

La calificación de riesgo tiene como finalidad dar una opinión sobre el riesgo de incumplimiento en el pago de los intereses y la amortización del principal, derivado de los valores emitidos con respaldo en el Patrimonio Autónomo. PCR analiza la calidad crediticia de los Valores de Contenido Crediticio emitidos con respaldo en los flujos de ingresos que son transferidos en propiedad al Patrimonio Autónomo INTI-NAFIBO 006. Este análisis involucra evaluar factores cuantitativos y cualitativos relacionados con las características de los derechos sobre flujos titularizados, el nivel crediticio del Originador y del Fiduciario, la estructura de titularización propuesta, el monto y la calidad de los mecanismos de apoyo crediticio y finalmente los aspectos legales involucrados en toda la transacción.

En este caso al tratarse de una titularización de derechos sobre flujos futuros, resulta fundamental evaluar la capacidad de la entidad Originadora de crear nuevos activos financieros que respalden la emisión, es decir, evaluar el riesgo operativo. En efecto, si la entidad Originadora cesa la capacidad de generar nuevos activos financieros, los inversionistas sufrirán pérdidas si las mejoras crediticias no son suficientes para cubrir el posible déficit. Es esta posibilidad de deterioro en la generación de nuevos activos financieros (riesgo operativo) la que determina que en una titularización de derechos sobre flujos futuros la calificación de riesgo de la transacción esté fuertemente ligada al desempeño de la entidad que origina los flujos, siendo además, comúnmente limitada al riesgo crediticio del Originador, en función a la calidad y monto de los mecanismos de apoyo crediticio.

La estructura propuesta busca reducir el riesgo que implica que los flujos de ingresos se movilizan a través de cuentas que pertenecen al Originador y que éste sea el primer recaudador en algunos casos a través de su fuerza de ventas. PCR califica favorablemente los mecanismos legales y financieros que reducen el riesgo de desvío de fondos y que permiten velar por la intangibilidad de los recursos que van a los tenedores de los valores titularizados.

Mecanismos de Cobertura:

Con el objetivo de fortalecer la estructura y conforme a lo dispuesto en el Art. 7 del Anexo 1 de la Resolución Administrativa SPVS-IV-N° 052 y el Art. 2 de la Resolución Administrativa SPVS-IV-N° 488, se adoptan los siguientes mecanismos de cobertura internos:

Fondo de Liquidez: Será constituido con los recursos obtenidos de la colocación de Valores de Titularización por la suma de Bs276,200.-UFV. Estos recursos serán utilizados para cubrir las necesidades de liquidez del Patrimonio Autónomo y, cada vez que sea utilizado, será repuesto por el Patrimonio Autónomo hasta alcanzar su nivel de constitución.

Los recursos de las "Cuentas del Fondo de Liquidez Patrimonio Autónomo INTI-NAFIBO 006", son de propiedad del Originador y serán administrados por la Sociedad de Titularización bajo las condiciones establecidas en el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación.

Exceso de Flujo de Caja Acumulado: Es una reserva creada con el margen diferencial o excedente entre los ingresos y egresos del Patrimonio Autónomo, que en promedio mensual ascienden a Bs0,55.-UFV millones. Este exceso de flujo más los saldos del Fondo de Liquidez son utilizados para el cálculo del “Coeficiente de Cobertura de Cupón”, que en promedio es de 1,55 veces.

Fondo de Aceleración de Flujos: Cuyo objeto es la recepción de transferencias de recursos adicionales (Monto en Efectivo a Acelerar) al ocurrir el Evento de Aceleración.

El Evento de Aceleración de flujos se presenta ante el deterioro de los Coeficientes de Cobertura Promedio y de Avance Técnico por debajo de 1,28 veces y/o de 12,12 veces, respectivamente. Estos coeficientes los calculará semestralmente¹¹ el Auditor Externo, quien además emitirá los certificados de cumplimiento.

- 1. Coeficiente de Cobertura Promedio:** Este indicador mide las veces que, el margen de INTI más el promedio del fondo de liquidez, el excedente del flujo generado y el monto efectivo a acelerar¹² cubren el Flujo Cedido más las amortizaciones de la deuda de Inti. Se calculará de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$\text{Coeficiente de Cobertura Promedio} = \frac{\left(\frac{\text{Margen de INTI anual}_i}{6} + FL_i + EFCA_i + MEA \right)}{\text{Flujo cedido} + AD_i}$$

Donde el Margen de INTI anual es igual a la suma del Resultado Operativo y la Depreciación, menos los Gastos financieros.

FLi = Promedio de saldos en el Fondo de Liquidez al final de cada mes, del año analizado.

EFCAi = Promedio del Exceso de Flujo de Caja Acumulado en el Patrimonio Autónomo al final de cada mes, del año analizado.

ADi = Promedio mensual de amortización de capital de la deuda de INTI. No se incluye la titularización, del año analizado.

MEA = Monto de efectivo a acelerar.

Flujo cedido = Promedio mensual del flujo cedido en todo el periodo de la Titularización equivalente a Bs 579.667.-UFV (Quinientos setenta y nueve mil seiscientos sesenta y siete 00/100 Bolivianos con mantenimiento de valor respecto a la Unidad de Fomento a la Vivienda UFV).

Si este indicador es mayor a 1,8 veces entonces el MEA es igual a cero, ya que no existe monto a acelerar. Sin embargo si este indicador es igual o menor a 1,28 veces el MEA será equivalente al monto requerido para que el Coeficiente de Cobertura Promedio sea igual a 1,55 veces.

En el caso de que este coeficiente sea mayor a 1,55 veces para el mes de cálculo, se procederá a la entrega de recursos al Originador en un plazo no superior a tres días hábiles desde la fecha en la que se calculó de dicho Coeficiente, con cargo a la Cuenta de Recaudación del Patrimonio Autónomo, por un importe que permita la obtención del Coeficiente de Cobertura de Cupón de 1,55, siempre y cuando, el importe mencionado sea superior a Bs5,00.-UFV mil. Por su parte, si el Coeficiente de Cobertura de Cupón ejecutado es menor al 1,55 para el mes de cálculo, dicho comportamiento no derivará en ninguna consecuencia para el Patrimonio Autónomo o el Originador.

- 2. Coeficiente de Avance Técnico:** Este indicador mide las veces que el Promedio Móvil de la facturación anual por un periodo determinado cubre el flujo cedido por ese mismo período. Se calculará de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$CCAT = \frac{1}{\text{Flujo Cedido}} \times \left(\left(\sum_{i=0}^5 \text{Facturación Anual}_{\text{Mes}_{n+i}} \times \frac{1}{6} \times \frac{1}{12} \right) + MEA \right)$$

¹¹ Los semestres serán computables a partir del primer día calendario del mes siguiente a la Fecha de Cesión.

¹² En el caso de que el indicador sea mayor a 1.28 el monto efectivo a Acelerar será igual a cero, debido a que no existe evento de Aceleración, en el caso de que este indicador sea menor al valor establecido, el MEA será equivalente al monto requerido para que el resultado del Coeficiente de Cobertura Promedio sea igual a 1.55 veces.

Si este indicador es mayor a 12,12 veces entonces el MEA es igual a cero, ya que no existe monto a acelerar. Sin embargo si este indicador es igual o menor a 12,12 veces, el MEA será equivalente al monto requerido para que el Coeficiente de Avance Técnico sea igual a 13,33 veces.

El Avance Técnico es la totalidad de los ingresos diarios actuales y futuros en dinero por la venta de mercadería, productos, ventas por exportación de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación, ventas por maquila, ventas por licitación, comisiones por ventas y otros relacionados directa y exclusivamente al giro comercial del negocio de INTI que pasan por las Cuentas Receptoras, registradas en cuentas de orden del Patrimonio Autónomo y administradas por el Operador de Cuentas Receptoras, quien de este monto total ingresado diariamente, debitará a favor del Patrimonio Autónomo, los montos correspondientes a los flujos cedidos. Una vez cubierta la obligación de pago de los flujos cedidos, los montos remanentes podrán ser dispuestos por el Originador, siguiendo lo establecido por el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación.

El ingreso promedio mensual del Originador de abril 2003 a agosto 2006, asciende a un monto de Bs. 9.721.612.-UFV y el monto promedio mensual a debitar para el Patrimonio Autónomo es de Bs579.667.-UFV, lo cual representa en promedio un "Coeficiente de Cobertura por Avance Técnico" de 16,77 veces, superior a lo requerido para este proceso de titularización.

Este procedimiento elimina el riesgo de retraso en la recepción de los flujos cedidos, el riesgo de voluntad de pago del Originador y asegura que el Patrimonio Autónomo reciba los flujos cedidos a éste, con primera prelación a los demás usos de estos recursos por parte del Originador.

Tratamiento y Prevención de Desvío de Fondos

Por desvío de fondos se entiende cualquier error, omisión o irregularidad por la que fondos que debieron ser depositados en las Cuentas Receptoras no lo fueron, sin contar depósitos que serán registrados contablemente por el Originador los dos últimos días hábiles del mes, pero que ingresarán efectivamente a las Cuentas Receptoras el primer día hábil del siguiente mes.

El Auditor Externo realizará certificaciones semestrales de todos los ingresos de las Cuentas Receptoras y estas deberán ser entregadas a la Sociedad de Titularización en el plazo máximo de sesenta días calendario luego de concluido el semestre correspondiente¹³.

El Originador tiene la obligación de subsanar cualquier desvío de fondos en un plazo de treinta días calendario después de que lo hubiera detectado el mismo Originador o de cuarenta y ocho horas desde que se haya entregado la certificación de auditoría en la que se hubiese detectado¹⁴.

Independientemente al cumplimiento por parte del Originador con los desembolsos previstos en el cronograma de pagos para el Patrimonio Autónomo, el procedimiento para el tratamiento de desvío de fondos se aplicará para períodos de doce meses¹⁵, y será como sigue:

3. Desvíos de fondos menor o igual a Bs1,00.-UFV millones sumados en un período de doce meses:
 - a) Si fueron subsanados en los plazos previstos, no se aplica ninguna sanción al Originador.
 - b) Si no fueron subsanados en los plazos previstos, se multará al Originador con un pago equivalente a la TRE¹⁶ en moneda nacional más 14% anual, sobre el monto de los desvíos de fondos desde la fecha del desvío hasta que el Originador los subsane.
4. Desvíos de fondos superiores a Bs1,00.-UFV millones sumados en un período de doce meses: Podrá ser considerado por la Asamblea de Tenedores de Valores como una causal de

¹³ Los semestres se computarán a partir del primer día calendario del mes siguiente a la Fecha de Cesión. Las labores semestrales encomendadas al Auditor deberán iniciarse el primer día hábil del semestre siguiente al analizado.

¹⁴ En caso de que lo hubiera detectado el mismo Originador y entre en vigencia el Certificado, sólo existe cuarenta y ocho horas de plazo para que el Originador subsane el desvío en cuestión.

¹⁵ En el caso del primer año, se incluirán los días transcurridos entre la Fecha de Corte y el inicio del primer semestre.

¹⁶ TRE se define como la Tasa de Interés Efectiva Pasiva (TEP) promedio ponderada de los depósitos a plazo fijo de 91 a 180 días del sistema bancario, correspondiente a la semana anterior a la fecha de cálculo de la multa. La TRE para cada moneda es publicada por el Banco Central de Bolivia y se considerará vigente la última tasa publicada.

liquidación del Patrimonio Autónomo. La Sociedad de Titularización deberá convocar, a la Asamblea de Tenedores de Valores en un plazo no mayor a dos días calendario de presentada la certificación de auditoría externa, para que mediante una mayoría decisoria especial de los votos de los Tenedores de los Valores de Titularización INTI-NAFIBO 006 establecida en el Artículo 19 Anexo 2 "Reglamento de Disposiciones Complementarias Específicas sobre Titularización" de la Resolución Administrativa SPVS-IV-N°052 y a lo dispuesto en el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación, resuelvan o no la liquidación anticipada del Patrimonio Autónomo.

Si la Asamblea de Tenedores decidiera liquidar el Patrimonio Autónomo INTI-NAFIBO 006, la Sociedad de Titularización en representación del Patrimonio Autónomo, deberá reputar como líquida y exigible y de plazo vencido con suficiente fuerza ejecutiva, la totalidad del saldo pendiente de las obligaciones establecidas y podrá demandar al Originador por la vía ejecutiva los señalados montos.

Mecanismos de Seguridad Adicionales

Además de los mecanismos de garantía establecidos y el tratamiento de desvío de fondos, se han constituido como seguridad adicional las siguientes coberturas:

- a) **Avance Técnico:** Es la totalidad de los ingresos diarios en dinero por la venta de mercadería, productos, ventas por exportación de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación, ventas por maquila, ventas por licitación, comisiones por ventas y otros relacionados directa y exclusivamente al giro comercial del negocio de INTI que pasan por las Cuentas Receptoras, registradas en cuentas de orden del Patrimonio Autónomo y administradas por el Operador de Cuentas Receptoras, quien de este monto total de ingresos recibidos diariamente, debitará a favor del Patrimonio Autónomo, los montos correspondientes de acuerdo al Contrato. Una vez cubierta la obligación de pago de los flujos cedidos y otros descritos en el Contrato, los montos remanentes recién podrán ser dispuestos por el Originador. Este procedimiento elimina el riesgo de retraso en la recepción de los flujos cedidos, el riesgo de voluntad de pago del Originador y asegura que el Patrimonio Autónomo reciba los flujos cedidos al mismo, con primera prelación a los demás usos de estos recursos por parte del Originador. Este mecanismo también disminuye de manera importante el riesgo de voluntad de pago del Originador al combinarse con el mecanismo de control de desvíos de fondos, establecido en el punto 2.26 del Prospecto.
- b) **Propiedad de los Primeros Ingresos del mes:** El Patrimonio Autónomo es propietario de los primeros ingresos de cada mes hasta el monto de cesión programado para cada mes; sin que el Originador pueda disponer de estos recursos.
- c) **Cuentas Receptoras administradas por un tercero:** La totalidad de los valores ingresados a las cuentas receptoras, serán administrados por el Operador de Cuentas Receptoras hasta cubrir los flujos cedidos y otros gastos correspondientes a este proceso. De esta forma se aísla la influencia del Originador, sus acreedores y de la Sociedad de Titularización en el manejo de estos recursos.
- d) **Certificaciones de Auditoría Externa:** El Auditor Externo certificará semestralmente el ingreso del total de los ingresos diarios actuales y futuros en dinero por la venta de mercadería, productos, ventas por exportación de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación, ventas por maquila, ventas por licitación, comisiones por ventas y otros relacionados directa y exclusivamente al giro comercial del negocio de INTI a las Cuentas Receptoras y calculará el "Coeficiente de Cobertura Promedio" y el "Coeficiente de Cobertura por Avance Técnico", para que en caso de necesidad se active el mecanismo de Aceleración de Flujos, las multas por desvíos de fondos o errores y otros descritos en el Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización, Administración y Representación.
- e) **Garantía Quirografaria:** Este mecanismo se activa en caso de quiebra del Originador y estipula que los derechos a Flujos Futuros pendientes de pago, automáticamente se convertirán en deuda exigible a favor del Patrimonio Autónomo, la misma que tendría garantía quirografaria.

La Sociedad de Titularización en representación del Patrimonio Autónomo deberá solicitar el reconocimiento de la deuda para el concurso de acreedores. Una vez obtenido el reconocimiento de la deuda por autoridad competente, se procederá a liquidar el Patrimonio Autónomo.

- f) **Reducción de riesgo crediticio del Patrimonio Autónomo por mejora crediticia de Bonos INTI III:** Al enviar directamente del Patrimonio Autónomo a la Cuenta de Agente Pagador de Bonos INTI III los recursos necesarios para la cancelación de los cupones de Bonos INTI III que se

encuentran en vigencia, se pretende reducir la probabilidad de que dichos valores incurran en eventos de incumplimiento, mediante lo cual simultáneamente se protegería al Patrimonio Autónomo.

Ante una insuficiencia de activos en el Patrimonio Autónomo para cubrir sus obligaciones con los Tenedores de Valores de Titularización, se utilizará en primer lugar los recursos del Fondo de Liquidez; si estos no fueran suficientes se utilizaría el Exceso de Flujo de Caja Acumulado y por último el Fondo de Aceleración de Flujos.

En caso de haber utilizado el Fondo de Liquidez, el importe utilizado será restituido con los recursos recaudados por el Operador de Cuentas Receptoras.

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:

Cuadro N° 6: Grupo Accionario		
Accionista	Número de Acciones	Participación
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%
Total	639.576	100,00%

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

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

Cuadro N° 7: Directorio	
Nombre	Cargo
Friedrich-Klaus Ohnes	Presidente
Fernando Anker A.	Vicepresidente
Mario Lema R.	Director Secretario
Miguel Apt B.	Síndico

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Cuadro N° 8: Principales Gerentes	
Nombre	Cargo
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. al 31 de diciembre de 2010:

Gráfico N° 3



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 ungüento grande docena x 15g, Mentisan ungüento 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 GMP¹⁷, 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 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 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:

Cuadro N° 9: Participación Clientes		
Tipo de Cliente	Ventas	Participación
Farmacias	126.894.166	64,5%
Licitación	28.634.501	14,5%
Varios	12.048.791	6,1%
Clínicas	11.817.978	6,0%
Estatales	10.318.733	5,2%

¹⁷ Good Manufacturing Practices (Buenas Prácticas de Manufactura)

Privados	3.714.031	1,9%
Postas	3.457.967	1,8%
Totales	196.886.167	100,0%

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

El cuadro muestra que los principales clientes son las Farmacias, con una participación del 64,5% del total de los ingresos generados por INTI a diciembre 2010, seguidas por Licitaciones (14,5%), por otro lado entre Clientes Varios, Clínicas, Instituciones Estatales, Instituciones Privadas y Postas constituyen el 21% de los ingresos generados por INTI a diciembre de 2010. Cabe mencionar que en el ámbito nacional las agencias que consiguen las mayores ventas son las Agencias de Santa Cruz de la Sierra, Cochabamba y La Paz.

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 dirigido a mercados como el peruano y el paraguayo aprovechando que cumplen con normas requeridas y un gran prestigio internacional.

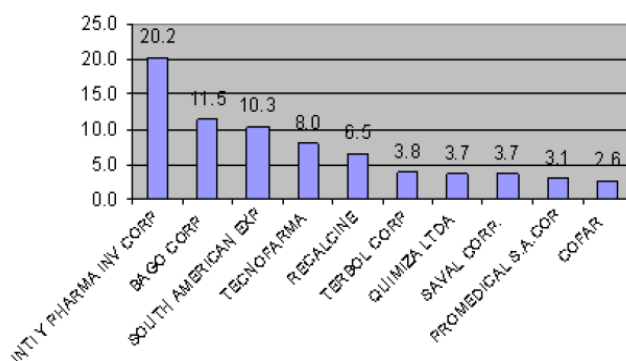
Estrategia y Operaciones

Droguería INTI S.A. es la farmacéutica líder en el mercado boliviano con una participación de 20,24% de las ventas, siendo la empresa de mayor participación de mercado.

En el gráfico N° 4 se detalla la participación de la empresa dentro del mercado y se puede evidenciar la relevancia de esta.

Gráfico N° 4

Porcentaje de participación de las principales corporaciones del Mercado Farmacéutico Boliviano



Fuente:IMS Health/ Elaboración: Droguería Inti

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 resfriados, 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 (64,5%), seguidas por Licitaciones (14,5%), por otro lado entre Clientes Varios, Clínicas, Instituciones Estatales, Instituciones Privadas y Postas constituyen el 21% de los ingresos generados por INTI a diciembre de 2010.

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.

Hechos Recientes

- En fecha 2 de febrero se ha comunicado que al 31 de diciembre de 2010 sus compromisos financieros son 0,240 para la relación Pasivo Financiero a Patrimonio Neto y 1,9467 para la razón activo corriente a pasivo corriente.
- En fechas 31 de octubre la empresa Berthin Amengual & Asociados remitió la información de 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.
- En fecha 29 de octubre de 2010, la Sociedad ha comunicado que la Junta General Extraordinaria de Accionistas con participación del 88,74% 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.
- En fecha 13 de octubre de 2010, la Sociedad ha comunicado que se convocó a junta general de accionistas para considerar la inscripción de un programa de Emisiones de Bonos.
- En fecha 17 de agosto de 2010, la Sociedad ha comunicado que 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.
- En fecha 27 de julio del 2010 BDP ST ha convocado 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.
- En fecha 22 de julio del 2010 BDP ST ha convocado 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.
- En fecha 31 de mayo del 2010, la Sociedad ha comunicado que se realizó la compra del bono No 587 perteneciente a la serie C de Bonos Inti III, concluyendo el pago total de dicha emisión
- El 26 de mayo del 2010, la Sociedad ha comunicado que se 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 2009, la Sociedad ha comunicado que en reunión de Directorio de fecha 31 de julio de 2009, se resolvió: - Designar al señor Christian Schilling Dalgas como Gerente General a partir de fecha 31 de julio 2009. - Que el nuevo Directorio a partir de la fecha es el siguiente: - Friedrich Klaus Ohnes Tanzer Presidente - Fernando Anker Vicepresidente - Mario Lema Ruiz Director Secretario - Miguel Apt B. Síndico.

Administrador del Patrimonio Autónomo – BDP ST (Antes NAFIBO ST)

A fin de adecuarse a la Ley N°2297, que define como único objeto de los bancos de segundo piso la intermediación de recursos a favor de Entidades de Intermediación Financiera y de Asociaciones o fundaciones de carácter financiero, el 31 de agosto de 2004 NAFIBO SAM constituyó una filial bajo la denominación de Nafibo Sociedad de Titularización S.A.(Ahora BDP ST), con un aporte inicial de US\$ 2 millones, pudiendo aportar hasta US\$ 4 millones de capital autorizado, de acuerdo a los requerimientos de capital de esta nueva sociedad. En Junta General Extraordinaria de Accionistas de 18 de mayo de 2004, en la que se determinó el Capital Autorizado para la sociedad, se aprobó también que la participación accionaria de NAFIBO S.A.M. será no menor al 98%.

En noviembre de 2004, se realizó la transferencia voluntaria de los Patrimonios Autónomos “SOBOCE-NAFIBO 002 y COBOCE – NAFIBO 003, ambos constituidos y administrados originalmente por NAFIBO SAM (ahora denominado Banco de Desarrollo Productivo S.A.M. - BDP SAM), a favor de BDP ST (antes NAFIBO ST), filial de la primera, en virtud a las determinaciones adoptadas en la Asamblea General de Tenedores de Valores de Titularización de Contenido Crediticio (ambas celebradas el 15 de septiembre de 2004).

El objeto principal de BDP ST es estructurar proyectos de titularización, administrar activos y/o flujos futuros de procesos de titularización, comprar activos, bienes o flujos futuros para titularizar por acto unilateral o por cesión irrevocable, conservar, custodiar, administrar y representar legalmente a los Patrimonios Autónomos constituidos por personas naturales o jurídicas o por la propia sociedad, dentro de procesos de titularización, ejerciendo derecho de dominio sobre los bienes, activos o flujos futuros que los conforman y que hubieran sido objeto de cesión.

Los accionistas de BDP ST a la fecha del presente informe son:

Cuadro N° 10: Accionistas	
Accionista	% de participación
Banco de Desarrollo Productivo S.A.M. , BDP SAM (Antes Nacional Financiera Boliviana Sociedad Anónima Mixta, NAFIBO SAM)	99.99907%
Varios (3 accionistas)	Cada uno cuenta con 0.00031%

Fuente: Nafibo Sociedad de Titularización S.A. / Elaboración: PCR

Los miembros del directorio, a la fecha del presente informe, son Joaquín Hurtado Cárdenas (Presidente), Scarlet Escalante Carrasco (Directora Vicepresidente) y Rosa Laguna Quiroz (Directora Secretaria).

NAFIBO SAM, es una entidad financiera de Segundo Piso constituida en el marco del artículo 31°, inciso 1 de la Ley del Banco Central de Bolivia N° 1670 de fecha 31 de octubre de 1995. NAFIBO SAM inició operaciones el 23 de septiembre de 1996, previa autorización de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras, mediante las Resoluciones SB N° 081/96 y SB N° 032/96, ambas del 19 de septiembre de 1996. Es importante mencionar que el 20 de junio de 2007, mediante la Resolución SPVS-IV-N°449, se registró el cambio de denominación en el Registro del Mercado de Valores de la sociedad Nacional Financiera Boliviana S.A.M. por Banco de Desarrollo Productivo S.A.M. (BDP SAM) Banco de Segundo Piso. El objeto de la Sociedad inicialmente fue la intermediación financiera hacia entidades financieras privadas, legalmente establecidas en el país fiscalizadas por las instituciones correspondientes; administrar fideicomisos; comprar cartera de primera clase de bancos de primer piso y otorgarla en administración; llevar a cabo mandatos de intermediación financiera y administrar fondos de terceros y comisiones de confianza con cualquier persona natural o jurídica y realizar operaciones de titularización para lo cual podrá comprar cartera de primera clase a intermediarios financieros de primer piso o cualquier persona jurídica.

Los accionistas de BDP SAM son:

Cuadro N° 11: Accionistas BDP SAM	
Accionista	% de participación
Estado Plurinacional de Bolivia	80.00%
Corporación Andina de Fomento (CAF)	20.00%

Fuente: BDP Sociedad de Titularización S.A. / Elaboración: PCR

La calificación de riesgo local de BDP SAM vigente se detalla a continuación:

Cuadro N° 12: Calificaciones BDP SAM		
Calificación	FITCH	Equivalencia ASFI
Emisor	AAA	AAA
Corto Plazo en Moneda Extranjera	F1+	N-1
Largo Plazo en Moneda Extranjera	AA	AA2
Corto Plazo en Moneda Nacional	F1	N-1
Largo Plazo en Moneda Nacional	AAA	AAA

Fuente: BDP Sociedad de Titularización S.A. / Elaboración: PCR

Experiencia en titularización de NAFIBO ST (ahora denominado BDP ST)

En junio de 1998 la República de Bolivia y el Banco Interamericano de Desarrollo realizaron un contrato de préstamo que tuvo por objeto apoyar la implementación de la Política Nacional de Vivienda del Gobierno de Bolivia, y en el que BDP SAM (en ese entonces NAFIBO SAM) fue designado para la ejecución del Subprograma "B": Desarrollo del Mercado Secundario de Crédito Hipotecario en Bolivia.

Para tal efecto, la República Boliviana suscribió un convenio subsidiario con BDP SAM por el que la República otorgó a ésta las facultades e independencia necesarias para el manejo de los fondos transferidos de acuerdo con los términos y condiciones del Contrato de Préstamo/Subprograma "B". En julio de 2003, el Viceministro de Inversión Pública y Financiamiento Externo comunicó a BDP SAM la decisión del gobierno de utilizar dichos recursos en un Programa distinto al originalmente designado.

BDP SAM actuando como Sociedad de Titularización desarrolló la primera emisión de titularización en el mercado boliviano de Letras de Cambio aceptadas por la H. Alcaldía Municipal de Cochabamba, por un monto de US\$ 4 millones, tal como puede apreciarse en la Resolución Administrativa SPVS – IV – N° 437, Artículo Segundo, inciso n) del 21 de septiembre de 2001 Patrimonio Autónomo COBOCE – NAFIBO 001. Esta primera titularización en Bolivia describe la exitosa experiencia de BDP SAM como estructurador y administrador de patrimonios autónomos. Se debe señalar que en abril de 2005 se procedió con la liquidación del Patrimonio Autónomo COBOCE – NAFIBO 001.

Posteriormente, en diciembre de 2002, se constituyó el patrimonio autónomo COBOCE-NAFIBO 003 mediante cesión de 72 Letras de Cambio giradas a favor de COBOCE (originador) y aceptadas por el gobierno Municipal de Cochabamba.

Tras la constitución de Nafibo Sociedad de Titularización S.A.(Ahora BDP ST), la administración de los tres (3) patrimonios autónomos (dos de COBOCE y uno de SOBOCE) que estaba a cargo de NAFIBO SAM fue transferida a la sociedad de titularización. Asimismo, el Manual de Organización, Funciones y Procedimientos de la Gerencia de Titularización de BDP ST fueron adecuados a los requerimientos de la nueva sociedad. A finales del 2004, todo el personal de la Gerencia de Titularización de NAFIBO SAM pasó a Nafibo Sociedad de Titularización (ahora BDP ST), por lo que NAFIBO SAM ya no ejerce las funciones de Titularizadora.

Patrimonios de BDP Sociedad de Titularización S.A.:

En fecha 20 de Octubre de 2004, NAFIBO ST constituyó el Patrimonio Autónomo CONCORDIA-NAFIBO 004 por 74 Letras de Cambio giradas a favor de CONCORDIA y aceptadas por la Municipalidad de Cochabamba, inscritas en el Fondo de Garantía, visadas por el Viceministerio de Tesoro y Crédito Público e incorporadas en el Plan de Readequación Financiera de la Municipalidad de Cochabamba, emitiéndose valores de titularización por US\$ 1.7 millones.

En reunión de directorio del 30 de mayo de 2005 se autorizó la suscripción del contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización y Administración con la empresa IC Norte S.A., constituir el Patrimonio Autónomo IC Norte - Nafibo 005 y realizar la emisión de valores correspondiente.

En sesión de Directorio N° 011/2006 de fecha 29 de septiembre de 2006, se aprobó la suscripción del Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización y Administración, constitución del correspondiente Patrimonio Autónomo y emisión de valores de

titularización para el proyecto Droguería Inti. En noviembre de 2006 se emitió y colocó los valores de titularización del Patrimonio Autónomo INTI-NAFIBO 006.

Con fecha 20 de diciembre de 2006, se procedió a la suscripción de la Declaración Unilateral Marco de Cesión Irrevocable de Lotes de Terreno para dar inicio a la constitución del Patrimonio Autónomo TERRASUR - NAFIBO 007 dentro de un proceso de titularización, que formará parte de un Programa de Emisiones de Valores de Titularización de hasta US\$ 2.000.000. Para ello en Directorio del 29 de septiembre del mismo año, se aprobó y autorizó la creación de un plan de adquisición de cartera de la empresa TERRASUR Ltda., y la conformación del Patrimonio Autónomo TERRASUR - NAFIBO 007.

El 12 de febrero de 2007, se comunicó que en reunión de Directorio Nro. 03/2007, se aprobó por unanimidad la suscripción del Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización y Administración, constitución del correspondiente Patrimonio Autónomo y emisión de Valores de Titularización para el proyecto Gas & Electricidad S.A. El 13 de agosto de 2007, dichos Valores de Titularización fueron autorizados e inscritos en el RMV de la SPVS. En el mes de septiembre de 2007 se realizó la colocación de los Valores de Titularización del Patrimonio Autónomo Gas & Electricidad.

Con fecha 17 de septiembre de 2007 se comunicó que en reunión de Directorio Nro. 014/2007 de fecha 14 de septiembre de 2007 se aprobó y autorizó lo siguiente: (i) Suscripción de un contrato de derecho y sus anexos para la compra de una nota estructurada que será emitida por Societé Générale Acceptance N.V. y garantizada por Societé Générale, (ii) Suscripción del contrato de cesión por acto unilateral y sus anexos del derecho de compra de nota estructurada antes mencionada a un Patrimonio Autónomo, (iii) Conformación del Patrimonio Autónomo correspondiente, y (iv) Emisión de valores de titularización del Patrimonio Autónomo correspondiente.

El 05 de noviembre de 2007 se comunicó que en sesión de Directorio Nro. 016/2007 de fecha 31 de octubre de 2007 se aprobó y autorizó: (i) Suscripción de un Contrato de Derecho de Compra de Pagarés. (ii) Suscripción de la Declaración Unilateral de Cesión Irrevocable de un Derecho de Compra de Pagarés. (iii) Suscripción de Contratos complementarios y Anexos para la conformación del Patrimonio Autónomo Sinchi Wayra - Nafibo 010.

Con fecha 20 de noviembre de 2007, se comunicó que en sesión de Directorio Nro. 017/2007 de fecha 19 de noviembre de 2007 se aprobó y autorizó lo siguiente: (i) Suscripción del Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos sobre Flujos Futuros para fines de Titularización y Administración con Empresa Alemana Unificada S.A. - Hotel Europa, así como los contratos complementarios, adendas y anexos para la conformación del Patrimonio Autónomo HOTEL EUROPA - NAFIBO 011. (ii) Adquisición de activos - Letras de cambio- emitidas por entidades públicas nacionales registradas dentro de los programas de fondo de garantía y/o cuenta de previsión, conforme a la normativa vigente y dentro de un Proceso de Titularización por Acto Unilateral. (iii) Cesión por acto unilateral de las Letras de Cambio antes mencionados a un Patrimonio Autónomo. (iv). Conformación del Patrimonio Autónomo Letras de Cambio Sector Público - NAFIBO ST 012, dentro de un Programa de Emisión. (v) Suscripción de anexos, adendas, contratos modificatorios y otros necesarios para la realización de este proceso de titularización.

Con fecha 28 de julio de 2008 se procedió a la suscripción de la Declaración Unilateral de Cesión Irrevocable de un Derecho de Compra de pagarés emitidos por Sinchi Wayra S.A. mediante el cual se ha constituido el Patrimonio Autónomo SINCHI WAYRA - NAFIBO 015.

Con fecha 31 de octubre de 2008 se informó que el Directorio autorizó el proceso de titularización HIDROELÉCTRICA BOLIVIANA - NAFIBO 016 conforme al siguiente detalle: (i) Suscribir el Contrato de Derecho de Compra de Activos, (ii) Suscribir la Declaración Unilateral de Cesión Irrevocable de un Derecho de Compra de Activos, (iii) Conformar el Patrimonio Autónomo Hidroeléctrica Boliviana - NAFIBO 016, (iv) Proceder a la Emisión de Valores de Titularización del Patrimonio Autónomo Hidroeléctrica Boliviana - NAFIBO 016 con garantía de capital, (v) Suscribir los contratos, anexos y posteriores modificaciones relacionadas con el presente proceso de titularización que sean necesarias para su éxito y buen desempeño.

La constitución del Patrimonio Autónomo MICROCREDITO IFD - NAFIBO 017, se realizó mediante la suscripción de la Declaración Unilateral de Cesión Irrevocable de un Derecho de Compra de Pagarés con fecha 31 de diciembre de 2009, y sus posteriores modificaciones. Mediante Resolución ASFI N° 529/2010 de 25 de junio de 2010, la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), autorizó la inscripción en el Registro del Mercado de Valores de ASFI, el PATRIMONIO AUTÓNOMO MICROCREDITO IFD –

NAFIBO 017, bajo el Número de Registro ASFI/DSV-PA-MCN-002/2010 y autorizó la emisión, oferta pública e inscripción en el Registro del Mercado de Valores, de los Valores de Titularización CRECER – NAFIBO 017.

Hechos Recientes de BDP ST S.A.

- En fecha 28 de febrero de 2011, la Junta General Extraordinaria de Accionistas determino la autorización y aprobación de la emisión de Pagarés no Bursátiles emitidos por el BDP ST, cuyo monto debe alcanzar hasta Bs 100.000.000.
- En fecha 20 de diciembre de 2010, BDP Sociedad de Titularización S.A., cambio de domicilio a sus nuevas oficinas ubicadas en la calle 12 N° 8081 esq. Julio C Patiño, zona Calacoto La Paz Bolivia.
- El 11 de octubre de 2010, La Srta. Verónica Mercedes Zamora Vega presento su renuncia al cargo de jefe de estructuración, la misma que fue efectiva a partir del 8 de noviembre del mismo año.
- Con fecha 2 de septiembre 2010, Sociedad de titularización S.A. cambia de nombre a BDP Sociedad de Titularización S.A.
- Como resultado del cambio de la denominación de la Sociedad, se procedió el 7 de octubre de 2010 a la revocatoria y entrega de nuevos poderes a las siguientes personas:

Cuadro N° 13: Poderes Revocados	
Nombre	Cargo
María René Canelas Figueroa	Presidenta del Directorio
Rodrigo Víctor Argote Pérez	Administrador de Patrimonios Autónomos
Daniel Kyllmann Díaz	Estructurador
María Esther Rojas Ecos	Oficial de Inversiones
Verónica Mercedes Zamora Vega	Jefe de Estructuración
Galo Abel Agramont Chacón	Contador Administrador
Jaime Dunn de Ávila	Gerente General

Fuente: BBV. S.A. / Elaboración: PCR

Cuadro N° 14: Poderes Otorgados	
Nombre	Cargo
María René Canelas Figueroa	Presidenta del Directorio
Rodrigo Víctor Argote Pérez	Jefe de Administración de Patrimonios Autónomos
Daniel Kyllmann Díaz	Jefe de Estructuración
María Esther Rojas Ecos	Jefe de Inversiones
Verónica Mercedes Zamora Vega	Jefe de Estructuración
Galo Abel Agramont Chacón	Jefe de Administración y Contabilidad
Jaime Dunn de Ávila	Gerente General

Fuente: BBV. S.A. / Elaboración: PCR

- El 13 de agosto de 2010, la asamblea general de tenedores de valores de titularización resolvió aplazar por unanimidad hasta el 17 de agosto de 2010 la decisión para la redención anticipada de valores de titularización. Debido a que los inversores evaluaban aun la oferta del originador.
- El 12 de Agosto de 2010. Fitch Ratings hizo conocer su decisión unilateral de anular el contrato con de Calificación de Riesgo entre: Fitch Ratings, Hidroeléctrica Boliviana y NAFIBO ST (Ahora BDP ST). Al respecto Fitch realizara la calificación de riesgo para el tercer trimestre de este año, como su último servicio prestado acorde al contrato cancelado.
- Con fecha 20 de abril de 2009, el señor Rodrigo Argote fue designado a partir de fecha 20 de abril de 2009 como Administrador de Patrimonios Autónomos de la Sociedad.

- Con fecha 09 de febrero de 2009, el señor Daniel Kyllmann Diaz fue designado a partir de fecha 9 de febrero de 2009 como administrador de Patrimonios Autónomos de la Sociedad.
- Con fecha 26 de enero de 2009, se determinó nombrar como Auditor Externo a la empresa PricewaterhouseCoopers S.R.L.
- Con fecha 21 de enero de 2009, Nafibo Sociedad de Titularización conjuntamente con Hencorp Becstone Capital L.C. se adjudicó, con el Visto Bueno del Banco Interamericano de Desarrollo, la Licitación Pública Nacional BID-FSV-002/2008 para el "Análisis de la Cartera Hipotecaria del FSV para su potencial Titularización" del Fondo Social para la Vivienda de El Salvador.
- Con fecha 15 de enero de 2009, el señor Nelson A. Hochkofler P. presentó su renuncia al cargo de Administrador de Patrimonios Autónomos, la misma que hizo efectiva a partir de fecha 26 de enero de 2009.

Análisis Financiero del Patrimonio Autónomo

Para la elaboración del análisis se ha utilizado los Estados Financieros del Patrimonio Autónomo INTI - NAFIBO 006 al 31 de diciembre del 2010.

Balance General

A diciembre del 2010 los derechos del Patrimonio Autónomo alcanzaron los Bs 39,73 millones monto inferior al registrado en trimestre anterior en Bs 1,68 millones (-4,07%). El principal componente del activo del Patrimonio Autónomo está representado por los derechos originados por los ingresos mensuales del Originador (activos titularizados) con una participación de 92,41% del activo total, alcanzando un monto de Bs 38,27 millones a diciembre 2010.

Las disponibilidades representan el 2,24% del activo total, alcanzando un nivel de Bs 0,93 millones correspondientes principalmente a las cuenta líquidas mantenidas en el Banco Nacional (recaudación, tesorería y provisión de pagos, tanto en moneda nacional como en UFV). Por otra parte las Cuentas pendientes de cobro diversas a Corto plazo alcanzo un nivel de Bs 0,53 millones que representa el 1,28% sobre el total de derechos del patrimonio.

Los pasivos alcanzaron un nivel de Bs 39,18 millones monto inferior al registrado en el pasado trimestre en Bs 1,74 (-4,26%), está conformado casi en su totalidad por los Valores de Titularización INTI - NAFIBO 006, tanto capital como intereses. El otro componente del pasivo corresponde a cuentas pendientes de pago diversas.

Estado de Resultados

Al 31 de diciembre de 2010, el margen operativo del Patrimonio Autónomo INTI - NAFIBO 006 alcanzó un nivel negativo de Bs 98,42 miles, este resultado negativo se debió al registro de gastos operativos. Por otro lado, los ingresos financieros ascendieron a Bs 4,55 millones sustentado principalmente por el rendimiento sobre activos titularizados y en menor medida por los rendimientos generados por las disponibilidades. Mientras que los cargos financieros, alcanzaron un nivel de Bs 3,72, por concepto de los intereses devengados de los títulos emitidos. Así, el margen financiero y operativo alcanzó los Bs 733,81 mil. Debido al registro de gastos diversos (comisión por administración del Patrimonio, entre otros) por un monto de Bs 324,83 miles, el Patrimonio Autónomo INTI - NAFIBO 006 obtuvo un resultado operacional de Bs 408,98 miles y finalmente una utilidad neta de Bs 417,56 miles superior en Bs 58,83 (16,40%).

Análisis Financiero

Para la elaboración del análisis se utilizaron Estados Financieros auditados al 31 de marzo de las gestiones 2006 - 2010 y no auditados al 31 de diciembre del 2010. Cabe mencionar que el año fiscal (gestión) de Droguería INTI inicia en abril y concluye en marzo del año siguiente.

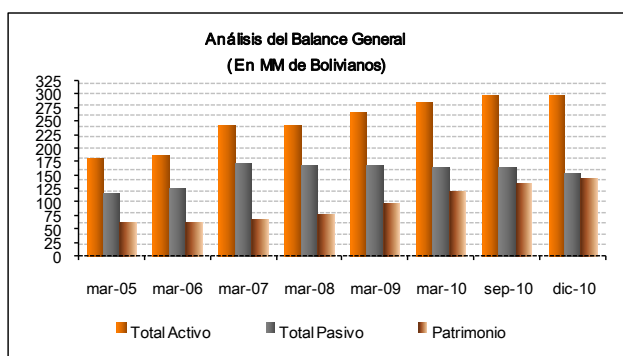
Análisis del Balance General

Droguería INTI en el transcurso de los últimos 5 años ha ido incrementando sus activos paulatinamente. A marzo 2006 presentó un total activo de Bs 186,63 millones, cifra que se fue incrementando en un promedio de crecimiento anual del 11,69%, es por este motivo que a marzo 2010 INTI alcanzó un activo de Bs 285,26 millones. Respecto a los pasivos presentaron un comportamiento relativamente estable, con excepción del periodo 2006- 2007 donde los pasivos sufrieron un incremento del 39,29% pasando de Bs 124,19 millones a 173,00 millones. Entre las gestiones 2008 y 2010 los pasivos registraron montos de Bs 166,09 millones (gestión 2008), Bs 166,71 millones (gestión 2009) y Bs 165,99 millones (gestión 2010), mostrando cambios no significativos. Por otra parte, el patrimonio de la empresa ha ido creciendo,

alcanzando a Bs 119,27 millones en Marzo del 2010, cifra superior en Bs 56,84 a la registrada en marzo de 2006 (91,04% superior).

En diciembre 2010, INTI registró un activo total de Bs 298,30 millones menor al registrado en septiembre 2010. Asimismo se puede observar que los pasivos presentaron una disminución en relación a septiembre 2010, alcanzando un total de Bs 154,46 millones, debido principalmente la disminución en deudas comerciales en Bs 8,26 millones, deudas bancarias en Bs 3,56 millones y otras cuentas por pagar en Bs 3,20 millones. Por otra parte se observa que el patrimonio presentó un incremento del 6,95%, el cual alcanzó un total de Bs 143,84 millones mayor en Bs 9,34 millones respecto a septiembre 2010.

Gráfico N° 5



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Calidad de Activos y Pasivos

Los activos en diciembre 2010, fueron inferiores a los registrados en septiembre 2010 en Bs 1,09 millones (-0,36%). Cabe resaltar que el 60,50% del activo total corresponde al activo corriente, el cual, se encuentra compuesto principalmente por los inventarios, cuentas por cobrar comerciales y gastos pagados por anticipado ; El activo no corriente, representó el 39,50% del activo total y estaba compuesto principalmente por los activos fijos (33,47% del activo total); los cuales constaban en su mayoría de edificios, maquinaria de laboratorio, terrenos, equipos de computación, equipo de laboratorio, muebles y enseres, repuestos y accesorios, entre otros activos.

Así, al 31 de diciembre del 2010, el activo corriente registró Bs 180,46 millones. A continuación se detallan las principales cuentas:

- Inventarios: El nivel de inventarios fue de Bs 101,59 millones, representando el 34,06% del activo total. Los inventarios están compuestos básicamente por materias primas, productos en proceso, productos terminados, materiales de presentación, materiales y reactivos de laboratorio y materiales en tránsito.
- Las cuentas por cobrar comerciales, cuya participación asciende a 9,45% del activo total y alcanzan un monto de Bs 28,20 millones.
- La cuenta de caja y bancos alcanzó un nivel de Bs 14,37 millones, la participación de dicha cuenta dentro del activo total fue de 4,82%, porcentaje superior al registrado al finalizar septiembre 2010 (3,29%).

Por otra parte el activo no corriente al 31 de diciembre del 2010 alcanzó Bs 117,84 millones explicado principalmente por los activos fijos que alcanzaron Bs 99,85 millones lo que equivale a 33,47% respecto al total activos.

Gráfico N°6

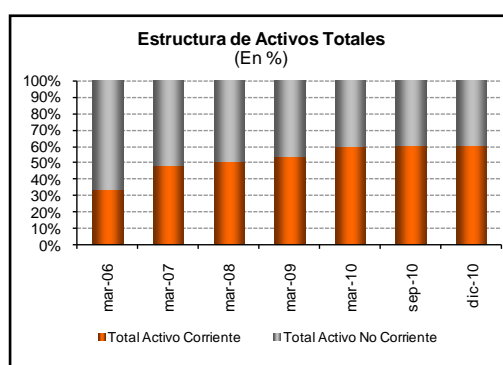
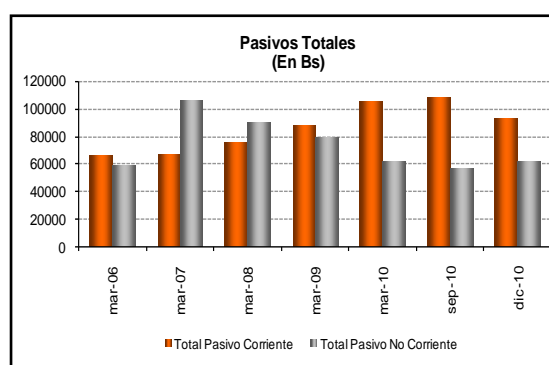


Gráfico N°7



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Respecto a los pasivos en diciembre 2010 se registraron montos inferiores a los registrados en septiembre 2010, los cuales presentaron una disminución de Bs 10,43 millones (-6,33%) y se encontraban conformados por el pasivo corriente y el no corriente.

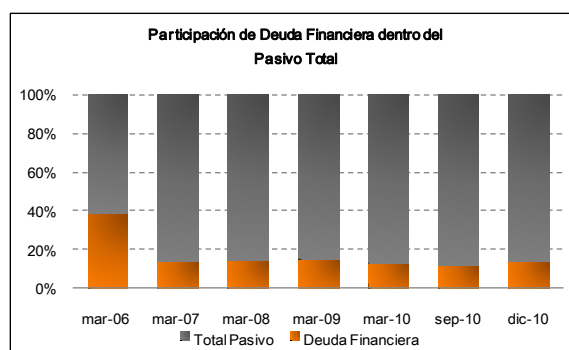
El pasivo corriente estuvo conformado por i) deudas comerciales, ii) deudas bancarias, iii) impuestos y cargas sociales, e iv) pasivos diferidos, alcanzando un monto de Bs 92,90 millones. Dentro de las cuales la que presentó más relevancia fue la cuenta Deudas comerciales con un importe de Bs 58,51 millones.

Por otra parte el pasivo no corriente alcanzó la cifra de Bs 61,56 millones, teniendo como principal componente las provisiones para indemnización que significaron el 13,16% del total pasivo y patrimonio y la cuenta diferido por titularización que significó el 3,95% del total pasivo y patrimonio.

Entre las cuentas que conforman al pasivo se observa que la deuda financiera se presenta tanto en el pasivo corriente como en el pasivo no corriente. Vale la pena mencionar que a partir de diciembre de 2006 se reduce considerablemente la deuda bancaria, que fue realizado con los recursos provenientes de la colocación de los Valores de Titularización INTI – NAFIBO 006 y con el fin de realizar una reestructuración de los pasivos de la empresa.

Los importes alcanzados por la deuda financiera al 31 de diciembre de 2010 fueron Bs 24,50 millones, la cual estaba compuesta por Bs 13,98 millones de la parte corriente y Bs 10,53 millones de la parte no corriente. Alcanzando en su conjunto un 15,86% sobre el pasivo total, como se puede evidenciar en el siguiente gráfico.

Gráfico Nº 8



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Cabe resaltar, que el 26 de mayo del presente año, la empresa procedió a realizar la cancelación anticipada del capital e intereses del total Bonos Inti III serie C.

Por otro lado, INTI ha realizado emisiones de pagarés bursátiles (Pagarés Bursátiles Droguería INTI Emisión 2 y Emisión 3) de las cuales al 31 de diciembre estas ya cumplieron su vencimiento sin problema alguno. Por otra parte la empresa cuenta con una nueva emisión denominada Pagarés Bursátiles Droguería INTI Emisión 4, a continuación se detallan las características:

Cuadro Nº 15: Características la emisión 4 de Pagarés Bursátiles			
Serie	Monto (Bs)	Plazo Original (días)	Tasa Anual
A	2.828.000	360	1,25%
B	2.121.000	330	1,23%
C	2.121.000	300	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, a diciembre 2010 se tiene un saldo vigente de Bs 21,10 millones UFV.

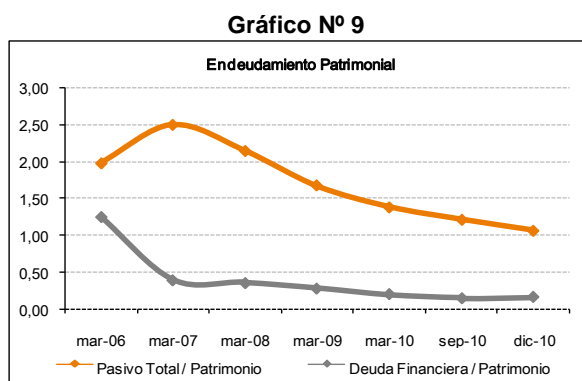
Patrimonio

El patrimonio en el transcurso de estos últimos 5 años ha presentado una tendencia creciente pasando de Bs 62,43 millones en el 2006 a Bs 119,27 millones en el 2010, que significó un incremento de 91,04% (Bs 56,84 millones).

Al 31 de diciembre del 2010, el patrimonio neto fue de Bs 143,84 millones, superior en 6,95% respecto a septiembre 2010, representa el 48,22 % del pasivo y patrimonio (43,07% registrado en diciembre de 2009).

El capital suscrito de la empresa es de Bs 84 millones, lo cual equivale a un total de 840,000 acciones, cada una con un valor nominal de Bs 100. Al 31 de diciembre de 2010, el capital pagado es de Bs 63,96 millones y el valor patrimonial es de Bs 224,89 por acción.

En el gráfico N° 9 se puede observar, la mejora en el apalancamiento patrimonial, en el transcurso de los años los ratios pasivo total/ patrimonio y deuda financiera/ patrimonio han ido disminuyendo, mostrando que la empresa ha sido capaz de ir mejorando su solidez patrimonial. En diciembre 2010 se registró un ratio de (pasivo total/patrimonio) de 1,07 menor al registrado de 1,23 en septiembre del 2010. Del mismo modo se pudo evidenciar que el ratio (Deuda financiera/patrimonio) se incremento de 0,16 veces para diciembre 2010.



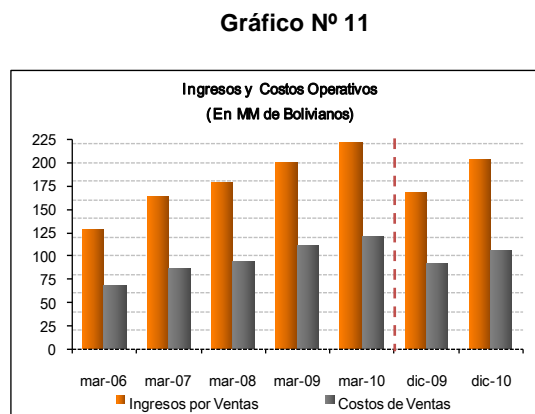
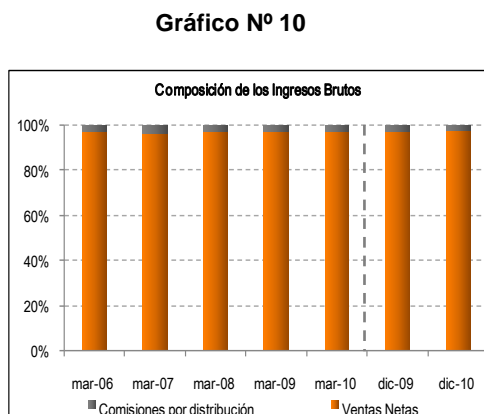
Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Análisis del Estado de Resultados

Durante los últimos 4 años, los ingresos de INTI han presentado una tendencia creciente, llegando a incrementarse en 74% el periodo 2006-2010.

Los ingresos brutos al 31 de diciembre del 2010 mostraron un incremento sustancial respecto a los anteriores meses, alcanzando Bs 203,30 millones, el cual fue explicado por los nuevos contratos que tiene la empresa, incremento que representa un crecimiento del 21,51% respecto al mes de diciembre 2009, aunado los descuentos realizados, generó ventas netas por Bs 198,82 millones. Asimismo, se registraron ingresos por comisiones de distribución a Pharma Invest por un monto de Bs 4,47 millones.

Cabe resaltar, que en diciembre 2010, los ingresos por comisión de distribución representaron el 2,20% de los ingresos netos totales como se puede observar en el gráfico N° 10.



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Por otro lado se puede evidenciar en el gráfico N° 11 que el costo de ventas a partir del cierre de marzo 2006 tuvo una tendencia creciente hasta el último cierre del 2010 donde alcanzó un importe de Bs 120,67 millones. En diciembre 2010 el costo de venta alcanzó Bs 105,43 millones, representando el 51,86% de las ventas, es así como la utilidad bruta, en diciembre de 2010, ascendió a Bs 97,87 millones, superior en 31,49% a la registrada en similar periodo del 2009. Así mismo el margen bruto fue de 8,24%, superior al promedio registrado en los últimos años (44,77%).

Los gastos operacionales ascendieron a Bs 68 millones, de los cuales, el 76,09% están representados por los gastos de ventas, el 13,02% por los gastos administrativos y el 10,89% representan los gastos por impuestos y patentes. De esta manera, el resultado operativo fue de Bs 29,87 millones, es decir el 14,69% de las ventas.

Cabe resaltar, que en diciembre 2010 los gastos de ventas aumentaron en 31,49% 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 visitantes médicos, ello para incentivar las ventas de productos que se comercializan por receta médica; así mismo, se ha incrementado los gastos en publicidad para productos que no requieren receta médica para la venta.

Por otra parte, en diciembre del 2010, el rubro no operativo mostró un egreso de Bs 4,3 millones, inferior al registrado en similar periodo del 2009 en 14,45% debido principalmente a los menores ajustes por inflación de Bs 937,00 mil y menores gastos financieros de 4,38 millones .

Finalmente, Droguería INTI S.A. alcanzó una utilidad neta de Bs 25,57 millones, superior en Bs 10,67 millones (71,56%) respecto a lo registrado en diciembre 2009.

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 a 12 meses). En diciembre 2010, alcanzó a 7,38 veces siendo superior al ratio alcanzado en diciembre 2009 que fue de 5,02 veces. Así mismo se calculó el ratio (EBIT/gastos financieros a 12 meses) que fue 6,25 veces superior al registrado en el similar periodo 2009 (4,17 veces).

La utilidad operativa del periodo aunada a los gastos por depreciación y amortización dieron como resultado un EBITDA a 12 meses de Bs 47,31 millones, 32,34% superior al registrado en diciembre 2009. Cabe resaltar que los gastos por depreciación y amortización aumentaron en 19,60% respecto al mes de diciembre 2009.

Los gastos financieros han mostrado una tendencia relativamente estable entre las gestiones 2007-2010, en diciembre 2010 se alcanzó los Bs 4,38 millones, 12,46% inferior al registrado en similar periodo del 2009.

Gráfico N° 12

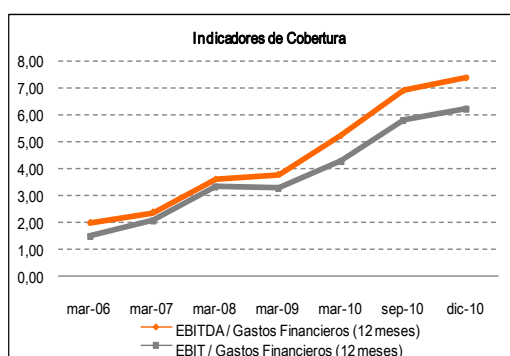
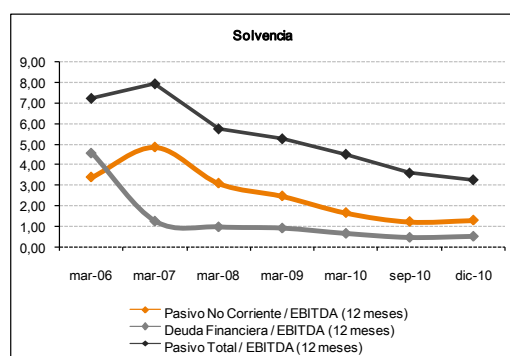


Gráfico N° 13



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 N° 13). Es por ello que se realizó el cálculo de distintos ratios, entre ellos podemos mencionar al Pasivo no corriente/EBITDA a 12 meses (que en diciembre 2010 llegó a 1,30) que nos indica que la empresa puede llegar a cubrir su total pasivos no corrientes en 1,30 años tiempo menor al registrado en diciembre 2009 que alcanzó a 1,83. Asimismo la Deuda Financiera/EBITDA (que en diciembre 2010 llegó a 0,52) nos indica que la empresa podría cubrir el total de sus deudas financieras tanto a largo como a corto plazo en un tipo de 0,52 años, que de igual forma se puede observar que tuvo una disminución en comparación de la gestión de diciembre 2009

donde se registró que la empresa haría frente a sus deudas financieras 0,79 años. Por último el Pasivo total/EBITDA (que en diciembre 2010 llegó a 3,26) nos muestra que la empresa cubriría el total de sus pasivos en 3,26 años, tiempo mejor al registrado en diciembre 2009, donde la empresa cubriría el total de sus pasivos con su EBITDA en un término de 4,25 años.

Para el análisis de rentabilidad se tomo en cuenta el margen bruto, el margen operativo y el margen neto que se muestran en el gráfico N° 14.

El margen bruto mostró una tendencia estable, debido a la estabilidad en los costos operativos, generando, en diciembre 2010, un margen de 48,24%. Sin embargo, se observa una amplia brecha entre el margen operativo y bruto, debido a que por el mismo rubro del negocio en el que Inti opera, ésta incurre en altos gastos de ventas, los cuales, aumentan los gastos operativos; es así como el margen operativo fue de 15,55%.

Por el lado del margen neto, se ubicó en diciembre del 2010 en 11,67% (5,88% en diciembre 2009); el aumento se produjo por las mayores utilidades registradas en el año.

Gráfico N° 14

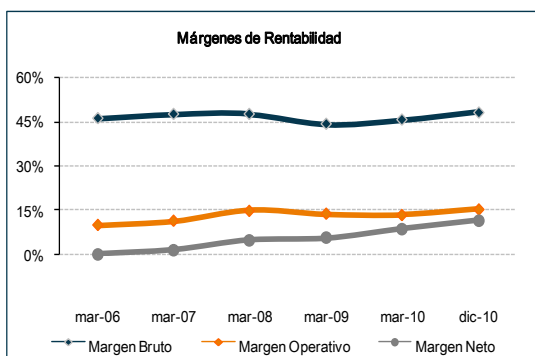
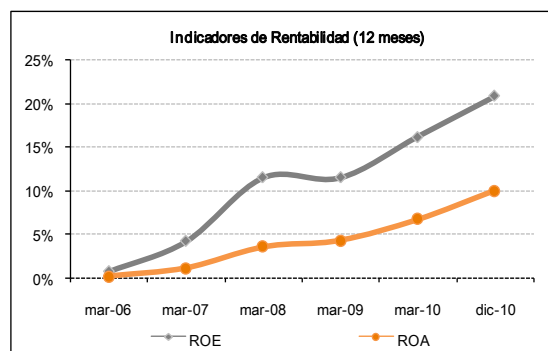


Gráfico N° 15

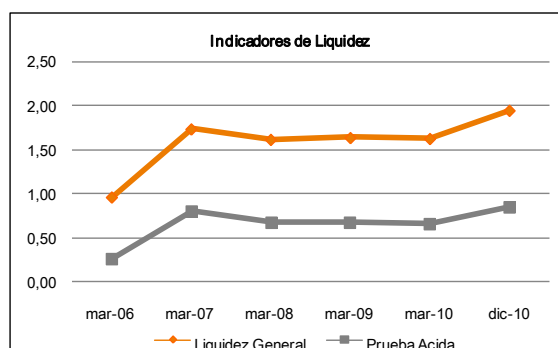


Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Así mismo, los indicadores de rentabilidad, calculados sobre la base de 12 meses, en el último año han mostrado un incremento considerable como se puede evidenciar en el gráfico N° 15, debido al aumento del 134,83% en la utilidad neta a 12 meses respecto a diciembre 2009, producto de los mayores ingresos operativos; es así como al 31 de diciembre del 2010, el ROE fue de 20,88% y el ROA de 10,07%, datos superiores a los registrados en el 2009 (ROE de 11,14% y ROA de 4,80%).

La empresa presenta adecuados indicadores de liquidez en promedio durante los últimos 5 años se registraron valores por encima de 1,5 como se puede observar en el gráfico N°16; los ratios de liquidez general y prueba ácida, ascienden en diciembre del 2010 a 1,94 y 0,85 veces, respectivamente. Al 31 de diciembre del 2009 la liquidez general alcanza las 1,75 veces, ratio inferior en 0,19 y en relación a la prueba ácida se puede observar que esta alcanza 0,71 veces, ratio inferior al registrado en el 2010 en 0,14 veces.

Gráfico N° 16



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

ANEXO

Cuadro 16: Resumen de Indicadores								
Droguería INTI								
ESTADOS FINANCIEROS								
En Miles de Bolivianos								
	mar-06	mar-07	mar-08	mar-09	dic-09	mar-10	sep-10	dic-10
Balance General								
Total Activo Corriente	62.816	115.505	122.815	143.683	151.067	169.624	181.440	180.461
Activo Corriente Prueba Ácida	16.750	53.205	50.851	58.671	61.312	67.955	90.243	78.870
Total Activo No Corriente	123.816	126.394	120.555	122.378	115.516	115.636	117.950	117.839
Total Activo	186.632	241.898	243.370	266.061	266.583	285.260	299.390	298.300
Total Pasivo Corriente	65.636	66.725	76.171	87.996	86.367	104.571	108.441	92.901
Total Pasivo No Corriente	58.564	106.275	89.920	78.713	65.400	61.416	56.452	61.562
Total Pasivo	124.199	173.001	166.091	166.709	151.767	165.987	164.894	154.464
Patrimonio	62.433	68.898	77.279	99.352	114.818	119.273	134.496	143.837
Deuda Financiera	78.619	27.419	28.253	29.129	28.308	24.302	21.336	24.504
Corto Plazo	27.036	3.305	8.922	18.681	23.045	20.767	17.534	13.978
Largo Plazo	51.583	24.113	19.331	10.448	5.263	3.535	3.802	10.526
Estado de Ganancias y Pérdidas								
Ingresos por Ventas	127.274	162.978	177.258	199.948	167.312	221.401	138.927	203.298
Costos de Ventas	68.807	85.717	92.912	111.863	92.878	120.672	73.062	105.427
Gastos Operativos	45.674	58.468	57.750	60.513	54.502	70.645	45.582	67.998
RESULTADO OPERATIVO	12.792	18.792	26.595	27.572	19.932	30.084	20.283	29.872
Otros Ingresos y Egresos	-8.011	-15.826	-17.665	-16.084	-5.026	-10.714	-2.890	-4.300
Gastos financieros	8.530	9.067	7.984	8.324	5.001	7.030	3.084	4.378
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	484	2.966	8.931	11.488	14.906	19.371	17.393	25.573
EBITDA y Cobertura								
Ingresos por Ventas a 12 meses	127.274	162.978	177.258	199.948	217.615	221.401	247.930	257.386
Utilidad Neta a 12 meses	484	2.966	8.931	11.488	12.791	19.371	28.997	30.037
Margen bruto (12 meses)	45,94%	47,41%	47,58%	44,05%	46,24%	45,50%	47,44%	48,24%
Margen operativo (12 meses)	10,05%	11,53%	15,00%	13,79%	13,63%	13,59%	15,61%	15,55%
Margen neto (12 meses)	0,38%	1,82%	5,04%	5,75%	5,88%	8,75%	11,70%	11,67%
EBITDA (del periodo)	17.168	21.781	28.898	31.668	26.024	36.802	27.462	37.158
Depreciación y Amortización (12 meses)	4.376	2.988	2.302	4.097	6.092	6.717	7.179	7.286
EBIT (12 meses)	12.792	18.792	26.595	27.572	29.657	30.084	38.691	40.025
EBITDA (12 meses)	17.168	21.781	28.898	31.668	35.749	36.802	45.870	47.311
Gastos Financieros (12 meses)	8.530	9.067	7.984	8.324	7.119	7.030	6.637	6.407
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	1,50	2,07	3,33	3,31	4,17	4,28	5,83	6,25
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	2,01	2,40	3,62	3,80	5,02	5,23	6,91	7,38
Solvencia								
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,53	0,39	0,46	0,53	0,57	0,63	0,66	0,60
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,47	0,61	0,54	0,47	0,43	0,37	0,34	0,40
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,63	0,16	0,17	0,17	0,19	0,15	0,13	0,16
Pasivo No Corriente / Patrimonio	0,94	1,54	1,16	0,79	0,57	0,51	0,42	0,43
Deuda Financiera / Patrimonio	1,26	0,40	0,37	0,29	0,25	0,20	0,16	0,17
Pasivo Total / Patrimonio	1,99	2,51	2,15	1,68	1,32	1,39	1,23	1,07
Pasivo No Corriente / EBITDA (12 meses)	3,41	4,88	3,11	2,49	1,83	1,67	1,23	1,30
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	4,58	1,26	0,98	0,92	0,79	0,66	0,47	0,52
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	7,23	7,94	5,75	5,26	4,25	4,51	3,59	3,26
Rentabilidad								
ROA (12 meses)	0,26%	1,23%	3,67%	4,32%	4,80%	6,79%	9,69%	10,07%
ROE (12 meses)	0,78%	4,30%	11,56%	11,56%	11,14%	16,24%	21,56%	20,88%
Calce de Cuentas de Corto Plazo								
Liquidez General	0,96	1,73	1,61	1,63	1,75	1,62	1,67	1,94
Prueba Acida	0,26	0,80	0,67	0,67	0,71	0,65	0,83	0,85
Capital de Trabajo	-2.820	48.779	46.644	55.687	64.700	65.054	72.999	87.560

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR